



Le Operazioni di Capitale come **Leva per monetizzare e garantire la propria *Legacy***

Tre mondi a confronto: industriale, finanziario, "ibrido"

A cura di:
LDP STPrI Società Benefit – Monica Di Oronzo, *Managing Partner*

14 MAGGIO 2026



Indice



Il contesto: Perché se ne parla ora	4
Agenda	5
Tre mondi a confronto: Industriale, finanziario e "ibrido": logiche, tempi, obiettivi	6
• L'Investitore Industriale - Strategico	7
• L'Investitore Finanziario - <i>Private Equity Puro</i>	8
• L'investitore "ibrido": finanziario con approccio industriale o industriale con parziale compagine finanziaria	9
• L'investitore "ibrido": Profili Concreti sul Mercato Italiano	10
• Quanto Sei Grande? Le Preferenze degli Investitori	11
• Chi fa al caso mio? Tabella Riepilogativa	12
Le strutture tecniche: Le principali alternative per la realizzazione dell'operazione	13
• Una mappa delle alternative tecniche	14
• <i>Straight sale</i> - Cessione diretta	15
• <i>Leveraged Buy-Out</i>	16
• <i>Platform & Build up</i>	17
• <i>Management Buy Out</i> - e alcune varianti	18
• <i>Merger</i> - integrazione industriale	19
• Aumento di capitale	20
• Minoranze, <i>holding</i>, <i>search fund</i>, IPO - Altre strutture	21
• <i>Earn-out</i> : il ponte sul divario di valutazione	22
• <i>Earn-out</i> : un esempio concreto	23
• Opzioni <i>Put e Call</i> : Uscite Graduali Programmabili	24

Indice



• Clausola di <i>Drag Along</i> : l'Obbligo di Trascinamento	25
• Clausola di <i>Tag Along</i> : il Diritto di Covendita	26
• Le preferenze degli investitori	27
Preservare Continuità e Valori: Il ruolo dell'imprenditore come motore di crescita o "ponte" nella transizione generazionale	28
• Come Preservare l'Anima dell'Azienda - Cedere le Quote Non Basta	29
• L'imprenditore: "motore della crescita" o "ponte" nella transizione?	30
Le buone regole nelle trattative: Fasi del processo, strumenti di tutela, otto regole d'oro e comportamenti <i>fair</i>	31
• Le fasi di una trattativa: mappa del percorso	32
• Le otto regole d'oro nelle trattative	33
• Glossario dei termini ricorrenti	34 - 43
Chiusura	44

Il Contesto:

Perché Se Ne Parla Ora

Il tessuto imprenditoriale italiano deve essere pronto alla transizione generazionale.

Sulla base dei dati InfoCamere, nel decennio 2015-2025, su 8,7 milioni di persone che ricoprono cariche apicali nelle società italiane, il 15% oggi ha più di 70 anni e **i manager over 70 sono aumentati del 23% rispetto al 2015**, quando erano l'11,6%. Di contro solo 340mila cariche sociali sono ricoperte da giovani con meno di 30 anni, il 23,8% in meno rispetto ai 446.570 amministratori, soci, titolari censiti dal Registro delle imprese di dieci anni fa.

L'analisi per fasce d'età evidenzia l'invecchiamento della base imprenditoriale e delle persone con cariche apicali. La fascia 50-69 anni continua a rappresentare il "cuore" del sistema economico (il 50% delle cariche). I 30-49enni segnano un vero tracollo (-30,5%). Gli over 70 invece crescono del 22,9%, segno di una continuità nella gestione delle imprese che, in molti casi, non trova un passaggio generazionale fluido.

Pesano i **trend demografici** (rispetto al 2015 l'età media è aumentata di 2,6 anni - fonte Istat), ma anche il **difficile passaggio generazionale** ai vertici, e la fatica nell'attrarre e inserire in posizioni di governance i giovani. L'invecchiamento del sistema produttivo ostacola così la capacità delle imprese di generare innovazione.

In Francia i top *manager over 70* sono a quota 18-19%, in Germania sono il 10%¹.

Aprire il capitale non deve essere un tabù: sono pochissime oggi le imprese che pur dovendo affrontare il passaggio generazionale hanno avviato in precedenza una pianificazione strutturata.

Il punto non è più se aprire il capitale, ma a chi, quando e con quale struttura. Le scelte fatte in fretta, senza pianificazione, fanno perdere una percentuale significativa del valore potenziale dell'operazione.

¹Sole24ore del 13 aprile 2026 – "Società, vertici ai raggi X: il 15% è sopra i 70 anni, *under 30* in calo del 24%"

Agenda

1

Tre mondi a confronto

Investitore industriale, finanziario e "ibrido": logiche, tempi, obiettivi

2

Le strutture tecniche

Le principali alternative per la realizzazione dell'operazione. Con un approfondimento su earn-out, opzioni put/call, drag e tag along

3

Preservare Continuità e Valori

Il ruolo dell'imprenditore come motore di crescita o come "ponte" nella transizione generazionale

4

Le buone regole nelle trattative

Fasi del processo, strumenti di tutela, otto regole d'oro e comportamenti fair



SEZIONE 1

Tre mondi a confronto

Industriale, finanziario e “ibrido”: logiche, tempi, obiettivi



L'Investitore Industriale

Strategico

È un'azienda che ci compra per integrarci nel proprio gruppo.

Chi è in pratica:

Può essere del nostro settore (o adiacente), un concorrente, un cliente, un fornitore, un *player* complementare.

Le sei dimensioni

Logiche

Integrazione industriale. Compra mercato, clienti, competenze, tecnologie, capacità produttiva. Il valore arriva dalle sinergie con il gruppo.

Tempi

Orizzonte lungo, spesso indefinito. Nessuna scadenza di uscita: l'azienda entra stabilmente nel gruppo.

Obiettivi

Quote di mercato, razionalizzazione costi, complementarità di prodotto/geografie, rafforzamento della filiera.

Valutazione

Può pagare di più se vede sinergie concrete; tende a valutare in base al valore strategico, non solo al multiplo finanziario.

Finanziamento

Tipicamente con *equity* (mezzi propri), preferibilmente *mix* acquisto quote e AUCAP; indebitamento sulla *target* contenuto.

Impatto *post-closing*

Integrazione rapida, talvolta invasiva. Minore autonomia del *management* della *target*; possibile perdita di brand e identità.

In sintesi: l'industriale **compra per fare**, non per rivendere. La nostra azienda diventa un tassello del suo disegno industriale.

L'Investitore Finanziario

Private Equity puro

È un veicolo di investimento collettivo, riservato a investitori qualificati, che raccoglie capitali per acquisire partecipazioni in società non quotate, con l'obiettivo di valorizzarle in un orizzonte di medio-lungo termine e generare un capital gain in fase di disinvestimento.

Chi è in pratica:

Il mercato italiano del PE è strutturato su tre *cluster*: (i) operatori italiani di *mid-large cap* a vocazione domestica, (ii) gestori italiani specializzati per tematica/settore, (iii) fondi internazionali attivi su *large e mega deal*.

Le sei dimensioni

Logiche

Investimento finanziario, non gestionale. Non punta a integrare l'azienda: investe per aumentarne il valore e poi rivendere.

Tempi

Orizzonte vincolante, tipicamente 3–7 anni (più spesso 4–6). L'uscita ("exit") non è un'opzione: è un obbligo verso gli investitori del fondo.

Obiettivi

Crescita di EBITDA e dimensione, professionalizzazione del *management*, a volte *build-up* (acquisizioni successive), con aspettativa di rivendita, generando plusvalenza.

Valutazione

Rigorosamente basata su formule matematiche, spesso multipli di EBITDA. Distingue valore *pre-money* e *post-money*.

Finanziamento

Ricorso alla leva finanziaria (LBO). Parte del prezzo è pagato con debito a carico della *target*.

Impatto *post-closing*

Professionalizzazione e disciplina di *governance*. L'imprenditore spesso resta alla guida e deve reinvestire una quota ("*rollover*") per allineare gli interessi.

In sintesi: il finanziario **compra per rivendere**: lavora con noi per far crescere l'azienda, con una data di uscita già scritta nel DNA dell'operazione.

L'investitore "ibrido":

finanziario con approccio industriale o industriale con parziale compagine finanziaria

Negli ultimi anni si è affermata una terza figura: operatori formalmente finanziari (SGR, fondi chiusi, *holding* di partecipazioni) che agiscono però con logiche e competenze tipiche degli acquirenti industriali, perché hanno costruito nel tempo un *know-how* verticale su settori specifici. Ovvero operatori industriali che agiscono almeno parzialmente con logiche finanziarie in quanto hanno nella loro compagine societaria un fondo di PE o in generale investitori finanziari.

Chi è in pratica:

Fondo che ha sviluppato una *platform* (piattaforma di aggregazione) in uno specifico settore tramite acquisizioni in serie, *holding* di partecipazioni operative, fondi a capitale permanente (*evergreen* / *ELTIF*) con *industry specialist*. Industriali che hanno ceduto parte delle loro quote societarie a *club deal*, fondi, etc.

Le sei dimensioni

Logiche

Finanziaria nella forma, ma industriale nella sostanza: il valore si crea aggregando aziende complementari in un settore che si conosce a fondo.

Tempi

Più lunghi di un investitore finanziario puro: orizzonte 7-10 anni, fino al *permanent capital* (fondi *evergreen* senza scadenza predeterminata).

Obiettivi

Costruire un "campione nazionale" in un settore frammentato; managerializzare PMI familiari; creare massa critica per competere su mercati internazionali.

Valutazione

Visione industriale del valore: possono riconoscere premi sopra il multiplo di mercato se la *target* si "incastra" nella *platform* settoriale.

Finanziamento

Equity prevalente, leva finanziaria più contenuta di un fondo PE puro.

Impatto *post-closing*

Governance attiva ma non invasiva: *industry specialist* e *temporary manager* affiancano l'imprenditore; piani di *buy & build* già pronti.

In sintesi: l'ibrido **compra per costruire e poi rivendere**. È un partner strategico che porta capitale, competenze verticali e altre acquisizioni a volte già in portafoglio.

L'Investitore "ibrido":

Profili Concreti sul Mercato Italiano

Ecco le principali "famiglie" di operatori ibridi attivi oggi sul mercato italiano.

Fondi PE con strategia *buy & build*

Costruiscono una *platform* in un settore frammentato e crescono per acquisizioni successive (*add-on*).

Holding di partecipazioni operative

Acquisiscono quote in PMI e forniscono supporto gestionale quotidiano attraverso soci, amministratori e *temporary manager*. Orizzonte tipicamente più lungo rispetto ai fondi chiusi.

Fondi evergreen

Strutture aperte senza durata predeterminata: investono in PMI con orizzonte teoricamente perpetuo. La pressione sull'*exit* è minima; il fondo può accompagnare l'impresa per 10+ anni.

Club Deal

Gruppo selezionato di investitori privati (imprenditori, ex imprenditori, famiglie industriali, *HNWI* tramite *family office*) che co-investe in una singola PMI tramite veicolo dedicato (*SPV/holding ad hoc*). Capitale "paziente", flessibilità maggiore dei fondi PE.

Attenzione: "fondo ibrido" non è una categoria giuridica codificata. In pratica si valuta caso per caso, leggendo il *track record* dell'investitore e le partecipate già in portafoglio.

Quanto Sei Grande?

Le Preferenze degli Investitori

Il principio della soglia minima di sostenibilità del *deal* è confermato dalla letteratura specialistica internazionale: i costi fissi di un'operazione (*advisor M&A, due diligence legale-fiscale-finanziaria-ESG, governance post-closing*) sono pressoché i medesimi a dispetto della taglia della *target*, generando un *floor* minimo di redditività attesa per il fondo.

Gli investitori finanziari ambiscono a dimensioni minime dell'azienda *target*: **è una selezione fisiologica, non un giudizio**. Sotto una certa soglia, non è sostenibile la struttura del *deal* (*advisor, due diligence, governance*).

La segmentazione del mercato è leggibile su due assi distinti ma correlati, rappresentati nella matrice seguente.

I parametri sotto riportati sono orientativi di mercato. I *range* sono indicativi e non normativi; la rilevanza effettiva può dipendere anche dal multiplo EV/EBITDA settoriale applicabile.

Segmento	EBITDA target	Fatturato target	Tipologia di operatore
<i>Small / Lower mid-cap</i>	2 – 5 mln €	10 – 30 mln €	PE italiani di piccole dimensioni, <i>club deal, search fund, holding industriali locali, family office</i>
<i>Mid-cap</i>	5 – 30 mln €	30 – 200 mln €	PE domestici italiani e operatori europei attivi sul <i>mid-market</i>
<i>Upper mid / Large-cap</i>	30+ mln €	200+ mln €	Operatori internazionali (USA, Cina) e fondi pan-europei

Chi Fa al Caso Mio?

Tabella Riepilogativa

La tabella sotto riportata rappresenta solo un orientamento con indicazioni di massima.

Motivazione / criterio	Scelta preferenziale	Perché
Monetizzare al 100% e uscire subito	● Industriale	Può pagare di più se vede sinergie; compra anche il 100% cash e non chiede reinvestimento.
Monetizzare ma restare alla guida 3-7 anni	● Finanziario	Il fondo PE ha bisogno dell'imprenditore come motore di crescita fino all' <i>exit</i> ; prevede <i>rollover</i> , compensi e <i>earn out</i> .
Restare 7-10+ anni con un <i>partner</i> "paziente"	● Ibrido	I fondi <i>evergreen</i> , <i>holding</i> operative e <i>club deal</i> hanno orizzonti lunghi; pressione sull' <i>exit</i> molto più contenuta.
Conservare <i>brand</i> , identità, cultura aziendale	● Finanziario	Il fondo PE non integra: governa. L'industriale spesso assorbe e rimuove il <i>brand</i> .
<i>Build-up</i> in settore a <i>know-how</i> verticale specifico	● Ibrido	È la specialità degli "ibridi": <i>industry specialist</i> , <i>temporary manager</i> , piano di <i>add-on</i> già pronto.
Accedere a tecnologie/canali industriali specifici	● Industriale	Solo un operatore del settore apporta <i>know-how</i> produttivo, catena del valore, clienti strategici.
Ridurre il rischio imprenditoriale, "diversificare"	● ● ● Tutti e tre	Soluzione tipica: vendo 70-80% e mantengo quota che si rivaluta nell'investimento successivo.
Risolvere un passaggio generazionale bloccato	● ● ● Tutti e tre (pref. "ibrido")	L'investitore "ibrido" unisce "ponte generazionale" e stabilità industriale di lungo periodo.
Eliminare un concorrente dal mercato	● Industriale	Solo un <i>competitor</i> può "chiudere" una posizione di mercato. Logica che solitamente porta ad avere valori di cessione più alti.

● Industriale Integrazione, sinergie, uscita definitiva	● Finanziario Crescita, <i>rollover</i> , <i>exit</i> programmata	● Ibrido Lungo periodo, <i>know-how verticale</i> , più vie valide
--	--	---



SEZIONE 2

Le strutture tecniche

Le principali alternative per la realizzazione dell'operazione.

Con un approfondimento su *earn-out*, opzioni *put/call*, *drag* e *tag along*

Una mappa delle alternative tecniche

Non tutte le operazioni di M&A sono cessioni. Il ventaglio è ampio: la scelta dipende dagli obiettivi, dalla dimensione e dalle dinamiche familiari o societarie nonché dalla domanda (i.e. investitore disponibile a fare l'operazione).

Straight sale

Cessione diretta del 100% o di una quota rilevante di maggioranza

- **Permanenza dell'imprenditore**

passaggio di consegne / conseguimento *earn out* - di solito non inferiore a 24 mesi

Leverage Buy Out

acquisto finanziato con debito trasferito sulla *target*

- **Permanenza dell'imprenditore**

durata dell'*earn out* e creazione prima linea manageriale - di solito non inferiore a 36 mesi

Management Buy Out

acquisto dell'azienda da parte dei manager interni, con il supporto di un fondo di private equity

- **Permanenza dell'imprenditore**

uscita immediata ovvero max 6 mesi

Platform & build-up

Ingresso di un fondo per crescere per acquisizioni

- **Permanenza dell'imprenditore**

Se è colui che ha avviato la piattaforma per tutta la durata del progetto – 5-7 anni

Merger industriale

Fusione con un altro *player*

- **Permanenza dell'imprenditore**

Gli imprenditori che effettuano la fusione di solito permangono per tutta la durata del progetto

Aumento di capitale

Apertura del capitale con o senza cedere il controllo mediante *AUCAP*

- **Permanenza dell'imprenditore**

L'imprenditore rimane alla guida ma si diluisce nella sua partecipazione sociale

Straight sale - Cessione diretta

Struttura tecnica:

- Contratto SPA (Share Purchase Agreement)
- Rogito notarile e pagamento del prezzo al closing, con una parte differita
- Trasferimento delle quote esistenti a un unico acquirente

Vantaggi generali:

- Relativa semplicità di struttura ed esecuzione
- Uscita netta del venditore se al 100%
- Liquidità immediata per il cedente

Architettura dello SPA – meccanismo di prezzo:

la prassi distingue tra *locked-box* (prezzo definito con riferimento a un bilancio antecedente la firma, senza aggiustamenti *post-closing* salvo le clausole di *leakage protection*) e *completion accounts* (prezzo provvisorio al *closing*, oggetto di aggiustamento *ex post* sulla base ad esempio del *net working capital*, della posizione finanziaria netta e dei *capex* effettivi). Il *locked-box* è più snello ma trasferisce il rischio di gestione interinale al venditore; il *completion accounts* tutela maggiormente il compratore.

Earn-out – meccanica e patologie :

il *KPI* tipico è l'EBITDA degli anni successivi al *closing*. Sono essenziali clausole anti-manipolazione che impediscano al compratore di deprimere artificialmente la *performance* per evitare il pagamento (es. allocazione di costi infragruppo, riorganizzazioni opportunistiche, mancato sostegno commerciale).

W&I Insurance :

la polizza *Warranty & Indemnity* copre il compratore (in alternativa al venditore) per le violazioni delle *R&W* fino a un *cap* tipicamente pari al 10-30% dell'*Enterprise Value*, con franchigia dello 0,5-1%. Riduce sensibilmente l'*escrow* richiesto, trasferisce il rischio sull'assicuratore e accelera la negoziazione delle *R&W*.

Leaver provision :

"*good leaver*" (es. pensionamento, malattia, decesso) → riacquisto della quota residua a *fair market value*; "*bad leaver*" (es. termine rapporto per giusta causa, violazione del patto di non concorrenza) → riacquisto a un prezzo penalizzato (valore nominale o costo storico, talvolta scontato). Confine grigio: "*intermediate leaver*" (dimissioni volontarie senza giusta causa) – oggetto di negoziazione caso per caso.

Leveraged Buy-Out

Un fondo PE crea una *NewCo*, la finanzia con debito bancario (50-60% *senior*, 10-20% *mezzanine*, 20-40% *equity*), acquista la *target* e la fonde con la *NewCo*. Il debito viene rimborsato con i flussi di cassa della *target*.

- Amplifica il rendimento dell'*equity* grazie alla leva finanziaria
- Adatto al passaggio generazionale (*family buy-out*)
- Leva tipica 2:1 – soglia massima PFN/EBITDA ~3x
- *Covenant* bancari: *leverage ratio*, *interest coverage*, *capex* massimo

Platform & build-up

Platform Strategy & Build-Up

Il fondo entra come *platform* e guida 2-5 acquisizioni *add-on* in settori frammentati. L'imprenditore reinveste (*rollover*) e partecipa all'*upside* dell'*exit* finale (cessione a industriale, altro fondo o quotazione).

- Multiple arbitrage: acquisto a 5-7x EBITDA, vendita aggregata a 8-12x
- Struttura: Holdco → Sub-Holdco → Operative Companies
- Rischio principale: integrazione culturale delle aziende familiari acquisite
- *Governance*: disciplinata con CdA, piani industriali e *reporting* frequente

Management Buy Out – e alcune varianti

È l'acquisto dell'azienda da parte dei *manager* interni (o esterni), tipicamente con il supporto di un fondo di *private equity* e l'uso della leva finanziaria.

MBO

Management Buy-Out: i *manager* interni acquisiscono l'azienda in cui lavorano

MBI

Management Buy-In: *manager* esterni acquisiscono e si sostituiscono al *management* esistente

BIMBO

Buy-In Management Buy-Out: *mix* tra i due – *manager* interni ed esterni acquisiscono insieme

WBO / FBO

Sono i dipendenti (**Workers Buy-Out**) o i rami familiari (**Family Buy-Out**) a rilevare la società

Quando ha senso un MBO/MBI

- **Passaggio generazionale** con **eredi non interessati al ruolo operativo**: i *manager* interni diventano i nuovi proprietari
- L'imprenditore esce facendosi liquidare totalmente **lasciando l'azienda a chi la conosce**, preservando **cultura e relazioni con clienti e fornitori**
- **Forte allineamento di obiettivi**: il *management* ha "*skin in the game*" (capitale investito personalmente) e lavora per la creazione di valore

Approfondimento tecnico

- **Struttura del capitale**: in un MBO sponsorizzato da PE, il capitale è tipicamente ripartito tra equity del fondo (60-70%), *sweet equity del management* (10-20%), debito senior (10-30%) calcolato sull'EV totale. Il *management* investe **somme proporzionate** al proprio **patrimonio** – **non simboliche**, ma **neppure penalizzanti**: il principio è che abbia "*skin in the game*" reale.
- **Sweet equity**: i *manager* sottoscrivono quote a un prezzo inferiore al *fair value*, strutturalmente subordinati agli strumenti preferenziali del fondo. L'effetto leva implicito giace nel rendimento del *management* a fronte di un investimento iniziale contenuto.
- **Ratchet**: serve a correggere lo squilibrio dato dagli strumenti preferenziali di cui si dota il fondo e la cui entità è in funzione della performance. Il meccanismo si attiva tipicamente all'*exit* ed è parametrato al superamento dei rendimenti minimi attesi dal fondo (i *manager*, di fatto, al verificarsi di determinate condizioni, ottengono un **provento superiore alla quota** effettiva di partecipazione al capitale sociale).

Merger

integrazione industriale

Non una cessione, ma una fusione: ci si unisce a un altro *player* – concorrente, complementare, o di una geografia differente – per creare una nuova realtà combinata.

Struttura tecnica

- Fusione per incorporazione o per unione
- Rapporto di cambio tra le *quote*/azioni delle due società
- Patti parasociali su *governance post-merger*

Vantaggi

- Si crea una realtà di dimensione maggiore senza uscire
- Condivisione di *know-how*, clienti, mercati, investimenti
- Maggior potere contrattuale su fornitori e banche
- *Possibile* quotazione futura come entità combinata

Avvertenza

I veri "*merger of equals*" sono rari; molto spesso uno dei due soci finisce per prevalere sull'altro. Il fallimento tipico di queste operazioni ovvero l'impossibilità di portarle a termine risiede in aspetti culturali: aziende simili per numeri ma con *DNA* manageriale opposto faticano a convivere. **La *governance post-fusione* va progettata in anticipo, non "vista cammin facendo".**

Approfondimento tecnico

- **Determinazione del rapporto di cambio:** è il parametro tecnico-economico chiave. I metodi di valutazione sono solitamente il *DCF (Discounted Cash Flow)*, il metodo dei multipli (*EV/EBITDA, EV/Sales*).
- **Antitrust e concentrazioni:** occorre sempre verificare se si superano le soglie italiane di notifica obbligatoria all'AGCM.

Aumento di capitale

Ci sono strutture "meno totalizzanti" dell'acquisizione piena: si apre il capitale senza cedere il controllo, oppure ci si apre ai mercati finanziari quotati.

Aumento di capitale (ad es. minoranza qualificata)

Un investitore entra sottoscrivendo nuove quote.

Non compra nulla dai soci: vengono apportate risorse fresche in azienda per finanziare crescita, investimenti, *M&A*.

L'imprenditore resta solitamente al comando.

Minoranze, *holding*, *search fund*, *IPO*

Altre strutture

Ci sono strutture dell'operazione diverse da quelle esaminate sino ad ora.

Holding di famiglia

Si conferisce l'azienda in una società *holding* familiare. Si separa proprietà e gestione: protegge il patrimonio, facilita il passaggio generazionale e consente di "modulare" la vendita nel *tempo* (cessioni parziali scaglionate).

Search fund

Un manager o team raccoglie capitale da investitori per identificare e acquisire una singola PMI, con la prospettiva di gestirla come CEO. Modello statunitense in crescita anche in Italia, particolarmente adatto al passaggio generazionale di aziende di piccole dimensioni.

IPO - Euronext Growth Milan

L'*IPO* (*Initial Public Offering*, quotazione in borsa) è alternativa per aziende mature con oltre 25-50 mln € di ricavi, con *Euronext Growth Milan* come segmento di riferimento per le PMI che può accogliere anche aziende con 10 mln € di ricavi e 1 mln € di EBITDA.

Earn-out: il ponte sul divario di valutazione

Clausola contrattuale che lega una parte del prezzo al raggiungimento di obiettivi di *performance post-closing*. Si paga subito una quota "certa" e si rimanda una quota "condizionata" ai risultati futuri.

A cosa serve

- **Colmare la distanza** tra chi vende ("l'azienda vale di più per via del potenziale") e chi compra ("pago solo su risultati certi")
- Permettere al venditore di **catturare l'*upside* della crescita** prospettica
- **Proteggere l'acquirente** dal rischio di pagare oggi per performance che potrebbero non realizzarsi

Quali problemi risolve

- **Allineamento degli incentivi**: il venditore, se resta in azienda, continua a lavorare per far crescere il *business*
- **Gestione dell'incertezza**: le parti devono accordarsi su proiezioni future
- **Transizione graduale**: l'imprenditore mantiene un ruolo operativo per 1-3 anni e gestisce il passaggio di consegne presidiando i risultati futuri attesi

Quando ha senso

- *Business in crescita*
- Valutazione non condivisa tra le parti (> 20% di differenza)
- Imprenditore disponibile a restare come *manager* per il periodo *earn-out*

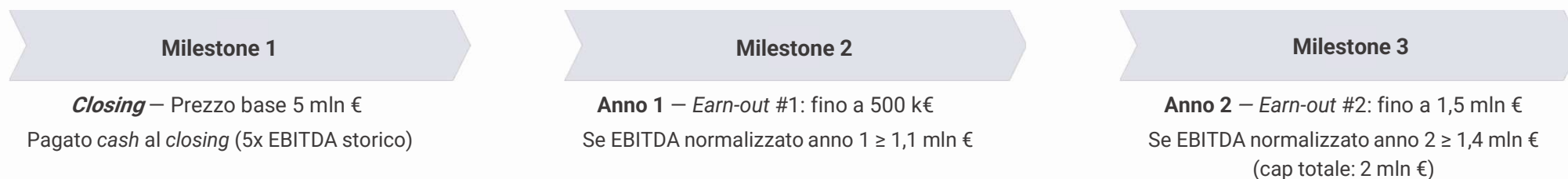
Attenzione

l'*earn-out* mal strutturato è la prima fonte di contenziosi *M&A in PMI*. Se l'acquirente controlla la *target* e ne definisce la contabilità, può "schiacciare" l'EBITDA con costi *extra*, investimenti aggressivi o allocazioni di gruppo. Serve una definizione contrattuale dei *KPI* normalizzati, con *audit* indipendente.

Earn-out: un esempio concreto

Situazione: EBITDA storico di 1 mln €, in forte crescita. Venditore chiede 7 mln €; acquirente offre 5 mln €. Si costruisce un *earn-out* per chiudere la distanza.

Struttura in 3 tappe



Parametri chiave della clausola

- **Metrica:** EBITDA normalizzato (definizione chiusa in contratto, con esclusioni predefinite di oneri/proventi straordinari)
- **Durata:** 2 anni (24 mesi dal *closing*). 1-3 anni è il *range* ottimale: oltre, il rischio di contenzioso cresce esponenzialmente
- **Cap:** 2 mln € totali (prezzo massimo complessivo = 7 mln €)
- **Floor:** nessun pagamento sotto il *target* minimo; pagamento proporzionale tra *target* minimo e massimo
- **Governance:** l'imprenditore resta *CEO* per 24 mesi. Divieto per l'acquirente di modificare politiche contabili, allocazioni di gruppo, livelli di *capex* sotto il minimo storico
- **Audit:** revisore indipendente terzo verifica l'EBITDA annuale; in caso di contestazione, procedura di determinazione peritale con esperto neutrale
- **Accelerazione:** se l'acquirente rivende la *target* durante il periodo di *earn-out*, pagamento immediato del *cap* massimo

Opzioni *Put e Call*:

Uscite Graduali Programmabili

Sono clausole contrattuali, inserite nello SPA, nei patti parasociali o nello statuto, che permettono a uno o più soci di obbligare gli altri a comprare/vendere una partecipazione, a determinate condizioni, in una finestra temporale futura.

OPZIONE *CALL* — Il diritto di comprare

- **Chi è beneficiario:** tipicamente il socio di maggioranza (l'investitore che ha comprato una quota di maggioranza)
- **A cosa serve:** consolidare il controllo, acquisire la quota residua dei soci originari nel *tempo*
- **Quando si esercita:** in una finestra temporale prefissata (es. anni 4–6) o al verificarsi di eventi (raggiungimento di un EBITDA, cambio controllo, *exit*)

OPZIONE *PUT* — Il diritto di vendere

- **Chi è beneficiario:** tipicamente il socio di minoranza (l'imprenditore che ha lasciato la maggioranza)
- **A cosa serve:** garantire una via di uscita (*exit strategy*) anche se non c'è un compratore terzo; rendere liquida una partecipazione altrimenti illiquida
- **Quando si esercita:** dopo un periodo di *lock-up* (es. anni 4–6), oppure al verificarsi di *trigger event* (cambi di *governance*, mancato rispetto di *milestones*)

Caso d'uso tipico per PMI in ricambio generazionale:

L'imprenditore cede il 70% al fondo, mantiene il 30% e sottoscrive una *CALL* a favore del fondo (il fondo può comprare il 30% residuo in una determinata finestra temporale, ad un predeterminato prezzo o a condizioni economiche prefissate) + una *PUT* a favore dell'imprenditore (se al quarto anno il fondo non ha avviato l'*exit*, l'imprenditore può "costringerlo" a comprare il 30% residuo a un prezzo minimo garantito). Risultato: uscita graduale programmata, sicurezza economica, allineamento degli incentivi.

Clausola di *Drag Along*:

l'Obbligo di Trascinamento

È una clausola di co-vendita inserita nei patti parasociali o nello statuto, che attribuisce al socio di maggioranza il diritto di obbligare il socio di minoranza a vendere insieme a lui, alle stesse condizioni economiche, quando arriva un'offerta da un terzo per il 100% della società.

Come funziona in pratica

- **Chi è beneficiario:** il socio di maggioranza (tipicamente il fondo o l'investitore che ha rilevato il controllo)
- **Chi è obbligato:** il socio di minoranza (tipicamente l'imprenditore-fondatore che ha mantenuto il 20–30%)
- **A cosa serve:** consente al fondo di realizzare l'*exit* al 100% — senza dover rinegoziare con i soci di minoranza — perché molti acquirenti sono disposti a pagare un premio solo per il controllo totale

Tutele tipiche per il socio di minoranza

- Prezzo minimo garantito (*floor* sul prezzo del *drag*)
- Parità di condizioni economiche con il socio di maggioranza
- Esclusione di garanzie eccedenti la quota detenuta
- Periodo di *lock-up* iniziale entro cui la clausola non è esercitabile

Dove si inserisce

La clausola di *drag along* può essere collocata nei **patti parasociali** (efficacia obbligatoria solo tra le parti) oppure nello **statuto societario** (efficacia reale, opponibile anche ai terzi). La collocazione statutaria garantisce maggiore tutela al beneficiario.

Punto di attenzione per l'imprenditore:

accettare un *drag along* senza un **prezzo minimo garantito** espone al rischio di essere “trascinati” in una vendita non desiderata e a un prezzo non in linea con le proprie aspettative. Negoziare un *floor* e un **periodo iniziale di lock-up** è importante.

Clausola di *Tag Along*:

il Diritto di Covendita

È la clausola speculare al *drag along*: attribuisce al socio di minoranza il diritto (e non l'obbligo) di vendere la propria partecipazione insieme al socio di maggioranza, alle stesse condizioni economiche, quando questi cede la propria quota a un terzo.

Come funziona in pratica

- **Chi è beneficiario:** il socio di minoranza (tipicamente l'imprenditore o un investitore con quota residua)
- **Chi è obbligato:** il socio di maggioranza, che non può cedere a terzi senza prima offrire al minoritario la possibilità di accordarsi alle medesime condizioni
- **A cosa serve:** protegge il socio di minoranza dal rischio di restare "intrappolato" in una compagine cambiata, con un nuovo socio di controllo non gradito
- **Quando si attiva:** al ricevimento di un'offerta da terzi per la quota del socio di maggioranza. Il socio di minoranza è libero di esercitare o meno il diritto

Logica di complementarità con il *drag along*

Drag along e *tag along* nascono sempre in coppia, perché tutelano interessi opposti ma collegati: il primo permette al socio di maggioranza di realizzare l'*exit* al 100%; il secondo garantisce al minoritario di non restare bloccato in una società con un nuovo controllante non scelto.

Differenza chiave da ricordare

Tag along = diritto per il minoritario (libertà di scegliere)

Drag along = obbligo per il minoritario (subisce la decisione del maggioritario)

Le due clausole insieme costituiscono un sistema bilanciato che gestisce l'*exit* della maggioranza preservando i diritti economici della minoranza.

Le Preferenze degli Investitori

	Finanziario puro (PE)	Industriale	Ibrido
Earn-out	frequente (1-3 anni) legato a EBITDA futuro	non frequente soprattutto se non compra il 100%; diversamente se compra 100% (1-3 anni) legato a EBITDA futuro	frequente (1-3 anni) legato a EBITDA futuro
Governance	CdA con esperto di finanza selezionato dall'investitore	attiva condivisa (CdA con <i>industry specialist</i>)	attiva condivisa (CdA con <i>industry specialist</i>)
Integrazione	non prevista quindi maggiore autonomia gestionale	rapida e impattante nel gruppo, autonomia gestionale molto ridotta	prevista ma più soft con un certo grado di autonomia gestionale
Leaver provision	clausole su <i>good/bad leaver</i> per l'imprenditore-manager	clausole su <i>good/bad leaver</i> per l'imprenditore-manager	clausole su <i>good/bad leaver</i> per l'imprenditore
R&W	18-24 mesi, escrow 5-10%, patto di non concorrenza (di solito 3 anni)	24-36 mesi (visione di lungo periodo), escrow 10-15%, patto di non concorrenza (di solito 5 anni)	18-24 mesi, escrow 5-10%, patto di non concorrenza (di solito 3 anni)
Rollover	reinvestimento del 25-30% del prezzo nella NewCo (quota che si rivaluta <i>all'exit</i>)	di solito non previsto (al limite compra una quota inferiore al 100%)	reinvestimento del 25-40% del prezzo nella NewCo (quota che si rivaluta <i>all'exit</i>); forte allineamento strategico di lungo periodo
Ruolo dell'imprenditore	come " <i>handover</i> ", a tempo e retribuito	a seconda delle intenzione/età come "ponte" 12-36 mesi, a tempo e retribuito o come sviluppatore e come figura permanente	come "industry advisor" del gruppo, a tempo e retribuito
Vendor Loan	prestito del venditore alla società dalla quale sta uscendo, tipicamente 10-20% del prezzo; bullet di solito a 5 anni (oppure quando il fondo cede a sua volta le quote), fruttifero di solito nella misura del 5%	di solito non previsto	possibile; bullet di solito a 5 anni (oppure quando il fondo cede a sua volta le quote), fruttifero di solito nella misura del 5%
Put/Call	Non molto frequente; preferenza per clausole di <i>drag</i> e <i>tag along</i>	Frequente per consentire una <i>exit</i> all'imprenditore della <i>target</i> ovvero completare l'acquisizione del 100% della <i>target</i>	Non molto frequente; preferenza per clausole di <i>drag</i> e <i>tag along</i>
Drag Along	Molto frequente in abbinamento al <i>Tag Along</i>	Molto frequente in abbinamento al <i>Tag Along</i>	Molto frequente in abbinamento al <i>Tag Along</i>
Tag Along	Molto frequente in abbinamento al <i>Drag Along</i>	Molto frequente in abbinamento al <i>Drag Along</i>	Molto frequente in abbinamento al <i>Drag Along</i>



SEZIONE 3

Preservare Continuità e Valori

Il ruolo dell'imprenditore come "motore di crescita" o "ponte" nella transizione generazionale



Come Preservare l'Anima dell'Azienda

Cedere le Quote non basta

Molte *PMI* perdono valore dopo un passaggio mal gestito. Non per questioni finanziarie, ma perché si trasferiscono quote/azioni senza trasferire governance, competenze, autorevolezza. Si tratta di **un lavoro lungo anni, non di un atto notarile**.

A — La *governance* formale

Trasformare le decisioni informali dell'imprenditore in processi scritti: consiglio di amministrazione, deleghe, comitati, *budget* annuale. Un investitore non può operare in un'azienda dove tutto dipende da una sola persona.

B — Il *management* intermedio

Riconoscere, formare, trattenere le figure chiave: direttore commerciale, responsabile produzione, *CFO*. Spesso e giustamente l'investitore chiede, come condizione, la presenza di *manager* strutturati accanto all'imprenditore.

C — I valori aziendali e il *brand*

Mettere per iscritto la cultura dell'azienda (*mission*, valori, *know-how*, modus operandi verso clienti e fornitori). Non è filosofia: è *l'asset intangibile* più prezioso e più facilmente disperso sia in fase di determinazione del prezzo che in un'integrazione *post-closing*.

D — I clienti e le relazioni storiche

Accompagnare personalmente i clienti principali verso il nuovo assetto. Un cliente che scopre il cambio di proprietà da terzi ragiona diversamente da uno che lo apprende dall'imprenditore stesso, con una strategia chiara.

Orizzonte ottimale di pianificazione: 2-3 anni prima dell'ingresso dell'investitore.

L'imprenditore:

"motore della crescita" o "ponte" nella transizione?

Nel dialogo con gli investitori, l'imprenditore può giocare due ruoli diversi. **Entrambi legittimi, con logiche e durate differenti. Capirlo per tempo cambia** la struttura dell'operazione.

IL MOTORE DELLA CRESCITA

L'imprenditore resta alla guida, reinveste una quota e spinge la crescita fino all'*exit*.

- Durata tipica: **4–7 anni** (orizzonte dell'investitore finanziario)
- Presenza di *rollover* (quota reinvestita)
- Presenza di *earn-out*
- Maggiore responsabilità, reportistica, governance più strutturata (es. *board* mensile)
- Il valore realizzato al secondo passaggio di norma è superiore al primo

IL PONTE NELLA TRANSIZIONE

L'imprenditore resta per il passaggio di consegne, poi esce definitivamente.

- Durata tipica: **24–36 mesi** (spesso coincide con il periodo di *earn-out*)
- Ruolo consultivo o di relazioni con clienti e fornitori chiave (contratto di consulenza o membro del CDA)
- Compenso fisso (oltre all'*earn-out*)
- Patto di non concorrenza molto stringente (spesso 3–5 anni, raggio geografico e settoriale)
- Scelta tipica quando l'imprenditore ha raggiunto limiti di età o ha progetti personali diversi

La domanda da porsi onestamente:

ho ancora energia, entusiasmo e visione per guidare l'azienda per altri 5 anni sotto una nuova *governance*, **con più disciplina e meno libertà?**

- Se sì, "motore".
- Se no, "ponte".

Auto-ingannarsi su questo punto fa più danni di un errore di valutazione della propria azienda.



SEZIONE 4

Le Buone Regole nelle Trattative

Fasi del processo, strumenti di tutela, otto regole d'oro e comportamenti *fair*



Le fasi di una trattativa:

mappa del percorso

Un'operazione di *M&A* su una PMI **dura tipicamente 6-12 mesi**. Ogni fase ha un ruolo e degli strumenti di tutela specifici. Conoscerli in anticipo è già metà del risultato.

Le sei fasi del processo

1. **Preparazione**: *teaser, information memorandum*, valutazione preliminare. Eventuale *vendor due diligence*.
2. **Contatto & NDA**: selezione controparti, firma accordo di riservatezza, primi incontri riservati.
3. **LOI**: *Letter of Intent* non vincolante; prezzo indicativo, struttura, condizioni. Inizio esclusiva.
4. **Due Diligence**: verifiche finanziarie, fiscali, legali, *HR*, ambientali. *Data room* virtuale protetta.
5. **Negoziazione SPA**: contratto definitivo: prezzo finale, *R&W, indemnity, earn-out, escrow*, patti parasociali.
6. **Signing & Closing**: firma dello *SPA* ("*signing*"), rogito e pagamento, trasferimento *quote* ("*closing*"). *Antitrust* se applicabile. Integrazione *post-M&A*.

Strumenti tecnici di tutela essenziali

- **NDA**: accordo di riservatezza, protegge i dati sensibili nelle prime fasi
- **Data room**: ambiente virtuale per la *due diligence*
- **R&W**: rappresentazioni e garanzie del venditore
- **Escrow**: somma trattenuta in conto vincolato a garanzia
- **W&I insurance**: polizza sulle *R&W* per sostituire l'indennizzo diretto
- **Condizioni sospensive**: il *closing* scatta *solo* se si verificano certi eventi

Le otto regole d'oro nelle trattative

1. Definire obiettivi chiari in anticipo

Prezzo minimo accettabile, ruolo *post-closing*, continuità per dipendenti: decidere prima di iniziare, non durante la trattativa sotto pressione.

2. Preparare l'azienda con 2–3 anni di anticipo

Bilanci ben rappresentativi, *governance* formalizzata, *management* strutturato, contratti allineati. *Vendor due diligence* preventiva quando il *deal* è significativo.

3. Valutare se aprire a più controparti (processo competitivo)

Da valutare caso per caso. Un processo strutturato con 4–6 controparti potrebbe alzare il prezzo del 15–25%.

4. Affidarsi a un *advisor* multidisciplinare

Advisor con singole specialità inducono perdite di *tempo* e maggiori costi.

5. Non firmare mai una *LOI* in esclusiva senza vincoli temporali

Mai concedere una esclusiva "a tempo indeterminato" o troppo lunga (oltre 3 mesi).

6. Essere rigorosi sulla normalizzazione dell'EBITDA

I bilanci includono voci non ripetibili (compensi del titolare, beni della famiglia, costi e ricavi non ricorrenti). La normalizzazione può generare del valore in più in modo significativo. Va però rigorosamente documentata.

7. Mai forzare i tempi per motivi personali

Chi sa che siamo "costretti" a vendere (salute, conflitti familiari, necessità di cassa) approfitta della pressione. Se il momento non è maturo, è meglio rinviare.

8. Comportarsi in modo *fair*

Il mercato *M&A* è ristretto: *advisor*, imprenditori e fondi di investimento si conoscono. Smettere di rispondere, "sparire" senza comunicare una decisione, cambiare le carte in tavola, pregiudica la propria reputazione e le operazioni *future*. La correttezza è un asset economico.

Regola che è da anteporre a tutte quelle descritte: chiudere sempre almeno il *signing* prima di raccontarlo.

Un'operazione annunciata prima del *signing* rischia di creare danni patrimoniali e reputazionali: fornitori nervosi, clienti in attesa, dipendenti destabilizzati.

La riservatezza non è cortesia: è tutela del valore economico fino alla firma.

Glossario dei termini ricorrenti

Termine	Definizione
Add-on	Acquisizione successiva alla prima (la cosiddetta "piattaforma") effettuata dal fondo di PE per espandere il gruppo. È un mattone della strategia <i>buy-and-build</i> .
AUCAP	Ingresso di un nuovo socio che sottoscrive nuove <i>quote</i> : il denaro entra in azienda (non va ai soci uscenti) ed è finalizzato a finanziare crescita, investimenti, <i>M&A</i> . Strumento che diluisce i soci esistenti senza farli monetizzare direttamente.
Bridge financing	Finanziamento ponte di breve durata (tipicamente 6–18 mesi) usato per coprire il <i>gap</i> temporale tra il pagamento del prezzo e il perfezionamento del finanziamento definitivo. Caratteristico delle operazioni LBO in fase di assemblaggio del pacchetto bancario.
Build-up	Strategia di crescita per acquisizioni <i>successive</i> , finalizzata a creare un gruppo più grande partendo da un'azienda piattaforma. Sinonimi: <i>buy-and-build</i> , <i>roll-up</i> .
Bullet (rimborso)	Modalità di rimborso del debito in un'unica soluzione alla scadenza, senza ammortamento progressivo. Tipica del <i>Vendor Loan</i> e del debito mezzanino; alleggerisce i flussi di cassa nei primi anni dell'operazione.

Glossario dei termini ricorrenti

Termine	Definizione
Closing	Atto conclusivo dell'operazione (rogito notarile): firma del contratto definitivo, pagamento del prezzo e trasferimento delle quote. Successivo al <i>signing</i> nelle operazioni complesse con condizioni <i>suspensive</i> .
Club deal	Operazione realizzata da un gruppo selezionato di investitori privati (imprenditori, ex imprenditori, <i>family office</i>) che co-investono in una singola azienda tramite veicolo dedicato. Capitale paziente, partecipazione attiva.
Completion accounts	Meccanismo di determinazione del prezzo basato su un bilancio di chiusura redatto al <i>closing</i> , con aggiustamento <i>ex-post</i> per net <i>working capital</i> , posizione finanziaria netta e <i>capex</i> . Tutela il compratore dal rischio di gestione interinale tra <i>signing</i> e <i>closing</i> .
Covenant	Clausola contrattuale di un finanziamento bancario che impone al debitore il rispetto di parametri finanziari (<i>leverage ratio</i> , <i>interest coverage ratio</i>) o operativi. Il breach attiva il <i>default</i> e può comportare il rimborso anticipato del debito.
Deadlock	Situazione di stallo decisionale tra soci paritetici o con poteri di veto. I patti parasociali prevedono procedure di risoluzione (mediazione, arbitrato, clausole <i>buy-sell</i>) per evitare la paralisi dell'attività.
Drag along	Clausola dei patti parasociali o dello statuto che attribuisce al socio di maggioranza il diritto di obbligare i soci di minoranza a vendere insieme a lui, alle stesse condizioni economiche, quando un terzo offre di comprare il 100% della società.
Due Diligence (DD)	Insieme delle verifiche svolte sull'azienda target prima del <i>closing</i> : contabili, fiscali, legali, giuslavoristiche, ambientali, <i>ESG</i> . Serve a confermare i dati comunicati e a quantificare i rischi non emersi.

Glossario dei termini ricorrenti

Termine	Definizione
Earn-out	Componente del prezzo dilazionata e condizionata al raggiungimento di obiettivi futuri (tipicamente EBITDA degli anni successivi al <i>closing</i>). Strumento per colmare differenze di valutazione tra venditore e acquirente.
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization: utile prima di interessi, imposte e ammortamenti. Misura il risultato della gestione operativa al netto delle scelte contabili e di finanziamento. È il parametro di riferimento per la valutazione d'azienda.
EBITDA normalizzato	EBITDA depurato delle voci non ricorrenti o non riferibili alla gestione caratteristica: compensi del titolare oltre il valore di mercato, costi una tantum, beni della famiglia, magazzino sopra/sottostimato. Fornisce una misura sostenibile della redditività.
Enterprise Value (EV)	Valore complessivo dell'impresa, comprendente equity e debito netto. $EV = Equity Value + Posizione Finanziaria Netta$.
Equity Value	Valore della partecipazione netta dei soci, ottenuto sottraendo all'Enterprise Value la posizione finanziaria netta. È il prezzo che si paga effettivamente per le quote.
Escrow	Somma trattenuta in conto vincolato presso un terzo (banca, notaio) per un periodo definito, a garanzia degli impegni del venditore (R&W, indennizzi).
Evergreen (fondo)	Fondo di investimento senza durata predeterminata, che può mantenere le partecipazioni anche oltre 10 anni. Permette un orizzonte temporale lungo, simile a quello industriale.
Exit	Disinvestimento del fondo dalla partecipazione: cessione a un altro fondo (secondary), a un acquirente industriale (trade sale), o quotazione in borsa (IPO). È l'atto che chiude il ciclo dell'investimento di PE.

Glossario dei termini ricorrenti

Termine	Definizione
Fair Market Value (FMV)	Valore di mercato equo, determinato in modo imparziale, tipicamente da perizia indipendente. Utilizzato come riferimento nelle clausole di <i>put/call</i> quando il prezzo non è fissato in formula.
Fairness opinion	Parere indipendente sulla congruità economica di un'operazione (prezzo, rapporto di cambio), tipicamente rilasciato da un <i>advisor</i> finanziario o da una banca. Tutela gli amministratori e i soci nelle operazioni rilevanti, riducendo il rischio di contenzioso.
Family Office	Struttura privata che gestisce il patrimonio di una famiglia (tipicamente HNWI), spesso con investimenti diretti in aziende non quotate accanto al portafoglio finanziario tradizionale.
Floor / Cap	Prezzo minimo (floor) e massimo (cap) applicati a clausole come <i>earn-out</i> , <i>put</i> o <i>drag along</i> . Servono a contenere il rischio di prezzi non sostenibili per nessuna delle parti.
Holding	Società che detiene partecipazioni in altre società. La holding di famiglia separa proprietariamente patrimonio e gestione operativa, facilita il passaggio generazionale e consente di modulare le cessioni nel tempo.
Information Memorandum (IM)	Documento informativo riservato preparato dall' <i>advisor</i> del venditore per presentare l'azienda ai potenziali acquirenti dopo la firma dell'NDA. Contiene business model, dati finanziari, prospettive.
IPO (Initial Public Offering)	Quotazione in borsa: una delle modalità di <i>exit</i> del fondo PE, alternativa al trade sale e al secondary. Richiede dimensioni minime, governance strutturata e profittabilità consolidata; in Italia, accesso tipico tramite <i>Euronext Growth Milan</i> per le PMI.

Glossario dei termini ricorrenti

Termine	Definizione
IRR (Internal Rate of Return)	Tasso interno di rendimento: misura percentuale del ritorno annuo composto di un investimento. È il KPI principale dei fondi PE
LBO	Acquisizione finanziata in larga parte con debito bancario, che viene poi trasferita sulla <i>target</i> attraverso una fusione. Tecnica tipica del PE per amplificare il rendimento dell' <i>equity</i> investito.
Leaver provision	Clausola contrattuale che regola il trattamento della quota dell'imprenditore-manager in caso di uscita: trattamento favorevole se "buon uscente" (es. pensionamento), penalizzante se "cattivo uscente" (es. licenziamento per giusta causa).
Letter of Intent (LOI)	Lettera non vincolante che fissa i principali termini economici e procedurali dell'operazione: prezzo indicativo, struttura, durata dell'esclusiva. Apre la fase di due <i>diligence</i> .
Leva finanziaria (Leverage)	Rapporto tra debito ed equity in un'operazione di acquisizione. Una leva alta amplifica i rendimenti dell' <i>equity</i> ma aumenta il rischio finanziario; soglia tipica per LBO: $PFN/EBITDA$ non oltre 3,0-3,5x.
Lock-up	Periodo iniziale entro cui non sono esercitabili clausole di uscita (<i>drag, tag, put, call</i>). Serve a stabilizzare la compagine sociale nei primi anni dell'investimento.

Glossario dei termini ricorrenti

Termine	Definizione
MBO / MBI / BIMBO	Operazioni di acquisto da parte del <i>management</i> interno (MBO), esterno (MBI) o misto (BIMBO). Tipicamente supportate da un fondo di PE con leva finanziaria.
Mezzanine	Debito subordinato al <i>senior</i> , con caratteristiche ibride (<i>quasi-equity</i>): tassi più alti, rimborso <i>bullet</i> , talvolta <i>warrant equity</i> . Riempie il <i>gap</i> tra debito senior bancario ed <i>equity</i> nelle strutture <i>LBO</i> .
Milestones	Obiettivi temporali o di performance contrattualmente definiti (raggiungimento di EBITDA, lancio di prodotto, completamento di acquisizioni), il cui raggiungimento attiva diritti specifici: esercizio di opzioni <i>put/call</i> , pagamento di <i>earn-out</i> , modifica della <i>governance</i> .
MLBO (Merger Leveraged Buy-Out)	Variante dell' <i>LBO</i> in cui il management interno partecipa all'acquisizione come co-investitore, acquisendo una quota del capitale. Il team manageriale diventa quindi anche socio.
Multiplo EV/EBITDA	Rapporto tra Enterprise <i>Value</i> ed <i>EBITDA</i> : il principale parametro empirico di valutazione d'azienda. Si applica come moltiplicatore all' <i>EBITDA</i> per determinare il valore complessivo dell'impresa.

Glossario dei termini ricorrenti

Termine	Definizione
NDA	Accordo di riservatezza: vincola la controparte a non divulgare e a non utilizzare per finalità estranee le informazioni ricevute durante le trattative. Va firmato prima di mostrare dati sensibili.
NewCo	Società veicolo costituita <i>ad hoc</i> per realizzare l'acquisizione, tipicamente in un'operazione <i>LBO/MBO</i> . Strumento per isolare il debito di acquisizione, gestire la struttura finanziaria e separare la nuova compagine sociale dalla società operativa <i>target</i> .
Patto parasociale	Accordo tra soci che disciplina la <i>governance</i> e l'esercizio dei diritti sociali, con efficacia obbligatoria tra le parti (a differenza dello statuto, che ha efficacia reale <i>erga omnes</i>).
PE (Private Equity)	Investimento istituzionale nel capitale di società non quotate, finalizzato alla creazione di valore tramite crescita, ottimizzazione operativa e <i>leveraged structure</i> , con orizzonte temporale tipico di 5-7 anni e <i>exit</i> programmata (<i>trade sale, secondary, IPO</i>).
PFN	Posizione Finanziaria Netta: differenza tra passività finanziarie al netto delle attività finanziarie e disponibilità liquide. Si sottrae all'Enterprise Value per ottenere l' <i>Equity Value</i> .

Glossario dei termini ricorrenti

Termine	Definizione
Platform	Prima azienda acquisita dal fondo in un settore frammentato, da cui partirà la strategia di <i>add-on</i> per costruire un gruppo più <i>grande</i> .
Put / Call (opzioni)	Clausole contrattuali che attribuiscono il diritto (non l'obbligo) di vendere (<i>put</i>) o comprare (<i>call</i>) una partecipazione a determinate condizioni e in una finestra temporale. Strumenti chiave per programmare <i>exit</i> ordinate nel PE.
R&W	Rappresentazioni e Garanzie: dichiarazioni del venditore su fatti sostanziali dell'azienda (bilanci, contratti, contenziosi, fiscalità). In caso di non veridicità, l'acquirente ha diritto a indennizzo.
Ratchet	Meccanismo di rivalutazione della quota del <i>management (sweet equity)</i> in funzione del rendimento conseguito dal fondo PE.
Rollover	Reinvestimento da parte del venditore di una quota del prezzo nella nuova compagine sociale (NewCo). Allinea gli interessi tra imprenditore e fondo: l'imprenditore parteciperà all' <i>upside</i> dell' <i>exit</i> successiva.

Glossario dei termini ricorrenti

Termine	Definizione
Search Fund	Veicolo di investimento con cui un manager raccoglie capitale per acquisire una singola <i>PMI</i> e gestirla come <i>CEO</i> . Modello recente, in crescita anche <i>in Italia</i> .
Secondary	Cessione della partecipazione di un fondo PE a un altro fondo PE: una delle tre modalità di <i>exit</i> (le altre sono <i>trade sale</i> e <i>IPO</i>). In crescita anche <i>in Italia</i> , particolarmente per <i>asset</i> di grande dimensione che superano la capacità del singolo fondo originario.
Senior debt	Debito bancario di primo grado, garantito da pegno su <i>quote</i> , ipoteche e cessione di crediti. Ha priorità rispetto al mezzanino e all' <i>equity</i> in caso di <i>default</i> , tipica struttura di rimborso 5-7 anni con piano di ammortamento.
Signing	Firma del contratto preliminare dell'operazione (SPA).
SPA	<i>Share Purchase Agreement</i> : contratto di compravendita delle quote o azioni. Il documento principale dell'operazione, che disciplina prezzo, <i>R&W</i> , <i>escrow</i> , <i>earn-out</i> , condizioni sospensive, patti parasociali.
Sweet equity	Quote di <i>equity</i> riservate al <i>management</i> nelle operazioni di MBO

Glossario dei termini ricorrenti

Termine	Definizione
Tag along	Clausola che attribuisce al socio di minoranza il diritto (non l'obbligo) di vendere la propria quota insieme al socio di maggioranza, alle stesse condizioni, quando questi cede a un terzo. Speculare al <i>drag along</i> .
Trigger event	Evento contrattualmente definito che fa scattare l'esercitabilità di una clausola (<i>put, call, earn-out</i>): cambio di controllo, raggiungimento di <i>KPI</i> , mancato rispetto di <i>milestones</i> .
Vendor Due Diligence (VDD)	<i>Due diligence</i> commissionata dal venditore prima dell'avvio del processo, per anticipare e gestire le criticità che emergerebbero dalla DD dell'acquirente. Migliora la qualità e la velocità del processo.
Vendor Loan	Prestito concesso dal venditore all'acquirente: una parte del prezzo non viene pagata <i>cash</i> al closing ma in forma di credito, tipicamente <i>bullet</i> (rimborso a scadenza) e fruttifero.
W&I Insurance (Warranty & Indemnity)	Polizza assicurativa che copre l'acquirente (o il venditore) dalle violazioni delle R&W, in alternativa o in aggiunta all' <i>escrow</i> . Trasferisce il rischio sull'assicuratore.



Grazie per l'attenzione

Ogni operazione è un caso a sé
Partiamo dalla nostra storia, dai nostri obiettivi,
dai nostri tempi e scegliamo gli strumenti di conseguenza

Monica Di Oronzo - *Managing Partner*

E-mail: mdioronzo@ldp-ita.com

Telefono: +39 0248006514

Indirizzo: Via Michelangelo Buonarroti 39, Milano

Sito Web: ldp-ita.com

LDP STPrL - Studio multidisciplinare

Tax & Law - **Consulenza integrata per operazioni straordinarie**

Società Benefit - UN's 2030 Agenda for Sustainable Development

