

PERCORSO FORMATIVO — ESPERTO IN ACQUISIZIONI AZIENDALI (M&A)

Dispensa 8

La Strutturazione del Deal e il Finanziamento dell'Acquisizione

Come si costruisce concretamente un'operazione, e con quali risorse la si finanzia.

A cura di Marco Consiglio

Formatore e Course Director — Contenuti aggiornati al 2026

Indice

1. Introduzione e obiettivi didattici	3
2. Scegliere la struttura giuridica dell'operazione	4
3. Le componenti del corrispettivo: cash, earn-out, azioni	7
4. Il meccanismo di aggiustamento del prezzo	10
5. Le fonti di finanziamento dell'acquisizione	12
6. Il leveraged buyout (LBO) in dettaglio	15
7. Il ruolo delle banche e degli altri finanziatori	17
8. Costruire un term sheet completo	18
9. Caso pratico guidato	19
10. Glossario dei termini chiave	21
11. Checklist finale e autoverifica	22
12. Riferimenti e risorse aggiornate al 2026	23

1. Introduzione e obiettivi didattici

Questa dispensa prosegue il percorso Esperto in Acquisizioni Aziendali, applicando la valutazione già costruita secondo gli strumenti presentati nella Dispensa 7 di questo percorso alla costruzione concreta dell'operazione: come si struttura giuridicamente e finanziariamente un'acquisizione, quali componenti può assumere il corrispettivo pagato al venditore, e con quali fonti si finanzia l'operazione.

Applicando quanto già presentato nella Dispensa 1 di questo percorso a proposito delle principali tipologie di operazioni straordinarie, questa dispensa approfondisce con maggiore dettaglio tecnico le scelte strutturali che un Esperto in Acquisizioni Aziendali deve affrontare per tradurre una valutazione economica in un'operazione concretamente eseguibile e finanziariamente sostenibile.

A chi si rivolge questa dispensa

Si rivolge a chi ha seguito le prime sette dispense di questo percorso e desidera acquisire, partendo da zero, gli strumenti per comprendere e partecipare alla costruzione della struttura giuridica e finanziaria di un'operazione di acquisizione.

Obiettivi di apprendimento

1. Saper scegliere consapevolmente la struttura giuridica più appropriata per un'operazione;
2. Conoscere le principali componenti del corrispettivo (cash, earn-out, azioni);
3. Comprendere il meccanismo di aggiustamento del prezzo legato al capitale circolante;
4. Conoscere le principali fonti di finanziamento di un'acquisizione;
5. Comprendere in dettaglio la logica del leveraged buyout (LBO);
6. Conoscere il ruolo delle banche e saper costruire un term sheet completo.

2. Scegliere la struttura giuridica dell'operazione

Applicando e sviluppando quanto già presentato nella Dispensa 1 di questo percorso a proposito di share deal e asset deal, approfondiamo ora i criteri che guidano concretamente la scelta della struttura giuridica più appropriata per una specifica operazione.

I criteri che orientano la scelta tra share deal e asset deal

- Il profilo di rischio identificato dalla due diligence, già presentata nelle Dispense 5 e 6 di questo percorso: passività o contenziosi significativi possono orientare verso un asset deal, che permette di selezionare specificamente cosa acquisire, escludendo passività problematiche;
- Le implicazioni fiscali per entrambe le parti, spesso significativamente diverse tra le due strutture, e che richiedono una valutazione specifica da parte del consulente fiscale già presentato nella Dispensa 5 di questo percorso;
- La complessità di trasferimento dei contratti e dei rapporti di lavoro, tipicamente maggiore in un asset deal, che richiede un trasferimento esplicito di ciascun rapporto, rispetto a uno share deal in cui la società, con tutti i suoi rapporti, resta la medesima entità giuridica;
- Le preferenze del venditore, che in molte giurisdizioni, incluso il contesto italiano, beneficia tipicamente di un trattamento fiscale più favorevole nella cessione di quote rispetto alla cessione di singoli asset.

La struttura di conferimento e scissione

Applicando quanto già presentato nella Dispensa 1 di questo percorso a proposito della fusione, esistono strutture più complesse, meno frequenti ma rilevanti in situazioni specifiche: il conferimento di un ramo d'azienda in una nuova società, seguito dalla cessione delle quote di quest'ultima, una struttura talvolta utilizzata per isolare specifiche attività prima della cessione, o la scissione societaria, che divide un'azienda esistente in più entità distinte.

L'utilizzo di veicoli societari dedicati (NewCo)

Una pratica molto diffusa, specie nelle operazioni di private equity già presentate nella Dispensa 1 di questo percorso, consiste nella costituzione di una società veicolo dedicata (NewCo, new company) che formalmente realizza l'acquisizione, spesso funzionale alla struttura di finanziamento a leva che sarà approfondita nel capitolo 6 di questa dispensa a proposito del leveraged buyout.

Un principio pratico fondamentale: la scelta della struttura giuridica non è una decisione puramente tecnica delegabile interamente ai consulenti legali e fiscali, ma una scelta che un Esperto in Acquisizioni Aziendali dovrebbe comprendere nelle sue implicazioni sostanziali, poiché influisce direttamente sul profilo di rischio dell'operazione, sulla

complessità del processo di integrazione successiva già accennata nella Dispensa 2 di questo percorso, e sulla stessa negoziazione del prezzo con il venditore.

Un principio di equilibrio tra semplicità e tutela

Applicando lo stesso principio di proporzionalità già presentato nella Dispensa 5 di questo percorso a proposito dello scope della due diligence, la scelta della struttura giuridica dovrebbe sempre bilanciare due esigenze contrapposte: una struttura più semplice (tipicamente uno share deal puro) riduce i costi di implementazione e i tempi del processo, mentre una struttura più articolata (asset deal, conferimenti, veicoli societari dedicati già presentati in questo capitolo) offre maggiore protezione contro rischi specifici identificati, ma a costo di una maggiore complessità esecutiva e, tipicamente, di tempi più lunghi per il perfezionamento dell'operazione. Un Esperto in Acquisizioni Aziendali dovrebbe evitare sia l'eccesso di semplificazione, che lascia esposti a rischi evitabili, sia l'eccesso di complessità, che aggiunge costi e tempi senza un beneficio proporzionato in termini di reale mitigazione del rischio.

3. Le componenti del corrispettivo: cash, earn-out, azioni

Applicando quanto già presentato nella Dispensa 7 di questo percorso a proposito della valutazione, approfondiamo ora come il valore stimato si traduce concretamente in un corrispettivo pagato al venditore, che può assumere diverse forme, spesso combinate tra loro.

Il pagamento in contanti (cash)

La forma più semplice e diffusa, in cui l'acquirente paga l'intero corrispettivo in denaro al closing, o in alcuni casi con una componente dilazionata nel tempo (deferred payment), secondo modalità concordate contrattualmente.

L'earn-out: un corrispettivo legato ai risultati futuri

Applicando gli strumenti di gestione del rischio già presentati in altri percorsi di questa collana, l'earn-out è un meccanismo che lega una porzione del corrispettivo al raggiungimento di specifici obiettivi economico-finanziari futuri della target, tipicamente misurati su un orizzonte di uno-tre anni successivi al closing, uno strumento particolarmente utile quando esiste un disallineamento significativo tra le aspettative di crescita futura del venditore e la maggiore prudenza dell'acquirente.

Un esempio di struttura con earn-out

Componente	Struttura
Corrispettivo fisso al closing	5.500.000 € (75% del valore stimato)
Earn-out anno 1	Fino a 900.000 € se l'EBITDA supera 1.000.000 €
Earn-out anno 2	Fino a 900.000 € se l'EBITDA supera 1.100.000 €

I rischi tipici dell'earn-out

L'earn-out, per quanto utile a colmare disallineamenti di valutazione, comporta rischi specifici che un Esperto in Acquisizioni Aziendali dovrebbe conoscere: il potenziale conflitto di interesse tra acquirente e venditore durante il periodo di earn-out (l'acquirente potrebbe avere un incentivo, consapevole o inconsapevole, a gestire l'azienda in modo da minimizzare i risultati misurati ai fini dell'earn-out, mentre il venditore, se ancora coinvolto operativamente, potrebbe avere l'incentivo opposto), e la conseguente necessità di definire con estrema precisione contrattuale le metriche di misurazione e le condizioni di gestione dell'azienda durante il periodo di earn-out, per prevenire contenziosi successivi.

Il pagamento in azioni dell'acquirente

Per acquirenti con azioni proprie negoziabili (tipicamente società quotate, ma talvolta anche società private con un mercato secondario delle proprie azioni), una componente del corrispettivo può essere corrisposta in azioni dell'acquirente stesso, un meccanismo che allinea gli interessi del venditore al successo futuro dell'organizzazione combinata, ma che espone il venditore al rischio di oscillazione del valore di tali azioni nel tempo.

Le clausole di lock-up sulle azioni ricevute

Quando il corrispettivo include una componente in azioni, è pratica comune prevedere clausole di lock-up, che vincolano il venditore a non cedere le azioni ricevute per un periodo definito (tipicamente da sei mesi a due anni) successivo al closing: questo meccanismo tutela l'acquirente da una pressione di vendita immediata sul mercato che potrebbe deprimere il valore delle proprie azioni, e al tempo stesso rafforza l'allineamento di interessi tra le parti nel medio periodo, poiché il venditore mantiene un'esposizione economica diretta al successo futuro dell'organizzazione combinata per la durata del periodo di lock-up.

4. Il meccanismo di aggiustamento del prezzo

Applicando quanto già presentato nella Dispensa 5 di questo percorso a proposito della due diligence contabile e del capitale circolante, approfondiamo ora un elemento tecnico specifico e particolarmente rilevante: il meccanismo di aggiustamento del prezzo tra il momento della negoziazione e il closing effettivo dell'operazione.

Perché è necessario un meccanismo di aggiustamento

Applicando quanto già presentato nella Dispensa 2 di questo percorso a proposito del periodo che intercorre tra signing e closing, la situazione economico-finanziaria della target continua a evolvere durante questo periodo (l'azienda continua a operare, generando o consumando cassa, variando il proprio capitale circolante), rendendo necessario un meccanismo che rifletta accuratamente questi cambiamenti nel prezzo finale effettivamente pagato.

Il meccanismo cash-free, debt-free

Una pratica molto diffusa, indicata con l'espressione cash-free, debt-free, prevede che il prezzo negoziato (tipicamente espresso come enterprise value, secondo la distinzione già presentata nella Dispensa 7 di questo percorso) sia poi rettificato al closing sottraendo l'effettiva posizione finanziaria netta della target a quella data, e considerando un livello normalizzato di capitale circolante concordato preventivamente tra le parti.

Il meccanismo del capitale circolante normalizzato

1. Le parti concordano, tipicamente sulla base della media storica degli ultimi esercizi, un livello normalizzato di capitale circolante ritenuto necessario per il normale funzionamento dell'azienda;
2. Al closing, si verifica il capitale circolante effettivo della target rispetto a questo livello normalizzato concordato;
3. Se il capitale circolante effettivo è superiore al livello normalizzato, il prezzo viene aumentato proporzionalmente (l'acquirente riceve più risorse del previsto); se è inferiore, il prezzo viene ridotto.

Un esempio di applicazione

Voce	Importo
Enterprise value concordato	6.500.000 €
Capitale circolante normalizzato concordato	800.000 €
Capitale circolante effettivo al closing	650.000 €
Aggiustamento (riduzione prezzo)	- 150.000 €

Voce	Importo
Prezzo finale (prima della posizione finanziaria netta)	6.350.000 €

Un principio pratico fondamentale: il meccanismo di aggiustamento del capitale circolante è una delle aree più tecnicamente complesse e potenzialmente conflittuali dell'intero contratto di compravendita, poiché richiede una definizione estremamente precisa di che cosa venga incluso nel calcolo. Un Esperto in Acquisizioni Aziendali dovrebbe assicurarsi che questa definizione sia costruita con la massima chiarezza possibile fin dalla fase di negoziazione, per prevenire contenziosi interpretativi al momento della sua applicazione concreta al closing.

La verifica indipendente al closing

Applicando gli stessi principi di verifica indipendente già presentati nella Dispensa 5 di questo percorso a proposito della due diligence contabile, è pratica diffusa affidare la determinazione finale del capitale circolante effettivo al closing a un revisore indipendente, concordato tra le parti, piuttosto che lasciare questa determinazione alla sola parte acquirente o venditrice: questo meccanismo, per quanto comporti un costo aggiuntivo, riduce significativamente il rischio di contestazioni reciproche sulla correttezza del calcolo, fornendo a entrambe le parti una garanzia di imparzialità nella determinazione di un elemento che, come mostrato nell'esempio precedente, può avere un impatto economico rilevante sul prezzo finale dell'operazione.

5. Le fonti di finanziamento dell'acquisizione

Applicando quanto già presentato nella Dispensa 5 del percorso Business Manager di questa collana a proposito delle fonti di finanziamento in generale, approfondiamo ora specificamente come un'operazione di acquisizione viene concretamente finanziata.

Le fonti di finanziamento

- Le risorse proprie dell'acquirente (equity), sotto forma di liquidità già disponibile o di nuovo capitale raccolto specificamente per l'operazione, ad esempio attraverso un aumento di capitale o l'apporto di nuovi soci;
- Il debito bancario, tipicamente strutturato come un finanziamento a medio-lungo termine dedicato specificamente all'operazione (acquisition finance), con un piano di rimborso costruito sui flussi di cassa attesi dalla target, secondo quanto già presentato nella Dispensa 7 di questo percorso a proposito del DCF;
- Il vendor loan, un finanziamento concesso direttamente dal venditore all'acquirente, che dilaziona parte del pagamento nel tempo, un meccanismo che segnala anche una fiducia del venditore nella sostenibilità futura dell'azienda ceduta;
- Strumenti di finanza alternativa, come minibond o debito mezzanino, particolarmente rilevanti per operazioni di dimensione significativa o quando il debito bancario tradizionale non è sufficiente a coprire l'intero fabbisogno.

Il debito mezzanino: una forma ibrida

Il debito mezzanino rappresenta una forma di finanziamento intermedia tra il debito tradizionale e il capitale proprio: comporta un costo più elevato del debito bancario ordinario, ma un rango di priorità nel rimborso inferiore rispetto al debito senior, e talvolta include componenti di partecipazione al capitale (warrant) che permettono al finanziatore di beneficiare, in parte, dell'eventuale successo futuro dell'operazione.

La costruzione della struttura finanziaria complessiva

Un Esperto in Acquisizioni Aziendali, in coordinamento con la funzione finanziaria dell'acquirente e con eventuali advisor finanziari specializzati, dovrebbe costruire una struttura di finanziamento equilibrata, che consideri non solo il costo relativo delle diverse fonti disponibili, ma anche la sostenibilità del relativo servizio del debito rispetto ai flussi di cassa attesi dalla target, secondo gli stessi principi di prudenza finanziaria già presentati nella Dispensa 3 del percorso Business Manager di questa collana a proposito del capitale circolante e della liquidità.

Il timing della ricerca del finanziamento

Un ultimo elemento pratico riguarda il momento in cui avviare la ricerca del finanziamento necessario: applicando gli stessi principi di pianificazione già presentati nella Dispensa 2 di

questo percorso a proposito della durata tipica di un'operazione, è opportuno avviare un dialogo preliminare con gli istituti finanziari già nelle fasi iniziali del processo, ben prima della sottoscrizione della lettera di intenti, per comprendere con realismo la propria effettiva capacità di indebitamento e calibrare di conseguenza la propria offerta al venditore. Un acquirente che scopre solo in una fase avanzata della negoziazione di non poter ottenere il finanziamento necessario alle condizioni ipotizzate rischia non solo di perdere l'opportunità specifica, ma di danneggiare significativamente la propria credibilità presso il venditore e, indirettamente, presso l'intero mercato in cui opera.

6. Il leveraged buyout (LBO) in dettaglio

Applicando e approfondendo quanto già presentato nella Dispensa 1 di questo percorso, dedichiamo un capitolo specifico al leveraged buyout, una struttura di acquisizione particolarmente diffusa nel private equity, che merita un approfondimento tecnico specifico data la sua rilevanza nel mercato M&A contemporaneo.

La logica di fondo dell'LBO

In un'operazione di LBO, una quota significativa del prezzo di acquisto (tipicamente tra il 50% e il 70%, in funzione della capacità di generazione di cassa della target e delle condizioni di mercato) viene finanziata attraverso debito, garantito non dal patrimonio personale degli investitori, ma dagli stessi asset e flussi di cassa futuri della target, secondo un meccanismo che permette agli investitori di realizzare un rendimento potenzialmente elevato sul capitale proprio effettivamente investito, grazie all'effetto leva finanziaria.

Un esempio semplificato del meccanismo di leva

Struttura	Capitale proprio investito	Rendimento se il valore raddoppia in 5 anni
Senza leva (100% equity)	10.000.000 €	100% (raddoppio del capitale)
Con leva (30% equity, 70% debito)	3.000.000 €	Molto superiore al 100%, al netto del costo del debito

Il ruolo della NewCo nell'LBO

Applicando quanto già presentato nel capitolo 2 di questa dispensa a proposito dei veicoli societari dedicati, un'operazione di LBO tipica prevede la costituzione di una NewCo, che si indebita per finanziare l'acquisizione della target, e che successivamente si fonde con la target stessa (fusione a valle, o downstream merger), in modo che il debito contratto dalla NewCo venga effettivamente supportato dai flussi di cassa e dagli asset della target.

I rischi specifici dell'LBO

La leva finanziaria, se da un lato amplifica il rendimento potenziale per gli investitori, dall'altro amplifica anche il rischio: un'azienda con un livello di debito elevato dispone di un margine di manovra finanziario molto più ridotto in caso di difficoltà operative o di un rallentamento del mercato, secondo lo stesso principio già presentato nella Dispensa 3 del percorso Business Manager di questa collana a proposito della leva finanziaria. Un Esperto in Acquisizioni Aziendali coinvolto in un'operazione di LBO dovrebbe valutare con particolare attenzione la stabilità e la prevedibilità dei flussi di cassa della target, elementi

essenziali per sostenere un livello di indebitamento significativo senza compromettere la sostenibilità dell'operazione.

Le caratteristiche di una target adatta a un LBO

Applicando gli strumenti già presentati nella Dispensa 6 di questo percorso a proposito della due diligence commerciale e industriale, non tutte le aziende sono ugualmente adatte a sostenere una struttura di LBO: le caratteristiche generalmente ricercate includono flussi di cassa stabili e prevedibili nel tempo, una posizione competitiva solida e difendibile, un fabbisogno di investimenti in conto capitale contenuto rispetto alla generazione di cassa operativa, e un management già capace o rapidamente sviluppabile per gestire con disciplina un'organizzazione sottoposta a un livello di indebitamento superiore alla media di settore.

7. Il ruolo delle banche e degli altri finanziatori

Applicando quanto già presentato nel capitolo 5 di questa dispensa a proposito delle fonti di finanziamento, approfondiamo ora specificamente il rapporto con le banche e gli altri finanziatori coinvolti in un'operazione di acquisizione.

Il processo di ottenimento del finanziamento bancario

4. La presentazione dell'operazione alla banca, tipicamente attraverso un business plan che include le proiezioni economico-finanziarie già costruite secondo gli strumenti presentati nella Dispensa 7 di questo percorso a proposito del DCF;
5. La valutazione da parte della banca del merito creditizio dell'operazione, che considera sia la solidità dell'acquirente sia, in misura spesso maggiore per operazioni con leva significativa, la capacità della target di generare flussi di cassa sufficienti a sostenere il servizio del debito;
6. La negoziazione dei termini del finanziamento: importo, tasso di interesse, durata, garanzie richieste, e i cosiddetti covenant (condizioni contrattuali che l'acquirente deve rispettare per mantenere in essere il finanziamento);
7. L'ottenimento di una lettera di impegno (commitment letter) da parte della banca, un elemento spesso richiesto dal venditore come condizione per procedere con la negoziazione finale, secondo quanto già presentato nella Dispensa 2 di questo percorso a proposito delle condizioni sospensive.

I covenant finanziari

I covenant sono condizioni contrattuali, tipicamente espresse come indicatori finanziari da rispettare periodicamente (ad esempio un rapporto massimo tra debito ed EBITDA), che la banca finanziatrice impone come condizione di mantenimento del finanziamento: il mancato rispetto di un covenant può comportare conseguenze significative, dalla rinegoziazione dei termini fino, nei casi più gravi, alla richiesta di rimborso anticipato del finanziamento.

La certezza del finanziamento come elemento negoziale

Applicando quanto già presentato nella Dispensa 4 di questo percorso a proposito della credibilità nella negoziazione, un acquirente che si presenta con un finanziamento già formalmente confermato (financing secured), rispetto a un acquirente ancora in fase di ricerca del finanziamento necessario, dispone tipicamente di una posizione negoziale più solida agli occhi del venditore, poiché riduce significativamente il rischio percepito che l'operazione non giunga a conclusione per ragioni finanziarie, un elemento particolarmente rilevante nei processi competitivi già presentati nella Dispensa 4 di questo percorso.

8. Costruire un term sheet completo

Concludiamo la parte teorica di questa dispensa mostrando come gli elementi presentati nei capitoli precedenti si integrino in un term sheet completo, il documento che sintetizza tutti i termini principali dell'operazione prima della redazione del contratto definitivo, che sarà approfondito nella Dispensa 9 di questo percorso.

Gli elementi tipici di un term sheet completo

8. La struttura giuridica dell'operazione, secondo quanto già presentato nel capitolo 2;
9. Il corrispettivo e le sue componenti (cash, earn-out, eventuali azioni), secondo quanto già presentato nel capitolo 3;
10. Il meccanismo di aggiustamento del prezzo, secondo quanto già presentato nel capitolo 4;
11. Le fonti di finanziamento previste e le relative condizioni sospensive, secondo quanto già presentato nei capitoli 5, 6 e 7;
12. Le principali garanzie e dichiarazioni richieste al venditore, che saranno approfondite con maggiore dettaglio nella Dispensa 10 di questo percorso;
13. Le tempistiche indicative del processo, dal signing al closing.

Il valore di un term sheet ben costruito

Un principio di sintesi per l'intera dispensa

La strutturazione del deal, in tutte le dimensioni presentate in questa dispensa — struttura giuridica, componenti del corrispettivo, meccanismo di aggiustamento del prezzo, fonti di finanziamento, leva finanziaria, rapporto con le banche — rappresenta il momento in cui la valutazione economica, costruita secondo gli strumenti già presentati nella Dispensa 7 di questo percorso, si traduce in un'operazione concretamente eseguibile e finanziariamente sostenibile. Un term sheet completo e ben negoziato, costruito integrando tutti questi elementi, riduce significativamente il rischio di sorprese o contenziosi nelle fasi successive del processo, già presentate nella Dispensa 2 di questo percorso.

Un ultimo collegamento con la fase contrattuale

Il term sheet presentato in questo capitolo, per quanto già dettagliato, non costituisce ancora il documento legalmente vincolante che disciplinerà l'intera operazione: la sua funzione è quella di fissare un accordo di massima su tutti gli elementi sostanziali, da tradurre successivamente in un contratto di compravendita completo, con tutte le clausole legali necessarie a tutelare adeguatamente entrambe le parti, un tema che sarà approfondito con il massimo dettaglio tecnico nella Dispensa 9 di questo percorso. Un Esperto in Acquisizioni Aziendali che ha costruito un term sheet solido e ben negoziato, come quello presentato in questa dispensa, pone le condizioni per una fase contrattuale successiva più fluida, poiché gran parte delle decisioni sostanziali sono già state concordate tra le parti.

9. Caso pratico guidato

Concludiamo la parte teorica con un caso pratico semplificato, che applica gli strumenti presentati in questa dispensa.

Il contesto

Un fondo di private equity sta strutturando l'acquisizione di un'azienda manifatturiera con un enterprise value concordato, sulla base della valutazione già presentata nella Dispensa 7 di questo percorso, di 12.000.000 di euro, in un'operazione che intende strutturare come leveraged buyout.

Passo 1 — Scelta della struttura giuridica

Applicando gli strumenti del capitolo 2, viene costituita una NewCo dedicata, che acquisirà le quote della società target (share deal, secondo quanto già presentato nella Dispensa 1 di questo percorso), preservando la continuità dei contratti commerciali già verificati nella due diligence legale presentata nella Dispensa 5.

Passo 2 — Struttura del corrispettivo

Applicando gli strumenti del capitolo 3, il corrispettivo viene strutturato con una componente fissa di 10.000.000 di euro al closing e un earn-out fino a 2.000.000 di euro legato al raggiungimento di specifici obiettivi di crescita nei due anni successivi, per colmare un disallineamento di valutazione tra le aspettative di crescita del venditore e la maggiore prudenza del fondo acquirente.

Passo 3 — Costruzione della struttura di finanziamento

Applicando gli strumenti dei capitoli 5 e 6, la componente fissa al closing viene finanziata con 3.000.000 di euro di equity apportato dal fondo (25% del corrispettivo fisso) e 7.000.000 di euro di debito bancario senior, con un piano di rimborso costruito sui flussi di cassa attesi dalla target secondo il DCF già presentato nella Dispensa 7 di questo percorso.

Passo 4 — Negoziazione con le banche

Applicando gli strumenti del capitolo 7, viene ottenuta una lettera di impegno da un pool di due banche, con covenant finanziari specifici (un rapporto massimo debito/EBITDA di 3,5x) che vengono comunicati esplicitamente al venditore come parte della struttura complessiva dell'operazione, rafforzando la credibilità dell'acquirente nella fase negoziale.

Passo 5 — Costruzione del term sheet completo

Applicando gli strumenti del capitolo 8, viene predisposto un term sheet completo che integra tutti gli elementi già negoziati, comprensivo del meccanismo di aggiustamento del capitale

circolante già presentato nel capitolo 4, propedeutico alla redazione del contratto di compravendita definitivo, che sarà approfondita nella Dispensa 9 di questo percorso.

Che cosa insegna questo caso

Il caso mostra come la strutturazione di un'operazione complessa richieda l'integrazione coordinata di più elementi tecnici — struttura giuridica, componenti del corrispettivo, finanziamento a leva, rapporto con le banche — in un term sheet coerente, che traduce concretamente la valutazione economica in un'operazione eseguibile, bilanciando gli interessi e i rischi di tutte le parti coinvolte.

Un'ultima riflessione sul caso presentato

Vale la pena sottolineare come, in questo caso, la scelta di ricorrere a un earn-out abbia svolto una funzione specifica e distinta dalla sola leva finanziaria già presentata nei capitoli precedenti: mentre la leva finanziaria permette agli investitori di amplificare il proprio rendimento potenziale su un dato livello di rischio operativo della target, l'earn-out serve invece a colmare un disallineamento informativo tra le parti, allocando il rischio della crescita futura in modo proporzionato a chi meglio può influenzarla o valutarla, secondo un principio di allineamento degli incentivi che un Esperto in Acquisizioni Aziendali dovrebbe sempre tenere presente nella costruzione di operazioni complesse come quella qui presentata.

10. Glossario dei termini chiave

Come per le dispense precedenti di questo percorso, riportiamo un glossario di sintesi dei principali termini introdotti.

NewCo	Società veicolo costituita specificamente per realizzare un'acquisizione, spesso funzionale a strutture di finanziamento a leva.
Earn-out	Componente del corrispettivo legata al raggiungimento di specifici obiettivi economico-finanziari futuri della target.
Cash-free, debt-free	Meccanismo che rettifica il prezzo negoziato sottraendo la posizione finanziaria netta effettiva al closing.
Capitale circolante normalizzato	Livello di capitale circolante concordato come riferimento per il meccanismo di aggiustamento del prezzo.
Vendor loan	Finanziamento concesso direttamente dal venditore all'acquirente, che dilaziona parte del pagamento nel tempo.
Debito mezzanino	Forma di finanziamento ibrida tra debito e capitale proprio, con costo più elevato ma rango di priorità inferiore al debito senior.
Covenant finanziario	Condizione contrattuale, tipicamente un indicatore finanziario, che l'acquirente deve rispettare per mantenere in essere il finanziamento.
Term sheet	Documento che sintetizza tutti i termini principali di un'operazione, propedeutico al contratto definitivo.

11. Checklist finale e autoverifica

Come per le dispense precedenti, dedichiamo un momento all'autoverifica personale prima di proseguire.

Domande di autoverifica

14. Sapresti indicare i principali criteri per scegliere tra share deal e asset deal?
15. Ricordi che cos'è un earn-out e quali rischi comporta?
16. Sapresti spiegare il meccanismo cash-free, debt-free e l'aggiustamento del capitale circolante?
17. Ricordi le principali fonti di finanziamento di un'acquisizione?
18. Sapresti spiegare la logica di fondo del leveraged buyout e il ruolo della NewCo?
19. Ricordi che cosa sono i covenant finanziari e perché la certezza del finanziamento è un vantaggio negoziale?

Come procedere

Se le risposte sono arrivate con sicurezza, si può proseguire con la Dispensa 9, dedicata al contratto di compravendita (SPA) e ai suoi elementi essenziali. In caso di incertezza, si consiglia di rileggere i capitoli corrispondenti, in particolare quelli relativi all'earn-out e al leveraged buyout.

12. Riferimenti e risorse aggiornate al 2026

Per approfondimenti autonomi, si segnalano alcune categorie di risorse utili:

- Pubblicazioni di riferimento sulla strutturazione delle operazioni di M&A e sulla finanza straordinaria;
- Pubblicazioni specialistiche sul private equity e sul leveraged buyout;
- Il confronto diretto con istituti bancari specializzati in acquisition finance, risorsa preziosa per comprendere le condizioni concretamente disponibili sul mercato;
- Il confronto con advisor finanziari specializzati nella strutturazione di operazioni di M&A, particolarmente utile per operazioni di maggiore complessità.

Chiusura della Dispensa 8

Con questa dispensa prosegue il percorso Esperto in Acquisizioni Aziendali, fornendo gli strumenti per strutturare giuridicamente e finanziariamente un'operazione di acquisizione. La dispensa successiva affronterà il contratto di compravendita (SPA), il documento legale che formalizza tutti gli elementi qui presentati.

Marco Consiglio

Formatore e Course Director — 2026