

Search fund, il modello innovativo di crescita per rilanciare le PMI

Le piccole imprese sono la spina dorsale dell'economia e oggi affrontano sfide di governance. La soluzione arriva dagli Usa: opportunità di crescita con il supporto di investitori esperti.

Alessandro Conti, Managing Partner presso Star First Partners

Mattia Ambrosini, Managing Partner presso Peak 35 Capital Partners

Il tessuto imprenditoriale italiano, caratterizzato da una predominanza di Piccole e medie imprese (PMI), si trova di fronte a sfide cruciali che minacciano la sua vitalità e competitività. Le statistiche al riguardo certificano la loro centralità nell'economia del Paese e saranno analizzate anche in questa sede. Tuttavia, queste imprese, spesso a conduzione familiare, si trovano talvolta nel corso della loro vita ad affrontare due sfide principali: la successione generazionale e la necessità di passare al livello successivo di competitività.

In questo contesto, il modello dei *search fund* emerge come una soluzione potenzialmente

trasformativa. Nato negli Stati Uniti addirittura nel 1984, grazie all'intuizione di Harold Irving Groubbeck, il *search fund* è un veicolo di investimento che permette a giovani imprenditori di acquisire e gestire una PMI esistente. Sono le cosiddette acquisizioni imprenditoriali.

Questo modello ha guadagnato oggi notevole trazione e successo, come evidenziato dal Search Fund Study della Graduate school of Stanford business (Gsb) del 2024, che ha identificato 681 *search fund* tradizionali negli Stati Uniti e Canada dal 1984 al 2023, con rendimenti aggregati per gli investitori di un IRR del 35,1% e un multiplo di investimento di 4,5x.



L'espansione internazionale del modello è in rapida crescita: secondo lo studio Iese del 2022 sui *search fund* internazionali, sono stati identificati 211 *search fund* al di fuori di Usa e Canada, con il 60% di tutte le acquisizioni realizzate negli ultimi tre anni a testimonianza della recente accelerazione. I risultati che si possono trarre sono quindi necessariamente preliminari rispetto al mercato nordamericano, dove, negli stessi anni, sono state realizzate solo il 15% delle acquisizioni, indicando quindi un mercato più maturo.

Il search fund è un investimento che permette a giovani imprenditori di acquisire e gestire una PMI; sono le cosiddette acquisizioni imprenditoriali

Venendo all'Italia, il modello *search fund* è ancora agli albori, ma presenta un potenziale considerevole, data la nota conformazione dell'economia. Le PMI, che da molti sono considerati la spina dorsale dell'economia italiana per il valore aggiunto generato, l'occupazione e la competitività internazionale, si prestano particolarmente bene a questo modello per diverse ragioni. La prima è la successione: molte PMI stanno affrontando o affronteranno presto il problema del ricambio generazionale e i *search fund* offrono una soluzione strutturata e testata a questa sfida. C'è poi necessità di professionalizzazione: l'introduzione di giovani manager con formazione spesso anche internazionale può portare nuove competenze e pratiche manageriali moderne per un salto di qualità multidimensionale. Un'altra ragione è l'accesso al capitale: i *search fund* possono infatti fungere da ponte tra le PMI italiane e le nuove fonti di capitale, da investitori professionali e spesso specializzati. Il risultato è una concreta *chance* per la crescita e la modernizzazione. Infine, il potenziale di internazionalizzazione: i giovani manager, spesso formati in business school internazionali, possono facilitare l'espansione e l'internazionalizzazione delle PMI italiane.

Il modello dei search fund Dal capitale alla gestione operativa

Il processo di un *search fund* tradizionale si articola in quattro fasi principali. Per prima cosa, la raccolta di capitali iniziali. L'imprenditore (o *searcher*) raccoglie fondi da un nutrito gruppo di investitori di successo per finanziare la ricerca dell'azienda target.

Successivamente, il *searcher* conduce a tempo pieno una ricerca approfondita per identificare un'azienda adatta all'acquisizione e al gruppo di investimento. Questa fase può durare in media 18-24 mesi.

Una volta identificata l'azienda target, il *searcher* raccoglie ulteriori capitali per completare l'acquisizione. Il prezzo mediano per le aziende acquisite attraverso *search fund* negli Stati Uniti e in Canada è di 10 milioni di dollari. In Italia, i casi riscontrati finora non si sono discostati molto da queste cifre.

Infine, il *searcher* assume il ruolo di CEO dell'azienda acquisita (o co-CEO, in caso di coppia di *searcher*), con l'obiettivo di creare valore nel medio-lungo termine e costruire sopra tutta la storia dei fondatori. Infatti, spesso si configura una partnership, dove i venditori mantengono una quota di minoranza dell'azienda.

Un aspetto cruciale del modello *search fund* è la struttura degli incentivi. Tipicamente, i *searcher* (coppia o singoli) ricevono una partecipazione azionaria nell'azienda acquisita, suddivisa in diverse *tranche* che si 'vestono' negli anni durante la gestione aziendale. A tutti gli effetti, quindi, una configurazione *work for equity*. Questo sistema di incentivi allinea gli interessi di tutti gli attori, motivando l'imprenditore a creare valore nel medio-lungo termine.

Altro elemento fondamentale del successo dei *search fund* è il gruppo di investitori che supporta l'iniziativa. Si tratta tipicamente di una combinazione di investitori istituzionali specializzati in *search fund*, imprenditori affermati e investitori di successo. L'importanza di questi investitori va ben oltre il semplice apporto di capitale. La loro esperienza nell'individuare le migliori aziende da guidare e far crescere, unita alla conoscenza specifica del modello *search fund* e la volontà di fare squadra in questo contesto, fornisce ai *searcher* un supporto inestimabile durante tutte le fasi del processo. Questo mix di competenze finanziarie, operative e strategiche crea un ambiente virtuoso unico, che aumenta significativamente le probabilità di successo del progetto.

Oltre al modello tradizionale, esistono varianti come i *self-funded search* (dove l'imprenditore finanzia autonomamente la fase di ricerca) e i *single-investor search fund* (finanziati da un unico

A differenza di un operatore finanziario tradizionale, un search fund guidato da un giovane imprenditore può stabilire un rapporto di fiducia ed essere maggiormente allineato con gli interessi dell'imprenditore-venditore

investitore-acceleratore). Queste varianti, seppur meno comuni, offrono flessibilità aggiuntiva in determinate situazioni di mercato o per specifici profili di *searcher*.

Il successo del modello *search fund*, nella maggior parte dei casi, può essere ascritto a un insieme di fattori. Esso offre un percorso strutturato per giovani imprenditori e manager per diventare leader di aziende esistenti con il potenziale di incrementarne il successo. Offre inoltre una soluzione al problema della successione per le PMI, un tema che diventa rilevante in molti casi, per svariati motivi. Tra questi, ovviamente, l'età dei fondatori-venditori è statisticamente il principale. Fornisce poi agli investitori un'opportunità di investimento con potenziali alti rendimenti e la possibilità di mentorship. Infine, combina le energie e le competenze di giovani manager con l'esperienza e il capitale di investitori esperti. In alcuni casi, si stringe anche una partnership operativa con i venditori.

Search fund in Italia

Un terreno fertile

Chi scrive è un forte sostenitore del fatto che l'Italia rappresenti, in Europa e nel mondo, uno dei Paesi più attrattivi per l'investimento diretto di capitali privati. Il nostro Paese è, con un Pil di circa 2,1 trilioni di euro¹, la quarta economia in Europa, l'ottava nel mondo e, soprattutto, la seconda economia manifatturiera in Europa e l'ottavo maggior esportatore globale. Questo dato evidenzia la forza industriale e l'orientamento all'internazionalizzazione delle nostre imprese.

Negli ultimi cinque anni, sebbene la crescita dell'economia italiana sia rimasta pressoché stagnante, le esportazioni sono cresciute di oltre il 2% in media su base annua², superando il tasso di crescita di altri Paesi come Germania, Inghilterra, Francia, Spagna, Giappone e Usa.

Sono numerosissimi e diversi i settori in cui le nostre aziende sono considerate tra i leader globali (per esempio, l'industria alimentare e agroalimentare, scienze della vita, meccanica e mecatronica, moda e design, ecc.). Settori che sono sostenuti e guidati dalla

terza maggior popolazione di PMI in Europa³ – circa 211mila aziende che sono responsabili, da sole, del 41% dell'intero fatturato generato in Italia⁴, del 33% dell'insieme degli occupati del settore privato e del 38% del valore aggiunto del Paese (circa 250 miliardi di euro). Queste aziende sono mediamente molto più produttive rispetto alla media europea e sono fortemente proiettate verso l'internazionalizzazione; circa il 60%, infatti, vende all'estero, rappresentando quasi il 50% degli export totali.

Tuttavia, tali aziende sono anche soggette a uno dei problemi più gravi che affliggono l'economia del nostro Paese, cioè l'invecchiamento della popolazione e il problema del ricambio generazionale.

Circa il 70% delle aziende italiane è ancora di proprietà familiare⁵, il 66% è stato fondato tra gli 11 e i 50 anni fa (l'età media dei fondatori è spesso superiore ai 55 anni)⁶ e il 90% non ha ancora dovuto o voluto affrontare il ricambio generazionale (e solo uno ogni tre eredi, statisticamente, intende rilevare il business dalla prima generazione)⁷.

Un'ovvia soluzione a questo problema è il Mergers & Acquisitions (M&A) tradizionale, sia esso strategico o guidato da un operatore finanziario, come, per esempio, un fondo di private equity. Tuttavia, da un lato, c'è talvolta la potenziale reticenza di un imprenditore-fondatore a cedere la propria azienda con queste formule, mentre, dall'altro, si nota come il private equity in Italia, sebbene in fortissima crescita, tende a concentrarsi su aziende più grandi, lasciando un vuoto per le PMI con Ebitda più ridotti.

In questo contesto, i *search fund* emergono come una soluzione estremamente attuale, innovativa e sinergica. A differenza di un operatore finanziario tradizionale o di un competitor, un *search fund* guidato da un giovane imprenditore e investitore può stabilire un rapporto di fiducia ed essere maggiormente allineato con gli interessi dell'imprenditore-venditore. Inoltre, la flessibilità nella strutturazione dell'operazione e l'attenzione verso target di minori dimensioni permettono ai *search fund* di riempire un vuoto di mercato e offrire opportunità ad aziende di successo, ma con limitate opzioni di M&A.

Sembra dunque ovvio come i *search fund* possano trovare terreno molto fertile in Italia. In aggiunta, i vantaggi di questo modello per le PMI italiane sono significativi e meritano un'analisi approfondita, che sarà dettagliata di seguito. Va però ricordato come in Italia sia un fenomeno ancora agli albori. Il numero delle imprese che necessitano di un ricambio generazionale è ben superiore al numero potenziale dei *search fund* che possono operare con successo in Italia, e lo saranno anche se il fenomeno avrà attecchito con lo stesso successo osservato negli Stati Uniti (oltre 300 *search fund*). Restano comunque un validissimo strumento a nostra disposizione, per proteggere la continuità e la competitività del nostro tessuto industriale.

Dalla ricerca dei target alla leadership aziendale

Precedentemente abbiamo illustrato come l'Italia, sede di una delle più importanti e attrattive popolazioni di PMI a livello globale, costituisca terreno fertile per la crescita e lo sviluppo del modello del *search fund*, soprattutto in quanto una possibile risposta al problema del ricambio generazionale.

Questo è tuttavia solo uno dei potenziali vantaggi di questo modello che, almeno in linea teorica, costituisce uno scenario *win-win* per tutti gli attori potenzialmente coinvolti.

Tra gli altri potenziali benefici, come già accennato, vi sono, per esempio, anche la possibilità di accelerare ulteriormente la crescita e l'internazionalizzazione delle PMI più competitive, grazie all'apporto di capitali, conoscenze ed esperienze manageriali moderne da parte del *searcher* e del network di investitori che lo supportano.

Sarebbe facile proseguire illustrando vari altri potenziali vantaggi di questo modello, che consente a giovani imprenditori e investitori motivati di applicare le

proprie conoscenze e capacità al servizio delle nostre aziende e dei nostri settori industriali. Tuttavia, in questo periodo storico in cui il modello è in piena evoluzione, preferiamo porre maggiore attenzione su quelli che sono i principali rischi e le principali sfide insiti in questo modello.

Seguendo l'ordine temporale delle fasi di un *search fund*, la prima sfida si pone al momento della ricerca di target da acquisire. Una convinzione potenzialmente errata da parte di un *searcher* potrebbe infatti essere che, essendo decine di migliaia le PMI profittevoli in Italia, la disponibilità di target per un singolo *searcher* sia pressoché illimitata. Invece, se consideriamo che molte di queste non sono pronte al passaggio di proprietà (pur avendone a volte opportunità o necessità), e che il target di un *search fund* deve comunque rispettare alcuni precisi criteri, come stabilità di fatturato, potenziale di crescita, capacità di generare cassa ecc., il numero di aziende si restringe notevolmente, e non è raro che la ricerca si debba protrarre per circa 24 mesi.

Una volta trovati il giusto target e un imprenditore disposto a vendere, non è poi raro che la trattativa si possa interrompere, a fronte di mismatch di personalità o la presenza di contesti culturali e sociali in cui la transizione a una leadership esterna può essere vista negativamente.

Grosse difficoltà si possono trovare anche nella fase di strutturazione, finanziamento e chiusura dell'operazione. Banalmente, l'accesso al debito può risultare molto più complesso di quanto inizialmente pronosticato. Rispetto ad altri Paesi, infatti, l'Italia ha un sistema bancario meno propenso a finanziare operazioni di acquisizione basate su modelli innovativi come questo. Anche quando il modello ha successo, l'accesso al debito rimane problematico, con le banche italiane spesso riluttanti a concedere finanziamenti a imprenditori senza track record dimostrabile nel settore specifico.

Le maggiori complessità, tuttavia, si riscontrano nel momento di operare l'azienda. Dobbiamo ricordarci che i *searcher*, seppur competenti e motivati, hanno spesso poca esperienza come leader d'impresa, specie PMI. Non è inusuale che possano trovarsi in difficoltà nel gestirne le operazioni quotidiane. Questo rischio è amplificato in Italia, dove la gestione delle PMI richiede una comprensione profonda delle dinamiche locali e una flessibilità operativa che potrebbe non essere immediata per un imprenditore proveniente da un background consulenziale.

La chiave del successo, poi, in gran parte dipenderà non dalle specifiche decisioni strategiche dell'imprenditore, ma dall'instaurazione di un rapporto di fiducia e rispetto reciproco con tutti i dipendenti dell'azienda.

Tra i potenziali benefici dei search fund, la possibilità di accelerare la crescita delle PMI più competitive grazie ai capitali, alle conoscenze ed esperienze manageriali moderne

Se implementati con successo, i search fund hanno un alto potenziale e possono fungere da catalizzatori per un sano e strutturato rinnovamento del tessuto imprenditoriale

Molte volte, in un contesto familiare, la lealtà dei dipendenti è spesso legata a legami personali con la proprietà. L'arrivo di una nuova leadership, percepita come esterna, può causare frizioni e portare all'uscita di figure chiave, con conseguente perdita di know how e deterioramento della cultura aziendale. La capacità del *searcher* di gestire la transizione culturale è cruciale per evitare la destabilizzazione dell'impresa acquisita.

In aggiunta a tutto questo, vanno inoltre tenuti in conto i delicati equilibri insiti nella relazione tra il *searcher* e i propri investitori e le potenziali tensioni che possono nascere dai differenti orizzonti temporali, dalle diverse esigenze di liquidità e da una propensione al rischio che può variare significativamente.

Dal punto di vista esclusivo del *searcher*, non è però da dimenticare un altro importante rischio. Egli investe un'importante fase della sua vita professionale in un'iniziativa con un rischio implicito comunque elevato, rinunciando a opportunità di carriera più sicure e remunerative, almeno nel breve periodo.

Il ruolo del search fund nel futuro delle PMI italiane

Si può ragionevolmente concludere che, mentre il modello *search fund* è ancora nelle sue fasi iniziali in Italia, con ottimi primi segnali, il suo potenziale per rivitalizzare e modernizzare il settore delle PMI è considerevole. Tuttavia, per far sì che questo modello abbia concreto successo, è necessaria la compresenza di una serie di fattori abilitanti, tra cui: la qualità degli attori in campo; l'allineamento di incentivi tra *searcher*, investitori e azienda; il supporto all'ecosistema anche da parte delle business school tramite corsi; l'apertura concreta a capitali e investitori internazionali; la capacità di attori istituzionali di investire con vari livelli e ruoli sulla *asset class*.

È importante sottolineare come lo sviluppo di un ecosistema di *search fund* in Italia richieda tempo e un approccio organico. Sarà necessario coinvolgere tutti gli attori chiave: dalle istituzioni accademiche, che possono formare potenziali *searcher*, agli investitori disposti a supportare il modello, fino ai fondatori e imprenditori, aperti a considerare questa via per la successione aziendale.

Tuttavia, se implementato con successo, il potenziale impatto positivo dei *search fund* sul panorama delle PMI italiane è senza dubbio alto. I *search fund* possono sicuramente fungere da catalizzatori per un sano e strutturato rinnovamento del tessuto imprenditoriale, dove l'allineamento degli incentivi fra gli attori in gioco costituisce la migliore garanzia del suo successo. Infine, questo rinnovamento gioverebbe senza dubbio al miglioramento delle ambizioni, della competitività e della crescita aziendale.

In sintesi, bisogna preservare il patrimonio delle migliori PMI e, allo stesso tempo, preparare un futuro più solido attraverso sentieri già battuti con successo.

NOTE

1. Italian National Statistical Database (Istat), accesso a marzo 2024.
2. Elaborazione dal World development indicators (Wdi) database della World Bank, accesso a marzo 2024.
3. Eurostat Database, accesso a marzo 2024.
4. Osservatorio innovazione digitale PMI, Politecnico di Milano, accesso a marzo 2024.
5. "Family business, in Italia la priorità è un piano di successione", *IlSole24Ore.com*, febbraio 2021.
6. "Family business, in Italia la priorità è un piano di successione", Deloitte, ottobre 2023.
7. "Demographic challenges to italian industrial clusters", Prometeia and Intesa San Paolo, maggio 2023.

BIBLIOGRAFIA

- IESE Business School (2020). International Search Funds 2024: Selected Observations. Osservatorio AUB, Sintesi Osservatorio AUB XV edizione, 2024.
- Simon, J. (2022). Search funds e acquisizioni imprenditoriali, Tellwell.
- Stanford Graduate School of Business. 2024 Search Fund Study: Selected Observations.