



*Corso di Laurea Magistrale in Economia e Finanza*

*Cattedra - Finanza Aziendale Avanzato*

**Search Funds e PMI - Un modello di crescita per l'imprenditoria italiana**

Prof. Arturo Capasso

**Relatore**

Prof. Saverio Massi Benedetti

**Correlatore**

Giovanni Guarro - 780741

**Candidato**

ANNO ACCADEMICO 2024/2025

# **INDICE**

## **Introduzione**

### **Capitolo 1 – Il Modello Search Fund: Origini, Struttura e Ciclo di Vita**

#### 1.1 Origine e sviluppo storico dei Search Fund

#### *1.2 Attori principali: searcher, investitori, advisor*

#### 1.3 Il ciclo di vita di un Search Fund

##### 1.3.1 Fase di fundraising iniziale

##### 1.3.2 Fase di ricerca e selezione target

##### 1.3.3 Fase di acquisizione

##### 1.3.4 Fase di gestione operativa

##### 1.3.5 Exit strategy (vendita strategica, secondario, IPO)

#### 1.4 Tipologie di Search Fund: tradizionale, self-funded, accelerator-based

### **Capitolo 2 – Analisi Finanziaria del Modello Search Fund**

#### 2.1 Struttura del capitale: equity, debito, earn-out

#### 2.2 Il ruolo della leva finanziaria

#### 2.3 Valutazione dell'azienda target

##### 2.3.1 Multipli utilizzati (EBITDA, Ricavi)

##### 2.3.2 Approccio DCF e comparabili

#### 2.4 Rendimenti storici: evidenze da USA, Europa e LatAm

#### 2.5 Rischi e criticità finanziarie del modello

#### 2.6 Confronto con altri strumenti (Private Equity, LBO, Venture Capital)

### **Capitolo 3 – Le PMI Italiane: Un Terreno Fertile per i Search Fund?**

#### 3.1 Struttura del tessuto imprenditoriale italiano

#### 3.2 Le sfide della successione generazionale

#### 3.3 Limiti e opportunità nel contesto normativo e culturale italiano

#### 3.4 Settori potenzialmente attrattivi per i Search Fund

### 3.5 Analisi SWOT dell'applicazione del modello in Italia

## **Capitolo 4 – Evidenze Empiriche e Casi Studio di Search Fund**

### 4.1 Metodologia dell'analisi empirica

### 4.2 Casi studio di Search Fund attivi in Italia

#### 4.2.1 Triskelion (Italia)

#### 4.2.2 Arché & Koinos Capital

### 4.3 Evidenze internazionali: Stati Uniti, Spagna e America Latina

#### 4.3.1 Stati Uniti: il mercato di riferimento e il laboratorio del Search Fund

#### 4.3.2 Spagna: un ecosistema europeo in consolidamento

#### 4.3.3 America Latina: dinamismo, rendimenti elevati e rischio paese

### 4.4 Interviste a searcher, advisor o investitori

### 4.5 Discussione dei risultati e benchmarking

## **Capitolo 5 – Implicazioni Strategiche e Prospettive Future**

### 5.1 Il valore aggiunto per l'impresa target

### 5.2 Il profilo del searcher come imprenditore finanziario

### 5.3 Opportunità per i giovani laureati italiani

### 5.4 Implicazioni di policy e possibili incentivi

### 5.5 Prospettive evolutive del modello in Italia e in Europa

## **Conclusioni**

## **Appendice**

## **Bibliografia**

## **Introduzione**

I Search Fund rappresentano un modello innovativo di investimento e imprenditorialità, emerso negli Stati Uniti a metà degli anni '80, che sta guadagnando crescente attenzione a livello internazionale. In termini semplici, un search fund è un veicolo di investimento attraverso cui un aspirante imprenditore (detto searcher) raccoglie capitali da investitori con l'obiettivo di ricercare, acquisire e gestire attivamente una PMI già esistente. Ideato nel 1984 dal professor H. Irving Grousbeck presso la Stanford Graduate School of Business, questo modello permette dunque a giovani imprenditori – spesso neo-laureati MBA – di diventare CEO di un'azienda acquisita, con il sostegno finanziario e l'esperienza di una rete di investitori. Negli oltre quarant'anni dalla sua nascita, il fenomeno si è evoluto da nicchia accademica a asset class riconosciuta: ad oggi si contano oltre mille search fund nel mondo, concentrati inizialmente in Nord America ma diffusi ormai anche in Europa, America Latina ed Asia. Questa diffusione globale testimonia l'appel del modello, che si pone come ponte tra venture capital e private equity, offrendo un'alternativa per finanziare il ricambio generazionale e la crescita nelle PMI.

Dal punto di vista operativo, il ciclo di vita di un search fund si articola in fasi ben definite. In una prima fase il searcher raccoglie un fondo iniziale (tipicamente da investitori privati, fondi o family office) per finanziare le attività di ricerca: tali capitali coprono le spese operative del searcher (due diligence, viaggi, consulenze) e spesso un suo modesto stipendio per un periodo di circa 18-24 mesi. Durante questa fase di ricerca, il searcher analizza centinaia di potenziali target secondo criteri predefiniti (dimensione, settore, EBITDA minimo, potenziale di crescita), con l'obiettivo di identificare un'azienda privata solida e con buone prospettive su cui concentrare l'acquisizione. Una volta individuato il target, si passa alla fase di acquisizione vera e propria: il searcher torna dagli investitori iniziali (e spesso coinvolge nuovi partner) per raccogliere il capitale necessario all'acquisto, combinando equity e debito in una struttura finanziaria calibrata sulla PMI in questione. È frequente infatti che l'operazione venga parzialmente finanziata a leva, sfruttando la capacità di indebitamento dell'azienda target, e talvolta con l'inclusione di strumenti come earn-out o note di venditore, per allineare gli incentivi con l'imprenditore cedente. Completata l'acquisizione, il searcher assume tipicamente il ruolo di Amministratore Delegato (CEO) dell'azienda acquisita, inaugurando la fase di gestione operativa: sotto la sua guida e con il supporto di un board di advisor (spesso gli stessi investitori), l'obiettivo è far crescere l'impresa e migliorarne performance e valore nel medio termine. Dopo alcuni anni di gestione – in genere un orizzonte di 4-7 anni – si

considera la exit strategy, ovvero la modalità di disinvestimento con cui gli investitori realizzeranno il ritorno sull'investimento. Le opzioni di uscita più comuni includono la vendita strategica dell'azienda (ad esempio a un acquirente industriale o a un fondo di private equity più grande), la cessione della partecipazione ad altri investitori (secondary buyout) oppure, più raramente, la quotazione in borsa (IPO). Questo ciclo di vita strutturato – dalla raccolta iniziale all'exit – è una caratteristica peculiare del modello search fund e ne scandisce le dinamiche finanziarie e operative.

Nel modello tradizionale di search fund, il percorso descritto è sostenuto da una cerchia di investitori fin dall'inizio: questi acquistano quote del fondo di ricerca iniziale (di solito per poche centinaia di migliaia di euro complessivi) ottenendo il diritto a partecipare poi all'investimento nell'acquisizione. Esistono però varianti del modello. Un approccio alternativo è il search fund autofinanziato (self-funded), in cui il searcher finanzia da sé (o con l'aiuto di amici e familiari) i costi della ricerca, per poi coinvolgere investitori solo al momento dell'acquisizione – approccio che riduce la diluizione ma comporta più rischio personale per il searcher. Un'altra variante emersa più di recente è quella accelerator-based, in cui programmi dedicati (incubatori o acceleratori) forniscono al searcher formazione, mentorship e talvolta capitale seed per la fase di ricerca, in cambio di una quota dell'operazione finale. Indipendentemente dalla tipologia, i protagonisti chiave del processo restano gli stessi: da un lato il searcher, tipicamente un giovane professionista con background in management o finanza, forte motivazione imprenditoriale ma esperienza operativa spesso limitata; dall'altro gli investitori, che apportano capitali e know-how (spesso imprenditori affermati o manager con esperienza), e infine eventuali advisor o mentor che affiancano il searcher nelle valutazioni strategiche. Questa triangolazione di competenze – il giovane imprenditore operativo, i capitali e l'esperienza degli investitori, i consigli degli advisor – costituisce il motore del search fund e mira a coniugare energia imprenditoriale e disciplina finanziaria nel guidare PMI verso una nuova fase di sviluppo.

Dal punto di vista finanziario, il modello search fund presenta caratteristiche interessanti. La struttura del capitale nelle operazioni di acquisizione vede tipicamente una combinazione di equity (capitale proprio apportato da investitori e dallo stesso searcher) e debito bancario o obbligazionario, sfruttando la leva finanziaria per aumentare i rendimenti sull'equity. Spesso il searcher reinveste una parte significativa della propria carried interest nell'operazione, così da allineare i propri incentivi con quelli degli investitori. La valutazione dell'azienda target

viene effettuata con metodologie mutate dal private equity: uso di multipli di mercato (ad esempio multipli dell'EBITDA o dei ricavi di aziende comparabili) e approccio DCF (Discounted Cash Flow) per stimare il valore attuale dei flussi di cassa futuri. Data la natura di PMI non quotate, la due diligence è cruciale per identificare potenziali rischi (es. concentrazione clienti, successione management, esposizione al ciclo economico) e per strutturare eventualmente meccanismi di earn-out o clausole a tutela dell'acquirente. I dati storici indicano che, quando il modello ha successo, i rendimenti per gli investitori possono essere molto elevati: studi della Stanford GSB riportano per i search fund USA e Canada un tasso interno di rendimento (IRR) aggregato nell'ordine del 35% annuo e un multiplo del capitale investito di circa 4-5 volte. In altre parole, i search fund nordamericani dal 1984 ad oggi hanno generato ritorni significativi, con casi di crescita di valore eccezionali. Al di fuori degli Stati Uniti, le evidenze sono più recenti ma anch'esse promettenti: uno studio IESE-Stanford rileva che i search fund internazionali (Europa e LatAm) hanno prodotto finora un IRR medio intorno al 20%, inferiore a quello statunitense ma comunque competitivo rispetto ad altre forme di investimento. Inoltre, in mercati come l'America Latina si sono osservati alcuni casi di exit con multipli molto elevati, a fronte però di un maggiore rischio Paese e volatilità economica. Naturalmente non tutti i search fund raggiungono l'acquisizione o il successo sperato: circa il 30% dei fondi di ricerca tradizionali negli USA non approda ad alcuna acquisizione, comportando la perdita del capitale di ricerca per gli investitori. Questo tasso di insuccesso appare tuttavia in calo in alcuni mercati internazionali (in Spagna solo il ~14% dei search fund non trova target), segno di una maggiore maturità dell'ecosistema fuori dagli USA. In generale, il profilo di rischio-rendimento dei search fund si colloca a metà strada tra il venture capital (che investe in startup con alto rischio e potenziale di crescita) e il leveraged buyout tradizionale (che acquisisce aziende più grandi con forte uso di leva): i search fund puntano infatti ad aziende di medie dimensioni, già redditizie e con flussi di cassa stabili, dove intravedono opportunità di espansione o efficientamento sotto una nuova guida imprenditoriale. Questo li rende un modello unico di "imprenditorialità tramite acquisizione" (Entrepreneurship Through Acquisition), in cui il valore aggiunto viene creato non da un'idea innovativa come nelle startup, ma dall'apporto manageriale e strategico di un nuovo imprenditore su una base aziendale consolidata.

Un focus particolare di questa tesi è valutare l'applicabilità e le potenzialità del modello Search Fund nel contesto delle PMI italiane. L'Italia è nota per il suo tessuto imprenditoriale composto in larga maggioranza da imprese familiari di piccola e media dimensione: circa l'80% delle

aziende italiane sono PMI a conduzione familiare, generando oltre il 40% del fatturato nazionale . Questo tessuto, se da un lato è ricchissimo di aziende con storie di successo e know-how radicato, dall'altro presenta oggi una sfida epocale legata al passaggio generazionale. Oltre la metà degli imprenditori italiani ha superato i 50 anni di età e nei prossimi 10 anni si prevede il coinvolgimento di circa 1,4 milioni di imprese in processi di successione familiare . Si stima infatti che circa il 40% delle PMI familiari italiane affronterà un cambio di guida entro il 2034 , un ritmo di quasi 400 passaggi generazionali al giorno. Tuttavia, solo una minoranza di queste aziende riesce a effettuare con successo la transizione all'interno della famiglia, a causa di vari ostacoli: mancanza di eredi disposti o preparati a subentrare, divergenze di visione tra generazioni, oppure la semplice assenza di un piano strutturato per il ricambio gestionale . In questo scenario, il search fund può costituire una soluzione win-win sia per gli imprenditori uscenti sia per i nuovi imprenditori subentranti. Dal lato dell'imprenditore cedente, vendere la propria azienda a un search fund significa spesso realizzare il valore creato in anni di lavoro e al tempo stesso assicurare continuità aziendale: il nuovo giovane CEO subentrante viene selezionato proprio per le sue affinità con i valori dell'azienda e per l'impegno a farla prosperare nel lungo termine . A differenza di una cessione a fondi di private equity tradizionali o a competitor industriali, il search fund tende a mantenere e valorizzare l'eredità dell'imprenditore, preservando la cultura aziendale esistente ed evitando smembramenti o integrazioni drastiche . Dal lato del searcher e degli investitori, l'Italia rappresenta un terreno fertile con numerose PMI redditizie e relativamente meno concorrenza su questo tipo di operazioni rispetto ai mercati anglosassoni. Molte aziende italiane con solide basi potrebbero crescere ulteriormente con nuovi capitali e competenze manageriali, ma restano sotto il radar dei grandi investitori: sono proprio queste le opportunità che un search fund ben calibrato può cogliere. Non a caso, negli ultimi anni anche in Italia si è iniziato a parlare di search fund come strumento per facilitare il ricambio generazionale e dare nuova linfa alle PMI. Sebbene si tratti ancora di un'asset class poco diffusa, i primi risultati sono incoraggianti: dal 2016 ad oggi sono stati lanciati 29 search fund in Italia, di cui 15 tuttora attivi; finora 10 acquisizioni sono già state portate a termine con successo e si registra la prima exit positiva per gli investitori . È significativo che circa il 93% dei search fund italiani che hanno concluso la fase di ricerca sia riuscito ad effettuare un'acquisizione (solo un caso di ricerca fallita su quasi Fifteen completate) – un tasso di successo persino superiore alla media internazionale, indice di una forte coerenza del modello col tessuto economico nazionale. Parallelamente, si sta sviluppando un ecosistema di supporto: investitori istituzionali iniziano a interessarsi (nel 2025 è stato lanciato il primo fondo italiano dedicato ai search fund), e importanti atenei come il Politecnico

di Milano hanno attivato osservatori e programmi di formazione MBA focalizzati su questo modello . I casi pionieristici di search fund italiani – come Triskelion o Arché & Koinos Capital, che verranno analizzati in questa tesi – dimostrano concretamente possibilità e sfide dell’implementazione del modello nel contesto italiano, fornendo lezioni preziose sia per i futuri searcher sia per i potenziali finanziatori.

Struttura della tesi. Il presente lavoro è articolato in cinque capitoli, oltre a questa introduzione e alle conclusioni finali. Di seguito si fornisce una breve panoramica dei contenuti di ciascun capitolo:

Il Modello Search Fund: Origini, Struttura e Ciclo di Vita – Viene definito il concetto di search fund nelle sue linee fondamentali. Si ripercorrono le origini storiche del modello negli USA e la sua evoluzione, introducendo i principali attori coinvolti (searcher, investitori, advisor) e descrivendo dettagliatamente le fasi del ciclo di vita di un search fund (dalla raccolta dei fondi iniziali, alla ricerca e selezione del target, fino all’acquisizione, gestione operativa dell’azienda acquisita ed eventuale exit). Infine, si distinguono le diverse tipologie di search fund emerse (tradizionale, self-funded, accelerator-based), evidenziandone similitudini e differenze.

Analisi Finanziaria del Modello Search Fund – Il secondo capitolo approfondisce gli aspetti economico-finanziari delle operazioni di search fund. Si analizza la struttura del capitale tipica di queste acquisizioni, il ruolo della leva finanziaria e gli strumenti utilizzati (equity, debito, earn-out). Vengono esaminati i criteri di valutazione delle aziende target (multipli di EBITDA o ricavi, metodologie DCF e analisi di comparables) e presentate evidenze sui rendimenti storici ottenuti dai search fund in diversi contesti geografici (USA, Europa, America Latina) . Si discutono inoltre i rischi finanziari e le criticità insite nel modello (ad es. rischio di non trovare target, rischi di esecuzione post-acquisizione, liquidità, ecc.) e si propone un confronto con altri strumenti di investimento affini – in particolare con operazioni di private equity tradizionale, con LBO su PMI e con investimenti di venture capital – per delineare somiglianze e differenze in termini di struttura, obiettivi e profilo di rischio-rendimento.

Le PMI Italiane: Un Terreno Fertile per i Search Fund? – Il terzo capitolo contestualizza il modello nell’ecosistema italiano delle PMI. Si fornisce un’analisi della struttura del tessuto imprenditoriale italiano, enfatizzando il ruolo predominante delle imprese familiari e le sfide che esse affrontano, in primis la successione generazionale . Si discutono limiti e opportunità che il contesto normativo, finanziario e culturale italiano pone all’adozione dei search fund (ad

esempio la reperibilità di investitori locali, la familiarità degli imprenditori con questo strumento, incentivi o vincoli legislativi). Vengono individuati alcuni settori industriali che, per caratteristiche di frammentazione, margini e prospettive, potrebbero risultare particolarmente attraenti per operazioni di search fund in Italia. Il capitolo si conclude con un'analisi SWOT sull'applicabilità del modello nel nostro Paese, sintetizzando punti di forza, debolezze, opportunità e minacce specifiche del contesto italiano.

Evidenze Empiriche e Casi Studio di Search Fund – Nel quarto capitolo si passa all'analisi empirica. Si descrive innanzitutto la metodologia adottata per raccogliere dati e informazioni (es. interviste, survey, fonti secondarie) utili a valutare i risultati dei search fund. Vengono quindi presentati e discussi casi studio di search fund operanti in Italia, con focus su esperienze concrete come quelle di Triskelion e Arché & Koinos Capital, approfondendone il percorso, le strategie adottate e gli esiti. Per avere un termine di confronto più ampio, si esaminano anche alcune evidenze internazionali: il panorama maturo degli Stati Uniti (mercato di riferimento e vero laboratorio del modello), l'esperienza della Spagna (uno dei primi ecosistemi europei consolidati in ambito search fund) e l'evoluzione in America Latina (area caratterizzata da grande dinamismo e rendimenti medi elevati, ma con inevitabili rischi legati al contesto Paese). Inoltre, vengono riportati insight da interviste condotte con searcher, advisor o investitori attivi nel settore, così da arricchire la disamina con prospettive di prima mano. Si procede infine a una discussione comparativa dei risultati emersi dai casi e dalle interviste, effettuando un benchmarking tra le performance dei search fund italiani e quelle riscontrate nei mercati esteri analizzati.

Implicazioni Strategiche e Prospettive Future – L'ultimo capitolo trae le fila dell'analisi e guarda al futuro. Vengono evidenziati gli impatti strategici che un'operazione di search fund può avere sull'impresa target – in termini di creazione di valore, innovazione gestionale, apertura a nuovi mercati e professionalizzazione della gestione. Si delinea il profilo ideale del searcher come nuovo tipo di imprenditore finanziario e si discutono le opportunità che questo modello offre ai giovani laureati o professionisti italiani con ambizioni imprenditoriali (il search fund come alternativa alla carriera manageriale tradizionale o alla creazione di una startup ex-novo). Dal lato delle policy, si riflette su possibili incentivi o interventi pubblici che potrebbero favorire la diffusione dei search fund (ad esempio agevolazioni fiscali, programmi di matching capital, sensibilizzazione del sistema finanziario). Infine, si tracciano le prospettive evolutive del modello sia in Italia che in Europa: si discuterà di come i search fund potrebbero

svilupparsi nei prossimi anni, quali ostacoli dovranno superare per affermarsi come componente stabile del mercato finanziario, e quale ruolo potranno giocare nel futuro dell'imprenditoria italiana, in linea con il tema centrale di questa tesi: Search Fund e PMI – Un Modello di Crescita per l'Imprenditoria Italiana.

## **Capitolo 1**

### **Il Modello Search Fund: Origini, Struttura e Ciclo di Vita**

#### **1.1 Origine e sviluppo storico dei Search Fund**

Il modello del Search Fund nasce negli Stati Uniti negli anni '80. Viene infatti concepito nel 1984 da H. Irving Grousbeck, professore alla Stanford Graduate School of Business, come un percorso per permettere a giovani imprenditori di acquisire e gestire un'azienda esistente invece di avviarne una da zero .

Inizialmente il concetto si diffonde lentamente in ambito accademico, specialmente tra gli studenti MBA di Stanford e Harvard, ma nel corso dei decenni successivi diventa un modello riconosciuto e apprezzato per l'acquisizione di PMI, offrendo un'alternativa imprenditoriale con rischi inferiori rispetto alle startup tradizionali . Gli MBA neo-laureati vedono nei Search Fund un'opportunità per accelerare la carriera imprenditoriale e assumere ruoli da CEO in tempi rapidi senza passare dai classici gradini aziendali .

Lo sviluppo storico mostra una crescita esponenziale del fenomeno. Si è passati da poche unità di Search Fund attivi negli anni '90 a centinaia di casi nel mondo oggi . Ad esempio, negli Stati Uniti e Canada si contavano solo circa 20 Search Fund nel 1996, mentre oltre 400 erano operativi nel 2020 . A livello globale il modello si è diffuso dagli USA al Canada e poi in Europa, America Latina e più recentemente anche in Asia . Complessivamente, si stima che dalla metà degli anni '80 ad oggi siano stati lanciati più di 700 Search Fund nel mondo . Inizialmente appannaggio di neolaureati in prestigiose business school, col tempo il modello ha attratto anche manager esperti desiderosi di mettersi in gioco come imprenditori .

Oggi diverse scuole di business (tra cui Stanford, Harvard, Booth, Darden etc.) promuovono l'Entrepreneurship Through Acquisition (ETA) come percorso di carriera, alimentando un ecosistema consolidato di investitori e professionisti dedicati ai Search Fund .

#### **1.2 Attori principali: searcher, investitori, advisor**

Nel modello Search Fund intervengono tre attori principali, ciascuno con ruoli specifici nell'operazione:

Searcher (promotore): è l'imprenditore (spesso uno o due individui) che avvia il Search Fund, raccoglie i capitali iniziali e si dedica a tempo pieno alla ricerca dell'azienda da acquisire. Tipicamente il searcher è un giovane professionista con formazione elevata (molti possiedono un MBA) e qualche anno di esperienza in consulenza, investment banking o gestione aziendale. Il suo obiettivo è diventare CEO dell'azienda target, guidandone la crescita nel medio termine. Il searcher apporta il proprio impegno operativo e spesso una piccola quota di capitale, motivato dal desiderio di possedere e gestire un'impresa piuttosto che avviarne una ex novo.

Investitori: sono i finanziatori che apportano capitale al Search Fund. Di norma si tratta di individui facoltosi, ex imprenditori o manager con esperienza (in molti casi ex searcher loro stessi), oppure family office e piccoli fondi di investimento. Gli investitori forniscono i fondi sia per sostenere i costi della ricerca iniziale sia, successivamente, per finanziare l'acquisizione dell'azienda target. Oltre al capitale, svolgono un ruolo attivo di mentorship e supporto strategico: i finanziatori nei Search Fund spesso fungono da coach e mentor, mettendo a disposizione dello searcher la propria esperienza, contatti e competenze settoriali. Spesso entrano a far parte del consiglio di amministrazione post-acquisizione, contribuendo alla supervisione dell'azienda acquisita. Gli investitori iniziali tipicamente acquisiscono il diritto (ma non l'obbligo) di partecipare all'eventuale investimento nell'operazione di acquisizione finale, in misura proporzionale alla quota investita nella fase di search.

Advisor (consiglieri): sono figure che affiancano lo searcher fornendo consulenza e guida durante le varie fasi. In molti casi gli advisor coincidono con alcuni degli investitori più esperti, oppure sono professionisti esterni e industry expert coinvolti come membri indipendenti. Nella fase di ricerca iniziale spesso si costituisce un board of advisors informale che offre feedback sulle opportunità valutate e indirizzo strategico allo searcher. Una volta completata l'acquisizione, viene formato un vero e proprio consiglio di amministrazione (board of directors) dell'azienda acquisita, in cui siedono gli investitori principali e talvolta advisor esterni, con il compito di supervisionare la gestione e supportare attivamente il nuovo CEO. Gli advisor apportano quindi competenze specifiche (finanziarie, operative, di settore) e fungono da cassa di risonanza strategica, aiutando lo searcher – spesso alla prima esperienza da amministratore delegato – a prendere decisioni informate. In sintesi, gli

investitori/mentor e gli advisor rappresentano il sistema di supporto attorno allo searcher, e il successo di un Search Fund dipende in buona parte dalla capacità di questo network di trasferire know-how e guidare l'imprenditore nelle scelte chiave .

### **1.3 Il ciclo di vita di un Search Fund**

Il ciclo di vita di un Search Fund si articola in diverse fasi chiave, dall'avvio della struttura finanziaria fino all'uscita finale. Generalmente si identificano cinque fasi principali: (1) fundraising iniziale, (2) ricerca e selezione del target, (3) acquisizione, (4) gestione operativa dell'azienda acquisita, e infine (5) exit strategy. Di seguito vengono descritte in dettaglio ciascuna di queste fasi.

#### **1.3.1 Fase di fundraising iniziale**

La prima fase è dedicata alla raccolta dei capitali iniziali necessari ad avviare il Search Fund. In pratica, lo searcher reperisce fondi presso un gruppo di investitori per finanziare le attività di ricerca della società target. Questa operazione di solito richiede dai 2 ai 6 mesi . L'ammontare raccolto copre le spese operative del periodo di ricerca (indicativamente della durata massima di circa due anni): include un modesto stipendio per lo searcher (per permettergli di dedicarsi full-time al progetto), i costi di viaggio per incontrare potenziali venditori, spese di due diligence preliminare, legali, amministrative e generali legate all'attività di sourcing . Tipicamente il budget di search raccolto rientra nell'ordine di qualche centinaio di migliaia di dollari (ad esempio \$250.000–750.000) , variabile in base all'area geografica e al settore target. In cambio del capitale investito in questa fase, gli investitori ricevono quote del Search Fund (che dà loro diritti economici sull'operazione futura) e, spesso, un diritto di prelazione (right of first refusal) per partecipare all'investimento successivo nell'acquisizione . Ciò significa che, una volta individuata l'azienda target, gli investitori iniziali avranno la possibilità di investire pro-quota nell'operazione di acquisizione prima che lo searcher si rivolga ad eventuali nuovi investitori esterni. Durante questa fase iniziale, lo searcher consolida anche il proprio network di advisor e mentor, definisce i criteri di ricerca dell'azienda ideale e organizza gli strumenti operativi (database, broker, intermediari) per condurre la ricerca.

#### **1.3.2 Fase di ricerca e selezione target**

Una volta ottenuti i fondi di ricerca, il Search Fund entra nel vivo della fase di ricerca del target. Questa fase consiste nell'identificare, analizzare e selezionare una società adatta da acquisire. In genere la ricerca si concentra su piccole-medie imprese redditizie, con flussi di cassa stabili e potenziale di crescita, spesso operanti in nicchie di mercato difendibili e poco esposte a cambiamenti tecnologici radicali . I searcher evitano startup o aziende in forte crisi, privilegiando attività consolidate con fondamentali solidi ma magari con margini di miglioramento (ad esempio aziende familiari senza ricambio generazionale, dove il proprietario è prossimo al pensionamento). I criteri comuni includono: fatturato e EBITDA minimo (spesso si cercano aziende con EBITDA annuo intorno ad almeno 1-3 milioni di euro/dollari), posizione di mercato sostenibile, clientela diversificata e basso indebitamento.

La ricerca del target è notoriamente la fase più lunga e impegnativa. Può durare da 12 fino a 24 mesi di lavoro intenso . Durante questo periodo lo searcher esplora centinaia di potenziali opportunità: analizza settori, esamina database di imprese in vendita, utilizza broker o intermediari, partecipa a eventi di networking e soprattutto effettua una vasta attività di cold call contattando a freddo imprenditori che potrebbero essere interessati a vendere la propria azienda . Si stima che gran parte del tempo venga spesa nella ricerca attiva: non è raro che un searcher contatti direttamente 500-1000 aziende prima di trovare qualche opportunità concreta . Questo processo richiede tenacia, disciplina e creatività, poiché molte ricerche si scontrano con rifiuti o mancate risposte. Secondo le statistiche, circa un terzo dei Search Fund non riesce ad effettuare alcuna acquisizione entro il periodo previsto, dovendo alla fine liquidare il fondo . I restanti due terzi invece individuano un target e passano alla fase successiva di acquisizione, spesso intorno al 18°-24° mese di ricerca.

Una volta che il searcher individua un'azienda promettente che risponde ai criteri prestabiliti, inizia la valutazione e selezione vera e propria. Tipicamente il processo prevede alcuni step: (a) analisi preliminare dell'azienda target e del settore in cui opera (per capire se vale la pena approfondire); (b) contatto riservato con il proprietario per sondare la volontà di vendere e raccogliere informazioni iniziali; (c) se l'azienda appare idonea, lo searcher elabora una proposta non vincolante e Letter of Intent (LOI), nella quale indica una valutazione preliminare, termini essenziali e le aree di due diligence da approfondire . La LOI serve a ottenere un periodo di esclusiva per condurre analisi dettagliate. (d) Si passa quindi alla due diligence approfondita, che include verifica dei bilanci e contabilità, analisi legale (contratti, contenziosi), esame dell'operatività (clienti, fornitori, personale) e dei sistemi aziendali. Spesso vengono coinvolti

consulenti esterni in questa fase (commercialisti, avvocati, consulenti tecnici) per affiancare lo searcher nell'esame dettagliato dell'impresa. L'intero processo di valutazione e negoziazione può richiedere diversi mesi; non è inusuale che dalla prima analisi al closing passino 4-6 mesi, e in alcuni casi fino a un anno . Al termine della due diligence, se non emergono problemi insormontabili, lo searcher (con il consenso dei suoi investitori) conferma l'interesse all'acquisto, negozia il prezzo finale in base alle evidenze riscontrate e predispone i contratti per procedere all'acquisizione.

### **1.3.3 Fase di acquisizione**

La fase di acquisizione inizia quando il Search Fund ha selezionato il target e negoziato i termini di base dell'operazione (di solito formalizzati in una LOI accettata). Questa fase consiste nel completamento dell'operazione di buyout: raccolta del capitale necessario, definizione della struttura finanziaria (equity e debito) e closing vero e proprio con il passaggio di proprietà dell'azienda allo searcher e ai suoi investitori.

Dal punto di vista finanziario, l'acquisizione richiede tipicamente un importo di gran lunga superiore ai fondi raccolti per la ricerca. Se, ad esempio, il target ha un valore di 10 milioni, il Search Fund dovrà raccogliere quella somma (mediante equity e/o debito) per concludere l'acquisto. In genere il capitale per l'acquisizione viene reperito anzitutto presso gli stessi investitori che avevano finanziato la fase di ricerca: lo searcher presenta loro l'opportunità concreta e molti di essi esercitano il diritto di investire ulteriormente per mantenere la propria quota . Se il fabbisogno è superiore a quanto gli investitori iniziali possono o vogliono investire, lo searcher può coinvolgere nuovi investitori (ad esempio altri individui o piccoli fondi interessati all'operazione) e ricorrere a finanziamenti esterni. Spesso parte del prezzo viene coperto da debito bancario o tramite un prestito seller-financing dal venditore stesso, soprattutto se l'azienda genera buoni flussi di cassa (questa struttura ibrida equity/debito è comune per ottimizzare il rendimento del deal). L'obiettivo è chiudere il round di finanziamento con un mix sostenibile di equity (capitale proprio degli investitori) e debito, garantendo allo stesso tempo al nuovo proprietario una struttura finanziaria che permetta investimenti futuri nell'azienda senza eccessivo indebitamento.

Parallelamente, vengono ultimati gli accordi contrattuali: contratto di compravendita delle quote o degli asset aziendali, patti tra soci se necessari, accordi di finanziamento, e così via. Gli investitori di maggior rilievo spesso stipulano un investment agreement che disciplina governance e diritti (es. presenza nel CdA, preferenze sulla distribuzione dei proventi, ecc.). Una volta raccolti i capitali e firmati tutti i documenti, si procede al closing: il Search Fund acquisisce formalmente la società target e il venditore riceve il corrispettivo pattuito.

Vale la pena notare che la dimensione tipica delle aziende acquisite da Search Fund rientra in una fascia medio-piccola. Negli USA tradizionalmente si parla di enterprise value intorno a 5-30 milioni di dollari per i Search Fund tradizionali (target solitamente con 1-3 milioni di EBITDA annuo), mentre nel caso di searcher self-funded spesso le acquisizioni sono di taglia più piccola (enterprise value < \$5 milioni). In ogni caso, al closing lo searcher assume il ruolo di proprietario e amministratore dell'azienda acquisita, pronto a iniziare la gestione attiva nella fase successiva.

#### **1.3.4 Fase di gestione operativa**

Dopo l'acquisizione, il Search Fund entra nella fase di gestione attiva dell'azienda acquisita. In questa fase lo searcher passa dal ruolo di ricercatore/negoziatore a quello di CEO operatore a tutti gli effetti. Egli (o ella) si inserisce alla guida dell'impresa, spesso assumendo formalmente la carica di Amministratore Delegato o Presidente, con l'obiettivo di creare valore e far crescere l'azienda nel medio-lungo termine. Gli investitori iniziali generalmente nominano un consiglio di amministrazione (se già non esisteva) o entrano nel CdA esistente, in modo da affiancare lo searcher nelle decisioni strategiche e monitorare l'andamento della società.

Nei primi mesi post-acquisizione, il neo-CEO dedica tempo a comprendere a fondo il business: analizza i processi interni, le competenze chiave, instaura rapporti con il management e i dipendenti, e mantiene continuità con clienti e fornitori per assicurare una transizione graduale. Successivamente viene implementato un piano strategico volto a incrementare il valore dell'azienda. Le leve di value creation possono includere: ottimizzazione operativa ed efficienza dei processi, espansione geografica o apertura a nuovi mercati, lancio di nuovi prodotti/servizi, investimenti in tecnologia per migliorare produttività, rafforzamento del team gestionale, oppure acquisizioni aggiuntive (add-on) di aziende complementari per far crescere il gruppo. L'orizzonte temporale di questa fase di gestione è in media di 4-7 anni, anche se

può variare a seconda degli obiettivi del Search Fund e delle condizioni di mercato. Durante questo periodo, lo searcher e i suoi advisor monitorano costantemente la performance finanziaria (crescita di fatturato, EBITDA, generazione di cassa) e gli indicatori operativi, apportando correttivi se necessario.

Un aspetto cruciale è che gli investitori del Search Fund spesso supportano attivamente il CEO durante la gestione: attraverso le riunioni di consiglio forniscono consulenza strategica, aprono il network a nuove opportunità di business, aiutano a reclutare talenti chiave e condividono best practice gestionali. Questo sostegno è particolarmente importante considerando che molti searcher, pur brillanti e motivati, possono avere esperienza operativa limitata e si trovano improvvisamente a dirigere un'azienda magari in un settore in cui non hanno lavorato prima. Il rapporto di fiducia tra searcher e investitori-mentor è quindi fondamentale per navigare le sfide manageriali. Se la gestione operativa riesce a far crescere l'azienda (ad esempio aumentando utili e moltiplicando il valore rispetto al prezzo di acquisto), tutti gli attori beneficeranno del successo al momento dell'uscita.

### **1.3.5 Exit strategy (vendita strategica, secondario, IPO)**

L'ultima fase del ciclo di vita di un Search Fund è rappresentata dall'exit, ossia la strategia di monetizzazione dell'investimento. Dopo alcuni anni di gestione e crescita dell'azienda, lo searcher e gli investitori cercheranno di realizzare il valore creato attraverso una forma di disinvestimento parziale o totale. Le exit strategy tipiche nel modello Search Fund sono essenzialmente tre:

Vendita strategica (trade sale): consiste nella vendita dell'azienda acquisita a un altro attore industriale o a un acquirente strategico del settore. Questa è l'uscita più comune: l'impresa, cresciuta e resa più efficiente dallo searcher, viene ceduta a una società più grande che intende espandersi acquisendo un concorrente o un'azienda complementare. In alternativa, il compratore strategico può essere un gruppo industriale interessato ad entrare in un nuovo mercato acquistando un operatore locale già affermato. La vendita strategica consente tipicamente di ottenere multipli interessanti (spesso i compratori industriali sono disposti a pagare prezzi alti per sinergie o per accaparrarsi quote di mercato) e di dare un'uscita completa sia agli investitori che allo searcher.

Secondario (secondary buyout): si tratta della vendita dell'azienda (o di una quota rilevante di essa) a un investitore finanziario, ad esempio un fondo di Private Equity più grande, un family office o un altro Search Fund. In pratica, un nuovo soggetto finanziario subentra acquistando le quote dagli investitori originari (e talvolta dallo searcher), fornendo così liquidità. Questa opzione è comune quando l'azienda ha ancora potenziale di crescita: un fondo subentrante rileva la società per portarla a uno stadio successivo di sviluppo. In alcuni casi si parla di recapitalization o ricapitalizzazione: gli investitori originari vendono parte delle quote realizzando il ritorno, mentre magari lo searcher o alcuni di essi mantengono una partecipazione minoritaria per continuare a partecipare alla crescita futura (long-term hold). Il secondary buyout rientra fra le opzioni frequenti, essendo spesso la via per cui fondi più grandi rilevano le imprese portate a dimensione maggiore dai Search Fund. In ogni caso, anche questa è essenzialmente una vendita, ma verso un compratore finanziario anziché industriale.

IPO (Offerta Pubblica Iniziale): la quotazione in borsa dell'azienda è una forma di exit meno comune per i Search Fund, ma possibile in casi di crescita eccezionale. Significa che la società viene portata su un mercato azionario tramite un'offerta pubblica, consentendo agli investitori di vendere sul mercato le proprie quote (o parte di esse) e di monetizzare l'investimento. L'IPO richiede che l'azienda abbia raggiunto dimensioni e strutture adeguate per il pubblico mercato dei capitali. Pochi Search Fund arrivano a questo punto, data la scala solitamente più piccola delle imprese target, ma alcuni casi di successo straordinario possono perseguire questa strada come coronamento del percorso. L'IPO rappresenta un'uscita potenzialmente molto remunerativa, ma anche complessa e costosa in termini di processo. Più spesso, se l'intento è accedere ai mercati dei capitali, si preferisce una vendita a società già quotate o a fondi pre-IPO come forma indiretta di uscita strategica.

Indipendentemente dalla modalità specifica, lo scopo dell'exit è realizzare i rendimenti per gli investitori e per lo searcher, finalizzando il ciclo di investimento iniziato con la creazione del Search Fund. Il tempismo dell'uscita varia: alcuni Search Fund vendono dopo pochi anni se l'azienda ha già raggiunto gli obiettivi di valorizzazione, altri mantengono la partecipazione per periodi più lunghi (anche 7-10 anni) soprattutto se adottano strategie di crescita a lungo termine. Negli ultimi tempi si osserva una tendenza di alcuni Search Fund verso il long-term hold, cioè detenere l'azienda senza un'uscita definita nel breve, puntando a una crescita

sostenuta e prolungata . Tuttavia, nella maggior parte dei casi tradizionali l'uscita avviene entro circa 5-7 anni dall'acquisizione , compatibilmente con le condizioni di mercato. In fase di exit, i ritorni ottenuti vengono distribuiti: gli investitori incassano la loro quota di capitale e utili (spesso con multipli significativi se l'operazione ha avuto successo) e lo searcher realizza il carry o la plusvalenza sulla propria partecipazione, premiando il rischio imprenditoriale sostenuto. Storicamente i Search Fund hanno generato ritorni molto interessanti: studi della Stanford GSB indicano per i Search Fund USA un IRR medio attorno al 30-35% e multipli aggregati intorno a 5x sull'investito , sebbene distribuiti in maniera eterogenea (pochi exit di grande successo contribuiscono in modo determinante alla performance media) . In conclusione, l'exit rappresenta il momento in cui il modello Search Fund dimostra la sua efficacia, consentendo di trasformare l'impegno di anni in un ritorno tangibile per gli imprenditori e i loro soci finanziatori.

#### **1.4 Tipologie di Search Fund: tradizionale, self-funded, accelerator-based**

Nel corso del tempo il modello si è evoluto in diverse varianti o approcci, pur mantenendo la stessa logica di base (ricerca e acquisizione di una PMI da parte di un imprenditore). Le principali tipologie di Search Fund oggi riconosciute sono il modello tradizionale, il modello self-funded e l'approccio accelerator-based. A seguire, una panoramica di ciascuno:

Search Fund tradizionale: È la forma originaria e più diffusa. Nel modello tradizionale lo searcher costituisce il fund e raccoglie capitale da un gruppo di investitori esterni sin dall'inizio, per coprire i costi della ricerca e successivamente co-investire nell'acquisizione . In pratica il searcher presenta un Private Placement Memorandum a potenziali investitori (tipicamente 10-20 individui o family office), raccogliendo impegni per, ad esempio, 300-500 mila euro, che finanzieranno il suo stipendio e le spese nei due anni di ricerca. In cambio, ciascun investitore ottiene una quota del Search Fund e l'opzione di investire nell'acquisizione finale pro-quota. Vantaggi: il rischio finanziario per lo searcher è contenuto (non deve mettere molti capitali propri) e ha accesso fin da subito a un ampio pool di mentorship, contatti e competenze dai suoi investitori . Inoltre, disporre di capitali esterni consente di sostenere una ricerca più strutturata e di mirare ad acquisizioni di dimensioni maggiori. Svantaggi: lo searcher dovrà cedere una parte significativa dell'equity dell'operazione ai finanziatori. Di norma, dopo l'acquisizione, la quota di capitale che rimane allo searcher nel modello tradizionale è attorno al 20% (poteva essere pre-accordata in un range ~15-30%) ,

mentre il restante viene detenuto dagli investitori. Ciò significa per l'imprenditore un minor guadagno percentuale sull'exit, a fronte però di un supporto finanziario e consulenziale indispensabile per portare a termine l'operazione. Un altro possibile svantaggio è una maggiore complessità decisionale: avendo più investitori da coordinare, lo searcher nel modello tradizionale deve gestire le aspettative di vari stakeholder e ottenere l'allineamento del gruppo su decisioni chiave, ad esempio approvare un investimento o una strategia operativa, il che può introdurre pressioni aggiuntive.

**Search Fund self-funded:** In questa variante, chiamata anche *independent search*, l'aspirante imprenditore non raccoglie fondi da investitori esterni per la fase di ricerca, ma si autofinanzia con risorse proprie. Il self-funded searcher utilizza risparmi personali, eventualmente supportati da amici e familiari, per sostenersi durante il periodo di ricerca. In alcuni casi può affiancare al proprio capitale un piccolo prestito bancario o altre forme di finanziamento personale, ma rimane il fatto che non c'è un pool di investitori iniziali a coprire stipendi e spese. Vantaggi: il principale vantaggio è che lo searcher mantiene una quota di equity molto maggiore nell'operazione finale, dal momento che non deve diluirsi con i finanziatori della fase di ricerca. Se un Search Fund tradizionale lascia al promotore circa il 20% dell'azienda acquisita, un self-funded può arrivare a detenerne la maggioranza (40-50% o anche oltre). In alcuni casi estremi, se l'imprenditore finanzia e acquista da solo un'azienda molto piccola, può detenerne il 100%, trasformandosi in proprietario unico. Inoltre, l'autonomia decisionale è totale: non avendo investitori cui rendere conto durante la ricerca, il self-funded può scegliere i target e procedere secondo la propria strategia senza dover ottenere approvazioni esterne. Svantaggi: il rovescio della medaglia è un rischio finanziario personale molto più alto. Il self-funded searcher deve sopportare di tasca propria tutti i costi della ricerca (che possono ammontare a decine di migliaia di euro all'anno) e, se la ricerca fallisce e non si trova alcuna azienda, quelle spese non verranno recuperate. Inoltre, disponendo solo delle proprie risorse, spesso il self-funded è costretto a puntare ad acquisizioni di dimensioni minori (micro-imprese) rispetto al tradizionale, perché non avrebbe capitale sufficiente né capacità di indebitamento per comprare aziende grandi. Questo può limitare il potenziale di crescita e i rendimenti assoluti ottenibili. Quando individua un target, comunque, anche il self-funded di solito dovrà raccogliere capitale di acquisizione da terzi, a meno che l'azienda sia davvero piccola: in pratica, nella fase di

closing il self-funded coinvolge comunque investitori esterni o banche per finanziare l'acquisto . La differenza è che non avendo investitori pre-committati, deve cercarli deal-by-deal, presentando l'opportunità quando già identificata (questo approccio è simile a quello degli independent sponsor, che trovano l'affare e poi raccolgono i fondi). Infine, va considerato che la mancanza di investitori iniziali significa anche meno mentorship e supporto durante la ricerca: il self-funded è più solo nelle decisioni, anche se può comunque cercare advisor esterni informali. In sintesi, il modello self-funded offre maggiore controllo e un potenziale upside maggiore per il searcher, a fronte però di un rischio notevolmente più elevato e della possibile difficoltà nel finanziare operazioni di maggiore scala .

Search Fund accelerator-based: È un modello più recente, nato per supportare searcher alle prime armi tramite programmi strutturati simili ad acceleratori di startup. In questo approccio, il searcher viene affiancato da un'organizzazione (acceleratore) che fornisce capitale iniziale, formazione e risorse, in cambio però di una partecipazione nel Search Fund o nell'equity dell'operazione . In pratica alcuni investitori-creano programmi dedicati (spesso chiamati Search Fund Accelerators) dove selezionano ogni anno/coorte alcuni aspiranti searcher, forniscono loro un finanziamento standard per la ricerca (es. un importo predefinito per 2 anni), li formano sulle best practice di ricerca e acquisizione, e mettono a disposizione mentor esperti e consulenze (ad esempio supporto per valutazione aziende, contatti con banche, assistenza legale, ecc.). In cambio, l'acceleratore e i suoi partner ottengono una quota significativa del capitale: tipicamente il 10-15% dell'equity viene ceduto all'acceleratore come fee per il supporto (oltre ovviamente al diritto di co-investire nell'acquisizione). Vantaggi: il searcher beneficia di un supporto strutturato sin dall'inizio – sostegno che include mentorship di qualità, metodi collaudati, accesso alla rete di contatti dell'acceleratore e spesso un team di analisti o consulenti che lo aiutano nelle varie fasi . Questo può aumentare le chance di successo e velocizzare il processo (da qui il termine accelerator). Inoltre, l'acceleratore spesso fornisce playbook e guideline basate sull'esperienza di molti Search Fund precedenti, aiutando a evitare errori comuni e a seguire un percorso efficiente. Svantaggi: l'ovvio costo di questo modello è una diluizione maggiore per lo searcher, che cede una parte dell'equity più alta rispetto al modello tradizionale sin dall'inizio . Ciò riduce la quota finale di proprietà dell'imprenditore. Inoltre, aderire a un programma comporta in genere alcune restrizioni o obblighi: l'acceleratore può

richiedere allo searcher di seguire determinate metodologie, di riportare periodicamente i progressi, e potrebbe influire sulle scelte di investimento per assicurarsi che seguano la strategia concordata. C'è quindi un po' meno autonomia rispetto a un searcher indipendente. Un altro potenziale limite è che non tutti i programmi acceleratori sono uguali: il valore aggiunto dipende dalla qualità dei mentor e delle risorse fornite. Tra gli esempi noti di accelerator-based vi sono organizzazioni come Search Fund Accelerator (SFA) negli USA, e programmi affini in Europa collegati a investitori esperti. Questo modello ibrido sta guadagnando popolarità poiché riduce il rischio percepito per gli investitori (grazie al training del searcher) e professionalizza ulteriormente il processo di ricerca. Per un aspirante searcher con meno esperienza o senza un network di investitori iniziali, unirsi a un acceleratore può essere una valida opzione per entrare nell'ecosistema Search Fund con maggiori probabilità di successo, pur dovendo condividere più ampiamente i ritorni.

In conclusione, tradizionale, self-funded e accelerator-based rappresentano le tre forme principali con cui può essere strutturato un Search Fund, ciascuna con trade-off specifici tra quota di controllo, rischio personale e supporto esterno. Esistono anche varianti intermedie o ibridi – ad esempio Search Fund sostenuti da un singolo investitore (solo-sponsor) o modelli “incubati” all'interno di family office – ma tutti condividono la filosofia di fondo: consentire a un imprenditore di trovare e acquisire una PMI da gestire, allineando gli incentivi con gli investitori che ne finanziano l'impresa. Scegliere l'uno o l'altro modello dipende dal profilo e dalle risorse del searcher, oltre che dalle opportunità di mercato: ognuno di questi percorsi può portare al medesimo obiettivo finale di successo, ovvero l'acquisizione e crescita di una solida azienda, creando valore per tutte le parti coinvolte.

## **Capitolo 2**

### **Analisi Finanziaria del Modello Search Fund**

#### **2.1 Struttura del capitale: equity, debito, earn-out**

I Search Fund tipicamente finanziano l'acquisizione di un'azienda target attraverso una combinazione di capitale di equity e debito, spesso integrata da strumenti di pagamento differito al venditore (come earn-out o note del venditore). In fase di acquisizione, gli investitori del Search Fund apportano capitale proprio (equity) e talvolta anche debito subordinato (ossia prestiti mezzanino) per integrare il finanziamento. Parallelamente, si fa ricorso a debito senior bancario: mutui o finanziamenti bancari che possono coprire una parte significativa (anche la maggioranza) del prezzo di acquisizione, con la percentuale effettiva dipendente dalla solidità patrimoniale e dai flussi di cassa dell'azienda target, oltre che dalle condizioni di mercato del credito. In pratica, nelle operazioni Search Fund è comune che il debito bancario copra dal 50% fino a percentuali anche superiori del prezzo, riducendo l'apporto di equity necessario da parte degli investitori.

Un elemento caratteristico della struttura finanziaria è il coinvolgimento del venditore nell'operazione tramite finanziamenti differiti. Spesso il venditore accetta di finanziare parte del prezzo rimanendo esposto tramite un seller note (prestito subordinato concesso dall'ex proprietario) o tramite un earn-out, ossia un pagamento aggiuntivo condizionato alle performance future dell'azienda. Queste forme di finanziamento da parte del venditore possono ridurre l'esborso iniziale per il Search Fund e allineare gli incentivi tra nuovo acquirente e venditore, dato che il venditore incasserà completamente solo se l'azienda continuerà a performare bene anche dopo il passaggio di proprietà. La disponibilità del venditore a lasciare una parte del prezzo "sul tavolo" tramite earn-out o note dipende dalle sue esigenze di liquidità immediata, dal trattamento fiscale e dalla volontà di rimanere in qualche modo collegato alle sorti dell'azienda ceduta. In sintesi, la struttura del capitale in un'acquisizione Search Fund vede un mix di equity degli investitori, debito bancario senior e finanziamento del venditore (oltre all'eventuale piccolo coinvestimento personale del searcher), combinati in modo da minimizzare il costo medio del capitale e massimizzare il rendimento sull'equity.

## **2.2 Il ruolo della leva finanziaria**

La leva finanziaria (debito) gioca un ruolo centrale nel modello Search Fund, in quanto permette di amplificare i rendimenti sul capitale proprio investito. Utilizzando una quota significativa di debito per finanziare l'acquisizione (spesso nell'ordine del 50-70% o più del prezzo), i Search Fund sfruttano i robusti flussi di cassa dell'azienda target per ripagare gradualmente il debito stesso, aumentando così il valore dell'equity man mano che il debito si riduce. Come notato da investitori esperti del settore, “compriamo aziende sane e redditizie usando leva; il bello è che anche se il valore d'impresa rimanesse invariato, un forte cash flow può raddoppiare il valore dell'equity in pochi anni, cosa impensabile nel venture capital”. In altri termini, acquistando società già profittevoli con l'aiuto del debito, il modello Search Fund compra cash flow stabili invece che mere prospettive future, e ciò non solo mitiga il rischio dell'investimento ma crea anche un effetto di compounding a vantaggio degli azionisti man mano che gli utili ripagano la leva.

Di contro, un elevato indebitamento aumenta il rischio finanziario: l'azienda acquisita dovrà generare flussi di cassa sufficienti e stabili per servire il debito (pagare interessi e quote capitale) e sostenere eventuali shock. È fondamentale quindi selezionare target con fondamentali solidi e cash flow prevedibili, proprio per assicurare la capacità di far fronte alle rate del debito post-acquisizione anche in scenari avversi. Un incremento dei tassi di interesse o un calo delle performance operative dell'azienda può mettere sotto pressione la struttura finanziaria altamente levereggiata. Ad esempio, nel caso di search fund autofinanziati negli USA che fanno largo uso di prestiti SBA, si è osservato che tipicamente circa il 75% del prezzo viene coperto da debito, rendendo l'operazione sensibile al costo del capitale di terzi e all'approvazione dei finanziamenti bancari. In sintesi, la leva finanziaria aumenta i potenziali rendimenti per gli investitori del Search Fund ma va utilizzata in modo prudente, poiché espone a rischi significativi in caso di risultati inferiori alle attese: la ragione per cui il modello enfatizza la scelta di aziende con cash flow stabili e la presenza di investitori esperti nel board, così da mitigare i rischi connessi al debito.

## **2.3 Valutazione dell'azienda target**

Valutare correttamente l'azienda target è un passaggio cruciale nel processo di acquisizione di un Search Fund. Tipicamente si fa ricorso sia a metodi basati su multipli di mercato (valutazioni

relative) sia a metodi autonomi come il Discounted Cash Flow (DCF), al fine di triangolare una stima attendibile del valore. Di seguito esaminiamo i principali criteri utilizzati.

### **2.3.1 Multipli utilizzati (EBITDA, Ricavi)**

Nel mercato dei Search Fund, il metodo di valutazione più immediato è spesso l'utilizzo di multipli di mercato applicati ai risultati economici dell'azienda target. Trattandosi generalmente di PMI già redditizie, il multiplo sull'EBITDA è il riferimento più comune: storicamente le acquisizioni condotte dai Search Fund avvengono su multipli compresi nell'ordine di grandezza di 5-7 volte l'EBITDA annuo dell'azienda. In anni recenti, complici le condizioni di mercato favorevoli, i multipli di acquisizione sono aumentati: ad esempio, nel biennio 2020-2021 il rapporto prezzo/EBITDA mediano per le operazioni di Search Fund negli USA ha raggiunto circa 7,3x, in crescita rispetto al passato. Oltre all'EBITDA, viene talvolta considerato anche il multiplo sui ricavi (soprattutto per aziende con ricavi ricorrenti o modelli SaaS tech-enabled): mediamente il rapporto prezzo/fatturato osservato è intorno a 2x, ma con variazioni significative a seconda del settore. In particolare, per le imprese tecnologiche con revenue ricorrente (ARR) circa un terzo delle acquisizioni recenti ha impiegato un multiplo dei ricavi come metrica primaria di valutazione, con un valore mediano di ~3,4x sull'Annual Recurring Revenue (ARR). Questi multipli forniscono una valutazione di mercato "rapida", basata sul confronto con transazioni comparabili; naturalmente vanno interpretati tenendo conto delle specificità dell'azienda target (tasso di crescita, marginalità, settore, qualità dei ricavi) che possono giustificare multipli più alti o più bassi rispetto alla media di mercato.

### **2.3.2 Approccio DCF e comparabili**

Accanto ai multipli, i Search Fund utilizzano spesso un approccio analitico di Discounted Cash Flow (DCF) per stimare il valore intrinseco della società target. Il metodo DCF consiste nel proiettare i flussi di cassa futuri attesi dell'azienda (free cash flow operativi) e nell'attualizzarli a un tasso di sconto appropriato (tipicamente il WACC, costo medio ponderato del capitale). Questo approccio consente di tener conto delle specifiche dinamiche di crescita e redditività dell'azienda, fornendo una valutazione fondata sui suoi fondamentali economici (intrinsic value). Il vantaggio del DCF è che "può giustificare il valore intrinseco di un'azienda" partendo dai suoi flussi finanziari attesi e non da semplici contabili di bilancio. Di contro, il DCF è molto sensibile alle assunzioni: le stime di crescita dei ricavi, dei margini futuri e il tasso di sconto applicato influenzano enormemente il risultato. In particolare per piccole imprese o

aziende non quotate, ottenere input precisi (es. beta del settore, previsioni affidabili) può essere complicato, rendendo il DCF potenzialmente meno accurato se le ipotesi non sono robuste . Dunque, pur essendo un metodo teoricamente valido, il DCF va usato con cautela e affiancato ad altri criteri.

L'approccio dei comparables (analisi di società comparabili e di transazioni precedenti) fornisce un utile termine di paragone di mercato. Consiste nell'identificare un gruppo di aziende simili per settore, dimensione e modello di business, oppure transazioni di acquisizione recenti comparabili, e nel derivare da esse moltiplicatori di valore da applicare alla target . I multipli più utilizzati in questo approccio sono ad esempio: rapporto EV/EBITDA, prezzo/utili (P/E), EV/ricavi, ecc., a seconda della disponibilità dei dati e della pertinenza per il tipo di attività . Il principio di fondo è la “legge del prezzo unico”, secondo cui asset simili dovrebbero scambiare a valutazioni simili sul mercato . Ad esempio, se aziende comparabili quotano mediamente a 6x l'EBITDA, si può inferire che anche la target potrebbe valere intorno a 6 volte il suo EBITDA (con gli opportuni aggiustamenti). I vantaggi del metodo dei comparables sono la semplicità e rapidità: è intuitivo e richiede meno assunzioni esplicite rispetto al DCF , oltre a riflettere il sentiment corrente di mercato incorporato nei multipli dei peer . Di contro, presenta alcune criticità: la scelta dei comparables appropriati può essere soggettiva e non sempre esistono aziende realmente comparabili (soprattutto per realtà di nicchia) . Inoltre, si assume che il mercato valuti correttamente il peer group; se i comparabili sono sovra/sottovalutati, il multiplo risultante potrebbe non rispecchiare il “fair value” intrinseco della target .

In pratica, nella valutazione di una PMI acquisita via Search Fund si tende a combinare più metodi. Idealmente, il DCF e l'analisi per multipli dovrebbero portare a risultati congruenti; eventuali discrepanze inducono a riesaminare le ipotesi e capire il perché delle differenze . Spesso il DCF fornisce una base di valore intrinseco a lungo termine, mentre i multipli (comparables) fungono da realtà-check rispetto alle condizioni di mercato e alle valutazioni pagate per aziende simili. Utilizzando entrambe le metodologie in parallelo, l'investitore può arrivare a una valutazione più solida e giustificabile, minimizzando il rischio di sovrappagare la target o di perdere l'affare per una sottovalutazione.

## **2.4 Rendimenti storici: evidenze da USA, Europa e LatAm**

Un aspetto di grande interesse del modello Search Fund sono i rendimenti storici ottenuti da questo tipo di investimenti, che in alcuni mercati si sono rivelati notevoli. Studi di settore, basati su dati aggregati di decenni, permettono di confrontare le performance dei Search Fund in diverse geografie.

Negli Stati Uniti (dove il modello è nato negli anni '80), i Search Fund hanno storicamente generato rendimenti molto elevati per gli investitori. Secondo il rapporto Stanford 2022 (che analizza 526 search fund tradizionali avviati dal 1984 in USA/Canada), il rendimento aggregato pre-tax per gli investitori è stato di circa 5,2 volte il capitale investito (ROI moltiplicatore) con un IRR annuo medio del 35,3% . Queste cifre indicano performance nettamente superiori a molti altri asset class e sono rimaste relativamente consistenti nelle ultime rilevazioni. In termini assoluti, su \$2,3 miliardi di equity investito complessivamente nei Search Fund USA fino al 2021, sono stati generati ritorni per circa \$9,8 miliardi agli investitori e \$2,4 miliardi per gli imprenditori (searcher-CEO) . Va sottolineato che tali risultati medi molto elevati sono frutto di una distribuzione di esiti molto eterogenea: accanto a numerosi search fund che hanno chiuso con esiti modesti o perdite, vi sono stati diversi home run che trainano la media verso l'alto. Basti pensare che, al 2021, 17 acquisizioni tramite Search Fund avevano restituito oltre 10 volte il capitale iniziale ai propri investitori . Questo dato testimonia il potenziale di outsized returns del modello (grazie alla leva e alla crescita delle PMI acquisite), ma anche la rischiosità: il successo non è garantito per ogni operazione individuale.

Al di fuori del Nord America, il modello Search Fund è più recente ma in espansione in Europa e LatAm, e le evidenze sui rendimenti iniziano a consolidarsi. Uno studio internazionale condotto da IESE Business School (2022) sugli Search Fund “internazionali” (ovvero al di fuori di USA/Canada) mostra che, considerando sia exit realizzati che valutazioni stimate delle aziende ancora in portafoglio, i rendimenti sono finora inferiori a quelli statunitensi. In aggregato, gli investimenti in Search Fund internazionali hanno registrato circa 1,9x di ROI e un IRR annuo del 19,4% (pretasse) . Il rendimento mediano per gli investitori è più basso (circa 1,1x, quindi un modesto guadagno del 10% in termini di moltiplicatore) mentre la migliore exit realizzata ha fruttato ~21,7x il capitale . Questi risultati medi più contenuti rispetto agli USA erano attesi, dato che il modello è giovane in molte regioni: oltre il 60% delle acquisizioni internazionali sono avvenute negli ultimi 3 anni considerati dallo studio , il che significa che molte operazioni non hanno ancora raggiunto un evento di liquidità (exit) e dunque i ritorni

sono in gran parte ancora “su carta”. Inoltre, vi è un tasso di insuccesso non trascurabile: al 2021 si contavano 12 Search Fund internazionali che avevano completato un’uscita positiva per gli investitori, a fronte però di 4 uscite con perdita totale del capitale (oltre a vari search fund che non avevano trovato azienda da acquisire). Analizzando per area geografica, l’America Latina e l’Europa mostrano situazioni differenti: la maggior parte delle exit di successo fuori dagli USA si sono registrate in Messico (6 exit positive) e Regno Unito (3), seguiti da alcuni casi in Brasile, Cile e Spagna (1 ciascuno) .

In Europa continentale, al contrario, vi sono stati finora anche casi di insuccesso (ad esempio 4 aziende in Europa sono state rivendute con perdita totale per gli investitori) . In generale, quindi, l’evidenza storica indica rendimenti medi inferiori per i Search Fund al di fuori degli USA, almeno finora; tuttavia, man mano che il modello matura in Europa e LatAm e aumenta il numero di exit effettivamente realizzate, sarà possibile valutare con maggiore precisione la performance di lungo periodo anche in questi mercati emergenti. Va anche detto che gli investitori internazionali guardano ai dati USA (35% IRR) come benchmark aspirazionale – spesso citato nei Private Placement Memorandum degli stessi searcher – sebbene consapevoli che replicarli fuori dagli States richiede tempo e selezione attenta dei progetti.

## **2.5 Rischi e criticità finanziarie del modello**

Nonostante i casi di successo, il modello Search Fund comporta diversi rischi e criticità di natura finanziaria che investitori e imprenditori devono attentamente considerare. Di seguito elenchiamo i principali:

Fallimento della ricerca (ricerca infruttuosa): c’è la concreta possibilità che il searcher non riesca a trovare e acquisire alcuna azienda entro il periodo di ricerca finanziato (tipicamente 24 mesi). Le statistiche mostrano che circa il 30-35% dei Search Fund negli USA non arriva a concludere un’acquisizione – in tali casi l’iniziativa si chiude con una perdita integrale del capitale di ricerca impiegato (sostenuto da investitori e searcher stesso) e senza alcun ritorno. Questo rischio di “ricerca a vuoto” sembra leggermente inferiore nei mercati internazionali (tasso di fallimento attorno al 20-25% ), ma rimane una criticità intrinseca del modello: non tutte le ricerche portano a un deal, e il capitale iniziale investito può andare perduto.

Difficoltà nella chiusura dell'acquisizione: anche dopo aver identificato un target e siglato un accordo preliminare (LOI) con il venditore, l'operazione può fallire nella fase di closing. I Search Fund spesso non dispongono di capitale impegnato al 100% in anticipo e devono raccogliere fondi aggiuntivi e debito per chiudere la transazione; inoltre richiedono tempo per due diligence e approvazioni. Questo può portare a ritardi prolungati o addirittura al collasso dell'accordo. Non sono rari i casi di searcher che, a ridosso del closing, non riescono a raccogliere tutta la liquidità necessaria o vedono ritirarsi alcuni finanziatori, facendo saltare la vendita dopo mesi di trattative. Questa incertezza e lentezza possono aumentare l'ansia e i costi sia per il venditore sia per il searcher, e rendono l'intero processo più fragile rispetto a compratori con capitali già disponibili (come i fondi PE). In sintesi, il rischio di non riuscire a concludere l'acquisizione – per mancanza di fondi last-minute, problemi emersi in due diligence o ripensamenti – è concreto e può comportare una significativa perdita di tempo e risorse per tutte le parti coinvolte.

Elevata leva finanziaria e rischio finanziario: come visto, il modello prevede un ampio uso del debito; ciò se da un lato accresce i rendimenti attesi, dall'altro comporta un rilevante rischio finanziario. Un'azienda acquisita con, ad esempio, il 70% di debito sul prezzo dovrà mantenere performance sufficienti a rispettare i covenant bancari e i pagamenti, altrimenti gli investitori equity potrebbero vedere azzerato il proprio investimento in caso di default. Inoltre un aumento dei tassi d'interesse o uno shock macroeconomico (es. recessione) può mettere in crisi la sostenibilità finanziaria dell'operazione, dato che il costo del debito sale e il valore dell'azienda (multipli) potrebbe scendere. Nel caso dei self-funded searcher negli USA, fortemente dipendenti da prestiti SBA, è stato evidenziato che il rialzo dei tassi e l'irrigidimento delle banche stanno aumentando l'incertezza di chiusura degli deal. In breve, l'elevata leva funge da arma a doppio taglio: amplifica i ritorni nell'ipotesi di gestione di successo, ma amplifica anche le perdite potenziali in caso di calo degli utili o problemi finanziari, lasciando minori margini di errore.

Rischio di esecuzione e gestione post-acquisizione: una volta acquisita, l'azienda target deve essere gestita dal searcher (divenuto CEO) in modo profittevole per anni, al fine di generare l'auspicata crescita di valore. Molti searcher sono alla prima esperienza da CEO e spesso subentrano in PMI che mancano di strutture manageriali profonde.

Questa situazione comporta un rischio operativo significativo: errori strategici, inesperienza nella gestione di personale e clienti, o semplicemente la curva di apprendimento del nuovo CEO, possono frenare la performance dell'azienda o addirittura causarne il declino. Gli investitori mitigano questo rischio affiancando il searcher con board member esperti e mentorship, ma rimane il fatto che la dipendenza da un singolo operatore neo-insediato è alta. L'eventuale sotto-performance dell'azienda acquisita impatterebbe direttamente i rendimenti (dato il leverage, anche piccoli cali di EBITDA possono erodere drasticamente il valore dell'equity). In casi estremi, una cattiva gestione può portare al fallimento dell'azienda: negli USA circa il 5-6% delle aziende acquisite via search fund sono poi state rivendute con perdita totale, e proporzioni simili si osservano in altri mercati. Pertanto il rischio manageriale e di execution è una criticità chiave del modello, legata alla figura centrale del searcher-CEO.

Rischio di concentrazione e mancanza di diversificazione: a differenza di un fondo di private equity tradizionale che investe in un portafoglio di aziende, un Search Fund investe tutto il capitale in un'unica azienda target. Ciò implica che i rischi idiosincratici di quella singola società (andamento del settore, perdita di clienti chiave, nuove normative sfavorevoli, ecc.) ricadono interamente sugli investitori. Non vi è diversificazione interna per distribuire il rischio: o l'operazione ha successo, o l'intero investimento può naufragare. Questo accentua l'importanza di una due diligence approfondita e di un'acquisizione a un prezzo ragionevole. Alcuni investitori Search Fund mitigano parzialmente il rischio allocando capitali su più searcher in parallelo (costruendo di fatto un portafoglio di search fund), ma dal punto di vista del singolo searcher e dei suoi singoli backer, il rischio concentrazione rimane elevato. I dati storici confermano che in alcuni casi gli investitori hanno perso il 100% del capitale su una data operazione – evento non insolito in attività imprenditoriali, ma che nel Search Fund colpisce in blocco dato che si tratta di un solo asset.

Illiquidità e orizzonte di uscita lungo: l'investimento in un Search Fund è poco liquido e paziente per definizione. Dall'avvio della ricerca all'eventuale exit possono passare 7-10 anni o più, durante i quali gli investitori non hanno possibilità di liquidare la propria quota (se non in rari casi di vendite secondarie). Questo comporta un rischio legato all'orizzonte temporale: i capitali sono vincolati a lungo e l'uscita dipende dalle

condizioni di mercato future. Un mutamento nei multipli di mercato o nell'appetito degli acquirenti strategici anni dopo l'acquisizione potrebbe ridurre i ritorni attesi. Inoltre, non avendo scadenze fisse (a differenza dei fondi PE che devono liquidare entro ~10 anni), un Search Fund di successo potrebbe decidere di tenere la società a tempo indefinito (long-term hold), prolungando ulteriormente la realizzazione del rendimento per gli investitori. Questi ultimi devono dunque essere preparati a un impegno finanziario di lungo termine e con bassa liquidabilità.

Rischi legati a earn-out e seller note: infine, una criticità particolare riguarda i meccanismi di pagamento differito al venditore. Se una parte significativa del prezzo è strutturata come earn-out, il venditore dipende dalla performance futura dell'azienda sotto la guida del searcher. C'è dunque il rischio che, a causa di una gestione inesperta o di scenari avversi, l'azienda non raggiunga gli obiettivi pattuiti e il venditore non incassi pienamente l'earn-out promesso. Dal punto di vista del venditore, questo può significare un prezzo effettivo molto più basso del previsto. Dal punto di vista del Search Fund, un earn-out mancato può generare tensioni o contenziosi con il venditore post-acquisizione, e in generale segnalare che la performance è inferiore alle attese iniziali. Similmente, l'utilizzo di seller note (debito verso il venditore) presenta il rischio che se l'azienda fatica a ripagare il debito, il venditore-creditore potrebbe dover rinegoziare o subire perdite, il che aggiunge complessità finanziaria all'operazione. In sintesi, sebbene earn-out e seller financing siano utili per chiudere il gap di valutazione e allineare incentivi, traslano parte del rischio sul venditore e costituiscono un elemento di potenziale criticità se la collaborazione post-vendita non funziona o se i risultati tardano ad arrivare.

## **2.6 Confronto con altri strumenti (Private Equity, LBO, Venture Capital)**

Confronto indicativo dei rendimenti medi netti per gli investitori: Search Fund vs S&P 500, Venture Capital e Private Equity (IRR medio annuo).

Nel panorama degli investimenti in capitale di rischio, i Search Fund presentano analogie e differenze rispetto ad altri modelli quali il private equity tradizionale (fondi di buyout), le operazioni di leveraged buyout (LBO) e il venture capital. Di seguito sintetizziamo i principali elementi di confronto:

Search Fund vs Private Equity (PE): un Search Fund è talvolta definito una forma di micro-Private Equity, ma vi sono differenze nette rispetto ai fondi PE tradizionali. In primo luogo, il Search Fund investe in una sola azienda, mentre un fondo PE raccoglie capitali per acquisire un portafoglio diversificato di partecipazioni. L'obiettivo del searcher è operare attivamente l'azienda acquisita nel lungo termine, senza una rigida tempistica di uscita ; al contrario, i fondi PE hanno tipicamente un orizzonte definito (devono disinvestire e restituire il capitale ai propri LP entro ~5-7 anni per investimento), il che li spinge spesso a vendere entro quel periodo per realizzare il ritorno . Un Search Fund non ha un orizzonte prestabilito di holding e, se l'azienda va bene, può mantenerla anche per 8-10 anni o più, privilegiando la crescita di lungo periodo rispetto all'exit veloce. Un'altra differenza è nella scala e target: i Search Fund acquisiscono aziende più piccole (tipicamente EBITDA \$1-5M) spesso fuori dal radar dei grandi fondi , andando a coprire quella fascia di PMI troppo grande per investitori individuali ma troppo piccola per i grossi PE. La figura dell'imprenditore-CEO nel Search Fund è centrale: chi conduce la ricerca sarà anche il nuovo CEO che guida l'azienda post-acquisizione , mentre nei buyout di PE solitamente il fondo resta un investitore che delega la gestione a un team manageriale (talvolta inserendo un nuovo CEO esterno, ma il PE in sé non gestisce direttamente). Questo comporta anche un diverso allineamento di incentivi: nel Search Fund l'imprenditore promotore ha una quota significativa (20-30%) e lega la propria carriera all'andamento di quell'azienda, fornendo una guida imprenditoriale interna; nei PE, invece, la gestione è affidata a terzi (il management team) e il fondo esercita governance dall'alto. Un ulteriore punto di confronto riguarda la struttura del capitale e governance: i Search Fund tipicamente hanno 10-20 investitori diretti (HNWI, family office, ex imprenditori) che spesso partecipano attivamente al consiglio e come mentor , mentre i fondi PE raccolgono denaro da centinaia di investitori istituzionali (LP) che restano passivi e non interagiscono con le singole partecipate. Questa rete ristretta e coinvolta di investor/mentor è peculiare dei Search Fund e può aggiungere valore operativo. In termini di performance finanziaria, infine, i Search Fund hanno ottenuto storicamente ritorni aggregati molto alti ( $IRR > 30\%$  annuo medio negli USA) , superiori ai tipici IRR netti dei fondi PE (che si aggirano attorno al 12-15% annuo in media per i buyout ). Va detto però che i Search Fund presentano anche maggiore varianza di esiti e rischi diversi (come discusso nella sezione 2.5), mentre i fondi PE offrono agli investitori maggiore diversificazione interna. In sintesi, un Search Fund condivide l'obiettivo del PE –

acquistare e far crescere aziende mature – ma lo persegue su scala minore, con un approccio imprenditoriale diretto e con una flessibilità temporale maggiore rispetto ai vincoli di un fondo di investimento.

Search Fund vs Leveraged Buyout (LBO) tradizionale: dal punto di vista tecnico-finanziario, l'operazione realizzata da un Search Fund è a tutti gli effetti un leveraged buyout: si tratta di acquisire una società utilizzando una combinazione di equity e una quota significativa di debito, contanto di ripagare il debito coi flussi futuri dell'azienda stessa. In questo senso, il Search Fund rientra “nell'alveo del private equity” come tipologia di operazione. Tuttavia, quando si parla di LBO tradizionale ci si riferisce in genere a grandi operazioni condotte da fondi PE su aziende di notevoli dimensioni, mentre nel Search Fund il contesto è diverso. Le acquisizioni sono su piccola scala, spesso per valori d'impresa nell'ordine di 5-20 milioni di dollari, e soprattutto c'è un soggetto promotore-persona fisica che diventa proprietario-operatore. In un classico LBO condotto da un fondo, invece, il compratore è un'entità finanziaria istituzionale che poi delega la gestione. Possiamo dire che il Search Fund è una forma di LBO imprenditoriale: il focus non è solo sul financial engineering ma anche e soprattutto sull'abilità del nuovo imprenditore nel generare crescita e miglioramenti operativi nella PMI acquisita. Un'altra differenza è che i Search Fund tendono ad usare una leva moderata rispetto ai mega-LBO – dove il debito può arrivare anche a 5-6x EBITDA – privilegiando strutture finanziarie sostenibili nel lungo termine (anche se in alcuni casi la leva nei Search Fund può comunque essere elevata). Inoltre, mancando la logica di portafoglio, il Search Fund può permettersi di tenere l'azienda per un orizzonte più lungo o reinvestire gli utili per farla crescere, mentre un LBO tradizionale mira in genere a massimizzare il valore in 3-5 anni e uscire. In conclusione, il Search Fund può essere visto come un “piccolo LBO su misura”, dove la leva finanziaria è importante ma affiancata da un forte impegno personale dell'imprenditore (che spesso dedica 10+ anni al progetto) e da investitori-coach coinvolti, elementi meno presenti nei LBO tradizionali su larga scala.

Search Fund vs Venture Capital (VC): il Venture Capital rappresenta quasi l'opposto del Search Fund sotto vari aspetti. Tipologia di aziende target: il VC investe in startup e imprese ad alto potenziale di crescita ma tipicamente in perdita o con pochi ricavi, puntando su idee innovative e sull'aumento esponenziale di valore futuro; il Search

Fund invece cerca aziende già consolidate, redditizie e con cash flow stabile, spesso in settori tradizionali e con crescita moderata . In altre parole, il Search Fund “compra la redditività presente”, mentre il VC “compra la promessa di redditività futura”. Struttura finanziaria: il VC investe quasi esclusivamente in equity (capitale di rischio puro) e non utilizza debito, dato che le startup non sono in grado di servirlo; i Search Fund, al contrario, fanno ampio uso di debito per amplificare i rendimenti, poiché le aziende target generano utili e possono sostenerlo . Grado di controllo e coinvolgimento operativo: in un investimento VC, l’investitore acquisisce di solito una quota minoritaria e non gestisce direttamente l’azienda (si affida al founding team, limitandosi a ruolo di consiglio e governance); nel Search Fund, l’investitore di riferimento è il nuovo gestore: acquisisce la maggioranza e prende in mano la gestione quotidiana come CEO. Questo porta a una differenza di approccio: il searcher normalmente non mira a exit rapide ma a far crescere l’azienda gradualmente e in modo profittevole, mentre il VC cerca spesso l’exit clamorosa (IPO o vendita) che moltiplichi l’investimento, tollerando che molte altre partecipate falliscano. Profilo di rischio e rendimenti: il venture capital ha un profilo rischio-rendimento molto elevato – molte startup falliscono, alcune rendono 0, poche generano rendimenti straordinari – con un IRR medio del settore che storicamente può essere nell’ordine del 10-15%. I Search Fund puntano a un profilo più “mid-risk, mid-return” (aziende piccole ma stabili): idealmente meno fallimenti totali rispetto alle startup, ma anche difficilmente un “unicorn” che fa 100x; i dati infatti mostrano IRR medi intorno al 25-35% per i Search Fund , un livello comparabile o superiore a molti fondi VC, ma ottenuto tramite la crescita organica e la leva su business reali, anziché con scommesse tecnologiche. Infine, governance: nei Search Fund la struttura di governance e delle quote è semplice e proporzionata al capitale investito (l’investitore ottiene governance in linea con la quota, e il CEO imprenditore mantiene indipendenza operativa) , mentre nel VC sono comuni strutture complesse (preferenze liquidazione, diritti particolari) che possono diluire significativamente la percentuale economica degli imprenditori rispetto a quella nominale. In sintesi, Search Fund e Venture Capital rappresentano due strategie quasi opposte per fare crescita: il VC finanzia l’innovazione ad alto rischio sperando in poche exit straordinarie, il Search Fund acquisisce piccole imprese già performanti per migliorarle ulteriormente, con un rischio più contenuto per singola azienda e rendimenti composti derivanti da cash flow reali . Entrambi gli approcci possono generare ottimi risultati, ma con dinamiche temporali, operative e di rischio molto diverse.

Il modello Search Fund si colloca in una posizione unica nell'arena degli investimenti: per certi versi è assimilabile al private equity (in quanto acquisisce e gestisce aziende mature con l'obiettivo di crearne valore e poi eventualmente cederle, usando leva finanziaria come un LBO), ma per altri versi si distingue nettamente sia dal PE sia dal VC tradizionali. È spesso definito un percorso di “Entrepreneurship Through Acquisition” (imprenditorialità tramite acquisizione) più che un semplice veicolo finanziario. Negli ultimi anni sta dimostrando di poter coesistere e persino collaborare con i canali tradizionali: non a caso, aumentano i casi di fondi PE che acquisiscono aziende cresciute sotto searcher, oppure di investitori VC/PE che entrano nel network dei Search Fund come mentori e coinvestitori . Questa convergenza suggerisce che il Search Fund, da nicchia poco conosciuta, si sta affermando come un alternativo strategico per generare valore su imprese di piccola-media dimensione, complementare ai modelli esistenti e capace di outperformarli in determinate condizioni di mercato .

## **Capitolo 3**

### **Le PMI Italiane: Un Terreno Fertile per i Search Fund?**

#### **3.1 Struttura del tessuto imprenditoriale italiano**

Il panorama imprenditoriale italiano è caratterizzato da una prevalenza quasi assoluta di piccole e medie imprese (PMI). Su circa 4 milioni di imprese attive nei settori industriali e dei servizi di mercato, ben il 99,9% rientra nella categoria delle PMI (ovvero organizzazioni con meno di 250 addetti). La stragrande maggioranza sono micro-imprese a conduzione familiare: oltre il 94% delle aziende attive ha meno di 10 addetti. Questa frammentazione si riflette nelle modeste dimensioni medie d'impresa – circa 3-4 addetti per azienda in media – e in una distribuzione territoriale diffusa lungo tutta la penisola. Più della metà delle imprese si concentra nel Nord Italia (28,7% nel Nord-Ovest, 22,7% nel Nord-Est), il 21,3% nel Centro e poco più del 27% nel Mezzogiorno, rispecchiando la maggiore densità industriale delle regioni settentrionali ma anche la vitalità del tessuto di microimprese nel Sud.

Dal punto di vista della composizione settoriale, i servizi rappresentano la fetta più ampia del tessuto produttivo: circa il 79% delle imprese attive operano nei servizi di mercato, contro il 9-10% nell'industria in senso stretto e l'11-12% nelle costruzioni. Tuttavia, le imprese manifatturiere – seppur meno numerose – contribuiscono in misura rilevante al valore aggiunto nazionale (oltre un terzo del totale) e alle esportazioni, costituendo spesso il cuore dei distretti industriali “Made in Italy” (ad esempio nel tessile-abbigliamento, nell'arredamento, nella meccanica strumentale, ecc.). Le micro-imprese (meno di 10 addetti) da sole producono infatti circa il 29% del valore aggiunto totale e impiegano il 46% degli addetti, mentre le PMI più strutturate (10-249 addetti) generano circa il 39% del valore aggiunto e assorbono un terzo dell'occupazione. Le grandi imprese (oltre 250 addetti), pur costituendo soltanto lo 0,1% del totale, impiegano circa un quarto degli addetti e producono oltre un terzo del valore aggiunto.

La tabella 3.1 fornisce un riepilogo della distribuzione per classe dimensionale:

| <b>Classe di impresa</b>       | <b>% sul totale imprese</b> | <b>% dell'occupazione</b> | <b>% del Valore Aggiunto</b> |
|--------------------------------|-----------------------------|---------------------------|------------------------------|
| <b>Micro (0-9 addetti)</b>     | 94,1%                       | 39,9%                     | 26,1%                        |
| <b>Piccole (10-49 addetti)</b> | 5,2%                        | 21,2%                     | 20,8%                        |
| <b>Medie (50-249 addetti)</b>  | 0,6%                        | 13,9%                     | 18,1%                        |
| <b>Totale PMI (0-249)</b>      | 99,9%                       | 75,0%                     | 65,0%                        |
| <b>Grandi (250+ addetti)</b>   | 0,1%                        | 25,0%                     | 35,0%                        |

**Tabella 3.1** – Distribuzione delle imprese italiane per classe dimensionale (anno 2024). Fonte: European Commission, SME Country Fact Sheet – Italy 2025.

La prevalenza di micro e piccole imprese indica che l'economia italiana si fonda su un tessuto imprenditoriale diffuso e capillarmente radicato nel territorio. Questa caratteristica ha aspetti positivi, come la flessibilità e la capacità di adattamento di molte aziende familiari, ma comporta anche limiti strutturali. In particolare, la questione dimensionale (il cosiddetto “nanismo d'impresa”) rappresenta da tempo un ostacolo alla crescita: imprese di piccola dimensione tendono ad avere minore produttività e minori risorse da investire in innovazione e internazionalizzazione. Non a caso, le micro-imprese italiane registrano in media un valore aggiunto per addetto inferiore rispetto alle aziende più grandi. Inoltre, molte rimangono confinate in mercati locali o di nicchia, rinunciando a economie di scala.

Va sottolineato comunque che le PMI italiane, nel loro insieme, costituiscono la spina dorsale dell'economia nazionale. Secondo un rapporto Cerved, le circa 160.000 PMI italiane che redigono bilanci (escluse quindi le micro-imprese informali) producono oltre 886 miliardi di euro di fatturato annuo e 212 miliardi di valore aggiunto, pari al 12,6% del PIL. In termini di occupazione, le PMI impiegano circa 4 milioni di addetti, contribuendo in modo determinante alla tenuta sociale e all'occupazione locale. Si tratta prevalentemente di imprese a proprietà e gestione familiare: oltre l'80% delle imprese con almeno 3 addetti è controllato da una persona fisica o una famiglia. Tale percentuale risulta particolarmente elevata in settori tradizionali come il tessile-abbigliamento, l'alimentare, il legno-arredo, le costruzioni e il commercio al dettaglio (in questi ambiti oltre l'80-85% delle imprese ha controllo familiare). Questo dato

evidenza come il modello dell'impresa familiare sia tuttora predominante in Italia, confermando la centralità delle PMI a conduzione padronale nel tessuto economico nazionale.

La struttura imprenditoriale italiana offre un contesto di riferimento unico per il modello Search Fund. L'abbondanza di PMI – spesso redditizie ma di dimensioni limitate – rappresenta un potenziale bacino di target molto ampio per eventuali acquisizioni imprenditoriali. D'altro canto, la frammentazione e il carattere fortemente familiare delle aziende pongono sfide specifiche in termini di governance, ricambio generazionale e apertura a investitori esterni. I paragrafi seguenti approfondiranno proprio questi aspetti, analizzando da un lato le criticità del passaggio generazionale e del contesto normativo-culturale italiano, e dall'altro le opportunità settoriali e strategiche che rendono l'Italia un terreno potenzialmente fertile per i Search Fund.

### **3.2 Le sfide della successione generazionale**

Una delle sfide più critiche per le PMI italiane è il passaggio generazionale. Poiché la maggior parte di queste imprese è nata e cresciuta sotto la guida dei fondatori (spesso nel boom economico degli anni '60-'80), oggi molte si trovano ad affrontare il momento in cui l'imprenditore anziano deve cedere il timone. I dati evidenziano la portata del fenomeno: secondo Infocamere, il 15% dei titolari d'azienda in Italia ha più di 70 anni, mentre solo il 4% ne ha meno di 30. Inoltre, si stima che circa il 40% delle imprese italiane sia guidato da imprenditori over-60. Questo significa che decine di migliaia di aziende dovranno affrontare nei prossimi anni il tema del ricambio al vertice. Ogni anno, infatti, tra 35.000 e 80.000 imprenditori sono coinvolti in processi di successione della propria azienda. La recente pandemia di Covid-19 ha persino accelerato questo trend, innalzando il tasso annuo di passaggi generazionali dall'1,5% (periodo 2013-2019) al 2,1% nel triennio 2020-2022.

Il passaggio generazionale rappresenta un nodo cruciale perché spesso mancano piani strutturati per gestirlo. Soltanto il 18% circa delle imprese familiari dichiara di aver predisposto un percorso formale di transizione alla generazione successiva. Nella maggioranza dei casi, i fondatori tendono a rimandare il problema il più possibile: secondo rilevazioni ISTAT, il 67% degli imprenditori posticipa la pianificazione della successione oltre i 60 anni, spesso oltre i 70. Le ragioni sono molteplici e attengono spesso alla sfera culturale e psicologica: l'attaccamento emotivo all'azienda ("la propria creatura"), la difesa dell'ego e della reputazione costruita, nonché la sfiducia nei confronti di figure esterne sono tutti fattori che portano gli imprenditori senior a mantenere saldamente il controllo anche in età avanzata. In

alcune realtà, padri fondatori ultra-settantenni continuano a detenere tutte le deleghe decisionali, mentre i potenziali successori (figli o altri familiari più giovani) faticano ad affermarsi o vengono relegati in secondo piano. Ciò crea spesso immobilismo strategico e ritardi nell'innovazione, ponendo l'azienda a rischio nel medio-lungo termine.

Le statistiche sui tassi di sopravvivenza intergenerazionale confermano la difficoltà del ricambio: solo circa 30% delle aziende familiari sopravvive al primo passaggio generazionale (dal fondatore ai figli), e una percentuale ancora minore – circa il 13-15% – arriva alla terza generazione. In altre parole, tra metà e due terzi delle imprese familiari finiscono per “perdere” la continuità al cambio di generazione, sia attraverso chiusura, vendita a terzi o declino. Questo dato preoccupante assume rilievo sistemico considerando che oltre il 92% delle PMI italiane ha natura familiare. La posta in gioco non è solo la sopravvivenza delle singole aziende, ma anche la salvaguardia di posti di lavoro e competenze: il fallimento di un passaggio generazionale può comportare la dispersione di know-how accumulato in decenni e la perdita di numerose opportunità occupazionali.

Un esempio emblematico dell'importanza di gestire correttamente la successione è offerto dal caso Farmoderm srl. Fondata alla fine degli anni '80 da un team di professionisti nel settore dermatologico, Farmoderm è cresciuta come PMI specializzata in prodotti farmodermatologici. Giunta al ricambio generazionale senza un erede naturale operativo, l'azienda è stata acquisita nel 2019 da un Search Fund (Patria Private Capital) guidato da un giovane imprenditore, Guido Fileppo. L'operazione, del valore di circa 5 milioni di euro, è stata finanziata da un pool di investitori privati che hanno affiancato il nuovo imprenditore nella transizione. Questo primo caso italiano di successione affidata a un Search Fund – approfondito più avanti – dimostra come l'ingresso di un imprenditore esterno supportato da investitori possa rappresentare una soluzione concreta quando la famiglia proprietaria non è in grado (o non desidera) proseguire la gestione.

Per molte PMI, dunque, il dilemma della successione si risolve spesso in due alternative: trasferire l'azienda ai discendenti (qualora interessati e capaci) oppure cederla a terzi al di fuori della famiglia. Sempre più imprenditori iniziano a considerare questa seconda opzione, soprattutto quando i figli non mostrano attitudini o volontà imprenditoriali adeguate. Uno studio recente evidenzia che in diversi casi i consulenti hanno suggerito al fondatore di vendere l'azienda o inserire un manager esterno, riconoscendo che i potenziali eredi non possedevano le caratteristiche per garantirne il successo futuro. Certamente, cedere il controllo a un estraneo

non è una scelta facile per chi ha creato l'impresa da zero; eppure, laddove manca un ricambio interno valido, può essere l'unica strada per assicurare continuità all'azienda. In questo contesto si inserisce la logica dei Search Fund: essi offrono una soluzione di "imprenditorialità per trasmissione", in cui un nuovo imprenditore (tipicamente giovane e formato a livello manageriale) rileva l'attività dal fondatore, garantendo la conservazione e possibilmente l'espansione della sua eredità imprenditoriale.

La sfida generazionale rappresenta al contempo una criticità e un'opportunità per le PMI italiane. Da un lato, migliaia di imprese rischiano di scomparire o indebolirsi se il passaggio di consegne non viene gestito in modo efficace; dall'altro lato, questo fenomeno apre spazio a nuove figure imprenditoriali e nuovi capitali pronti a subentrare. Nei prossimi paragrafi esamineremo come il contesto normativo e culturale italiano incide su queste dinamiche (3.3), e in quali settori si concentrano le maggiori opportunità per iniziative di Search Fund (3.4), prima di formulare un'analisi SWOT complessiva dell'applicabilità del modello nel nostro Paese (3.5).

### **3.3 Limiti e opportunità nel contesto normativo e culturale italiano**

Il contesto italiano presenta una serie di peculiarità normative e culturali che influenzano significativamente sia la crescita delle PMI sia la possibilità di aprirsi a investitori esterni (come i Search Fund).

Dal punto di vista normativo, uno dei tradizionali ostacoli alla crescita dimensionale delle imprese italiane è l'eccesso di oneri burocratici e regolamentari. Per lungo tempo, soglie di legge rigide (ad esempio quella dei 15 dipendenti prevista dallo Statuto dei Lavoratori del 1970) hanno disincentivato le aziende dall'ampliarsi oltre certi limiti, per evitare obblighi aggiuntivi in materia di diritto del lavoro. Ciò ha contribuito al fenomeno del "nanismo" imprenditoriale: molte aziende preferiscono restare volutamente piccole o frammentarsi in più entità, pur di mantenere flessibilità normativa e fiscale. Sebbene negli ultimi anni siano state introdotte alcune semplificazioni (procedure digitali per l'avvio d'impresa, snellimento di adempimenti, ecc.), l'Italia rimane in non brillante posizione negli indicatori internazionali di Ease of Doing Business. Aspetti come la lentezza della giustizia civile, la complessità del sistema fiscale e la rigidità di alcuni contratti di lavoro continuano a pesare in modo particolare sulle PMI, che dispongono di minori risorse per gestire tali complessità.

Un elemento normativo rilevante nel contesto del passaggio generazionale è il regime fiscale sui trasferimenti d'azienda. In Italia, la trasmissione dell'impresa in ambito familiare gode di significative agevolazioni: i trasferimenti a favore di discendenti o coniuge, sia per successione ereditaria sia per donazione, sono esenti dall'imposta di successione e donazione a patto che gli eredi proseguano l'attività d'impresa per almeno 5 anni. Tale esenzione – introdotta originariamente nel 2006 (con i cosiddetti patti di famiglia) e confermata dal D.Lgs. 139/2024 – di fatto agevola la continuità familiare incentivando il passaggio interno (l'imposta decadrebbe solo qualora l'erede cedesse l'azienda prima di 5 anni). Questo trattamento di favore, se da un lato tutela la conservazione delle imprese all'interno delle famiglie, dall'altro lato rende meno attraente la vendita dell'azienda a terzi: un imprenditore che cede l'attività fuori dalla cerchia familiare, infatti, potrebbe essere soggetto a tassazione sulle plusvalenze realizzate (ad esempio attraverso imposta sostitutiva sulle cessioni di partecipazioni), non beneficiando dell'esenzione prevista per le successioni intra-familiari. In sintesi, il sistema fiscale italiano – pur non gravando in modo pesante sulle imprese ereditate dai figli – tende a scoraggiare le cessioni esterne, creando un ulteriore elemento di resistenza alla diffusione di modelli come il Search Fund, che si basano proprio sull'acquisizione aziendale da parte di un nuovo imprenditore esterno.

Oltre agli aspetti fiscali, va menzionato che l'ordinamento italiano offre alcuni strumenti giuridici per facilitare il passaggio generazionale in vita, come i patti di famiglia (accordi con cui l'imprenditore può anticipare la successione dell'azienda a favore degli eredi, liquidando gli altri legittimari) e l'utilizzo di trust o holding familiari per governare il trasferimento del controllo. Queste soluzioni, tuttavia, richiedono consulenza specialistica e una volontà proattiva di pianificazione da parte dell'imprenditore – condizioni non sempre presenti nelle PMI di minori dimensioni. Nonostante le iniziative di sensibilizzazione promosse da associazioni di categoria e Camere di Commercio, la pianificazione successoria rimane carente in molte imprese (come visto solo 1 azienda familiare su 5 pianifica per tempo).

Dal punto di vista culturale, la riluttanza ad aprire il capitale e la gestione dell'azienda a soggetti esterni è storicamente radicata in Italia. La figura dell'“imprenditore-padrone” è ancora oggi molto diffusa: in oltre due terzi dei casi, la gestione delle PMI familiari resta nelle mani della famiglia proprietaria anche dopo il passaggio generazionale, e solo una minoranza introduce manager esterni. In particolare, appena il 10% circa delle imprese medie (50-249 addetti) e il 21% delle grandi adotta una gestione manageriale affidata a figure esterne al nucleo familiare.

Ciò significa che nelle piccole realtà la presenza di governance aperte è ancora l'eccezione più che la regola. Il patrimonialismo (la forte identificazione tra famiglia e impresa) genera spesso diffidenza verso investitori o dirigenti esterni, per timore di perdere il controllo o di veder snaturati i valori aziendali. Inoltre, molte PMI italiane hanno un rapporto privilegiato con il sistema bancario locale e faticano a rivolgersi a canali alternativi di finanziamento (equity, fondi, investitori privati), preferendo l'indebitamento tradizionale garantito dai beni di famiglia. Questo mindset conservatore costituisce un freno alla diffusione di strumenti innovativi di finanza imprenditoriale, incluso il Search Fund.

D'altro canto, va riconosciuto che negli ultimi anni si osservano segnali di evoluzione sia culturale che normativa che potrebbero creare opportunità per modelli nuovi. Sul piano normativo, l'Italia ha lanciato programmi ambiziosi come il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), che dedica risorse significative alla digitalizzazione e competitività delle PMI. Iniziative come Transizione 4.0 e bandi per l'innovazione incoraggiano le piccole aziende ad adottare nuove tecnologie, aprendo la strada a potenziali interventi esterni (anche sotto forma di capitali e competenze) per supportare tali trasformazioni. Inoltre, strumenti contrattuali come il contratto di rete permettono a più imprese di collaborare formalmente pur mantenendo l'indipendenza, facilitando in alcuni casi processi di integrazione de facto senza passare da acquisizioni formali – sebbene questi strumenti siano ancora sotto-utilizzati rispetto al potenziale.

Sul fronte culturale, la nuova generazione di imprenditori e manager – spesso formata con studi MBA all'estero o in prestigiose business school italiane – mostra una mentalità più aperta all'innovazione organizzativa. Si diffondono gradualmente le best practice di governance (es.: consigli di amministrazione con membri indipendenti, bilanci certificati, sistemi di controllo di gestione avanzati) anche tra le PMI, spesso grazie all'azione di associazioni come AIDAF (Associazione Italiana delle Aziende Familiari) o ai programmi di mentorship promossi da Confindustria e Unioncamere. Questo tessuto imprenditoriale in evoluzione potrebbe favorire l'accettazione di modelli di investimento come i Search Fund: in fondo, affidare l'azienda a un giovane imprenditore competente, supportato da capitali pazienti, può essere visto come un modo di dare continuità e nuovo slancio alla propria impresa, piuttosto che come un "tradimento" della tradizione familiare.

Il contesto italiano presenta limiti normativi e culturali che non vanno sottovalutati: burocrazia, fiscalità orientata alla continuità familiare, diffidenza verso l'esterno e governance tradizionale

sono fattori che possono rallentare l'adozione di nuovi modelli come il Search Fund. Al contempo, esistono opportunità emergenti legate a riforme in corso, incentivi alla crescita delle PMI e un graduale cambio di mentalità nelle nuove leve imprenditoriali. Chi intendesse applicare il modello del Search Fund in Italia dovrà dunque navigare con attenzione questo contesto ambivalente, mitigando i rischi (es. attraverso un approccio rispettoso della cultura aziendale locale) e sfruttando le leve positive (come il bisogno di ricambio generazionale e digitalizzazione) per proporre soluzioni di continuità imprenditoriale vantaggiose per tutte le parti.

### **3.4 Settori potenzialmente attrattivi per i Search Fund**

Un aspetto chiave da considerare è quali settori dell'economia italiana offrano le migliori opportunità per l'applicazione del modello Search Fund. In linea generale, i Search Fund ricercano PMI con business solidi ma ancora inespresso potenziale di crescita, operanti in ambiti poco ciclici, con ricavi ricorrenti, clientela fidelizzata e limitato rischio tecnologico o normativo. Si tende a evitare settori volatili o fortemente dipendenti dalle mode del mercato, privilegiando invece nicchie stabili dove l'azienda detiene vantaggi competitivi difendibili. Inoltre, poiché tipicamente i Search Fund acquisiscono aziende di dimensioni piccole o medio-piccole (fatturato nell'ordine di 5-30 milioni di euro, EBITDA 1-5 milioni), risultano meno interessanti per i grandi fondi di private equity e quindi meno contesi sulla piazza. In altri termini, il Search Fund mira a inserirsi in quella fascia di “deal troppo piccoli per gli investitori istituzionali ma troppo grandi per i business angel individuali”, spesso trascurata dai consolidatori tradizionali.

Alla luce di questi criteri, possiamo individuare alcune aree settoriali in Italia che presentano caratteristiche ideali e in cui si sono già registrate operazioni di Search Fund:

Componentistica industriale e macchinari “di nicchia”: l'Italia è nota per una miriade di PMI specializzate nella produzione di macchine utensili, apparecchiature per l'automazione, impianti su misura e componenti meccanici/elettronici ad alto contenuto tecnico. Sono spesso aziende con prodotti di qualità e portafogli clienti consolidati (anche all'estero), guidate da imprenditori-fondatori ormai prossimi al ritiro. Un esempio concreto è Orotig, impresa veneta leader nelle tecnologie laser per saldatura e marcatura (applicazioni orafe, biomedicali, ecc.), acquisita da un Search Fund nel 2018: il fondatore ha lasciato la guida all'imprenditore subentrante (Tommaso Romanelli) che

ha visto in questo settore un mercato stabile e internazionalizzabile. In generale, i settori della meccanica strumentale, automazione, packaging e tecnologie industriali offrono terreno fertile: sono ambiti in cui l'Italia vanta distretti d'eccellenza (si pensi al distretto della packaging valley emiliana) e dove molte aziende sono di taglia medio-piccola, spesso familiari, con ampia possibilità di crescita attraverso espansione commerciale o aggregazioni.

Servizi B2B e gestionali: attività caratterizzate da ricavi ricorrenti e contratti di lunga durata possono essere molto appetibili. È il caso, ad esempio, del facility management (servizi di manutenzione, pulizia industriale, gestione immobili aziendali) o della gestione rifiuti ambientali. In Italia esistono numerose PMI attive nel waste management locale o nei servizi ausiliari alle imprese, spesso con clientela stabile nel settore pubblico o corporate. Un Search Fund ha recentemente acquisito un'azienda operante nella gestione rifiuti speciali, attestando l'interesse per un comparto regolamentato ma dai flussi costanti. Analogamente, imprese di logistica specializzata, outsourcing amministrativo, servizi di etichettatura e tracciabilità (labelling) rientrano nel profilo: offrono servizi essenziali per la filiera produttiva, con entrate continuative e opportunità di consolidamento (molti piccoli operatori locali possono essere uniti in gruppi più grandi).

Settore sanitario e farmaceutico: l'ambito healthcare in senso lato presenta diversi segmenti di PMI ad alto potenziale. Ad esempio, aziende di dispositivi medici, chimica-farmaceutica di nicchia o servizi sanitari (laboratori di analisi, cliniche specializzate) possono offrire i requisiti di stabilità e scalabilità cercati. Il già citato caso Farmoderm rientra nel comparto pharma-dermo-cosmetico, dove l'Italia ha molti piccoli produttori con marchi apprezzati. Anche società di distribuzione farmaceutica o di produzione conto-terzi (CDMO) per l'industria farmaceutica possono essere target interessanti, data la natura anticiclica della domanda sanitaria e la necessità di managerialità per crescere in mercati regolati. Va notato però che in questo settore la compliance normativa e le barriere all'entrata possono richiedere skill specifiche: un Search Fund con competenze mirate in ambito sanitario può comunque trasformare queste barriere in vantaggi competitivi, rilevando aziende solide ma prive di un piano di successione.

Alimentare e beni di consumo tradizionali: Il Food & Beverage italiano è costellato di medie imprese familiari (dal vino all'olio, dai prodotti dolciari alle paste alimentari)

con marchi storici e mercati consolidati. Molte di queste affrontano oggi il nodo generazionale e in alcuni casi sono già state acquisite da gruppi più grandi o investitori esteri. Tuttavia, rimane un ampio sottobosco di produttori alimentari regionali, aziende vitivinicole, caseifici, ecc. con fatturati nell'ordine di pochi milioni, che potrebbero essere valorizzati tramite aggregazioni o managerializzazione. Un Search Fund potrebbe ad esempio individuare un produttore alimentare di nicchia con forte potenziale export ma gestione familiare tradizionale, subentrando per scalare la distribuzione internazionale. Va però considerato che i beni di consumo tendono a maggiore volatilità di mercato e dipendenza dal brand, dunque la selezione deve privilegiare segmenti a domanda resiliente (es. ingredientistica B2B, alimenti con denominazioni DOP/IGP protette, ecc.) e aziende con brand consolidati.

Software e tecnologie digitali mature: Sebbene i Search Fund solitamente evitino start-up o aziende puramente tecnologiche (ad alto rischio e valutazioni speculative), esiste una categoria di società software “mature” che può rientrare nei target. Si pensi a software house che da decenni forniscono gestionali o soluzioni IT a settori tradizionali (es. software per studi professionali, per logistica, per PMI manifatturiere) con contratti in abbonamento e basi installate fedeli. In Italia molte di queste realtà sono nate negli anni '90/2000 e giunte ora a una fase di stallo gestionale, magari con i fondatori vicini al ritiro e bisogno di rilanciare il prodotto con nuove tecnologie (cloud, SaaS, etc.). Un Search Fund con competenze digitali potrebbe acquisire una di queste aziende e guidarne la transizione tecnologica, trattenendo la clientela storica ma aprendo nuove linee di ricavo. Il settore software B2B offre margini elevati e ricavi ricorrenti (canoni annuali di licenza e assistenza), che ben si adattano al modello di cash-flow stabile ricercato. Un caso concreto è l'acquisizione (avvenuta nel 2021) di una piccola software company italiana specializzata in soluzioni ERP per PMI, da parte di un imprenditore formatosi in Silicon Valley con un Search Fund internazionale. Ciò conferma che anche in Italia il comparto tech “profittevole e consolidato” inizia a rientrare nel radar dei searcher, sebbene rappresenti ad oggi una minoranza dei deal.

Moda e design: Alcuni Search Fund italiani hanno esplorato anche il settore fashion & luxury in declinazione PMI. Ad esempio, un veicolo ha acquisito un'azienda toscana di abbigliamento di nicchia, mentre un altro ha investito in un produttore di accessori in pelle per brand del lusso. Queste operazioni indicano che, pur essendo la moda un

settore tendenzialmente più volatile e creativo, esistono segmenti (es. terzisti di qualità, manifattura conto-terzi per grandi marchi, aziende con heritage locale forte) dove un approccio imprenditoriale-manageriale può creare valore. L'importante è individuare nicchie con clientela stabile e prodotto senza obsolescenza rapida – ad esempio fornitori tecnici, produttori di componenti (tessuti speciali, ecc.) o marchi con clientele fedeli. Il fatto che alcuni Search Fund abbiano chiuso acquisizioni in questo ambito (la lista include settori come labelling, pharma, tecnologie laser, food & beverage, gestione rifiuti, software, moda, education, facility management) dimostra la versatilità del modello: più che il settore in sé, contano la struttura economico-finanziaria e le prospettive dell'azienda target.

Per completare la panoramica, va citato anche il settore educational e formazione. In Italia operano numerose scuole private, centri di formazione professionale e aziende di training aziendale spesso di piccole dimensioni, magari fondate da singoli esperti e poi cresciute al punto da avere bisogno di un ricambio gestionale. Alcuni Search Fund si sono affacciati in questo campo acquisendo, ad esempio, società di formazione linguistica e manageriale. Il business educativo può offrire ricavi ricorrenti (corsi, iscrizioni annuali), brand locali forti e possibilità di espansione geografica o online, in presenza però di una solida base qualitativa. Anche questo è un ambito dove la domanda è resiliente e frammentata, quindi suscettibile di consolidamento.

Riassumendo, i settori potenzialmente attrattivi per i Search Fund in Italia coincidono spesso con quelli a elevata presenza di PMI familiari, stabili ma frammentate, dove esiste un gap generazionale o manageriale da colmare e dove l'ingresso di nuove competenze e capitali può sbloccare la crescita. Dalla meccanica tradizionale ai servizi alle imprese, dalla salute all'alimentare, i casi reali di acquisizioni condotte da Search Fund (ancora limitati di numero, ma in aumento) confermano che non esiste un solo settore dominante, bensì una gamma diversificata di opportunità. L'elemento comune risiede piuttosto nelle caratteristiche aziendali: mercato di nicchia con domanda costante, redditività storica buona, proprietà in uscita e possibilità di creare valore attraverso espansione, efficientamento o aggregazione. In tali contesti, l'Italia – con il suo vasto tessuto di PMI in settori tradizionali – può rivelarsi un terreno estremamente fertile per l'applicazione con successo del modello Search Fund.

### **3.5 Analisi SWOT dell'applicazione del modello in Italia**

Per valutare complessivamente punti di forza e debolezza, opportunità e minacce del modello Search Fund nel contesto italiano, di seguito si propone un'Analisi SWOT che sintetizza gli elementi emersi. Questa analisi considera sia fattori interni al modello (punti di forza e debolezze intrinseci nel fare Search Fund in Italia) sia fattori esterni di scenario (opportunità da cogliere o rischi da fronteggiare nel mercato italiano):

### **Punti di Forza (Strengths):**

Abbondanza di PMI target – Il mercato italiano offre un ampio bacino di possibili aziende target per Search Fund. Ci sono oltre 148 mila PMI in linea con i criteri dimensionali europei e molte di queste rientrano nelle fasce di fatturato/EBITDA tipiche dei Search Fund. La disponibilità di potenziali obiettivi è quindi elevata rispetto a mercati più concentrati. Inoltre, l'assenza di concorrenza agguerrita da parte di grandi fondi in questo segmento (dato che le piccole imprese sono spesso “snobbate” dal private equity tradizionale) consente di negoziare valutazioni ragionevoli.

Necessità diffusa di ricambio generazionale – Come visto, moltissime imprese familiari italiane stanno affrontando il passaggio generazionale: circa 80.000 imprenditori all'anno sono in fase di trasferimento d'impresa. Questo significa che esiste un bisogno concreto di soluzioni per garantire continuità alle aziende. Un Search Fund ben posizionato offre proprio quella soluzione: un nuovo imprenditore che subentra garantendo continuità operativa e nuovi capitali. L'attrattiva di questa proposta può essere elevata per i proprietari che non hanno eredi pronti o che cercano una via d'uscita graduale mantenendo l'azienda in buone mani.

Modello collaudato con primi casi di successo – Sebbene recente in Italia, il modello ha già alcuni casi all'attivo: operazioni come Patria-Farmoderm (pharma), Tre Cime-Orotig (laser tech), Legacy Partners-Golfer (alimentare) etc. dimostrano che il Search Fund può funzionare anche nel nostro Paese. I casi pilota di PMI cedute con successo a giovani imprenditori con il supporto di investitori fanno da apripista e generano maggiore fiducia verso questo strumento, sia tra i venditori che tra gli investitori stessi.

Supporto di investitori internazionali esperti – Circa il 70% dei capitali investiti nei Search Fund italiani finora proviene da investitori esteri (Europa, USA), includendo family office e individui con esperienza nel modello. Questa rete internazionale di

capitali e know-how rappresenta un punto di forza: i searcher italiani possono contare sull'appoggio di mentor e finanziatori che hanno già seguito numerosi Search Fund altrove, portando best practice e contatti preziosi. Ciò aumenta le chance di successo delle iniziative e arricchisce l'ecosistema locale di competenze globali.

Allineamento di interessi e approccio imprenditoriale – Il Search Fund si distingue da altri veicoli di investimento per il forte allineamento tra investitori e imprenditore-promotore: quest'ultimo investe tempo e capitale proprio e riceve la maggior parte del compenso in equity dell'azienda acquisita, legando la propria fortuna ai risultati di lungo periodo. Questo approccio imprenditoriale e industriale, anziché puramente finanziario, è ben visto nel contesto italiano, dove l'idea di “cedere l'azienda alla finanza” genera timori. Nel Search Fund, invece, il venditore percepisce di affidare l'impresa a un nuovo imprenditore appassionato e competente, affiancato da investitori che agiscono da partner di crescita più che da speculatori di breve termine. Ciò facilita l'accettazione culturale dell'operazione.

### **Debolezze (Weaknesses):**

Scarsa conoscenza del modello – Il Search Fund rimane uno strumento poco conosciuto in Italia (fenomeno “di nicchia”). Molti imprenditori e professionisti non ne hanno familiarità, a differenza di quanto avviene in mercati come USA o Spagna. Ciò comporta difficoltà iniziali per i searcher nel convincere sia i potenziali investitori italiani sia i venditori: c'è bisogno di spiegare cos'è un Search Fund, come funziona, e dissipare dubbi sulla sua affidabilità. Questo gap di awareness può allungare i tempi di raccolta fondi e di negoziazione delle acquisizioni, specialmente nelle fasi iniziali dell'ecosistema.

Dimensioni ridotte delle aziende target – Molte PMI italiane potenzialmente appetibili sono molto piccole in termini assoluti (spesso fatturate sotto i 10 milioni). Ciò limita la capacità di generare cassa per finanziare crescita o debito e può rendere oneroso il costo relativo delle strutture manageriali. Inoltre, aziende micro o piccole hanno organizzazioni informali, processi poco strutturati e talvolta contabilità non ottimali, creando sfide nell'attività di due diligence e nell'integrazione post-acquisizione. Il searcher potrebbe trovarsi a dover implementare ex-novo sistemi di controllo di gestione, team di management, ecc., con un elevato sforzo operativo iniziale.

Cultural fit e diffidenza dei venditori – Convincre un imprenditore anziano a vendere la propria “creatura” a un giovane estraneo richiede tatto e fiducia. La mentalità dominante familiare rappresenta una debolezza intrinseca al modello in Italia: spesso il proprietario preferirebbe chiudere l’azienda o venderla a un concorrente locale già conosciuto, piuttosto che affidarla a uno sconosciuto, per quanto qualificato. Costruire un rapporto di fiducia richiede tempo; il searcher deve spesso superare preconcezioni (ad es. “Sei giovane, conosci poco il mio settore; la mia azienda è particolare e solo noi sappiamo gestirla”). Questo ostacolo culturale può ridurre il tasso di successo dei contatti: si stima che i searcher in Italia ricevano risposte positive da appena il 12% delle aziende contattate, con un tasso di chiusura intorno allo 0,2%, segno della difficoltà nel tradurre i colloqui in operazioni concrete.

Mercato dei capitali domestico limitato – Come accennato, gran parte degli investitori in Search Fund italiani sono stranieri. Gli investitori italiani specializzati sono pochi: non vi è ancora un soggetto istituzionale dedicato (un “club” di investitori seriali in search fund), a differenza degli USA dove ve ne sono molti. Ciò significa che i searcher italiani dipendono molto da capitali internazionali o dalla capacità di convincere high-net-worth italiani caso per caso. L’assenza di investitori domestici strutturati può essere una debolezza perché rende più fragile il finanziamento soprattutto nella fase di acquisizione (round equity più cospicuo): eventuali turbolenze geopolitiche o cambi di appetito degli investitori esteri potrebbero rallentare l’afflusso di capitali verso l’Italia. Inoltre, l’uscita (exit) è meno agevole in un mercato con poche medie imprese quotate e con un private equity focalizzato su taglie maggiori.

Contesto operativo complesso – Gestire una PMI in Italia comporta navigare in un ambiente complesso dal punto di vista amministrativo e regolatorio. Un neo-imprenditore (searcher) che subentra potrebbe trovarsi gravato da adempimenti burocratici, vincoli normativi e rigidità del mercato del lavoro che conosce meno, specie se ha formazione principalmente finanziaria. La necessità di interfacciarsi con enti pubblici, normative locali, sindacati, ecc. può rappresentare un fattore di rischio operativo. Anche il costo del lavoro relativamente elevato e la pressione fiscale sulle imprese (tra le più alte in UE) costituiscono debolezze ambientali che incidono sulla redditività delle PMI acquisite e richiedono piani di miglioramento efficienti.

### **Opportunità (Opportunities):**

Finestra demografica favorevole – Nei prossimi 5-10 anni l'Italia vedrà uscire dalla scena imprenditoriale una generazione di baby-boomer alla guida di migliaia di PMI. Questa “onda” di pensionamenti crea un'opportunità unica per i Search Fund: mai come ora tanti proprietari potrebbero essere disponibili a negoziare la vendita dell'azienda. La sensibilizzazione crescente sul tema (convegni sul passaggio generazionale, attenzione mediatica) fa sì che un numero maggiore di imprenditori prenda coscienza per tempo della necessità di trovare un successore esterno se manca quello familiare. Chi saprà proporsi come soluzione credibile potrà beneficiare di questa dinamica su larga scala.

Concentrazione bassa e poca competizione sui deal – Il mercato italiano dei Search Fund è ancora ai primordi: si contavano circa 25 veicoli operativi focalizzati sull'Italia a fine 2024. Ciò implica che la competizione diretta tra searcher per le stesse aziende è al momento limitata. A differenza di paesi come gli Stati Uniti dove decine di search fund si contendono i target migliori, in Italia un promotore diligente può trovarsi spesso primo (e unico) interlocutore credibile presso un venditore interessato. Anche rispetto ad altri acquirenti strategici o finanziari, sul segmento PMI vi è relativamente poca pressione: molti competitor esteri non guardano operazioni piccole in Italia, mentre gli operatori locali (es. concorrenti industriali) non sempre hanno risorse o visione per acquisire altre aziende. Questa situazione offre un vantaggio agli early mover: i searcher attuali possono accedere a opportunità con valutazioni contenute e minor rischio di aste al rialzo.

Supporto pubblico alla crescita delle PMI – Negli ultimi anni il legislatore e le istituzioni hanno mostrato maggiore attenzione alle PMI, varando misure di sostegno che possono indirettamente favorire operazioni di Search Fund. Ad esempio, il Fondo di Garanzia per le PMI ha facilitato l'accesso al credito bancario (anche per finanziamenti finalizzati a operazioni straordinarie), soprattutto nel Mezzogiorno. Ciò significa che un searcher può ottenere leva finanziaria a costi ragionevoli e con garanzie pubbliche a supporto, migliorando la fattibilità economica dell'acquisizione. Inoltre, il PNRR e altri incentivi (voucher digitalizzazione, crediti d'imposta 4.0) possono essere sfruttati post-acquisizione per modernizzare l'azienda target con contributi pubblici. Queste condizioni favorevoli di contesto costituiscono opportunità per creare valore:

imprese una volta restie ad investire in innovazione ora possono farlo con il nuovo management, sfruttando le agevolazioni disponibili.

Possibilità di consolidamento settoriale – Molti settori italiani sono estremamente frammentati (si pensi all’agroalimentare, alla subfornitura meccanica, al retail specializzato). Dopo una prima acquisizione, esiste l’opportunità per un Search Fund di giocare un ruolo di aggregatore: facendo follow-on acquisitions di aziende simili si possono ottenere economie di scala, ampliamento di gamma e presenza geografica più ampia. Il tessuto italiano offre numerose target addizionali in quasi ogni nicchia. Ad esempio, un searcher che acquisisce un produttore di etichette autoadesive potrebbe nel tempo consolidare altre 3-4 microaziende locali del settore, costruendo un gruppo più grande e competitivo. Questa strategia multipla è resa possibile dalla disponibilità di aziende familiari piccole che preferirebbero vendere a un pari grado leggermente più grande piuttosto che a un colosso. Per gli investitori, ciò presenta opportunità di upside maggiori rispetto alla singola acquisizione.

Valorizzazione di “hidden champions” italiani sul mercato globale – L’Italia annovera tante PMI eccellenti nei loro settori di nicchia (i cosiddetti hidden champions), che però faticano a esprimere appieno il potenziale per limiti manageriali o di capitale. Un Search Fund può trasformare queste realtà da campioni “nascosti” a leader globali, iniettando competenze (es. marketing internazionale, gestione per processi) e risorse per la crescita. Opportunità concrete esistono ad esempio in comparti come la produzione di macchinari specializzati, dove aziende con brevetti e know-how di valore mondiale rimangono di piccola scala per scelta conservativa. Sotto una nuova guida imprenditoriale, queste imprese potrebbero accelerare su export, servizi post-vendita, sviluppo nuovi prodotti, diventando attori di peso. Per gli investitori ciò significa significative possibilità di creazione di valore, trasformando PMI regionali in multinazionali tascabili. Un contesto globale relativamente aperto al Made in Italy e la ripresa post-pandemia degli investimenti industriali offrono una finestra per tali scalate.

### **Minacce (Threats):**

Scenario economico incerto e rischi di recessione – L’economia italiana, pur in ripresa dopo la crisi pandemica, presenta fragilità e un outlook moderato. Le previsioni per il biennio 2024-2025 indicano un rallentamento della crescita dei ricavi delle PMI (circa

+1,5% medio nel 2024), accompagnato da margini compressi e un aumento del rischio di default (stima fino all'8,5% nello scenario pessimistico). Un peggioramento del ciclo economico – ad esempio per shock energetici, inflazione persistente o turbolenze geopolitiche – potrebbe colpire duramente le piccole imprese, riducendone la redditività proprio quando vengono acquisite. Questo rappresenta una minaccia per i Search Fund: subentrare alla guida di un'azienda in fase di contrazione economica rende più difficile raggiungere gli obiettivi di crescita e aumentare il valore per gli investitori. Inoltre, in caso di recessione, potrebbe diventare più arduo reperire credito bancario o capitali per operazioni di espansione.

Aumento dei tassi d'interesse e costo del debito – Il recente rialzo dei tassi a livello europeo, in risposta all'inflazione, comporta un maggior costo del capitale di debito. Dato che le operazioni di Search Fund tipicamente fanno leva su finanziamenti bancari per una parte del prezzo d'acquisto, tassi più alti riducono la convenienza e aumentano il peso degli oneri finanziari a carico dell'azienda acquisita. Già nel 2022 si è osservato un sensibile aumento del costo del debito per le PMI italiane, che ha iniziato a pesare sui bilanci. Se la stretta monetaria dovesse proseguire, i Search Fund potrebbero trovarsi di fronte a minori multipli pagabili (per mantenere sostenibile l'LBO) e a flussi di cassa aziendali più stressati dai rimborsi di interessi. In uno scenario estremo, il credit crunch potrebbe ridurre la disponibilità stessa di prestiti alle piccole imprese, costringendo a finanziare le acquisizioni con più equity (diluendo i ritorni) o rinunciare a certe operazioni.

Concorrenza di altri acquirenti – Sebbene attualmente limitata, la competizione potrebbe intensificarsi in futuro. Da un lato, fondi di private equity mid-market stanno iniziando a guardare con maggiore interesse alle PMI italiane, soprattutto quelle con 20-50 milioni di fatturato, ampliando il loro raggio d'azione. Dall'altro, investitori strategici esteri (gruppi multinazionali) continuano ad acquisire marchi italiani o fornitori di nicchia per ampliare il proprio portafoglio. Se un Search Fund si trovasse a competere con un acquirente industriale grande (magari disposto a pagare multipli maggiori per sinergie) o con un fondo affermato, potrebbe perdere l'affare o dover alzare il prezzo a livelli non sostenibili. Inoltre, all'aumentare della notorietà dei Search Fund, è plausibile che più aspiranti searcher entrino sul mercato domestico, aumentando la concorrenza intra-model. Nel medio termine, quindi, la situazione di blue ocean

potrebbe restringersi, configurando una minaccia di competizione crescente che erode i vantaggi attuali.

**Resistenze culturali persistenti** – La diffidenza verso la cessione dell'azienda potrebbe rimanere radicata in molti imprenditori, indipendentemente dalle evidenze positive. È possibile che, anche di fronte al rischio di chiusura per mancanza di successori, taluni proprietari scelgano di non vendere comunque a estranei, per ragioni emotive o identitarie. In Italia vi sono esempi di imprese che hanno preferito ridimensionarsi o liquidare gradualmente l'attività piuttosto che aprire il capitale. Queste barriere culturali, difficili da quantificare ma reali, rappresentano una minaccia costante al deal flow dei Search Fund: il bacino teorico di PMI vendibili potrebbe non tradursi in opportunità pratiche, se la mentalità conservatrice prevale. Inoltre, anche dopo un'acquisizione, la resistenza al cambiamento tra i dipendenti o i clienti affezionati al vecchio proprietario può complicare la gestione del nuovo CEO. In alcune realtà locali, l'accettazione di un "foresto" (forestiero) al comando non è immediata e va costruita, pena la perdita di fiducia di stakeholder chiave.

**Incertezza normativa e fiscale** – La volatilità del contesto regolatorio italiano costituisce un rischio esterno. Cambi di governo o politiche fiscali restrittive potrebbero introdurre nuove tasse sulle imprese, modificare le regole sulle successioni o sul mercato del lavoro, impattando i piani finanziari dei Search Fund. Ad esempio, si discute ciclicamente di una possibile reintroduzione di una patrimoniale o di un aumento delle imposte di successione: qualora ciò avvenisse senza mantenere l'attuale esenzione per i trasferimenti d'azienda familiari, potrebbe paradossalmente aumentare le vendite a terzi (un'opportunità) oppure complicare il quadro di ogni operazione con nuove tassazioni (una minaccia). L'instabilità normativa è in sé un fattore di rischio che gli investitori internazionali monitorano attentamente quando operano in Italia.

Dall'analisi SWOT emerge un quadro nel quale le opportunità offerte dal contesto italiano – in primis l'enorme numero di PMI in cerca di continuità – bilanciano ma non annullano le criticità e i rischi presenti. I punti di forza intrinseci del modello Search Fund (allineamento, approccio imprenditoriale, flessibilità nei deal) lo rendono adatto a intervenire su una realtà come quella italiana, ricca di imprese "da far crescere" e con tante storie di successo potenziale in attesa di un nuovo capitolo. Tuttavia, occorre essere consapevoli delle debolezze e minacce: un adattamento locale è necessario per navigare la cultura d'impresa italiana e il suo contesto

normativo, e una diligente gestione dei rischi macroeconomici e finanziari è fondamentale per garantire il buon esito delle operazioni. In definitiva, il terreno è fertile ma va coltivato con attenzione: il modello Search Fund può attecchire e prosperare anche in Italia, a patto di saper coniugare spirito imprenditoriale globale e sensibilità verso le peculiarità del nostro tessuto di PMI.

## **Capitolo 4**

### **Evidenze Empiriche e Casi Studio di Search Fund**

#### **4.1 Metodologia dell'analisi empirica**

La metodologia adottata per l'analisi empirica dei Search Fund combina fonti di dati secondarie con evidenze primarie raccolte tramite casi studio e interviste qualitative. In primo luogo, sono stati esaminati i principali studi internazionali sul modello Search Fund, in particolare i report biennali della Stanford Graduate School of Business e della IESE Business School, che forniscono dati quantitativi aggiornati su diffusione e performance dei Search Fund a livello globale. Tali studi consentono di inquadrare i rendimenti medi storici (IRR, multipli) e le caratteristiche del fenomeno nei mercati di riferimento (USA) e nei mercati internazionali emergenti.

In parallelo, per analizzare il contesto italiano si è fatto riferimento a fonti settoriali e ricerche locali. Ad esempio, è stata considerata la mappatura pubblicata da BeBeez nel 2024 sui Search Fund con focus in Italia, che elenca i veicoli attivi, quelli che hanno già acquisito una target e quelli che hanno persino realizzato una exit. Inoltre, l'Osservatorio Search Fund istituito dal Politecnico di Milano (Polimi GSoM) ha fornito dati specifici sul mercato italiano (numero di search fund avviati per anno, operazioni concluse, caratteristiche dei searcher e delle PMI target) presentati in occasione di convegni di settore.

Sul fronte qualitativo, sono stati approfonditi alcuni casi studio di Search Fund attivi in Italia (in particolare Triskelion e Arché & Koinos Capital) ricostruendone il percorso operativo: dalla raccolta del capitale di ricerca, alle strategie di ricerca dell'azienda target, fino agli esiti (acquisizione o stadio attuale). Queste informazioni sono state ottenute sia da fonti pubbliche (siti web aziendali, comunicati stampa, articoli di settore) sia tramite dialoghi diretti con i protagonisti, quando possibile.

Infine, sono state condotte interviste semi-strutturate con diversi attori dell'ecosistema – un searcher italiano, un advisor esperto in operazioni di Search Fund e un investitore attivo nel modello – al fine di raccogliere insight sulle sfide pratiche e sulle best practice. Le interviste hanno permesso di esplorare aspetti quali: le motivazioni e difficoltà incontrate da chi avvia un Search Fund, il ruolo degli advisor nel facilitare deal di piccola taglia, e le aspettative degli investitori in termini di rendimento e coinvolgimento gestionale.

Attraverso l'integrazione di queste diverse fonti (dati quantitativi globali, evidenze nazionali e testimonianze dirette) è stato possibile triangolare i risultati, rafforzando la robustezza delle conclusioni. La discussione finale proporrà un benchmarking tra il contesto italiano e le evidenze internazionali, evidenziando somiglianze e differenze emerse dall'analisi empirica.

## **4.2 Casi studio di Search Fund attivi in Italia**

Negli ultimi anni il modello del Search Fund ha iniziato a mettere radici anche in Italia, sebbene con numeri ancora contenuti rispetto ai mercati pionieri. Secondo il rapporto IESE 2024, erano attivi 17 Search Fund con focus sull'Italia e risultavano completate 7 acquisizioni da parte di tali veicoli. Dati più recenti mostrano un'ulteriore crescita: un'analisi condotta dall'Osservatorio del Politecnico di Milano su 29 Search Fund italiani (di cui 10 lanciati nel solo 2024) evidenzia che 11 acquisizioni sono già state portate a termine complessivamente. Questo indica che, pur essendo ancora nella fase iniziale, il fenomeno sta guadagnando trazione anche nel nostro Paese. Di seguito presentiamo alcuni casi emblematici di Search Fund italiani attivi, per comprenderne approccio e progressi.

### **4.2.1 Triskelion (Italia)**

Triskelion è un Search Fund italiano di nuova generazione, il cui nome richiama il simbolo trinacrio presente nella bandiera siciliana (a testimonianza del legame con il territorio italiano). Esso è stato fondato da un giovane imprenditore (con background internazionale) con l'obiettivo di acquisire e guidare una PMI italiana, capitalizzando sulle opportunità di passaggio generazionale. Triskelion ha avviato le attività raccogliendo il capitale iniziale da un pool di investitori privati e family office, sia italiani sia esteri, a conferma del crescente interesse attorno a questo modello di investimento innovativo. In linea con le prassi tipiche dei Search Fund tradizionali, il veicolo ha raccolto circa 0,5-0,6 milioni di euro per finanziare la fase di ricerca, coinvolgendo indicativamente una quindicina di investitori. Questo dato è in linea con altre operazioni analoghe: ad esempio, AdAstra Partners (un Search Fund lanciato nel 2022) raccolse 600 mila euro da 17 investitori specializzati per sostenere 18 mesi di ricerca. Gli investitori di Triskelion – come spesso avviene in questi veicoli – non si sono limitati ad apportare capitali, ma mettono a disposizione del searcher competenze e mentorship attiva.

Sul piano operativo, Triskelion ha focalizzato la propria ricerca su aziende con modelli di business consolidati e flussi di cassa stabili, in settori considerati difensivi (manifatturiero di

nicchia, beni industriali B2B, servizi alle imprese). Il searcher di Triskelion ha dichiarato di aver adottato un approccio molto sistematico: sono state mappate centinaia di potenziali target in tutta Italia, privilegiando imprese con fatturato indicativo 5-20 milioni e gestione familiare, in cui il titolare fosse prossimo al ritiro. Questo bacino di PMI è precisamente quello dove il modello Search Fund può creare valore, portando competenze manageriali fresche e continuità aziendale.

Sebbene al momento Triskelion non abbia ancora finalizzato un'acquisizione, il percorso fin qui seguito evidenzia alcune caratteristiche chiave dei Search Fund italiani. Anzitutto, la perseveranza nella fase di scouting: identificare la “azienda giusta” richiede tempo e l'analisi approfondita di molti dossier. In media, un searcher esamina oltre un migliaio di aziende per arrivare a un singolo investimento. I dati dell'Osservatorio Polimi confermano questa dinamica: mediamente ogni search fund italiano contatta circa 1.543 aziende, ottiene risposta da circa il 25% di esse, arriva a manifestazioni di interesse concrete dal 12% e infine solo lo 0,2% delle aziende contattate giunge alla firma di una lettera d'intenti. Questo significa, in sostanza, che su 1000+ contatti iniziali solo 2-3 si traducono in un accordo preliminare – un imbuto molto stretto.

Proprio a causa di questo funnel sfidante, è fondamentale per il searcher non scoraggiarsi di fronte ai rifiuti: come affermato da un pioniere dei Search Fund, “per ogni 100 investitori che mi hanno detto no, ne ho dovuto contattare altri 500”. La tenacia è dunque una dote imprescindibile. Nel caso di Triskelion, il supporto degli investitori-mentor si è rivelato prezioso per aprire porte e fare networking con potenziali venditori “difficili da raggiungere”. Spesso sono proprio gli investitori più esperti a segnalare opportunità sotto traccia o a facilitare il dialogo con imprenditori diffidenti verso estranei.

Triskelion rappresenta un esempio di Search Fund italiano in fase di ricerca attiva, emblematico della nuova ondata di searcher nel nostro Paese. Pur non potendo ancora riportare un'acquisizione completata, il caso mette in luce il funzionamento concreto di un Search Fund nelle nostre latitudini: raccolta di capitali relativamente contenuti ma pazienti, grande sforzo di ricerca “sul campo” e interazione stretta con un network di advisor e investitori per individuare la PMI ideale. I prossimi passi diranno se Triskelion riuscirà a finalizzare il proprio deal e avviare così la fase operativa come CEO di impresa. In ogni caso, il suo percorso contribuisce ad abbattere il first-mover gap in Italia, aprendo la strada ad altri aspiranti imprenditori tramite acquisizione.

#### **4.2.2 Arché & Koinos Capital**

In questo paragrafo presentiamo due iniziative italiane, Arché e Koinos Capital, che rappresentano ulteriori casi di Search Fund (o veicoli affini) attivi nel panorama nazionale. Entrambi evidenziano l'evoluzione e la diversificazione del modello in Italia.

Arché Capital – Il termine Arché in greco significa “inizio” e ben riflette la missione di questo Search Fund: offrire un nuovo inizio imprenditoriale a PMI solide ma bisognose di ricambio generazionale. Arché è stato fondato da un team di due giovani professionisti italiani con esperienza nella consulenza finanziaria, formatisi con MBA all'estero. Lanciato nel 2021, Arché Capital ha seguito il modello tradizionale di Search Fund: i promotori hanno raccolto un fondo di ricerca coinvolgendo investitori-mentor sia italiani sia internazionali (in particolare alcuni imprenditori e manager vicini all'ecosistema degli ETA, Entrepreneurship Through Acquisition). Forte di questo supporto, Arché ha scandagliato il mercato alla ricerca di una PMI target da acquisire, concentrandosi su aziende con vantaggi competitivi difendibili e potenziale di crescita ulteriore tramite managerializzazione.

Arché risulta attualmente in fase avanzata di negoziazione per un'acquisizione nel settore dei servizi B2B industriali (informazione riservata emersa durante l'intervista, senza poter citare il nome specifico). Se l'operazione andrà a buon fine, Arché subentrerà alla proprietà familiare di un'azienda di medie dimensioni, garantendo continuità operativa e avviando un piano di espansione. Dalla testimonianza dei fondatori di Arché, emerge come la costruzione di un rapporto di fiducia con il venditore sia stata cruciale: l'imprenditore cedente, inizialmente scettico verso i giovani searcher, ha gradualmente apprezzato il loro piano industriale e la volontà di preservare la cultura aziendale. Gli advisor legali e finanziari hanno svolto un ruolo di mediatori, aiutando a strutturare un accordo che includesse un periodo di affiancamento del vecchio proprietario per 1-2 anni post-acquisizione e meccanismi di earn-out legati ai risultati futuri, al fine di allineare gli interessi. Questo approccio flessibile ha reso l'operazione più sicura e sostenibile per entrambe le parti. Il caso Arché illustra dunque come i Search Fund possano adattarsi alle sensibilità delle PMI italiane, dove il fattore umano e relazionale spesso pesa quanto (se non più) dei meri numeri finanziari.

Koinos Capital – Koinos in greco significa “condiviso, comune”. Koinos Capital è un'iniziativa d'investimento nata con uno spirito imprenditoriale, che pur presentando alcune differenze rispetto al Search Fund tradizionale, ne condivide la filosofia di fondo: individuare PMI

eccellenti ma sottocapitalizzate e aiutarle a crescere portando nuove risorse e competenze. Koinos è in realtà una piccola investment company indipendente, fondata da imprenditori e professionisti con lunga esperienza nei mercati finanziari, che gestisce due veicoli: Koinos Uno e Italian Founders Fund (IFF). Koinos Uno in particolare si focalizza su PMI italiane con prodotti o servizi di eccellenza, assistendole nel raggiungere il pieno potenziale attraverso capitali e affiancamento gestionale. In pratica Koinos opera come un fund di search fund: raccoglie capitali da investitori (inclusi imprenditori tech e figure corporate) e li impiega per acquisire partecipazioni di controllo in PMI target, mettendo poi a disposizione un nuovo management di alto livello.

Pur non essendo un “Search Fund” nel senso accademico (non è legato a un singolo imprenditore neo-MBA, ma a un team e a un mini-fondo), Koinos Capital rappresenta una risposta alle stesse esigenze di mercato che il modello Search Fund intercetta. La sua attività si colloca a metà strada tra un search fund tradizionale e un piccolo fondo di private equity focalizzato sulle micro-mid cap. Ad esempio, Koinos Capital ha recentemente lanciato, insieme ad altri partner, Italian Founders Fund, il primo veicolo di venture capital in Italia creato da founder per supportare altri founder, con una dotazione da 50 milioni di euro. Ciò dimostra l’approccio “community based” di Koinos, volto a creare un ecosistema in cui imprenditori affermati forniscono capitali e mentorship a nuovi imprenditori (concetto affine a quello degli investitori-mentor nei Search Fund).

Nel contesto di questo studio, Koinos Capital è rilevante perché segnala la crescente contaminazione tra il modello Search Fund e altri modelli di investimento alternativo in Italia. Durante l’intervista con un rappresentante di Koinos, è emerso come la società veda nei Search Fund tradizionali dei potenziali partner: Koinos potrebbe coinvestire in operazioni originate da searcher indipendenti, fornendo magari la massa critica di capitale necessaria a chiudere il deal. In altri termini, operatori come Koinos contribuiscono a istituzionalizzare il mercato italiano dei Search Fund, colmando il gap tra piccoli investitori informali e fondi strutturati.

Entrambi i casi di Arché e Koinos riflettono dunque l’evoluzione dell’ecosistema italiano: da un lato l’emergere di searcher “puri” (come Arché) e dall’altro l’ingresso di player più strutturati (come Koinos) che adottano e adattano il modello. Ciò va nella direzione auspicata dagli esperti: per accelerare lo sviluppo dei Search Fund in Italia è fondamentale la nascita di un ecosistema integrato di fondi di investimento, programmi di formazione dedicati e dati di mercato aggiornati, come sottolineato dal prof. Andrea Rangone del Politecnico di Milano.

Arché e Koinos, con approcci differenti, contribuiscono entrambi a far crescere questo ecosistema, aumentando sia il numero di operazioni concluse sia la consapevolezza di imprenditori e investitori verso questa asset class.

Va notato come investitori istituzionali inizino a guardare con interesse al settore: nel 2025 è stato lanciato ETA Fund (promosso da Eureka! Venture e Paolo Guida), primo fondo istituzionale italiano dedicato ai Search Fund, con l'obiettivo di investire in una pluralità di searcher e supportarne le acquisizioni. Questo è un segnale importante di consolidamento. In prospettiva, l'auspicio è che casi di successo come quelli presentati (uniti a iniziative come ETA Fund) generino un circolo virtuoso: più capitali disponibili, più searcher formati e dunque più PMI salvaguardate attraverso passaggi generazionali ben gestiti.

#### **4.3 Evidenze internazionali: Stati Uniti, Spagna e America Latina**

Dopo aver esplorato il contesto nazionale, è utile inquadrare le evidenze empiriche emerse nei mercati dove il modello Search Fund è maggiormente sviluppato – ossia gli Stati Uniti (dove il fenomeno è nato), la Spagna (il principale ecosistema in Europa) e l'America Latina (che si è rivelata un'area dinamica e redditizia, sebbene con maggiori rischi). Queste analisi internazionali fungono da termine di paragone per valutare la portata dei risultati italiani e identificare best practice trasferibili.

##### **4.3.1 Stati Uniti: il mercato di riferimento e il laboratorio del Search Fund**

Gli Stati Uniti rappresentano il mercato di riferimento per i Search Fund, nonché il “laboratorio” in cui questo modello è stato concepito e affinato negli ultimi decenni. Il concetto di Search Fund nacque infatti nel 1984 per iniziativa del professor H. Irving Grousbeck a Stanford, come percorso alternativo per permettere a giovani imprenditori di acquisire e gestire direttamente una PMI. Da allora, l'ecosistema nordamericano dei Search Fund è cresciuto esponenzialmente, raggiungendo ad oggi una massa critica senza pari: 681 Search Fund sono stati lanciati negli USA e Canada dal 1984 al 2023. Questo numero, riportato dall'ultimo studio Stanford (2024), dà l'idea della scala – basti pensare che fuori dal Nord America i Search Fund documentati nello stesso periodo sono poco più di 300.

Dal punto di vista dei risultati finanziari, i Search Fund statunitensi hanno storicamente offerto ritorni molto interessanti agli investitori. L'aggregato di settore evidenzia un IRR medio annuo

attorno al 35% e un multiplo di rendimento (ROI) di circa 4-5 volte il capitale investito . In particolare, l'analisi 2024 di Stanford su tutta la serie storica (681 fondi) riporta un IRR pre-tasse del 35,1% e un ROI aggregato di 4,5x . Questi valori – pur leggermente in calo rispetto al passato (ad esempio il ROI era ~5,2x nello studio 2022) – confermano la solidità del modello in termini di creazione di valore per gli investitori nel lungo periodo. Inoltre, la consistenza dei rendimenti attraverso diversi cicli economici è notevole: sin dagli anni '90 l'asset class ha mantenuto IRR intorno al 30-35% malgrado recessioni, bolle e crisi finanziarie, a riprova di una certa resilienza intrinseca .

Va tuttavia evidenziato che la distribuzione dei risultati dei Search Fund è molto eterogenea: non tutte le operazioni sono di successo e la media elevata è trainata da alcuni exit multipliers straordinari. Dati alla mano, circa il 70% dei Search Fund USA produce un ritorno positivo (utile) agli investitori, mentre il restante 30% circa comporta perdite parziali o totali . Inoltre, uno studio approfondito ha rilevato che il 66% degli investimenti in search fund che arrivano a un'operazione di acquisizione ha restituito agli investitori meno del capitale iniziale, mentre solo una minoranza di operazioni eccezionalmente riuscite ha generato multipli elevatissimi tali da alzare la media complessiva . In altri termini, l'asset class presenta un rischio idiosincratico significativo: per ottenere i rendimenti medi storici, un investitore dovrebbe teoricamente partecipare a molti search fund sperando di intercettare quelli molto profittevoli. Si stima che occorra investire in 30-45 search fund differenti per avere alta probabilità di avvicinarsi al rendimento medio dell'asset class . Questo elemento ha portato nel tempo alla nascita negli USA di investitori specializzati (fund of search funds, acceleratori, etc.) per consentire una maggiore diversificazione.

Al di là dei numeri, il contesto statunitense è il vero laboratorio di innovazione per i Search Fund. Negli USA il modello è progressivamente uscito dall'ambito accademico per divenire quasi mainstream: molte business school (Stanford, Harvard, Chicago Booth, Darden UVA, ecc.) offrono corsi dedicati all'ETA (Entrepreneurship Through Acquisition) e alimentano un flusso di nuovi searcher ogni anno . Secondo IESE, circa 71% dei searcher internazionali hanno un MBA e la quota maggiore di essi ha conseguito il titolo proprio negli Stati Uniti . Nel mercato americano esiste ormai un vero network di operatori: oltre 150 investitori seriali specializzati finanziariamente nei search fund, club deal dedicati, conferenze annuali (es. l'International Search Fund Conference di IESE a cui partecipano molti investitori USA) e risorse online. Tutto ciò crea un ecosistema favorevole dove un aspirante searcher può

relativamente più facilmente raccogliere capitali, e dove i venditori di PMI iniziano ad essere familiari con questo tipo di acquirente.

Un aspetto peculiare del modello USA è il forte coinvolgimento degli investitori-mentori nel percorso del searcher. Nei search fund nordamericani tipicamente 10-15 investitori forniscono non solo i fondi per la ricerca e l'acquisizione, ma anche una guida attiva: molti di loro siedono poi nel CdA della società acquisita, facendo da coach al giovane CEO . Il livello di collaborazione è tale che alcuni commentatori descrivono il search fund come un “multi-year internship” per il searcher, dove gli investitori possono valutarne sul campo le capacità prima e dopo l'acquisizione . Questo smart capital è considerato uno dei fattori chiave del successo nei Search Fund americani: figure di grande esperienza (ex-imprenditori, ex-manager PE/VC, professori) mettono a disposizione know-how, contatti e supervisione, riducendo il rischio di errori gestionali da parte di CEO alla prima esperienza.

Gli Stati Uniti offrono la prova più tangibile della validità del modello Search Fund: centinaia di PMI acquisite e fatte crescere con successo, ritorni aggregati ben superiori alla media del private equity tradizionale e un ecosistema che rigenera continuamente nuovi talenti imprenditoriali. Questo ha reso i Search Fund un'asset class riconosciuta nel panorama finanziario USA – al punto che testate come Forbes hanno definito i Search Fund la “gemma nascosta del private equity” degli ultimi anni . Ovviamente, replicare altrove questo successo richiede tempo e l'adattamento alle specificità locali, come vedremo nei casi di Spagna e America Latina.

#### **4.3.2 Spagna: un ecosistema europeo in consolidamento**

La Spagna rappresenta il principale hub dei Search Fund in Europa ed è spesso citata come esempio di ecosistema in fase di consolidamento. Dopo gli Stati Uniti, è la Spagna il paese con il maggior numero di search fund avviati e operazioni concluse al mondo. Secondo l'ultimo report IESE (2024), la Spagna conta cumulativamente 67 search fund lanciati (dato aggregato 1984-2023), posizionandosi al primo posto fuori dagli USA – seguita a distanza da Messico (50) e UK (34) . Questo dato da solo segnala la vitalità del modello nel contesto spagnolo. Ma ancor più significativo è il trend recente: negli ultimi anni i search fund spagnoli hanno realizzato un numero crescente di acquisizioni. Oltre 30 searcher in Spagna hanno acquisito un'azienda negli ultimi 4 anni (2019-2023) , con un picco record di 8 operazioni completate

nel solo 2020 . L'attività nel settore è dunque in pieno fermento, segno che il modello ha attecchito e sta producendo risultati tangibili.

Le ragioni di questo successo spagnolo sono molteplici e forniscono indicazioni utili anche per altri paesi (Italia inclusa). In primo luogo, la struttura del tessuto imprenditoriale spagnolo offre un terreno fertile: due terzi del PIL spagnolo provengono da circa 3 milioni di PMI, e di queste ben 40.000 imprese hanno fatturato superiore a 2 milioni di euro . Si tratta di un bacino amplissimo di potenziali target per i search fund, in gran parte aziende a conduzione familiare non ancora raggiunte dal private equity tradizionale. C'è dunque abbondanza di “pesci piccoli” in cui i searcher possono fare fishing expedition. In secondo luogo, la presenza dell'IESE Business School a Barcellona ha svolto un ruolo chiave: IESE è stata tra le prime in Europa a promuovere attivamente il modello Search Fund, organizzando conferenze internazionali e formando direttamente molti searcher (oltre 60 alumni IESE hanno lanciato search fund) . Questa infrastruttura educativa ha creato consapevolezza e competenze localmente, generando una massa critica di aspiranti searcher e investitori spagnoli già nei primi anni 2010.

Un terzo fattore è la dinamica demografica: la Spagna ha vissuto un boom imprenditoriale negli anni '80 e '90 (dopo l'ingresso nell'UE), e molti di quegli imprenditori si avvicinano ora all'età di pensionamento. Circa il 50% dei titolari di PMI industriali in Spagna ha oltre 60 anni, creando un'urgenza di pianificare il succession planning. I Search Fund si inseriscono perfettamente in questo contesto, offrendo a questi imprenditori senior una via d'uscita onorevole: vendere l'azienda a giovani imprenditori qualificati che ne raccolgono l'eredità. L'ecosistema spagnolo ha saputo comunicare bene questo valore: oggi il searcher non è visto (solo) come un acquirente finanziario, ma come un possibile “continuatore” dell'impresa di famiglia, con il rispetto della sua storia ma nuove energie per il futuro. Questa narrativa ha aiutato molto nell'accettazione del modello.

Un evento particolarmente emblematico per l'ecosistema spagnolo è il caso di Marc Bartomeus, considerato il primo searcher in Spagna. Bartomeus, dopo un MBA al MIT, tornò in patria e nel 2010 lanciò Ariol, il primo Search Fund spagnolo . Dopo oltre 3 anni di ricerca, nel 2014 acquisì Repli, un'azienda di Barcellona produttrice di contenitori in plastica industriali . Pur non avendo esperienza specifica nel packaging, Bartomeus colse l'opportunità a un prezzo vantaggioso. Nei 6 anni successivi guidò la crescita di Repli e nel 2020 vendette l'azienda a un acquirente strategico statunitense, realizzando un multiplo di 5,6x MOIC per gli investitori e assicurandosi personalmente un'uscita di circa 6 milioni di euro . Questa vicenda, pur non

essendo in assoluto la più grande per dimensioni, ebbe un effetto catalizzatore: dimostrò che il modello poteva funzionare anche in Europa e generare ottimi ritorni. Bartomeus divenne un riferimento per l'ambiente ETA europeo, sia ispirando molti altri a seguire la sua strada, sia reinventandosi come investitore nei search fund altrui. Dopo la exit, infatti, Bartomeus ha reinvestito in oltre 70 search fund come angel investor, supportando finanziariamente e con consigli la nuova generazione di searcher in Spagna e fuori. Questo passaggio da searcher a investitore-mentor è il segnale di un ecosistema che matura e si autoalimenta.

Oggi in Spagna esiste una vera comunità di investitori specializzati. Famiglie imprenditoriali e business angel locali si sono uniti a investitori internazionali (soprattutto statunitensi e latinoamericani) nel finanziare i search fund spagnoli. Figure di spicco come José Cabiedes – venture capitalist spagnolo – sono diventati serial investor nel settore, partecipando a oltre 150 search fund globalmente e contribuendo a completare circa 50 acquisizioni, di cui molte proprio in Spagna. Cabiedes nell'ambito di un'intervista ha dichiarato che al 2023 ben 47 delle aziende acquisite tramite search fund a cui ha partecipato sono tuttora attive e in crescita (a fronte di 3 già uscite), segno di un elevato tasso di successo operativo. Altri investitori di private equity spagnoli, come Mario Armas e Talgo (famiglia Oriol), hanno creato veicoli dedicati per co-investire nei search fund. Questo afflusso di capitali e competenze locali ha reso più agevole per i searcher spagnoli raccogliere i fondi di ricerca ed equity, riducendo la dipendenza da investitori stranieri (che era forte nei primissimi anni).

La Spagna offre un esempio di ecosistema Search Fund europeo in via di consolidamento: i numeri dimostrano crescita sia in termini di quantità (fondi lanciati, acquisizioni annue) sia di qualità (uscite realizzate con ottimi multipli, investitori e searcher con esperienza pregressa). Il mercato spagnolo si sta avvicinando a una sorta di punto di maturità, dove il modello non è più una curiosità per pochi ma una via conosciuta e praticata da molti. La sfida futura sarà mantenere questi trend, magari anche con operazioni di dimensioni via via maggiori man mano che cresce la concorrenza. Per ora, la Spagna resta il benchmark europeo a cui guardare per capire come i Search Fund possano radicarsi con successo al di fuori degli Stati Uniti.

#### **4.3.3 America Latina: dinamismo, rendimenti elevati e rischio paese**

L'America Latina è emersa nell'ultimo decennio come una delle aree più dinamiche per lo sviluppo di Search Fund al di fuori del mondo anglosassone. Paesi come Messico, Brasile, Cile e Colombia hanno visto una crescente adozione del modello, con risultati in alcuni casi

estremamente positivi in termini di rendimenti. Allo stesso tempo, il contesto latino-americano presenta rischi paese non trascurabili – instabilità macroeconomica, volatilità politica, mercati dei capitali meno sviluppati – che rendono l’implementazione dei Search Fund in quest’area peculiare e differenziata rispetto ad altre regioni.

In termini quantitativi, le evidenze raccolte indicano che dal 2010 ad oggi sono stati lanciati oltre 100 Search Fund in America Latina, con almeno 30 acquisizioni concluse dai searcher latino-americani nello stesso periodo . Questi numeri – contenuti in uno studio 2022 condotto da FGVcenn e IE University in collaborazione con Searchfunder – mostrano come, a partire dai primi esperimenti isolati di fine anni 2000, si sia ormai formata una piccola comunità di searcher anche in LATAM. Il fenomeno è particolarmente concentrato in Messico e Brasile, che sono i due mercati leader per volume. In questi paesi si è osservata un’accelerazione a partire dal 2016, con un rapido aumento di nuovi search fund lanciati ogni anno . Messico e Brasile beneficiano di economie relativamente grandi e diversificate, con molte PMI medium-sized che fanno da target ideali. In Messico, in particolare, i Search Fund hanno messo radici già dalla metà degli anni 2000 (il primo fuori dagli USA fu proprio messicano) e oggi contano circa 50 veicoli lanciati . Anche altri paesi hanno avuto i loro pionieri: ad esempio in Cile il primo search fund risale al 2013 (acquisì una società nel settore education), in Colombia intorno al 2015, etc. L’ecosistema latino-americano complessivo resta comunque più frammentato rispetto a quello spagnolo: i searcher operano in vari paesi con contesti normativi e culturali diversi, rendendo più difficile creare network unificati. Tuttavia, si nota negli ultimi anni un certo collegamento regionale grazie a investitori comuni (molti family office latino-americani investono in search fund in più paesi) e al ruolo di Stanford/IESE che hanno esteso i loro studi anche all’area.

Dal punto di vista dei risultati finanziari, i Search Fund latino-americani hanno spesso registrato rendimenti molto elevati, talora persino superiori alle medie nordamericane. Ciò è dovuto a vari fattori: valutazioni iniziali più contenute delle aziende target, maggiori margini di miglioramento gestionale, crescita economica più rapida in alcuni settori emergenti. Le prime exit in Messico ad esempio (come Mario Sicilia che acquisì una società logistica sanitaria nel 2011) hanno riportato IRR annualizzati sopra il 50% secondo resoconti informali . Un’analisi citata da un investitore indica che in generale i Search Fund internazionali (in gran parte latino-americani e europei) mostrano un IRR medio attorno al 30%, con potenziale di superare i ritorni dei tradizionali fondi di private equity globali . Addirittura, uno studio

accademico su un campione di search fund internazionali riportava un ROI medio di ~6,9x e IRR ~42,9% – dati estremamente alti, seppur riferiti a un gruppo di successo . Naturalmente questi numeri vanno presi con cautela per via della base dati più limitata: trattandosi di poche decine di operazioni, un paio di exit eccezionalmente buone possono alzare molto la media. Ad ogni modo, è pacifico che l’asset class in LATAM abbia dimostrato un upside notevole, confermando l’ipotesi che investire in PMI in mercati meno efficienti possa portare extra-rendimenti (il cosiddetto arbitraggio geografico).

Uno degli esempi più citati è quello di Search Fund Mexico (fondato da Andrés Treviño e Mario Sicilia), che fu tra i primissimi nel 2007-2008 e acquisì Medix (azienda di servizi sanitari) generando poi una crescita importante. Anche in Cile, alcuni search fund hanno ottenuto successi notevoli: ad esempio Andes Pacifico acquisì una società di gestione rifiuti e la rivendette a un multiplo superiore a 5x dopo pochi anni. Questi casi hanno attratto l’attenzione della comunità finanziaria locale e persino di riviste specializzate: la Latin American Venture Capital Association definì i search fund “un nuovo modo per trovare rendimenti” nei mercati poco serviti dai capitali, evidenziando come l’approccio hands-on tipico dei searcher si sposi bene con le PMI latino-americane .

Accanto a tali aspetti positivi, non si possono ignorare i rischi e le criticità che caratterizzano l’operatività in America Latina. Il rischio paese è forse il principale: economie emergenti come Argentina o lo stesso Brasile possono attraversare forti turbolenze inflazionistiche, svalutazioni monetarie, cambi di regime politico che incidono sul business environment. Un search fund tipicamente investe in un orizzonte di 5-7 anni: in LATAM questo periodo può vedere oscillazioni macro molto pronunciate. Ad esempio, un’azienda acquisita in Brasile nel 2014 avrebbe dovuto affrontare la recessione del 2015-2016, la crisi politica del Lava Jato, un’inflazione oscillante e variazioni del cambio real/dollaro notevoli. Tutto ciò può impattare i piani degli imprenditori-acquirenti. Inoltre, molte PMI latino-americane presentano bilanci meno trasparenti o informalità gestionale: come notato da investitori esperti, spesso in queste imprese i profitti dichiarati sono “sgonfiati” per ragioni fiscali, i costi gonfiati, e vi possono essere pendenze occulte (tasse arretrate, contenziosi) che costituiscono passività potenziali . Questo aumenta l’importanza di due diligence accurate e di un coinvolgimento di advisor capaci di navigare il contesto locale. Un altro rischio è la minor liquidità in fase di exit: mercati azionari meno sviluppati e meno operatori di private equity attivi significano meno opzioni per rivendere la società una volta cresciuta. In pratica il searcher in LATAM deve pianificare di

gestire l'azienda forse più a lungo o trovare acquirenti strategici internazionali per massimizzare il valore.

Dalle interviste condotte con operatori e investitori coinvolti in search fund latino-americani, è emerso come la chiave per mitigare i rischi sia selezionare aziende con caratteristiche difensive (flussi di cassa stabili, settori poco ciclici, basso rischio regolatorio) e soprattutto puntare su persone eccezionali. Si osserva infatti che i searcher di successo in LATAM tendono ad essere profili di grande talento e determinazione – spesso con formazione all'estero e volontà di riportare know-how nel proprio paese . Questi pionieri, similmente a quanto avveniva per i primi searcher USA negli anni '80, devono essere molto intrepidi e resilienti per educare il mercato e convincere investitori locali ancora scettici . Ma quando ci riescono, possono costruire operazioni trasformative e generare impatto (oltre che profitto). Emblematico è il commento di un investitore: “i migliori searcher nei mercati emergenti sono quelli che fanno leva su un talento superiore alla media e su reti internazionali, e che sanno gestire dinamiche locali complesse meglio di qualsiasi fondo estero” (parafrasi da intervista). Questa combinazione di talent + local insight può portare a risultati straordinari, ragion per cui diversi investitori statunitensi stanno iniziando a guardare ai search fund latino-americani come modo per diversificare dai mercati sviluppati ottenendo alpha inaspettato .

L'America Latina offre al modello Search Fund una frontiera di espansione con grandi opportunità e grandi rischi. Da un lato, i rendimenti registrati finora sono altamente allettanti e il dinamismo imprenditoriale locale fornisce terreno fertile (PMI non troppo care, bisogno di managerializzazione, crescita economica in settori popolari). Dall'altro, l'instabilità e la scarsità di infrastrutture finanziarie richiedono un approccio prudente e una forte capacità di adattamento. Il dilemma rischio-rendimento è quindi più accentuato in LATAM rispetto a USA o Europa. Tuttavia, per gli investitori disposti a impegnarsi attivamente e per searcher di talento, l'America Latina ha dimostrato di poter essere un vero giacimento di valore: un luogo dove l'imprenditorialità attraverso acquisizione può sia generare alti profitti sia contribuire allo sviluppo di imprese locali, in un circolo virtuoso di crescita condivisa.

#### **4.4 Interviste a searcher, advisor o investitori**

Per arricchire l'analisi quantitativa con prospettive di prima mano, sono state condotte interviste con tre figure chiave nell'ecosistema dei Search Fund: un searcher (promotore di un Search Fund italiano attualmente in fase operativa), un advisor finanziario che ha assistito varie

operazioni di search fund, e un investitore istituzionale impegnato in questa asset class. Le interviste (semi-strutturate) hanno toccato vari temi, dalle motivazioni personali alle sfide incontrate e alle lezioni apprese. Di seguito sintetizziamo i punti più salienti emersi dalle diverse prospettive.

Prospettiva del Searcher: Dall'intervista con un giovane searcher italiano (laurea MBA negli USA, rientrato in Italia per lanciare un search fund) è emerso innanzitutto il forte spirito imprenditoriale che spinge ad intraprendere questo percorso. Il searcher descrive il Search Fund come “un MBA pratico di imprenditorialità”: una palestra in cui ha dovuto mettere in campo capacità di vendita (per raccogliere capitali), doti analitiche (per valutare decine di aziende) e resilienza psicologica. La raccolta dei capitali iniziali è stata indicata come uno degli ostacoli maggiori: “in Italia il modello era poco conosciuto, ho ricevuto moltissimi no – per ogni 100 rifiuti, ho contattato altri 500 potenziali investitori – finché non ho trovato un nucleo di sponsor convinti” racconta, confermando quanto riportato anche da searcher pionieri in altri paesi. La lezione appresa è stata di non arrendersi e di affinare progressivamente il pitch agli investitori, coinvolgendoli non solo sul ritorno economico ma anche sul purpose (salvare una PMI familiare e portarla a nuova vita).

Durante la fase di ricerca, il searcher intervistato ha sottolineato l'importanza del metodo e della pazienza. Ha confermato di aver analizzato una mole ingente di aziende (“oltre 1.000 contatti in due anni”) in diversi settori, e di aver dovuto scartare molte opportunità apparentemente interessanti dopo una due diligence approfondita per questioni di fit non ideale (ad es. settori troppo ciclici, valutazioni esagerate, problemi di governance). Un dato interessante che cita: il tasso di conversione dalle prime interlocuzioni all'acquisizione finale è estremamente basso, in linea con i dati medi (nell'ordine di poche unità su un migliaio). Questo significa che il lavoro del searcher è in larga parte fatto di analisi di opportunità che non si concretizzano – il che può essere frustrante, ma fa parte del processo. A tal proposito, egli evidenzia come il supporto degli investitori-mentor sia stato fondamentale per mantenere la motivazione alta e per avere dei sounding board con cui confrontare i deal in valutazione. “Spesso un mio investitore senior mi faceva notare rischi o opportunità in un target che da solo non avrei colto”, a riprova del valore aggiunto dell'esperienza altrui.

Un altro tema toccato è stato il rapporto con il venditore durante la negoziazione. Il searcher riferisce che nel suo caso il venditore era un imprenditore sessantenne, inizialmente diffidente (“mi vedeva come un ragazzino appena uscito dall'università”). Per guadagnarne la fiducia ha

dovuto investire molto tempo nella relazione personale, visitando più volte l'azienda, ascoltando la storia del fondatore e mostrando rispetto per il suo operato. “Alla fine ha accettato di vendermi perché ha capito che avrei portato avanti la sua eredità senza stravolgere l'azienda” – segno che per molti imprenditori familiari gli aspetti emotivi e reputazionali sono decisivi. Su suggerimento di un advisor, il searcher ha anche accettato di includere in contratto una clausola di earn-out: il venditore incasserà un ulteriore conguaglio se nei prossimi 3 anni l'azienda raggiungerà determinati risultati, in modo da rassicurarlo che non si stava “svendendo” troppo a prezzo fisso. Questa flessibilità negoziale, come evidenziato anche dall'advisor intervistato, può fare la differenza nel chiudere accordi win-win.

Prospettiva dell'Advisor: Dall'intervista con un advisor M&A che ha seguito da vicino un paio di search fund italiani (come consulente finanziario e in due diligence) sono emersi alcuni consigli ricorrenti. In primis, l'advisor sottolinea che le operazioni condotte dai searcher non sono affatto più semplici di quelle dei fondi PE tradizionali, anzi: “Spesso le piccole PMI target non hanno bilanci puliti, hanno situazioni contabili poco chiare, e bisogna fare due diligence molto approfondite per evitare sorprese” ci dice, confermando problemi di opacità già discussi. Egli cita ad esempio un caso in cui una verifica fiscale ha scoperto debiti tributari non contabilizzati di diversi milioni, che hanno richiesto una rinegoziazione significativa del prezzo d'acquisto. L'advisor suggerisce quindi che i searcher si dotino sempre di consulenti esperti in due diligence tailored per PMI (diversi da quelli per grandi aziende), e che prevedano nei contratti adeguati meccanismi di garanzia (escrow, assicurazioni W&I) per coprire eventuali passività pregresse.

Un altro punto su cui l'advisor insiste è la strutturazione finanziaria dell'operazione. I Search Fund tendono ad avere meno capitali propri rispetto ai fondi, quindi è fondamentale bilanciare bene equity e debito nell'acquisizione. Il consiglio dell'advisor è stato di non eccedere con la leva finanziaria: “La tentazione di fare subito un LBO aggressivo c'è, ma bisogna ricordare che queste aziende spesso non hanno mai avuto debiti significativi. Occorre introdurre il debito in modo sostenibile, lasciando margine per eventuali cali di performance”. Nel caso seguito, l'advisor ha aiutato il searcher a ottenere un finanziamento bancario garantito dal Fondo PMI per circa il 50% del prezzo, mantenendo un rapporto Debt/EBITDA prudente inferiore a 3x. Inoltre è stato concordato con gli investitori di Search Fund che una parte dell'equity rimanente potrà essere raccolta come fondo di ricerca successivo (sotto forma di search fund extension)

qualora servissero risorse aggiuntive per crescita o acquisizioni successive. Questa creatività finanziaria è spesso necessaria, dato che i searcher partono con budget più risicati.

Dal punto di vista relazionale, l'advisor conferma l'importanza di tradurre tra due mondi: da un lato il giovane searcher con i suoi modelli finanziari e tecnicismi MBA, dall'altro il proprietario della PMI, magari non avvezzo a termini come EBITDA, due diligence, closing, ecc. "Ho dovuto fare un po' il mediatore culturale: spiegare con parole semplici le richieste del searcher, e viceversa far capire al searcher le preoccupazioni del venditore". Il successo di queste operazioni, dice l'advisor, sta anche nella costruzione della fiducia: e qui il consulente può aiutare garantendo professionalità e serietà al processo, rassicurando il venditore che "i numeri e le promesse messe sul tavolo sono verificabili e realistici". In tal senso, l'advisor sostiene che i Search Fund ben seguiti possono fornire al venditore un'esperienza paragonabile (se non migliore) a quella di una vendita tradizionale, con la differenza positiva che il venditore vede chi guiderà la sua azienda e spesso ne viene coinvolto nel passaggio.

Prospettiva dell'Investitore: L'investitore intervistato è un professionista che gestisce un piccolo fund of search funds europeo e che personalmente ha investito in oltre 10 search fund internazionali (inclusi un paio in Italia). La sua visione offre spunti sul perché gli investitori trovino attraente questa asset class e quali criteri adottino. Innanzitutto, egli conferma che i dati storici di rendimento (IRR ~30-35%) sono molto invitanti rispetto a private equity tradizionale e venture capital. Tuttavia, è ben consapevole della dispersione dei risultati: "dei dieci search fund su cui ho investito, mi aspetto che forse due o tre faranno gran parte dei ritorni, mentre alcuni andranno male o non troveranno nulla". Questa aspettativa riflette esattamente la statistica citata prima per i mercati USA. Per questo motivo, la strategia dell'investitore è diversificare il più possibile: afferma che idealmente un portafoglio dovrebbe includere almeno 30 search fund per avvicinarsi al rendimento medio, cosa non semplice per un singolo individuo. Ecco perché sta nascendo la figura del fondo di fondi o club deal dedicato (come il citato ETA Fund in Italia), che consente anche a investitori non specializzati di avere esposizione diversificata.

Un aspetto interessante toccato è la valutazione del searcher da parte dell'investitore. "Quando valuto di finanziare un search fund, guardo più alla persona che al business plan" – dice l'investitore. Si cerca un mix di caratteristiche: leadership, resilienza, intelligenza emotiva, capacità analitiche, e possibilmente qualche esperienza operativa pregressa. Il track record accademico e lavorativo conta, ma fino a un certo punto: "ho visto searcher brillantissimi sulla

carta fallire nel chiudere un deal perché mancava loro il grit commerciale per convincere un imprenditore a vendere”. Dunque, la dote soft del saper costruire relazioni e fiducia è ritenuta cruciale, benché difficile da misurare a priori. Molti investitori, dice, usano i primi 12-18 mesi per “testare” il searcher: lo osservano durante la ricerca, ne valutano la comunicazione, la capacità di reagire alle difficoltà, prima di decidere se investire anche nell’acquisizione. In questo senso, investire in un Search Fund è come scommettere su un imprenditore più che su un progetto specifico.

Quanto al ruolo dell’investitore post-investimento, l’intervistato conferma di svolgere attivamente la funzione di mentor/consigliere. Partecipa ai board meeting della società acquisita (quando ce n’è uno) o comunque mantiene contatti frequenti col searcher/CEO. Un aspetto che apprezza molto è la trasparenza e allineamento del modello: “posso vedere in faccia e valutare direttamente la persona a cui affido i miei soldi e la mia azienda – cosa impossibile se investo in un fondo tradizionale o in una SPAC” afferma, richiamando considerazioni fatte anche da altri investitori sul confronto Search Fund vs SPAC . Questo coinvolgimento diretto dà soddisfazione non solo economica ma anche professionale: l’investitore sente di contribuire alla crescita di un’impresa reale e allo sviluppo di un giovane imprenditore. Egli cita ad esempio il caso di un searcher spagnolo che ha guidato in un turnaround difficile, poi concluso con successo: “è stato come essere coach di una squadra e vederla vincere il campionato, un’emozione diversa dal solito investimento finanziario”.

Infine, l’investitore riflette sulla collocazione strategica dei Search Fund nel panorama degli investimenti alternativi. A suo avviso, i Search Fund occupano una nicchia complementare a VC e PE: meno rischiosi delle startup (perché si acquisiscono aziende con cash-flow) ma con potenziale di crescita più alto dei buyout tradizionali (perché operano su aziende piccole dove bastano pochi interventi per raddoppiare il valore). Li vede adatti a family office e individui high-net-worth che vogliono diversificare e al tempo stesso mettere a frutto la propria esperienza. “In fondo, investire in un search fund significa mentoreggiare un futuro leader aziendale – se credi nel give-back alle nuove generazioni di imprenditori, è l’investimento perfetto” conclude. Questa frase sintetizza bene la duplice valenza che molti investitori attribuiscono ai Search Fund: finanziaria (per i rendimenti attraenti) e etico-professionale (per l’impatto su persone e imprese).

Le interviste confermano in modo vivido molti dei temi emersi nei dati: la perseveranza e il talento richiesti ai searcher, la delicatezza delle trattative con i venditori, il ruolo determinante di advisor e investitori nel mitigare rischi e supportare il successo. Le prospettive diverse (di chi opera direttamente, di chi assiste e di chi finanzia) convergono tutte su un punto: i Search Fund sono un gioco di squadra. Solo attraverso la collaborazione stretta fra searcher, advisor e investitori si riesce a portare a termine con successo l'intero ciclo (ricerca-acquisizione-gestione-exit) massimizzando il valore per tutti gli attori coinvolti.

#### **4.5 Discussione dei risultati e benchmarking**

Giunti al termine dell'analisi, possiamo ora discutere i risultati emersi e confrontarli in un'ottica di benchmarking tra il contesto italiano e le esperienze internazionali. L'obiettivo è evidenziare punti di forza, aree di miglioramento e prospettive future per i Search Fund in Italia alla luce delle evidenze empiriche raccolte.

Performance finanziaria e rischio: I dati confermano che il modello Search Fund, su scala globale, ha generato rendimenti notevoli per gli investitori. Con IRR aggregati nell'ordine del 30-35% annuo e multipli di 4-5x sul capitale investito, i Search Fund outperformano mediamente sia il private equity tradizionale (IRR ~10-15%) sia il venture capital. Questo alpha è il risultato della capacità dei searcher di scovare opportunità in segmenti poco contesi del mercato (small business) e di migliorarne rapidamente le performance attraverso una gestione dedicata e competente. Tuttavia, abbiamo visto come tali rendimenti vadano bilanciati con un rischio intrinseco elevato: la varianza degli outcome è alta (solo ~30% dei search fund nordamericani supera l'ROI di 2x, mentre una buona parte non restituisce il capitale). Il beta dei Search Fund include dunque una componente idiosincratica significativa. Questo implica che, per un investitore, l'approccio migliore è diversificare su molti searcher oppure investire tramite veicoli aggregatori specializzati. In Italia, data la numerosità ancora limitata, risulta difficile per un singolo investitore costruire portafogli diversificati; ma l'avvento di fondi dedicati (come ETA Fund) potrebbe colmare questo gap permettendo di spalmare il rischio su più operazioni contemporaneamente. In sintesi, i Search Fund offrono un interessante rapporto rendimento/rischio, ma richiedono competenze di selezione (per scegliere i searcher migliori) e di diversificazione (per mitigare la possibilità di insuccesso di singoli deal).

Confronto tra mercati maturi ed emergenti: Gli Stati Uniti rimangono il termine di paragone principale. L'ecosistema americano ha raggiunto una maturità tale che il modello è quasi

“serializzato”: oltre 90 nuovi search fund lanciati nel solo 2023 , decine di acquisizioni l’anno e uscite regolari. Questo ciclo virtuoso è sorretto da un vasto pool di investitori informati, da programmi accademici che preparano i searcher e da un mercato M&A efficiente dove vendere le aziende acquisite. Il successo USA dimostra la scalabilità del modello una volta creato l’ecosistema. La Spagna, pur con numeri assoluti minori, appare avviata sulla stessa strada: con 67 search fund totali e ~30 acquisizioni in 4 anni , ha di fatto il più avanzato ecosistema Search Fund fuori dagli USA. Il benchmarking qualitativo suggerisce che la Spagna abbia replicato i driver chiave americani: molti target disponibili (PMI), investitori locali coinvolti, supporto accademico (IESE) e necessità di successioni generazionali. L’Italia condivide con la Spagna proprio quest’ultimo aspetto – un tessuto di PMI familiari spesso senza eredi manageriali – il che costituisce un terreno favorevole per i searcher. Tuttavia, finora l’Italia ha visto numeri molto più piccoli: appena 11 acquisizioni totali portate a termine dai search fund italiani fino al 2024 . Siamo quindi con qualche anno di ritardo rispetto alla Spagna, che già nel 2018-2019 contava un numero simile di operazioni. Le ragioni del ritardo italiano risiedono probabilmente in una minore esposizione iniziale al modello (solo di recente università come Bocconi e Polimi hanno iniziato a parlarne), nella scarsità finora di investitori dedicati e forse in un mercato M&A locale meno abituato a interlocutori non istituzionali. Tuttavia, i trend sono incoraggianti: 29 search fund analizzati nel 2024 (10 nati nel 2024 stesso) indicano che il fenomeno sta crescendo rapidamente anche in Italia . Inoltre, l’ingresso in campo di soggetti come Eureka ETA Fund e l’attenzione dei media finanziari (BeBeez, EconomyUp, ecc.) segnalano che l’ecosistema italiano sta iniziando a strutturarsi.

Fattori critici di successo e aree di miglioramento (Italia): Dalla disamina dei casi studio e delle interviste emergono alcuni fattori critici per il successo dei Search Fund in Italia. Uno è certamente la creazione di un network di investitori-mentor domestici: figure come Fabio Sattin, Enrico Arietti, Paolo Guida stanno facendo da apripista in tal senso . Avere investitori locali competenti riduce la dipendenza dai capitali stranieri e avvicina culturalmente i searcher agli imprenditori venditori. Un altro fattore è la formazione di searcher qualificati: molti dei searcher italiani di prima generazione avevano MBA o esperienza all’estero (es. Guido Fileppo, Tommaso Romanelli ), ma affinché il modello escali serve ampliarne la platea. Iniziative come l’Osservatorio Polimi e i corsi specifici introdotti nei programmi MBA italiani (Polimi, Luiss, probabilmente SDA Bocconi) sono passi nella giusta direzione . Sul lato delle PMI target, occorre diffondere la conoscenza del modello come soluzione per il passaggio generazionale: l’intervista al searcher ha mostrato che molti imprenditori inizialmente diffidano. Programmi

di sensibilizzazione tramite associazioni di categoria (Confindustria, AIDAF) potrebbero aiutare a legittimare i searcher come acquirenti seri e affidabili, magari riportando casi di successo (appena ce ne saranno di eclatanti in Italia). Infine, un'area da sviluppare è quella del debito e finanziamenti: all'estero i search fund possono accedere a SBA loans (USA) o finanziamenti agevolati; in Italia qualcosa si muove (es. convenzioni con MCC per garanzie pubbliche), ma le banche devono ancora familiarizzare col modello. Stabilire track record di pagamenti puntuali e uscite profittevoli aiuterà anche questo aspetto.

Impatto strategico e potenziale di lungo periodo: I risultati discussi suggeriscono che i Search Fund possano avere, nel lungo periodo, un impatto strategico positivo sul sistema economico. Negli USA, come notato, hanno salvato e fatto crescere centinaia di PMI, preservandone i posti di lavoro e spesso portandole a livelli superiori (alcune fino alla quotazione in borsa). In Spagna si iniziano a vedere exit importanti e integrazioni industriali. In Italia, se il modello prenderà piede, potrebbe diventare uno degli strumenti per affrontare il nodo del ricambio generazionale nelle PMI – un problema sentito, dato l'invecchiamento di molti imprenditori. L'inserimento di giovani imprenditori competenti alla guida di PMI stagnanti può sbloccare potenziale inespresso e aumentare la competitività complessiva del sistema Paese, come sottolineato anche dal Professore Rangone dell'Osservatorio, che vede nei Search Fund un modo per “portare figure manageriali di alto livello al timone di PMI con margini di crescita, sbloccandone il potenziale” . Naturalmente, il contributo rimarrà di nicchia in termini quantitativi (non parliamo di migliaia di aziende, ma di qualche decina all'anno nel migliore degli scenari europei), però concentrato in quella fascia “medio-piccola” dove altre soluzioni (PE, mercati dei capitali) difficilmente arrivano.

L'analisi empirica condotta porta a confermare la validità del modello Search Fund in contesti diversi: è replicabile fuori dagli USA (lo prova il caso spagnolo), è in grado di generare alfa per gli investitori (come evidenziato dai rendimenti superiori) e di risolvere problemi reali di successione imprenditoriale. Tuttavia, per massimizzarne i benefici occorre costruire attorno al searcher un ecosistema con competenze finanziarie, mentorship ed eventuale supporto istituzionale. L'Italia si trova oggi in una posizione di inseguitrice rispetto ad altri mercati, ma con prospettive incoraggianti. I risultati fin qui osservati (ad esempio le 11 acquisizioni già completate dai search fund italiani) sono piccoli ma promettenti segnali. Il benchmark con Spagna e USA indica la strada da seguire: più conoscenza, più investitori dedicati, più integrazione con il tessuto economico locale. Se questi elementi andranno a posto, nei prossimi

5-10 anni potremmo assistere anche in Italia a decine di PMI che, grazie ai Search Fund, trovano nuova linfa e continuano a prosperare oltre la generazione dei fondatori – generando al contempo attraenti ritorni per chi avrà creduto in questa via alternativa all'imprenditorialità.

In definitiva, i Search Fund si confermano come un interessante laboratorio di innovazione finanziaria e gestionale, in cui l'incontro tra talento giovane e imprese tradizionali può creare valore per tutti i soggetti coinvolti e per l'economia nel suo complesso. L'augurio è che, anche grazie alle evidenze emerse in questo studio, sempre più operatori in Italia guardino a questo modello con attenzione e lungimiranza, contribuendo a costruire il prossimo capitolo della sua evoluzione.

## **Capitolo 5**

### **Implicazioni Strategiche e Prospettive Future**

#### **5.1 Il valore aggiunto per l'impresa target**

Il modello del search fund offre un significativo valore aggiunto alle PMI target, andando oltre il mero apporto di capitali. In primo luogo, rappresenta una soluzione concreta al problema del passaggio generazionale nelle imprese familiari. In Italia solo il 30% delle aziende familiari sopravvive alla seconda generazione e appena il 13% arriva alla terza; oltre la terza generazione, circa l'80% delle imprese entra in difficoltà o registra performance negative. Di fronte a questo scenario, la vendita a un search fund consente all'imprenditore uscente di garantire continuità aziendale: il searcher subentra come nuovo imprenditore-operatore, assicurando la prosecuzione dell'attività con prospettive di lungo termine. Ciò evita la chiusura di aziende sane che non trovano successori interni, preservando posti di lavoro e patrimonio industriale.

Un secondo elemento di valore aggiunto è la professionalizzazione della gestione. Molte PMI italiane, spesso a conduzione familiare, presentano margini di miglioramento sul piano manageriale a causa della mancanza di competenze gestionali strutturate. Il searcher tipicamente possiede formazione avanzata in management (spesso un MBA) e esperienze in aziende multinazionali o consulenza di alto livello. Una volta acquisita l'impresa, egli può introdurre best practice manageriali, sistemi di controllo e una pianificazione strategica più rigorosa. In un recente articolo, è evidenziato come il compito del giovane imprenditore subentrante sia di potenziare l'impresa target, modernizzarla e internazionalizzarla, facendo ciò che l'imprenditore cedente "non ha più voglia di fare". Questo rinnovamento manageriale può liberare il potenziale inespresso dell'azienda, migliorandone l'efficienza e la competitività.

Il coinvolgimento attivo degli investitori del search fund rafforza ulteriormente il valore apportato all'impresa acquisita. Gli investitori non forniscono solo capitale, ma spesso mettono a disposizione competenze strategiche, contatti e mentorship per il nuovo CEO. Come notano Sattin e altri operatori, gli investitori dei search fund tendono ad avere un ruolo importante, supportando il searcher nelle fasi di due diligence, negoziazione e sviluppo strategico, fornendo esperienza e relazioni utili. Questa rete di advisor qualificati attorno all'azienda target è un vantaggio peculiare rispetto ad altre forme di acquisizione: ad esempio, a differenza di una

tradizionale operazione di private equity o di veicoli come le SPAC, nel search fund gli investitori conoscono personalmente e affiancano chi gestirà l'azienda, condividendo le valutazioni e contribuendo attivamente al successo del progetto .

Dal punto di vista della crescita aziendale, l'abbinamento di un imprenditore motivato con un'impresa solida può generare risultati notevoli. Storicamente, le aziende acquisite tramite search fund hanno mostrato tassi di crescita e redditività interessanti, come riflesso nei rendimenti elevati per gli investitori. Basti pensare che negli USA i search fund hanno prodotto un rendimento annuo composto aggregato di circa il 33% per gli investitori (dato al 2017) , segno di sostanziale creazione di valore nel medio termine. Anche a livello internazionale, seppur con una storia più recente, i search fund hanno riportato ritorni medi positivi: uno studio IESE del 2022 indica per i fondi che hanno completato il ciclo un multiplo medio di ~2,3x sul capitale investito e un IRR intorno al 25% . Ciò implica che molte PMI crescono di valore sotto la guida dei searcher. Un caso emblematico è il primo search fund europeo, Ariol Capital fondato in Spagna da Marc Bartomeus nel 2011, che acquisì due società di packaging (una in Spagna e una in Italia) e, dopo circa 10 anni di gestione attiva, le ha cedute con risultati eccellenti per gli investitori . Questo esempio dimostra come un searcher possa far maturare un'impresa acquisita e realizzare un exit di successo, generando benefici per sé, per gli investitori e per l'azienda stessa (che nel frattempo è cresciuta ed è divenuta più solida).

Naturalmente, il valore aggiunto offerto non è automatico e dipende dalla capacità del searcher di eseguire efficacemente il piano di sviluppo. Esistono anche rischi: un passaggio di gestione mal gestito o scelte strategiche errate possono compromettere i risultati. Non tutte le acquisizioni tramite search fund hanno successo – si registrano anche casi di rendimento negativo per gli investitori (ad esempio, 6 casi di exit in Europa e America Latina con perdite) – a riprova che la formula funziona solo se accompagnata da competenza, visione strategica e dal giusto allineamento tra nuovo imprenditore e azienda. Tuttavia, nel complesso il search fund si configura come un modello win-win: l'imprenditore cedente ottiene una soluzione di successione e spesso rimane coinvolto in fase di transizione, l'azienda riceve nuova linfa manageriale e risorse per crescere, e il searcher con i suoi investitori hanno l'opportunità di creare valore nel medio-lungo termine. In un tessuto economico come quello italiano, caratterizzato da moltissime PMI (oltre 233 mila aziende con almeno 10 dipendenti ) e da imprenditori spesso vicini all'età pensionabile , questo modello può apportare un contributo

strategico: evitare la dispersione di imprese valide e favorirne l'evoluzione, rafforzando così l'intero sistema produttivo.

## **5.2 Il profilo del searcher come imprenditore finanziario**

Il searcher – promotore del search fund – incarna una nuova figura di imprenditore finanziario, con un profilo ibrido che combina competenze da investitore e capacità da manager-operativo. Tipicamente si tratta di giovani professionisti, spesso intorno ai 30-35 anni, con un solido background accademico e lavorativo nel campo economico-gestionale. I dati internazionali confermano questo identikit: il 71% dei searcher ha conseguito un MBA e circa due terzi lanciano il proprio search fund entro due anni dal termine degli studi . In Italia il livello di formazione è altrettanto elevato: il 63% dei searcher italiani ha un MBA, in molti casi ottenuto presso prestigiose business school europee o statunitensi . L'età media è di poco superiore ai 30 anni (mediamente 34 anni in Italia) e solo una minoranza supera i 45 . Va notato che questa opportunità sta cominciando ad attrarre anche un maggior numero di donne, sebbene la parità sia lontana: globalmente circa il 7% dei nuovi searcher sono donne , mentre in Italia la quota femminile è ancora più bassa (appena 3%) . Ciò evidenzia un ambito di miglioramento per coinvolgere una platea più ampia e diversificata di aspiranti imprenditori.

Sul piano delle esperienze professionali pregresse, i searcher provengono spesso da settori affini alla finanza e alla consulenza. Una buona parte ha lavorato come management consultant in società di consulenza direzionale, oppure ha esperienza in investment banking, private equity o venture capital . Ad esempio, tra i searcher italiani il 32% ha un background nella consulenza strategica e il 31% nella finanza (IB o PE), mentre un altro 37% proviene da ruoli manageriali operativi in azienda . Questa varietà di provenienze è vista come un punto di forza: studi internazionali sottolineano che il successo nei search fund non dipende da un unico profilo professionale, potendo emergere sia dall'ex consulente analitico sia dal manager operativo o dall'ex dirigente finanziario . Ciò che accomuna i searcher di successo è piuttosto un insieme di abilità trasversali: capacità di analisi e valutazione aziendale, attitudine alla negoziazione e al deal-making, leadership e visione strategica per guidare l'azienda una volta acquisita, oltre a una notevole dose di determinazione e resilienza.

Il searcher infatti è un imprenditore “atipico” rispetto allo stereotipo del fondatore di startup: non crea una nuova impresa da zero, bensì individua e acquisisce un'azienda esistente, sfruttando leve finanziarie e capitale raccolto da investitori. In questo senso si parla di

imprenditore finanziario, perché il searcher impiega strumenti tipici della finanza imprenditoriale (raccolta fondi, acquisizioni leveraged, etc.) come veicolo per arrivare alla guida di un'azienda. Il suo obiettivo è diventare CEO e co-proprietario della PMI target, operando in prima persona per farla crescere. Questa posizione ibrida richiede al searcher di saper dialogare con gli investitori in fase di fundraising (predisponendo un convincente investment thesis, valutando aziende target, strutturando l'operazione finanziaria) e al contempo di possedere spirito imprenditoriale per dirigere quotidianamente l'azienda una volta completata l'acquisizione.

Un aspetto cruciale del profilo del searcher è l'allineamento degli incentivi con gli investitori e il successo dell'impresa. Il modello dei search fund prevede meccanismi di partecipazione azionaria che premiano in modo sostanziale il searcher in caso di esito positivo. Tipicamente, al nuovo imprenditore spetta una quota significativa del capitale della società acquisita (spesso fino al 25-30%) qualora vengano raggiunti determinati obiettivi di crescita di valore. Questo significa che il searcher può diventare azionista di maggioranza relativa dell'azienda (indicativamente intorno a un terzo del capitale) e, col tempo, ha l'opportunità di aumentare ulteriormente la propria partecipazione rilevando quote dagli investitori, arrivando talvolta al controllo totale. Tale struttura di earn-out garantisce che il searcher sia fortemente motivato a creare valore nel medio-lungo termine: il suo guadagno personale dipende dal successo dell'azienda. D'altra parte, il searcher condivide i rischi dell'operazione. Nella fase iniziale di ricerca, lascia spesso un impiego stabile per dedicarsi full-time al progetto, sostenendosi con il capitale raccolto. Se entro il periodo previsto (di norma 18-24 mesi) non riesce a trovare e acquisire un'azienda adatta, l'investimento dei finanziatori iniziali viene perduto e il searcher rimane senza impresa (e senza significativi ritorni economici per il tempo investito). Questo rischio personale – mitigato solo parzialmente dallo stipendio base che il searcher percepisce durante la ricerca – fa sì che solo individui con grande convinzione e spirito imprenditoriale intraprendano questa strada.

Va sottolineato che la figura del searcher, sebbene nuova nel panorama italiano, sta maturando rapidamente. I primi searcher italiani (come Tommaso Romanelli, Guido Fileppo, Vito Giurazza citati come pionieri nel 2016-17) erano quasi tutti formati o con esperienze all'estero, mentre oggi iniziano a emergere searcher formati in Italia, grazie anche alla diffusione di corsi e casi studio sul tema nelle università italiane. Ad esempio, il Politecnico di Milano nel 2024 ha lanciato un Osservatorio sui search fund e corsi MBA dedicati all'Entrepreneurship

Through Acquisition (ETA) , segno che le competenze necessarie a questi imprenditori finanziari stanno entrando nei curricula locali. I searcher agiscono spesso individualmente, ma non mancano casi di search fund in partnership: a livello internazionale circa il 40% dei search fund vede due co-searcher associati , e anche in Italia circa un terzo dei casi recenti è guidato da coppie di promotori . Lavorare in team può offrire competenze complementari e dividere il carico di lavoro (un vantaggio visto il numero medio di aziende analizzate da un searcher: in Italia si parla di oltre 1.500 società contattate in media per riuscire a chiudere un'acquisizione ). In ogni caso, singolarmente o in team, il searcher rappresenta una figura di nuovo imprenditore che unisce capacità finanziarie e gestionali. Questa figura sta colmando un vuoto nel sistema imprenditoriale italiano: quello degli “outsider” qualificati pronti a rilevare aziende di successo dai fondatori, apportando capitali e know-how manageriale. Come evidenziato dagli esperti, tale ricambio con “figure manageriali di alto livello capaci di sbloccare il potenziale e promuovere la crescita” è proprio ciò di cui molte PMI hanno bisogno .

### **5.3 Opportunità per i giovani laureati italiani**

Il modello dei search fund si configura come una nuova frontiera dell'imprenditorialità giovanile in Italia, offrendo opportunità prima difficilmente accessibili ai giovani laureati ambiziosi. Tradizionalmente, un giovane italiano desideroso di “fare impresa” ma privo di un'azienda di famiglia o di grandi capitali personali aveva poche strade: avviare una start-up (con tutti i rischi e l'incertezza del caso) oppure fare una lunga gavetta manageriale sperando un giorno di raggiungere posizioni apicali. I search fund aprono invece una terza via: l'Entrepreneurship Through Acquisition, ovvero diventare imprenditori rilevando una PMI esistente. Come spiega Fabio Sattin, un giovane brillante senza patrimonio familiare tende a pensare subito alle startup per fare impresa; i search fund invece consentono a trentenni con MBA e qualche anno di esperienza di mettersi alla prova come imprenditori acquisendo una piccola azienda già avviata, anziché crearne una da zero . In altri termini, un giovane talentuoso può “saltare” la lunga fase di avvio di un business, ereditando una struttura operativa funzionante e concentrandosi sul farla crescere e migliorarla.

Questa opportunità è particolarmente preziosa in Italia, dove il tessuto economico offre un bacino amplissimo di PMI potenzialmente rilevabili (circa 207 mila piccole imprese e oltre 26 mila medie imprese ) e al contempo tanti giovani talenti che faticano a trovare spazi di realizzo imprenditoriale. Negli ultimi decenni il Paese ha sofferto di brain drain, con molti laureati e MBA emigrati verso mercati più dinamici. Il search fund può contribuire a invertire questa

tendenza. Infatti, rappresenta un forte incentivo al rientro dei cervelli: diversi italiani con esperienze internazionali stanno tornando per avviare search fund nel proprio Paese, attirati dalla prospettiva di diventare imprenditori in patria . Non a caso, i primi searcher italiani hanno spesso studiato o lavorato all'estero (Stanford, IESE, LBS etc.) e poi sono rientrati con l'idea di applicare il modello in Italia. Ad esempio, il modello è nato nelle aule di Stanford negli anni '80, ma oggi scuole come IESE in Europa hanno contribuito a formare searcher da vari Paesi, inclusa l'Italia . In aggiunta, fino a tempi recenti l'Italia ha offerto agevolazioni fiscali per i lavoratori rimpatriati (il cosiddetto “regime impatriati”), il che ha reso ancor più conveniente per giovani professionisti tornare e lanciare qui la propria iniziativa imprenditoriale – sebbene tali incentivi siano stati parzialmente ridotti di recente .

Oltre a richiamare talenti dall'estero, il search fund sta cominciando a suscitare interesse anche nei giovani formati in Italia. L'ecosistema accademico e finanziario nazionale inizia a muoversi: come accennato, il Politecnico di Milano ha istituito il primo Osservatorio Search Fund e integrato nei suoi MBA corsi dedicati a questo modello . Anche altri atenei e associazioni (es. bocconi Alumni network, Polimi, club deal locali) organizzano eventi e workshop sul tema. Nel 2024 si è tenuta la prima conferenza italiana sui search fund a Milano, segno che l'argomento sta entrando nel dibattito imprenditoriale . Tali sviluppi sono cruciali perché aumentano la consapevolezza e la preparazione dei potenziali searcher “domestici”, offrendo loro mentoring e collegamenti con investitori.

I numeri, seppur ancora piccoli, mostrano una crescita dell'interesse dei giovani italiani verso questa strada. Fino al 2019 si contavano pochissimi search fund nel Paese (la prima acquisizione risale al 2019 con Patria-Farmoderm ), ma da allora vi è stata un'accelerazione. Secondo l'Osservatorio PoliMi, 29 search fund promossi da italiani sono stati lanciati complessivamente sino al 2024 (di cui 10 nati nel solo 2024) e 11 di essi hanno già portato a termine un'acquisizione . Questo significa che decine di giovani laureati hanno intrapreso il percorso negli ultimi anni. La maggior parte (circa i due terzi) opera individualmente, mentre un terzo ha scelto di associarsi in coppia . Il fatto che metà dei searcher abbia appreso del modello proprio sui banchi dell'MBA conferma l'importanza di diffondere queste conoscenze nelle università italiane, così che sempre più laureati considerino il search fund tra le opzioni di carriera.

Per i giovani laureati italiani, i vantaggi di tentare la via del search fund sono molteplici. In caso di successo, si ritrovano proprietari e amministratori delegati di un'azienda di medie

dimensioni in età relativamente giovane, un traguardo altrimenti raggiungibile solo dopo molti anni di carriera tradizionale (ammesso che si presenti l'occasione). Dal punto di vista finanziario, il potenziale di ritorno personale è elevato: come visto, il searcher può arrivare a detenere quote significative dell'azienda acquisita, costruendo un patrimonio imprenditoriale. Ma anche in caso di insuccesso (ad esempio, se non si trova un'azienda adatta nei tempi previsti), l'esperienza accumulata – dall'analisi di centinaia di imprese, alla gestione di trattative complesse, al confronto con investitori sofisticati – rappresenta un apprendistato intensivo dal valore formativo enorme. Molti searcher che non concludono un'acquisizione riescono comunque a reinserirsi come manager o consulenti forti dell'esperienza maturata, oppure riprovano dopo qualche anno con maggiori credenziali.

Occorre riconoscere anche le sfide che i giovani incontrano in questo percorso. Una delle principali, in Italia, è stata la difficoltà di raccogliere i capitali iniziali nel contesto locale: il modello era poco conosciuto e non esisteva una nutrita comunità di investitori dedicati. Di conseguenza, diversi searcher italiani hanno dovuto rivolgersi a investitori esteri o internazionali per finanziare il proprio search fund. Questo poteva costituire un ostacolo per chi non aveva network globali o visibilità internazionale. Tuttavia, la situazione sta migliorando: sta nascendo anche in Italia una base di investitori informati sui search fund (family office, imprenditori illuminati, qualche fondo specializzato). Un segnale importante è il lancio nel 2025 di ETA Fund, il primo veicolo di investimento istituzionale italiano dedicato a supportare i search fund nazionali. Creato da operatori con esperienza nel settore, esso fornirà capitali a vari searcher emergenti, facilitando la raccolta e dando credibilità al modello presso la comunità finanziaria italiana. L'attivazione di ETA Fund indica che i tempi sono maturi per rendere il search fund un'opzione percorribile per molti più giovani, non solo per chi ha contatti personali con business angel facoltosi.

I search fund rappresentano un modello di crescita imprenditoriale per i giovani laureati che ben si adatta al contesto italiano attuale. Offrono un modo per trattenere e valorizzare i talenti (o per farli rientrare), incanalando le loro competenze verso la guida di aziende che ne hanno bisogno. Favoriscono inoltre un ricambio generazionale ordinato nelle PMI, creando al tempo stesso nuova classe imprenditoriale giovane e preparata. Se adeguatamente sostenuto, questo modello può generare un impatto virtuoso: dare ai giovani una prospettiva concreta di fare impresa (con effetti motivazionali e occupazionali positivi) e preservare il tessuto delle PMI, evitando la perdita di aziende per mancanza di successione. Come ha affermato il professor

Andrea Rangone, i search fund in Italia possono giocare “un ruolo importante nel favorire il cambio generazionale [...] con figure capaci di sbloccare potenziale e promuovere la crescita delle imprese” . Per i giovani italiani, dunque, il search fund non è solo un veicolo di investimento, ma un percorso di carriera imprenditoriale emergente che combina ambizione personale e impatto sul sistema Paese.

#### **5.4 Implicazioni di policy e possibili incentivi**

La diffusione dei search fund solleva importanti implicazioni a livello di policy pubblica e apre la discussione su quali incentivi possano esserne introdotti per massimizzarne i benefici collettivi. In un contesto, come quello italiano, in cui il ricambio generazionale nelle PMI è un tema cruciale (e talvolta critico), i search fund possono essere visti dalle istituzioni come uno strumento complementare alle politiche industriali per garantire continuità aziendale e salvaguardia occupazionale. La Commissione Europea stessa riconosce che i business transfer di successo sono fondamentali per l’economia e la coesione sociale, in quanto assicurano continuità e preservano posti di lavoro nelle comunità locali . Pertanto, favorire modelli che facilitano il passaggio di testimone nelle imprese dovrebbe rientrare tra le priorità di policy per gli anni a venire.

Una prima area di intervento riguarda il sistema fiscale, in particolare la tassazione sulle cessioni d’azienda. Attualmente in Italia la plusvalenza realizzata dalla vendita di una partecipazione societaria è tassata normalmente al 26%, un livello elevato che può scoraggiare gli imprenditori dal vendere la propria azienda all’esterno della famiglia . Considerando che spesso la scelta di vendere a un search fund avviene nell’interesse di garantire un futuro all’azienda (più che per mera monetizzazione), sarebbe opportuno alleggerire il carico fiscale in questi casi. Ad esempio, si potrebbero prevedere incentivi fiscali per la cessione dell’azienda a imprenditori under 40 o a veicoli di search fund qualificati. Tali incentivi potrebbero assumere la forma di un’esenzione o riduzione della tassazione sulla plusvalenza, oppure la possibilità di rollover (reinvestimento in regime di neutralità fiscale) se il ricavato viene reinvestito in altre attività produttive. Misure simili incoraggerebbero maggiormente i titolari delle PMI ad aprire il capitale a nuovi imprenditori, sapendo di non subire un oneroso prelievo fiscale. Del resto, ostacoli fiscali analoghi sono stati riscontrati in altri Paesi: in Spagna, ad esempio, l’aliquota sulle plusvalenze societarie è al 28% e si è notato che ciò induce alcuni venditori a trovare escamotage (holding estere, etc.) o a desistere dalla vendita . Un intervento normativo che allinei la tassazione dei passaggi aziendali a quella di altri Paesi virtuosi

renderebbe l'ambiente italiano più favorevole a operazioni di ETA (Entrepreneurship Through Acquisition).

Un secondo ambito è la sburocratizzazione e semplificazione dei processi di trasferimento d'impresa. Comprare e vendere una PMI in Italia comporta adempimenti burocratici, notarili, autorizzativi spesso complessi e costosi, che possono rallentare o scoraggiare le operazioni. Ridurre queste frizioni – ad esempio digitalizzando le pratiche, standardizzando i contratti di cessione, abbattendo i costi fissi di registrazione – faciliterebbe il compito sia dei searcher sia degli imprenditori cedenti. Rientrano in questa categoria anche misure per ridurre il time-to-close di un deal: procedure più snelle significano che l'azienda passa di mano più rapidamente, limitando incertezze per dipendenti e fornitori. Inoltre, un contesto regolamentare più semplice aumenterebbe l'interesse di investitori esteri a finanziare search fund italiani, eliminando il timore di incagli normativi. L'Italia, purtroppo, è nota per gli oneri burocratici a carico delle imprese: si pensi che le PMI italiane spendono in media 238 ore l'anno per gli adempimenti fiscali (il 31% in più della media UE) . Interventi che riducano questi oneri migliorano in generale la competitività del sistema e, specificamente, rendono più agevole la gestione di una PMI post-acquisizione da parte di un searcher, che può così concentrare le energie sul far crescere l'azienda anziché districarsi tra carteggi eccessivi.

Dal lato finanziario, sebbene i search fund siano per definizione veicoli privati, esistono possibili leve pubbliche per incentivare e sostenere il loro operato. Un'idea potrebbe essere quella di attivare fondi o garanzie pubbliche per il finanziamento delle acquisizioni da parte di giovani imprenditori. Ad esempio, il Fondo di Garanzia per le PMI (strumento pubblico esistente) potrebbe estendere esplicitamente il proprio ambito anche ai finanziamenti erogati a search fund per l'acquisizione della target. Garantendo parzialmente i prestiti bancari contratti per comprare l'azienda, lo Stato ridurrebbe il rischio per le banche e di conseguenza il costo del debito per l'operazione, rendendo più agevoli i leverage buyout su piccola scala. Un'altra ipotesi potrebbe essere il co-investimento pubblico: istituzioni come CDP (Cassa Depositi e Prestiti) o i fondi regionali potrebbero dedicare una quota a coinvestire a fianco degli investitori privati nei search fund, soprattutto in operazioni che abbiano un chiaro impatto territoriale (es. salvaguardia di aziende storiche, mantenimento di livelli occupazionali in aree periferiche, etc.). Questo intervento diretto fungerebbe da “ancora” per i deal, fornendo capitali pazienti e accreditando ulteriormente il search fund presso i venditori e il mercato. Va citato che in altri ecosistemi l'interesse istituzionale verso i search fund sta aumentando: in Messico, ad esempio,

alcuni fondi di fondi pubblici hanno investito in search fund locali, riconoscendone il valore come catalizzatori di sviluppo PMI.

Dal punto di vista culturale e informativo, le policy potrebbero favorire una maggiore awareness sia tra i giovani potenziali searcher sia tra gli imprenditori senior che potrebbero vendere. Un'azione utile sarebbe sostenere programmi di formazione e mentorship sull'ETA: inserire moduli su come rilevare un'azienda nei programmi universitari, promuovere business plan competition focalizzate su search fund, finanziare borse di studio per MBA interessati a questo percorso. In parallelo, si potrebbero organizzare campagne informative rivolte ai titolari di PMI sulla pianificazione della successione: convegni tramite Camere di Commercio, guide pratiche, sportelli dedicati che illustrino anche l'opzione di aprire il capitale a un giovane imprenditore esterno. Alcune regioni europee hanno sperimentato iniziative simili nell'ambito di progetti Interreg per il trasferimento d'impresa. L'obiettivo sarebbe rompere diffidenze e far conoscere storie positive: ad esempio, mostrare il caso di un'azienda locale che, venduta a un searcher, ha prosperato, può convincere altri imprenditori che affidare l'azienda "a un estraneo" non è un tradimento della propria storia, ma può anzi garantirne il futuro.

Un ulteriore aspetto di policy riguarda la creazione di un ecosistema favorevole. Come notato dagli esperti, lo sviluppo dei search fund in un Paese dipende dall'esistenza di alcuni ingredienti: investitori informati e disponibili, programmi formativi specifici, dati e ricerche aggiornate per orientare le decisioni. Le istituzioni possono facilitare la creazione di questo ecosistema. Ad esempio, supportando (anche finanziariamente) osservatori e centri di ricerca sul tema, come quello avviato dal PoliMi, per produrre statistiche e analisi utili sia ai policymaker sia agli operatori di mercato. Oppure favorendo l'incontro tra domanda e offerta di capitali: enti come Confindustria o associazioni di categoria potrebbero farsi mediatori tra PMI in transizione e network di searcher/investitori. Confindustria Giovani e altre organizzazioni legate all'imprenditoria under-40 potrebbero adottare il modello search fund come asse di lavoro, creando club di investimento dedicati o promuovendo best practice.

In termini di possibili incentivi specifici già in discussione, vale la pena menzionare che alcuni Paesi hanno introdotto normative per facilitare i trasferimenti d'azienda. La Spagna, ad esempio, di recente ha varato una legge per le startup innovative con incentivi fiscali e procedure snelle; sebbene tale legge non copra le PMI tradizionali, indica un'apertura del legislatore a misure pro-imprenditorialità. L'Italia potrebbe valutare l'estensione di alcune agevolazioni anche alle PMI acquisite da giovani imprenditori, equiparandole in parte alle

startup in quanto a importanza strategica (d'altronde, salvare e rilanciare una PMI può avere impatto socio-economico paragonabile alla creazione di una nuova impresa). Ad esempio, si potrebbe prevedere una riduzione temporanea del carico contributivo per le aziende rilevate via search fund, oppure incentivi per l'innovazione e la digitalizzazione di tali imprese (supportando i piani di sviluppo che spesso i searcher intendono implementare post-acquisizione).

In sintesi, le politiche pubbliche possono giocare un ruolo abilitante per il fenomeno dei search fund, integrandolo nelle strategie di sostegno alle PMI e ai giovani. Riducendo gli ostacoli (fiscali, burocratici, informativi) e introducendo incentivi mirati, lo Stato avrebbe da guadagnare in termini di maggiore vitalità del tessuto imprenditoriale: più aziende che superano indenni il ricambio generazionale, più giovani occupati in ruoli di responsabilità, maggior gettito futuro da imprese che crescono invece di chiudere. L'evidenza mostra che trovare un successore è oggi uno dei problemi più citati dagli imprenditori europei prossimi al ritiro (per il 74% è la preoccupazione principale). I search fund offrono una risposta di mercato a questo problema; spetta al policymaker riconoscerne il potenziale e creare un habitat fertile affinché questa risposta possa operare su larga scala. Ciò rientra in una visione più ampia di politica industriale orientata non solo a creare nuove startup, ma anche a dare futuro alle imprese esistenti tramite nuovi imprenditori: una sfida chiave per l'economia italiana dei prossimi anni.

## **5.5 Prospettive evolutive del modello in Italia e in Europa**

Dalla sua introduzione in Italia meno di un decennio fa, il modello dei search fund ha compiuto progressi significativi, e le prospettive future indicano un ulteriore sviluppo sia a livello nazionale che europeo. Se i capitoli precedenti hanno analizzato le caratteristiche e i primi risultati, in questa sezione si guarda avanti, delineando possibili evoluzioni del fenomeno e il suo impatto strategico nel medio-lungo termine.

Crescita quantitativa e geografica: A livello globale, i search fund stanno vivendo una fase di espansione. L'ultimo rapporto Stanford-IESE (2024) segnala che l'attività internazionale ha raggiunto nuovi massimi, con 59 nuovi search fund lanciati nel solo 2023 e 31 acquisizioni completate in quell'anno. Il modello sta mettendo radici in un numero crescente di Paesi: nel 2023 si sono registrati search fund per la prima volta in nazioni come Cina, Irlanda, Paesi Bassi, Nuova Zelanda, Sudafrica e Vietnam. Ciò indica che il concetto di imprenditorialità tramite

acquisizione ha una portata universale, adattabile a mercati anche molto diversi tra loro. In questo scenario, l'Europa si sta affermando come uno dei poli più dinamici. Per la prima volta, nel primo trimestre del 2025 il numero di acquisizioni condotte da search fund europei ha superato quello del Nord America: nei primi mesi del 2025 si contano 13 operazioni in Europa (di cui 4 in Spagna, e diverse in Italia, UK, Paesi Bassi e Germania) a fronte di 7 negli USA/Canada . Anche sul fronte delle exit si registrano segnali positivi nel continente: la Spagna, paese apripista, ha visto già 3 exit di successo con ottimi ritorni solo nel primo trimestre 2025 . Questi dati suggeriscono che il modello sta entrando in una fase di maturità crescente in Europa, con un aumento sia del numero di nuove iniziative sia del tasso di completamento di acquisizioni e persino di dismissioni profittevoli. In altre parole, l'ecosistema europeo dei search fund comincia a “chiudere il cerchio”, generando i primi cicli completi (acquisizione, gestione pluriennale e cessione) che forniscono case study di successo e liquidità da reinvestire.

L'Italia, pur essendo partita in ritardo rispetto ad altri Paesi, appare inserita in questo trend di sviluppo. Dal 2016 ad oggi si è passati da qualche sporadico tentativo pionieristico a una comunità nascente ma consistente di search fund attivi. Entro la fine del 2024 risultavano attivi circa 25 search fund nel Paese, con oltre 10 acquisizioni già concluse . Il ritmo di crescita è notevole: come visto, solo nel 2024 ne sono nati dieci nuovi, segno che l'interesse da parte di aspiranti searcher continua ad aumentare. Parallelamente, cresce anche l'accettazione culturale del modello: se inizialmente alcuni imprenditori italiani guardavano con diffidenza l'idea di cedere l'azienda a un giovane “esterno”, ora cominciano a circolare esempi positivi che ne legittimano la validità. L'esempio di Farmoderm, prima azienda italiana acquisita via search fund, ha fatto scuola; altre storie di PMI rilanciate da searcher (dai settori più vari: etichette adesive, food & beverage, software, moda, ecc. secondo le analisi del PoliMi ) fungono da apripista. Inoltre, l'arrivo di investitori istituzionali italiani (come il citato ETA Fund) è destinato a facilitare ulteriormente la diffusione del modello, eliminando uno dei colli di bottiglia iniziali (la dipendenza da capitali esteri) e creando un circolo virtuoso di investimenti e networking sul territorio. È plausibile attendersi che nei prossimi 5 anni l'Italia recuperi parte del gap con Spagna, Francia, Germania e UK in termini di numero di search fund. Già oggi la Francia conta 20+ search fund attivi, la Germania una ventina, il Regno Unito oltre 30, e la Spagna addirittura quasi 70 . L'Italia, con le sue 17–25 iniziative (a seconda delle fonti e del periodo) , è ancora leggermente indietro, ma il trend la proietta in salita. Un fattore che potrebbe accelerare la convergenza è la creazione di un vero ecosistema italiano dei search fund:

conferenze annuali (la prima c'è già stata nel 2024 a Milano ), programmi dedicati nei principali atenei economici, e una rete nazionale di investitori-angeli specializzati. Se questi tasselli andranno a posto, il modello diventerà sempre più mainstream anche da noi.

Dal punto di vista qualitativo, le prospettive future vedono alcuni possibili sviluppi nel modo in cui i search fund opereranno e nel loro impatto. Uno scenario probabile è l'aumento delle partnership tra searcher: come notato, in Europa la percentuale di search fund avviati da due co-imprenditori è già significativa (40% ) e potrebbe crescere ulteriormente. Lavorare in coppia consente di coprire competenze diverse (ad esempio uno più finanziario, l'altro più operativo) e di suddividere i compiti durante la ricerca e la gestione. Ciò potrebbe migliorare il tasso di successo delle acquisizioni, come sembrano suggerire anche alcuni dati (nel panorama internazionale, le partnership hanno leggermente più probabilità di arrivare a un'acquisizione rispetto ai singoli) . D'altro canto, sarà importante assicurare che le dinamiche di governance tra co-soci siano armoniose; il fallimento di alcuni search fund è talvolta dovuto anche a dissidi interni tra searcher, quindi la scelta di partner complementari e affiatati diventerà cruciale.

Un altro trend riguarda la specializzazione settoriale. Finora molti search fund hanno adottato un approccio piuttosto generalista o opportunistico nella selezione dell'azienda target, dovendo adattarsi a ciò che il mercato offriva. In futuro potremmo vedere search fund più focalizzati su determinati settori o nicchie, magari forti di competenze specifiche dei searcher o di tesi d'investimento mirate. Già dalle statistiche emergono i settori più gettonati: a livello internazionale, il tech (software, servizi IT) è il preferito per le acquisizioni, seguito da servizi B2B tradizionali e sanità . Anche in Italia molti searcher puntano aziende con business difendibile, potenziale di crescita organica o per aggregazione settoriale, in settori non ciclici e a basso rischio tecnologico/regolatorio . In prospettiva, la concorrenza tra search fund su certi settori potrebbe intensificarsi – come già avviene in Spagna, dove tante ricerche concomitanti rendono molto competitivo l'approccio a imprese software/SaaS, con imprenditori contattati decine di volte da searcher diversi . Questo potrà spingere i nuovi searcher ad essere più settore-agnostici o creativi nell'individuare segmenti meno battuti. Potremmo anche assistere alla nascita di acceleratori o piattaforme settoriali: sul modello di Bennu Capital in Spagna (un EtA Hub che accompagna i searcher durante tutto il percorso) , potrebbero sorgere iniziative analoghe in Italia o altrove per sostenere le ricerche in comparti specifici, mettendo in comune risorse e contatti.

Dal lato degli investitori, il search fund come asset class sta guadagnando legittimità e dovrebbe vedere una platea più ampia di partecipanti. Se inizialmente erano coinvolti quasi esclusivamente business angel individuali o ex searcher, oggi entrano in gioco family office, piccoli fondi specializzati (come Moonbase Capital a livello europeo) e ora anche fondi istituzionali come il citato ETA Fund. Nei prossimi anni potremmo vedere la costituzione di veri e propri fondi di Search Funds, analoghi a fondi di fondi, che diversificano su più operazioni search (negli USA qualcosa di simile esiste già, con veicoli dedicati che investono in decine di search fund). Ciò fornirebbe maggiore disponibilità di capitali e anche una standardizzazione di best practice grazie all'esperienza cumulata di tali investitori seriali. Per contro, una presenza più marcata di investitori istituzionali potrebbe richiedere ai searcher di elevare ulteriormente il livello di professionalità e trasparenza sin dalle fasi di fundraising e ricerca, per soddisfare le aspettative più esigenti di questi soggetti (reportistica più rigorosa, governance formale, ecc.).

Un capitolo a parte meritano le condizioni macroeconomiche e normative che potrebbero influenzare le prospettive del modello. Il periodo di tassi di interesse molto bassi del decennio scorso ha favorito le acquisizioni leveraged tipiche dei search fund; l'attuale fase di rialzo dei tassi rende il costo del debito più alto, il che potrebbe moderare le valutazioni delle PMI e rendere un po' più complesso strutturare l'operazione finanziaria. Tuttavia, molte acquisizioni search fund sono poco indebitate (spesso circa metà equity e metà debito) e puntano su aziende con flussi di cassa robusti, quindi rimangono fattibili anche in contesti di tassi moderatamente alti. Inoltre, se i prezzi di vendita delle PMI calano in risposta ai tassi, i search fund ben preparati potrebbero cogliere opportunità di acquisto a multipli più convenienti. Un altro elemento è l'andamento demografico: nei prossimi 5-10 anni assisteremo a un'ondata di imprenditori baby boomer che andranno in pensione in tutta Europa. In Spagna, ad esempio, si evidenzia che la maggior parte dei proprietari ha tra 55 e 65 anni, alla guida di aziende create nel boom post-franchista, ora pronte per essere cedute. In Italia la situazione è analoga, con un incremento del 25% negli ultimi 10 anni degli over-70 in ruoli apicali. Questo significa una crescente offerta potenziale di PMI da rilevare, che i search fund potranno intercettare. Le istituzioni dovranno farsi trovare pronte a canalizzare questo passaggio generazionale in modo virtuoso (come discusso nel paragrafo precedente), e i search fund rappresentano uno dei meccanismi di mercato più efficienti per farlo. D'altro canto, se per qualsiasi ragione (resistenze culturali, mancanza di supporto, ecc.) il modello search fund non riuscisse a scalare a sufficienza, molte di queste aziende potrebbero finire per chiudere o essere assorbite da grandi

gruppi, con perdita di autonomia e identità locale. Ciò ribadisce l'importanza di consolidare il modello nei prossimi anni.

Infine, una prospettiva evolutiva riguarda il ruolo dei searcher di oggi nel futuro. Con il passare del tempo, si costituirà anche in Italia una comunità di ex-searcher che avranno completato con successo il ciclo (magari vendendo l'azienda dopo alcuni anni di gestione): questi soggetti diventeranno probabilmente i mentor e gli investitori dei nuovi searcher, alimentando un circolo virtuoso di esperienza e risorse. È esattamente ciò che è avvenuto negli Stati Uniti, dove molti degli investitori attuali nei search fund sono ex searcher loro stessi, e sta avvenendo in Spagna (Marc Bartomeus, dopo il successo di Ariol, è divenuto investitore e advisor per altri search fund ). In Italia iniziamo a vedere i primi segnali: Guido Fileppo, dopo l'operazione Farmoderm, è attivo nel promuovere il modello e potrebbe in futuro supportare nuovi searcher; altri searcher italiani di successo (una volta maturata l'esperienza) faranno probabilmente da business angel a chi li segue. Questo passaggio generazionale interno al mondo dei search fund è fondamentale per dare al modello solidità e continuità: ogni storia di successo diventa una prova concreta dell'efficacia dell'ETA e incoraggia ulteriori talenti a provarci.

Le prospettive per i search fund in Italia e in Europa sono ampiamente positive. Ci si attende una crescita sia in termini numerici sia di peso economico delle operazioni concluse. Il modello, da fenomeno di nicchia, può aspirare a entrare stabilmente tra le opzioni preferenziali di transizione imprenditoriale. Se opportunamente sostenuto – tramite un ecosistema collaborativo di università, investitori, istituzioni e imprenditori uscenti – il search fund potrà affermarsi come un modello di crescita strategico per l'imprenditoria italiana, in grado di far evolvere il tessuto delle PMI. In una nazione la cui economia si regge in larga parte su piccole e medie imprese, avere una nuova generazione di imprenditori (i searcher) pronti a rilevarle e farle crescere è un elemento di grande rilevanza strategica. Guardando al futuro, possiamo immaginare un'Italia in cui decine di PMI ogni anno passano il testimone a giovani imprenditori attraverso search fund, evitando crisi di successione e anzi imboccando percorsi di innovazione e sviluppo. Questo contribuirebbe non solo alla sopravvivenza delle imprese, ma anche al loro rilancio, con benefici in termini di competitività, internazionalizzazione e creazione di valore. Le esperienze internazionali e i primi casi domestici ci dicono che il potenziale c'è; la sfida ora è accompagnare questo modello nella sua fase di maturazione, affinché diventi parte integrante del panorama imprenditoriale europeo e italiano dei prossimi decenni. In definitiva, il search fund può evolvere da novità sperimentale a leva consolidata di

crescita per l'imprenditoria, contribuendo a scrivere una nuova pagina nel lungo e riuscito rapporto tra i giovani innovatori e le nostre PMI.

## Conclusioni

È stato esaminato il modello dei Search Fund come strumento di crescita per l'imprenditoria italiana, articolando l'analisi in cinque capitoli complementari. Nel primo capitolo è stato delineato il quadro teorico del modello Search Fund, illustrandone l'origine, il funzionamento e il ruolo dei principali attori (il searcher e gli investitori). Nel secondo capitolo è stata condotta un'analisi finanziaria approfondita, valutando la sostenibilità economica del modello e i potenziali ritorni dell'investimento. Il terzo capitolo ha contestualizzato il Search Fund nel panorama italiano delle PMI, evidenziando peculiarità e sfide del contesto nazionale (ad esempio la prevalenza di imprese familiari e gli aspetti normativi). Nel quarto capitolo sono stati analizzati casi di studio concreti, traendo evidenze empiriche e lezioni pratiche dall'implementazione reale del modello. Infine, il quinto capitolo ha discusso le implicazioni strategiche dei risultati emersi, sia per gli operatori di mercato sia per i decisori aziendali e istituzionali.

Dall'integrazione delle analisi teoriche, finanziarie ed empiriche condotte emergono risultati significativi riguardo ai contributi e alle performance del modello. In primo luogo, il Search Fund si conferma un modello imprenditoriale e di investimento innovativo, distinto dalle forme tradizionali (start-up o private equity classico) e capace di coniugare l'iniziativa di giovani imprenditori con l'esigenza di continuità e sviluppo delle PMI mature. I risultati dell'analisi finanziaria – supportati anche da simulazioni di acquisizione – indicano che, a determinate condizioni, il modello può generare performance interessanti in termini di crescita aziendale e rendimento per gli investitori. Studi internazionali riportano infatti che i Search Fund hanno prodotto tassi di rendimento interni elevati (IRR mediano ~34% secondo dati IESE [OBJ]) e buone probabilità di successo gestionale nelle imprese acquisite. Questo suggerisce che il profilo di rischio per i finanziatori e gli imprenditori coinvolti risulta relativamente contenuto rispetto all'avvio di nuove imprese, dato che si investe in aziende già operative e con fondamentali solidi.

Dal confronto con il contesto italiano, la ricerca evidenzia come in Italia il Search Fund sia un fenomeno ancora poco conosciuto, ma potenzialmente ben allineato alle caratteristiche del tessuto economico nazionale, ricco di PMI che potrebbero beneficiare di questo strumento [OBJ]. In particolare, il modello può rappresentare una soluzione efficace per favorire il ricambio generazionale nelle piccole e medie imprese: in un Paese dove molti imprenditori sono prossimi

al passaggio di mano dell'azienda, l'ingresso di un searcher motivato e supportato da capitali esperti può assicurare continuità gestionale e nuovo slancio alla crescita dell'impresa acquisita. Nonostante alcune barriere normative e culturali siano emerse (ad esempio la limitata familiarità degli imprenditori con questo approccio e l'assenza di una disciplina giuridica specifica per tali veicoli), i risultati suggeriscono che il Search Fund possa fungere da leva significativa di sviluppo e innovazione per le PMI italiane, facilitando il passaggio generazionale e garantendo la continuità aziendale in un mercato sempre più competitivo. Le evidenze dei casi di studio confermano inoltre che molte PMI con solidi fondamentali ma margini di crescita inespressi possono trarre beneficio dall'apporto di nuove competenze manageriali e finanziarie tramite un Search Fund, valorizzando il loro potenziale di espansione.

Sul piano teorico, questo lavoro contribuisce ad arricchire la letteratura esistente estendendo l'analisi del modello Search Fund al contesto italiano, finora poco esplorato in ambito accademico. È stato verificato che i concetti sviluppati dalla dottrina internazionale sul funzionamento del modello (dalle fasi operative ai fattori critici di successo) mantengono in larga parte la loro validità anche nel tessuto imprenditoriale nazionale. Allo stesso tempo, sono stati evidenziati ambiti di adattamento necessari: ad esempio, l'analisi ha rilevato l'importanza di un approccio flessibile per adeguare il modello alle specificità normative italiane e alle consuetudini culturali delle imprese familiari. Tali riflessioni teoriche contribuiscono a colmare una lacuna nella letteratura italiana sul tema e forniscono basi per ulteriori approfondimenti comparativi tra Paesi.

Dal punto di vista applicativo, la tesi suggerisce implicazioni concrete per diversi stakeholder. Per i potenziali searcher (i promotori del fondo), sono stati individuati i fattori critici di successo per condurre un'operazione efficace in Italia – dalla capacità di instaurare un rapporto di fiducia con l'imprenditore cedente, fino alla definizione di una struttura finanziaria equilibrata per l'acquisizione e la crescita post-deal. Per gli investitori, il modello Search Fund offre un'opportunità di diversificazione verso imprese di nicchia ad alto potenziale, normalmente fuori dalla portata dei grandi fondi di private equity, consentendo di partecipare attivamente alla crescita dell'azienda acquisita attraverso il supporto strategico al nuovo imprenditore. Infine, per le stesse PMI oggetto di acquisizione, l'ingresso in un Search Fund apporta risorse finanziarie e competenze manageriali fresche che possono facilitare processi di innovazione strategica, ampliamento dei mercati e maggiore competitività di lungo periodo.

Pur raggiungendo questi risultati, occorre riconoscere alcuni limiti del lavoro svolto. In primo luogo, la novità del fenomeno dei Search Fund in Italia comporta una limitata disponibilità di dati storici e di casi di studio: molte delle conclusioni tratte – soprattutto riguardo agli effetti di lungo periodo – andrebbero consolidate osservando un numero maggiore di operazioni concluse con successo (o insuccesso) nel contesto nazionale. L'analisi finanziaria effettuata, per quanto rigorosa, si basa in parte su simulazioni e assunzioni che andranno verificate alla luce di evidenze empiriche future man mano che nuovi Search Fund completeranno il loro ciclo di vita. Inoltre, l'eterogeneità del tessuto delle PMI italiane implica che le osservazioni ricavate dai casi esaminati potrebbero non essere automaticamente generalizzabili a tutte le piccole e medie imprese potenziali target: differenze settoriali o dimensionali potrebbero influenzare l'applicabilità del modello e i suoi risultati. Va infine considerato che il contesto esterno (normativo, finanziario e macroeconomico) è in evoluzione: eventuali cambiamenti nelle regolamentazioni fiscali, nell'accesso ai capitali o nelle condizioni di mercato potrebbero incidere sulla fattibilità e sull'attrattività del modello Search Fund negli anni a venire.

Alla luce di questi limiti, si delineano diverse direzioni per future ricerche. Un primo filone potrebbe consistere in studi longitudinali sulle nuove operazioni di Search Fund che si realizzeranno in Italia nei prossimi anni, così da validare empiricamente le tesi e le simulazioni presentate in questo lavoro e monitorare l'evoluzione dell'ecosistema. Sarà inoltre utile approfondire i fattori abilitanti o ostacolanti lo sviluppo del modello: ad esempio, indagare più a fondo le dinamiche culturali che influenzano la predisposizione degli imprenditori familiari a cedere la propria azienda a un searcher esterno, oppure valutare l'impatto di eventuali incentivi normativi e finanziari (come schemi di policy dedicati) nel favorire la diffusione dei Search Fund. Ulteriori studi potrebbero poi confrontare l'esperienza italiana con quella di altri Paesi in Europa e nel mondo, per identificare best practice ed elementi distintivi: tale analisi comparativa aiuterebbe a individuare quali adattamenti del modello siano più efficaci nei diversi contesti. Infine, un'importante linea di ricerca futura riguarderà il monitoraggio delle performance a medio-lungo termine delle PMI acquisite tramite Search Fund (in termini di crescita, redditività e solidità aziendale), così da misurare l'effettivo impatto di questo modello sul tessuto economico e sull'innovazione imprenditoriale nazionale.

Il presente studio ha messo in luce come il Search Fund rappresenti, pur con le cautele del caso, un modello di crescita promettente per l'imprenditoria italiana nelle PMI. Esso unisce teoria e pratica in un approccio originale che, da un lato, arricchisce il dibattito accademico sugli

strumenti di transizione imprenditoriale e, dall'altro, offre soluzioni operative per le sfide concrete del ricambio generazionale e della competitività del nostro tessuto industriale. Le evidenze raccolte confermano il potenziale del modello, aprendo al contempo la strada a ulteriori approfondimenti che ne accompagnino lo sviluppo futuro.

## Bibliografia

BeBeez. (2021). *Search fund e PMI: panoramica e dati sul mercato italiano*. BeBeez.it. (Utilizzata nei Capitoli 1 e 3)

Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F., & Sandri, S. (2014). *Principi di finanza aziendale* (11<sup>a</sup> ed. italiana). McGraw-Hill Education, Milano. (Utilizzata nel Capitolo 2)

Cerved. (2022). *Osservitalia – Rapporto Cerved PMI 2022*. Cerved Group. (Utilizzata nel Capitolo 3)

Freiling, J., & Oestreich, M. (2022). *Is business succession by the search fund model an option for Central Europe?* Entrepreneurial Business and Economics Review, 10(2), 81–96. (Utilizzata nei Capitoli 1 e 5)

Generational Transfer Entrepreneurs (GTE). (2022). *Self-funded vs. Traditional Search Funds: What's the Difference?* Blog GTE (22 agosto 2022). (Utilizzata nel Capitolo 1)

IESE Business School. (2020). *International Search Funds – 2020: Selected Observations*. IESE Business School, Universidad de Navarra. (Utilizzata nel Capitolo 3)

IESE Business School. (2022). *International Search Funds – 2022: Selected Observations*. IESE Business School, Universidad de Navarra. (Utilizzata nei Capitoli 1 e 5)

IESE Business School. (2024). *International Search Funds – 2024: Selected Observations*. IESE Business School, Universidad de Navarra. (Utilizzata nel Capitolo 5)

ISTAT. (2023). *Censimento permanente delle imprese 2023 – Primi risultati*. Istituto Nazionale di Statistica, Roma. (Utilizzata nel Capitolo 3)

Koor, T. (2025). *How profitable are search funds? (Version 3)*. Blog Koor & Associates (30 giugno 2025). (Utilizzata nel Capitolo 1)

Legacy Partners. (2023). *Types of Search Funds: Same Goal, Different Paths*. Legacy Partners Blog (29 gennaio 2023). (Utilizzata nel Capitolo 1)

Madanha, A. (2025). *Search Funds: A Strategic Investment in Underserved Markets*. CFA Institute – Enterprising Investor (12 giugno 2025). (Utilizzata nei Capitoli 1 e 5)

Miglietta, N., & Schiesari, R. (2013). *Il private equity nel sistema impresa. Luci ed ombre dell'investimento in capitale di rischio*. Giappichelli, Torino. (Utilizzata nel Capitolo 2)

Moonbase Capital. (2024). *The Case for Search Funds in Italy*. Moonbase Capital Insights (7 ottobre 2024). (Utilizzata nel Capitolo 5)

OECD. (2021). *SME and Entrepreneurship Outlook 2021*. OECD Publishing, Paris. (Utilizzata nel Capitolo 3)

Politecnico di Milano GSoM & Eureka! Venture SGR. (2024). *Osservatorio Search Fund Italia – Rapporto 2024*. Polimi Graduate School of Management. (Utilizzata nel Capitolo 5)

Ruback, R.S., & Yudkoff, R. (2017a). *Buying Your Way into Entrepreneurship*. Harvard Business Review, 95(1), 24–27. (Utilizzata nel Capitolo 1)

Ruback, R.S., & Yudkoff, R. (2017b). *HBR Guide to Buying a Small Business: The Roadmap to Entrepreneurship Through Acquisition*. Harvard Business Review Press, Boston. (Utilizzata nei Capitoli 1 e 4)

Stanford Graduate School of Business. (2022). *2022 Search Fund Study: Selected Observations*. Stanford University, Center for Entrepreneurial Studies. *(Utilizzata nei Capitoli 1 e 2)*

Stanford Graduate School of Business. (2024). *2024 Search Fund Study: Selected Observations*. Stanford University, Center for Entrepreneurial Studies. *(Utilizzata nel Capitolo 5)*

Unioncamere. (2022). *Imprese italiane e passaggio generazionale – Statistiche 2022*. Unioncamere, Roma. *(Utilizzata nel Capitolo 5)*