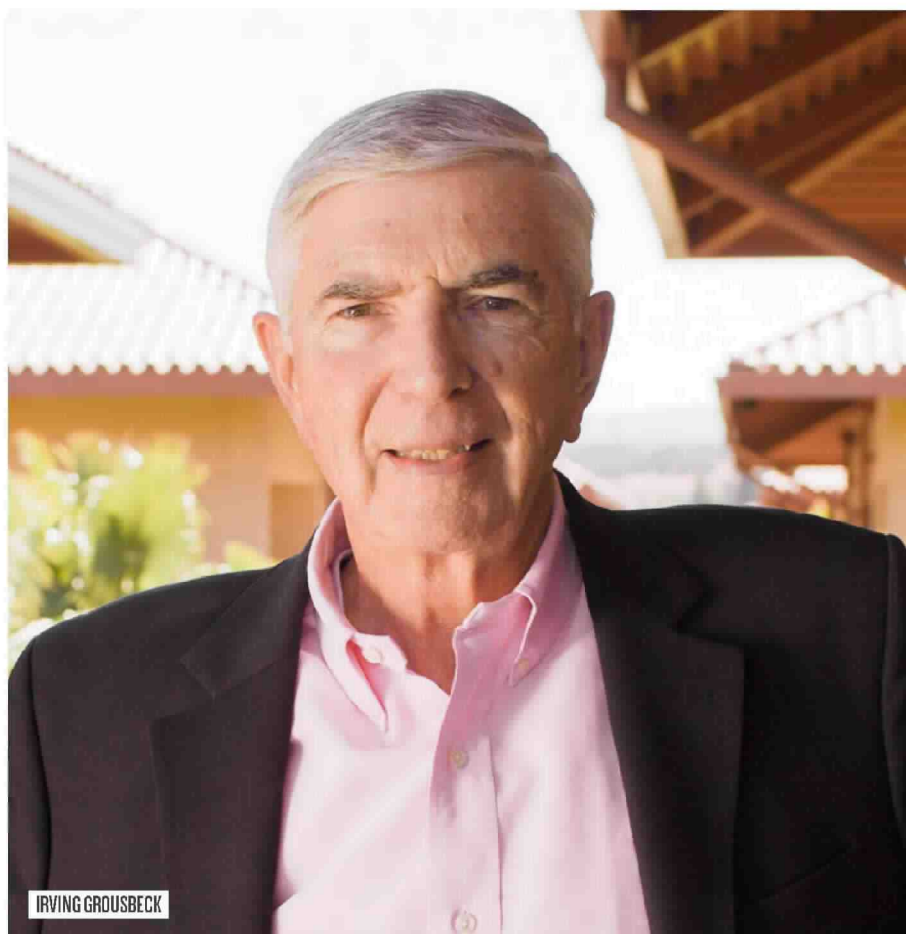


SCATTA L'ORA DEI SEARCH FUND

Sono veicoli di investimento in cui si finanzia direttamente un giovane imprenditore che compra una piccola azienda. In Italia ne sono stati lanciati otto in due anni

di laura morelli



IRVING GROUSBECK

I

n principio era il fondo chiuso lo strumento principe per svolgere investimenti in private equity. Poi i tempi sono cambiati. Il mercato è cambiato. E le criticità e rigidità di questo tipo di strumento, soprattutto riguardo alle tempistiche, lo hanno reso meno adatto al mercato moderno. Di certo non si è estinto e probabilmente non lo farà, ma accanto ad esso negli ultimi vent'anni sono apparse altre forme di investimento alternative come le spac o i club deal, solitamente importate in Italia dagli Stati Uniti. Nel 2019 è il turno dei search fund, un veicolo di investimento che sta piacendo molto in Italia tanto che in due anni ne sono nati almeno otto. Secondo gli esperti sono particolarmente adatti al nostro sistema imprenditoriale. Ma ad attirare saranno i redimenti che possono superare il 30% di Irr.

VEICOLI AD PERSONAM

Il concetto di search fund è stato coniato per la prima volta nel 1984 da **Irving Grousbeck**, professore all'Università di Stanford, che assieme al ricercatore **Jim Southern** ha creato il primo esemplare, Nova Capital. Come spiega a MAG **Fabio Sattin**, presidente e socio fondatore di Private Equity Partners e professore a contratto di Private equity e Venture capital dell'Università Bocconi, i search fund sono «veicoli di investimento attraverso cui un pool di investitori fornisce risorse direttamente ad aspiranti imprenditori, i quali cercano

la società target da acquisire, in genere una piccola o media azienda, che successivamente gestiscono in prima persona e fanno crescere nel tempo».

All'inizio, aggiunge, «questi strumenti sono nati avendo come soggetti promotori studenti MBA che hanno limitata e a volte anche nulla esperienza imprenditoriale ma che sono desiderosi di mettersi in gioco. Successivamente il modello è diventato più popolare, soprattutto a partire dal 2000, e oggi coinvolge sempre di più anche manager con consolidata esperienza».

A livello globale, secondo i dati raccolti da *Searchfunder.com*, esistono 986 veicoli di questo tipo (le *spac* nate dal 2003 a oggi sono 230, per fare una comparazione). Tra Stati Uniti e Canada, dalla nascita al 2017, questi veicoli hanno realizzato investimenti per 924 milioni di dollari, generando un valore aggregato per gli investitori di 5,7 miliardi. In Europa oggi si contano un centinaio di *search fund* sempre secondo le rilevazioni di

8

I search fund
italiani

Searchfunder.com, di cui 30 in Regno Unito e 25 in Spagna.

A dare una spinta allo strumento negli ultimi anni sono stati soprattutto i ritorni.

Stando a una ricerca condotta da **Antonio Molinari**, laureatosi in Bocconi con una tesi sui *Search Fund*, dal 2017 al 2018 i *search fund* europei hanno registrato un *Irr* del 33,3% (28,4% se escludiamo i primi tre e 27,4% se escludiamo i primi cinque, un dato in crescita rispetto al triennio precedente, pari a 17,4%). L'*Irr* realizzato dai *private equity* italiani che hanno investito in società con fatturato inferiore ai 50 milioni è stato del 13,6%. Certo, come osserva Sattin, «è correlato al maggior rischio assunto investendo in una piccola impresa ma questi importantissimi ritorni sono un forte incentivo per gli investitori».

OTTO VEICOLI

In Italia, l'ultimo in ordine di tempo ad aver lanciato un

“

I FATTORI CRITICI DI SUCCESSO SONO QUINDI MOLTO SIMILI A QUELLI DELLE OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY, QUANTUNQUE, COME SI DICEVA, QUI SI ADOTTA UN APPROCCIO MOLTO PIÙ INDUSTRIALE E ORIENTATO AL MEDIO LUNGO PERIODO

”

search fund di diritto italiano è **Toby Sacchi Clarence-Smith**, affiancato da *Dla Piper*. Battezzato *CS Investimenti*, il veicolo è sostenuto da un gruppo di 16 investitori, soprattutto *family office* internazionali e da fondi di *private equity* statunitensi, spagnoli e tedeschi. *Sacchi Clarence-Smith* ha un passato come co-founder di *Petsy.mx*, una delle principali piattaforme di e-commerce per prodotti per animali domestici del Messico. Il primo *search fund* in Italia è stato invece *Maestrale Capital*, lanciato nel febbraio 2017 da **Vito Giurazza**, già executive director nel dipartimento *m&a* di *JP Morgan* e ha lavorato come consulente per *Bain & Company*. Poi è stata la volta di *Tre Cime Capital* lanciato inizialmente in Spagna, e poi tornato in Italia, da **Tommaso Romanelli**, manager che si è

SEARCH FUND	PROMOTORI
Ariol Capital	Marc Bartomeus
Augusta capital	Pietro Paolo Paci
Cs Investimenti	Toby Sacchi Clarence-Smith
Maestrale Capital	Vito Giurazza
Patria Private Capital	Guido Fileppo
Sprint Capital	Manuel Piccinato
Tre Cime Capital	Tommaso Romanelli

Fonte: Università Bocconi/Molinari

formato nella Silicon Valley lavorando nel settore delle rinnovabili (ha guidato la Makani Power, poi acquisita da Google X). A finanziarlo sono stati investitori come **Daniele Benatoff**, gestore di hedge fund ed ex Goldman Sachs, **Paolo Guida**, manager del settore delle startup, oltre a imprenditori americani come **Bill Egan**, fondatore della multinazionale Alta Communications e tra i venture capitalist più noti negli Usa. A seguire, rileva l'Università Bocconi, sono nati Sprint Capital, promosso da **Manuel Piccinato**, Augusta capital, lanciata da **Pietro Paolo Paci**, Ariol Capital, promosso in Spagna da **Marc Bartomeus** e Patria Private Capital, che vede come promotore **Guido Fileppo**, un MBA presso INSEAD e un master in finanza dalla London School of Economics, e investitori fra cui **Roberto Italia**, Eisvogel group e **Marco Ariello** di Syntegra Capital.



FABIO SATTIN

IL FUNZIONAMENTO

Nel dettaglio, ad avviare l'entità legale del search fund e iniziare il fundrasing tra gli investitori sono i futuri manager-promotori. Le somme richieste ai circa 10-15 investitori – solitamente family office oppure operatori di private banking – sono contenute, dai 200mila ai 650mila dollari totali per un ticket medio di 25mila dollari, emerge dalla ricerca di Molinari, in quanto funzionali a finanziare la prima fase di ricerca della potenziale acquisizione (c.d. search capital), quindi a coprire i costi amministrativi, organizzativi, di due

diligence e un minimo di remunerazione del promotore. «Al pool di investitori viene poi riservato il diritto, una volta identificata la potenziale acquisizione, di effettuare, pro quota, l'investimento a supporto dell'acquisizione a condizioni prestabilite»

spiega Sattin. La ricerca della target, solitamente piccole e medie imprese in bonis con una size media di 2 milioni di ebitda e un fatturato di 10-20 milioni, avviene

924

MILIONI \$

Gli investimenti generati in Usa e Canada al 2017

mediamente in 18-24 mesi. Così come in una spac, «l'investimento, una volta identificato, dovrà essere a loro sottoposto per approvazione finale», osserva il professore. L'Università di Stanford, in una ricerca del 2016, ha stimato un 73% di casi

di riuscita dell'operazione di acquisizione della target. In caso contrario la somma può essere persa in quanto non viene identificata una target. Una volta trovata la target, che viene pagata normalmente abbastanza poco stanti le piccole dimensioni e quindi la

986

I veicoli a livello globale

scarsa concorrenza da parte di altri potenziali acquirenti (il prezzo medio è di circa 4 volte l'Ebitda rispetto ai 6-10x del private equity), è il momento di gestirla. «In questa fase le skills del manager sono fondamentali per la corretta gestione dell'azienda che è comunque supportata dall'expertise e dal network degli investitori, che solitamente sono singoli o entità già da tempo sul mercato e con grande competenza», spiega Sattin. I search fund, in questo senso, possono essere anche tematici coinvolgendo investitori, ad esempio famiglie, del settore dove si andrà a cercare la società da acquisire, e in quanto di matrice spesso "industriale", come nel caso di molti "family offices", possono

33,3

%

L'irr ottenuto
nel biennio
2017-18

anche scegliere di non vendere l'azienda e rimanere nel tempo come azionisti per poi magari quotarsi in Borsa. «È quindi un processo molto industriale, in cui si può ridare nuova linfa imprenditoriale e creativa a realtà

che altrimenti rischierebbero il declino. E in Italia società in queste condizioni ce ne sono purtroppo moltissime», spiega Sattin. L'holding period non è quasi mai stabilito a priori, la media è di sette anni e l'exit può avvenire secondo le classiche modalità del private equity. «Ma molti non hanno nemmeno un'exit, in realtà – osserva il professore – dipende dal fondo e dalla tipologia dei suoi investitori. L'aspetto interessante è che c'è molta flessibilità e si possono creare strutture aventi obiettivi e modalità operative anche molto diverse tra loro».

TERRENO FERTILE

I rischi ovviamente ci sono, così come in tutti gli investimenti «I fattori critici di successo sono quindi molto simili a quelli delle operazioni di private equity, quantunque, come si diceva, qui si adotta un approccio molto più industriale e orientato al medio lungo periodo», nota Sattin, che aggiunge: «È comunque essenziale, oltre a comperare bene e a negoziare al meglio le condizioni dell'acquisto, che manager-promotori siano persone competenti, motivate e soprattutto caratterizzate da elevata attitudine imprenditoriale e di

orientamento ai risultati. Qui ci si deve "sporcare le mani", con grande umiltà, dedizione e spirito di sacrificio. Ma i risultati, alla fine, posso essere estremamente positivi a tutti i livelli».

Un'altra caratteristica di questo strumento è che va incontro alle esigenze degli investitori che sempre più spesso richiedono un qualche tipo di "coinvolgimento" nella realizzazione degli investimenti e soprattutto la possibilità di potere decidere se effettuarlo o meno una volta che viene identificato ed a loro presentato. Inoltre questo strumento trova in Italia un terreno fertile di almeno 15mila pmi che rispondono ai requisiti dimensionali dei search fund e che si trovano in una fase delicata, spesso di ricambio generazionale, ma sono fuori dai radar dei private equity classici. «Lo strumento ha quindi grandissime potenzialità – nota Sattin – in particolare nel nostro Paese in quanto molto adatto a supportare la delicata fase del passaggio generazione con riferimento alle piccole o piccolissime aziende. In sostanza, un modo molto intelligente ed efficace per creare velocemente nuova imprenditorialità, "saltando" la delicata e rischiosa fase dello startup (qui si tratta di aziende che, quantunque piccole, hanno già un business model

chiaro e funzionante), seguendo e rispettando le logiche di mercato, e senza ricorrere a sistemi di assistenzialismo, che in molti casi si sono rivelati poco efficaci se non addirittura controproducenti». ■

“

AL POOL DI INVESTITORI VIENE POI RISERVATO IL DIRITTO, UNA VOLTA IDENTIFICATA LA POTENZIALE ACQUISIZIONE, DI EFFETTUARE, PRO QUOTA, L'INVESTIMENTO A SUPPORTO DELL'ACQUISIZIONE A CONDIZIONI PRESTABILITE

”

4X

Il prezzo medio
delle aziende
acquisite