

START UP

Search fund, investitori privati a sostegno dei nuovi imprenditori

Sbarca in Italia lo strumento di finanza alternativa che consente a manager giovani e motivati di rilevare un'azienda grazie all'aiuto di un club di soggetti selezionati. È già stata conclusa la prima operazione. Negli Usa in 20 anni generato un valore aggregato pari a 5,7 miliardi

di Francesca Vercesi



Creare nuove imprese e nuovi imprenditori dovrebbe essere uno dei principali obiettivi dell'agenda economica di un Paese. In un contesto come quello italiano, caratterizzato da molte imprese medio-piccole spesso in fase di ricambio generazionale, consentire a chi ha le competenze e il coraggio di acquisirle, per poi guidarle e svilupparle, può risultare una strada nuova. Per creare nuova imprenditorialità e rinnovare il tessuto economico. Così, sono arrivati anche in Italia i search fund, strumenti di finanza alternativa particolarmente adatti a rispondere alle esigenze di creazione di una nuova classe imprenditoriale giovane. Massimo 35 anni. In sintesi, si tratta di veicoli d'investimento per aspiranti imprenditori finanziati con search capital (in genere 400-450 mila euro), fornito da un selezionato pool di investitori, per la ricerca di una piccola o media impresa (target) da acquisire con nuovi fondi degli investitori (acquisition capital) – e un pò di leva finanziaria – e poi gestire per lo sviluppo e la crescita. Gli Stati Uniti, in materia, fanno scuola. Tanto che, nati alla Stanford University alla fine degli anni '80, in questi vent'anni tra Usa e Canada hanno già mosso investimenti in equity per circa 924 milioni di dollari, generando un valore aggregato per gli investitori di 5,7 miliardi di dollari. «Sono veicoli di investimento che consentono ad aspiranti imprenditori di cercare delle opportunità di investimento, in genere piccole o medie aziende da acquisire e successivamente gestire e fare crescere», spiega **Fabio Sattin**, presidente di Private Equity Partners e professore di private equity alla Bocconi, che li ha studiati e analizzati.

Le fasi principali del progetto

C'è una prima fase preliminare non vincolante di presentazione, «in cui il searcher si presenta e descrive il suo progetto, i costi previsti della fase search, i settori economici di ricerca della target e i suoi parametri economico-finanziari, il mix di acquisition capital e leva finanziaria prevista, la modulazione dell'equity package del searcher, il privilegio per gli investitori (step-up e liquidation preference). Documento principale qui è il private placing memorandum, cui seguono le promesse (non vincolanti) degli investitori al search capital», spiega **Marco Franzini**, partner



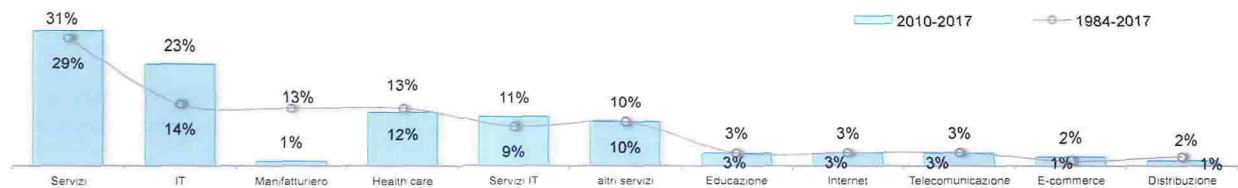
“ Sono veicoli che consentono ad aspiranti imprenditori di cercare delle opportunità ”

FABIO SATTIN,

PRIVATE EQUITY PARTNERS

di Eversheds Sutherland. Franzini, all'interno dello studio legale, sei anni fa ha dato vita a un team che si focalizza su operazione di banking e private equity. Continua: «si procede poi con una fase contrattuale di ricerca, che inizia con la stipula dell'accordo di investimento tra investitori e searcher per la disciplina dei rispettivi diritti e obblighi durante la fase di search della target e la relativa corporate governance: gli investitori sottoscrivono e versano le loro quote di search capital e il searcher si impegna a gestire (amministratore unico) il veicolo search fund per la ricerca della target e la preparazione della proposta di business combination. Vengono anche meglio definiti – sia pure in mondo non ancora vincolante – gli aspetti economici relativi in particolare all'equity e salary package del searcher e ai diritti di step-up e liquidation preference degli investitori», precisa l'avvocato. Infine c'è la fase di business combination, «dove (valutata positivamente la due diligence sulla target e approvata l'acquisizione proposta dal searcher anche con una lettera di intenti con i venditori per la compravendita di target), si sviluppa un pacchetto documentale così strutturato: nuovo accordo di investimento e corporate governance relativo alla combined entity (search fund + target); statuto sociale per la disciplina degli strumenti finanziari degli investitori e del searcher, con il suo 25% della combined entity che si veste per un terzo all'acquisizione, per un terzo in funzione temporale della sua carica di amministratore delegato e per l'ultimo terzo in funzione del ritorno per gli investitori all'exit (Irr). Lo statuto disciplina, oltre a corporate governance, step-up e liquidation preference degli investitori

Le industries



15.000

PMI italiana

Sono circa 15 mila le società italiane che rispondono ai requisiti dimensionali delle target dei search fund

78%

Investimenti nelle PMI

Il 78% degli investimenti del PE italiano sono stati fatti in società con fatturato inferiore ai 30 milioni

49.7%

Necessità passaggi generazionali

La percentuale dei soggetti a capo delle aziende familiari con età superiore ai 60 anni è il 49.7%, di cui metà sopra i 70

e vesting dell'equity del searcher, anche la circolazione delle partecipazioni sociali (lock-up, prelazione, co-vendita, trascinamento...). E ancora, service agreement, per disciplinare la fidelizzazione del searcher nel ruolo di CEO (pacchetto salariale, previsioni di garden leave, good leaver, bad leaver); stock purchase agreement per la compravendita di target, incluse previsioni su dichiarazioni, garanzie e obblighi di indennizzo dei venditori, modalità di pagamento del prezzo, con pagamenti differiti (vendor loan) o in funzione dei risultati futuri (earn-out); contratto di finanziamento, per la leva finanziaria a suppor-

Nel grafico sopra, le industries in cui sono state acquisite le società target dei search fund

Fonte: IESE and Stanford Search Funds Report, ricerca Osservatorio AUB su Aziende Familiari

to del progetto. È previsione normale la fusione post acquisizione del search fund nella target, per avvicinare il debito dell'acquisizione alla fonte di generazione dei ricavi. Infine, gli accordi put&call, non sempre necessari spesso comunque auspicabili per la risoluzione di conflitti di disallineamento di interessi, quando gli investitori ritengano ormai compiuto il loro percorso – e vogliano liquidare il loro investimento – e il searcher invece intenda proseguire il suo progetto imprenditoriale».

La vicenda italiana

Quando si parla di search funds non si parla dunque dell'avvio di nuove imprese ma di acquisizione di imprese di aziende già avviate e sane che quasi sempre hanno il problema del passaggio generazionale. «Volendo fare un'analisi di media, il tempo della fase di search è intorno ai due anni e mezzo, massimo tre. In nord America è più breve perché è molto più facile trovare target appetibili e imprenditori che vogliono vendere. In Usa c'è un turnover più veloce, il tasso di successione o rotazione dell'impresa è più rapido. Da noi è ancora frequentissimo che le pmi italiane siano ancora in mano al loro fondatore», taglia corto Franzini. Continua: «queste imprese hanno una forte connotazione di know how nella testa del fondatore e per questo spesso gli si chiede di rimanere coinvolto. Due sono le ragioni principali del coinvolgimento: una è di tipo tecnico (il prezzo di compravendita della target non viene pagato tutto subito con il closing dell'acquisizione ma una parte viene differita nel tempo con vari metodi) oppure c'è, appunto, l'earn out. Le operazioni hanno successo quando gli interessi sono allineati tra le parti». Infine va detto che, sebbene per l'unica operazione ad oggi conclusa il relati-

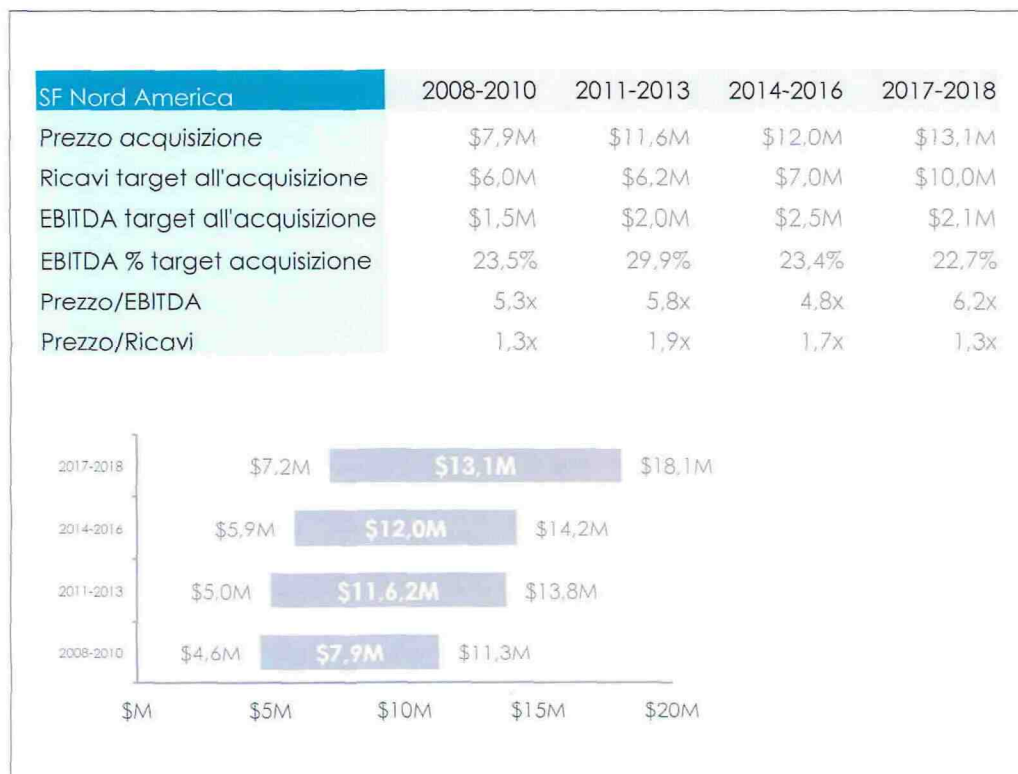


“ Il tempo della fase di search è intorno ai due anni e mezzo, massimo tre ”

MARCO FRANZINI,

EVERSHEDS SUTHERLAND

I dati sulle acquisizioni



Nel grafico a fianco, i dati sulle acquisizioni dei search fund negli anni relativi ai valori dei deal, ricavi, Ebitda, Ebitda margini delle società target e multipli delle transazioni

Fonte: IESE and Stanford Search Funds Report, ricerca Osservatorio AUB su Aziende Familiari

vo search fund è stato costituito in Inghilterra, oggi in Italia ci sono tutti gli strumenti giuridico-finanziari per mettere a regime un search fund. «Il motivo è che quando si è costituito, due anni fa, lo strumento da noi era sconosciuto e la maggioranza degli investitori è straniera. Per questi due motivi si è preferito costituirlo fuori. Ma oggi si sta creando una comunità finanziaria interessata ai search fund anche qui da noi», conclude l'avvocato.

Chi c'è sul mercato

Lo strumento sembra riscuotere curiosità e interesse. In Europa lo strumento è approdato prima in Spagna «ma l'Italia è un territorio fertile per il suo sviluppo. Abbiamo una miriade di piccole imprese, molte delle quali per un mancato passaggio generazionale rischiano di scomparire e al tempo stesso, avendo fatturati contenuti (dai 2 ai 4 milioni di euro) sono troppo piccole per interessare

ai fondi di private equity», conclude Sattin. Al momento risultano otto veicoli classificabili, in senso ampio, come search fund operanti nel territorio italiano. Di cui sei sono classificabili come search fund tradizionali e due rientrano nella sottocategoria dei "self-funded". Al momento uno ha concluso il ciclo con il raggiungimento dell'obiettivo da parte del primo imprenditore **Guido Fileppo**, manager di competenza con esperienze internazionali alle spalle, che con Patria Private Capital ha acquisito la società farmaceutica Farmoderm. Altre due sono alla ricerca della società target e in altri tre sono invece ancora alla ricerca dei potenziali investitori. I nomi dei promotori di search fund italiani sono: **Riccardo Triolo** (Legacy Partners), **Tommaso Romanelli** (Tre Cime Capital), **Vito Giurazza** (Maestrale Capital), **Manuel Piccinato** (Sprint Capital), **Toby Clarence-Smith Sacchi** (CS Investimenti), **Pietro Paolo Paci** (Augusta Capital), **Marc Bartomeus** (Ariol Capital).