



Astrolabio

Per orientarsi tra gli strumenti della nuova finanza



I search fund



Indice

Perché questo dossier	3
La sintesi	4
1. Il problema non è vendere. È continuare.	5
2. Che cos'è davvero un search fund	6
3. Perché i search fund guardano alle PMI italiane	7
4. Che cosa cambia per l'imprenditore che vende	8
5. Dal primo contatto alla vendita	9
6. Quali imprese interessano ai search fund?	10
7. I problemi che possono far saltare l'operazione	11
8. Prezzo, debito e clausole: le parole da non scoprire troppo tardi	12
9. Quando il search fund non è la soluzione giusta	14
10. Come prepararsi al momento della vendita	15
11. Il ruolo delle Camere di commercio e di Innexa	16
12. Cinque aspetti da conoscere prima della trattativa	17

Perché questo dossier

Molte piccole e medie imprese italiane non hanno un problema di mercato. Hanno clienti, prodotti, competenze, relazioni costruite nel tempo e spesso una posizione riconosciuta nel proprio distretto. Il problema, in molti casi, è un altro: non è chiaro chi guiderà l'impresa negli anni futuri.

Il passaggio generazionale non è sempre disponibile. I figli possono avere altri percorsi, i familiari possono non essere interessati, i manager interni possono non disporre delle risorse necessarie per acquisire l'azienda. La vendita a un concorrente può essere una possibilità ma non sempre garantisce la continuità del marchio, della sede, delle persone o dell'identità aziendale.

In questo spazio si colloca il tema dei search fund. Il search fund è uno strumento grazie al quale un nuovo imprenditore può entrare in una PMI esistente, acquisirla e guidarla direttamente, con il supporto di investitori.

Per l'imprenditore che ha costruito l'azienda, il punto non è soltanto trovare un compratore. È capire che tipo di compratore ha davanti, come funziona l'operazione, che cosa accade dopo la vendita, quali rischi esistono e come prepararsi prima che il passaggio diventi urgente.

Perché oggi se ne parla? Non è solo una moda finanziaria. Il tema nasce dall'incontro tra due fenomeni: da una parte molti imprenditori stanno arrivando alla successione senza un ricambio familiare o interno; dall'altra cresce una generazione di manager e nuovi imprenditori che non vuole necessariamente partire da zero ma sviluppare imprese già esistenti.

I search fund provano a mettere in contatto questi due mondi attraverso capitale privato, competenze manageriali e un progetto di continuità. Per questo interessano anche il sistema camerale: non perché siano una soluzione da promuovere in modo automatico, ma perché aiutano a discutere per tempo il futuro proprietario dell'impresa.

Questo dossier nasce per rispondere a una domanda concreta: un search fund può essere una strada per garantire continuità a una PMI senza successore? La risposta non può essere automatica. Dipende dall'impresa, dal venditore, dal searcher, dagli investitori, dalla struttura dell'operazione e dalla capacità di costruire un passaggio ordinato.

Il punto in breve

Un search fund può rappresentare una soluzione interessante per imprese sane, redditizie, con clienti stabili e un problema di successione. Non è adatto a tutte le aziende e non va valutato solo sul prezzo offerto. Per l'imprenditore conta capire chi compra, con quali risorse, con quale debito, con quale progetto e con quale attenzione alla continuità dell'impresa.

La sintesi

Domanda	Risposta operativa
Che cos'è un search fund?	È un modello attraverso cui uno o più aspiranti imprenditori raccolgono capitali da investitori per cercare una PMI da acquisire e gestire direttamente.
Chi è il searcher?	È la persona che cerca l'impresa, negozia l'acquisizione e normalmente entra nella gestione operativa dopo il passaggio di proprietà. Non è soltanto un intermediario.
È la stessa cosa del private equity?	No. Entrambi possono usare capitale di investitori ma il search fund ruota intorno a una persona che cerca una impresa da guidare direttamente.
Che tipo di imprese interessano?	Imprese sane, con margini positivi, cassa, clienti stabili, mercato comprensibile, organizzazione non totalmente dipendente dal fondatore e possibilità di crescita.
Perché può interessare a chi vende?	Può offrire una soluzione di continuità quando non esiste un successore familiare o interno.
Quali sono i rischi?	Prezzo non adeguato, debito eccessivo, continuità non garantita, ruolo ambiguo del fondatore, clienti troppo legati alla persona dell'imprenditore e clausole non comprese.
Che cosa deve preparare l'impresa?	Bilanci, situazione aggiornata, cassa, debito, clienti, fornitori, contratti, organizzazione, persone chiave, rischi e autorizzazioni.

1. Il problema non è vendere ma garantire la continuità.

Quando si parla di vendita di un'impresa, il primo pensiero va solitamente al prezzo. L'imprenditore ha costruito valore nel tempo e vuole che quel valore venga riconosciuto. Tuttavia, nelle PMI, la vendita non è mai solo un fatto patrimoniale. È anche una decisione sulla continuità. Una piccola impresa non è fatta soltanto di bilanci. È fatta di rapporti con clienti e fornitori, competenze tecniche, reputazione e spesso una identità aziendale fortemente legata al fondatore.

Cambiare proprietà significa toccare tutto questo. Si pensi a una piccola azienda meccanica dell'Emilia che produce componenti speciali per macchine automatiche. Il fondatore conosce personalmente i responsabili tecnici dei clienti, decide i prezzi delle lavorazioni più complesse, tratta con le banche e risolve i problemi di produzione. L'azienda può essere sana ma il suo valore dipende anche da quanto quel sapere è trasferibile. Se tutto resta nella testa del fondatore, il compratore non compra una macchina già pronta a funzionare. Compra una storia che deve essere tradotta in organizzazione.

Lo stesso può accadere in una società veneta di componentistica per l'arredo, in una impresa lombarda di servizi B2B o in una azienda alimentare familiare della Puglia. Il prodotto esiste, i clienti ci sono, il margine è positivo. La domanda vera è che cosa succede quando l'imprenditore smette di essere il centro di tutte le decisioni.

Molti imprenditori arrivano a questa domanda tardi. Finché l'azienda funziona, il tema della successione può sembrare rinviabile. Poi diventa urgente. L'imprenditore si accorge che non esiste un successore naturale, che la seconda linea non è pronta o non ha capitale, che i familiari non vogliono assumere la guida e che vendere a un concorrente potrebbe voler dire la fine dell'azienda.

Il rischio è che una buona impresa diventi fragile non perché ha smesso di funzionare ma perché non ha preparato il proprio futuro proprietario. Il search fund nasce proprio dentro questo problema: un imprenditore uscente cerca continuità e un nuovo imprenditore cerca un'azienda da guidare. In mezzo ci sono capitali, contratti e negoziazioni ma il punto di partenza resta umano e industriale: far continuare ciò che funziona.

Il punto in breve

Prima di valutare un'offerta, l'imprenditore dovrebbe chiarire che cosa vuole proteggere: prezzo, continuità del marchio, sede, dipendenti, clienti, ruolo della famiglia. Senza questa chiarezza, ogni proposta rischia di essere valutata in maniera incompleta.

2. Che cos'è davvero un search fund

Un search fund è un veicolo¹ attraverso cui un aspirante imprenditore raccoglie capitali da investitori per cercare una piccola o media impresa da acquisire. La particolarità del modello è che chi cerca l'impresa non vuole soltanto comprarla. Vuole entrarci dentro, assumerne la guida e costruire il proprio percorso imprenditoriale a partire da quella azienda.

Il searcher è dunque una figura ibrida. Non è un broker, perché non cerca l'impresa per rivenderla a un altro acquirente. Non è un consulente, perché non si limita a suggerire strategie. Non è un manager assunto dalla vecchia proprietà, perché punta a diventare parte della nuova proprietà. Non è nemmeno un fondo tradizionale, perché al centro del modello c'è una persona che cerca una specifica impresa da guidare.

Il percorso di solito si sviluppa in due momenti. Nel primo, il searcher raccoglie risorse limitate per finanziare la ricerca: analisi di settori, contatto con imprenditori, studio delle aziende, viaggi, consulenti e prime verifiche. Nel secondo, se viene individuata un'impresa adatta, il searcher raccoglie capitale per l'acquisizione vera e propria. Gli investitori che hanno sostenuto la fase di ricerca possono partecipare anche alla fase di acquisto.

Per un imprenditore italiano abituato a ragionare con la banca o col commercialista di fiducia, questo modello può sembrare insolito. Il searcher può presentarsi come una persona molto preparata ma senza essere il proprietario di un gruppo industriale. Può avere capitali promessi da investitori ma non tutto il denaro già sul conto. Sono elementi normali nel modello ma vanno compresi prima di iniziare la trattativa.

Un search fund cerca normalmente imprese sane. Non nasce per salvare aziende in crisi profonda. Il suo obiettivo tipico è individuare una società con fondamentali solidi: margini positivi, cassa, clienti stabili e un potenziale di sviluppo non ancora pienamente espresso. L'impresa ideale non è necessariamente grande. Deve però essere comprensibile, gestibile e capace di sostenere il passaggio di proprietà senza perdere continuità.

Questo punto è spesso sottovalutato. Una PMI può essere interessante per un search fund non perché ha bisogno di essere stravolta ma perché funziona già. Il searcher cerca una base solida e lavora su crescita commerciale, controllo di gestione, digitalizzazione, organizzazione o sviluppo di nuovi mercati. Non compra imprese già compromesse.

Il punto in breve

Il search fund non è una garanzia di continuità. È una modalità di acquisizione imprenditoriale. Può essere utile solo se la qualità del searcher, la struttura finanziaria e il progetto industriale sono coerenti con l'impresa.

¹ Per “veicolo” si intende la struttura attraverso cui il searcher organizza l'operazione: raccoglie le risorse dagli investitori, sostiene i costi della ricerca e, se viene individuata l'impresa, partecipa alla sua acquisizione. È quindi il contenitore giuridico-finanziario dell'operazione.

3. Perché i search fund guardano alle PMI italiane

Le PMI italiane sono spesso interessanti per un search fund perché combinano due elementi difficili da costruire partendo da zero: una storia operativa e un potenziale di sviluppo. In molti settori esistono imprese di nicchia che hanno competenze tecniche, clienti fedeli e reputazione ma non hanno ancora strutture manageriali, strumenti commerciali o pianificazione finanziaria pienamente sviluppati.

Il caso tipico è una impresa B2B poco nota al grande pubblico: un produttore di componenti per macchinari, una società di manutenzione industriale, una piccola impresa informatica consolidata sul mercato, un laboratorio alimentare specializzato, un fornitore di servizi tecnici per grandi cantieri, un'azienda con una nicchia stabile nella filiera del packaging, della moda, della meccanica o dell'arredo.

Per l'imprenditore, queste caratteristiche possono sembrare normali. Per un acquirente rappresentano valore. Un portafoglio clienti costruito in vent'anni, un processo produttivo conosciuto da pochi, una reputazione di affidabilità in un distretto, possono rendere l'impresa interessante anche se non ha dimensioni elevate.

Naturalmente, non tutte le PMI sono adatte. Un search fund tende a cercare ricavi relativamente prevedibili, margini difendibili, bassa esposizione a mode o cicli troppo violenti, clienti non eccessivamente concentrati e una struttura che possa sopravvivere al fondatore. Se l'impresa dipende totalmente dall'imprenditore uscente, il passaggio diventa più rischioso. Se i clienti comprano solo perché c'è lui, il valore trasferibile è più basso. Se i dati sono disordinati, il searcher farà fatica a capire che cosa sta comprando.

La concentrazione dei clienti è uno dei punti più delicati. Molte PMI italiane hanno rapporti forti e duraturi con pochi committenti. Per l'imprenditore è spesso un segno di fiducia: quei clienti sono rimasti negli anni, conoscono l'azienda e continuano a ordinare. Per chi acquista, però, la stessa informazione ha anche un altro significato. Se uno o due clienti pesano troppo sul fatturato, il futuro dell'impresa dipende dalla continuità di quei rapporti. Dopo un passaggio di proprietà nessun rapporto può essere dato per scontato.

Lo stesso vale per le persone chiave. Un capo officina, un responsabile commerciale, un tecnico storico o un'amministrativa che conosce clienti, scadenze e banche possono essere essenziali. Se queste figure non sono valorizzate o coinvolte, il passaggio di proprietà può diventare fragile. Una PMI interessante non è semplicemente un'impresa con buoni numeri. È un'impresa che può essere capita, acquisita e guidata senza perdere ciò che la rende forte.

Fattore critico	Importanza per il searcher
Clienti stabili	Riduce l'incertezza sui ricavi futuri.
Margini positivi	Rende sostenibile la gestione dopo l'acquisizione.
Generazione di cassa	Aiuta a finanziare crescita, debito e investimenti.
Bassa dipendenza dal fondatore	Rende più credibile il passaggio di proprietà.
Figure chiave presenti	Garantisce continuità operativa.
Dati ordinati	Riduce incertezza e tempi di due diligence.

4. Che cosa cambia per l'imprenditore che vende

Per l'imprenditore, vendere a un search fund significa confrontarsi con un acquirente particolare. Non è un concorrente industriale che integra l'impresa dentro una struttura già esistente. Non è un fondo che si limita a nominare un management. È una persona, sostenuta da investitori, che vuole subentrare alla guida dell'impresa.

Questo può essere un vantaggio. Il venditore può trovare un interlocutore interessato alla continuità dell'impresa e non solo ai suoi asset. Il searcher, per riuscire, ha bisogno che clienti, dipendenti e fornitori continuino a fidarsi dell'azienda. Non ha convenienza a distruggere ciò che compra.

Immaginiamo una azienda familiare piemontese che produce componenti per l'automazione. Il fondatore ha 67 anni, i figli lavorano altrove e il direttore tecnico è molto bravo ma non vuole acquisire l'azienda. Un concorrente potrebbe comprare per assorbire clienti e macchinari. Un searcher, invece, potrebbe essere interessato a mantenere la struttura, farsi affiancare dal fondatore, trattenere il direttore tecnico e sviluppare il commerciale. L'esito non è garantito ma la logica dell'operazione è diversa.

Proprio perché il modello ruota intorno alla persona del searcher, l'imprenditore deve valutarla con attenzione. Non basta chiedere quanto offre. Bisogna capire che esperienza ha, che cosa conosce del settore, come intende guidare l'impresa, chi lo finanzia, quale sarà il ruolo del venditore dopo il closing.

La fase di affiancamento è uno dei passaggi più delicati. Se il fondatore esce troppo rapidamente, clienti e dipendenti possono percepire una discontinuità sospetta. Se resta troppo a lungo senza ruoli chiari, il nuovo imprenditore può non riuscire a prendere davvero la guida dell'azienda. L'affiancamento deve avere durata, obiettivi e confini definiti. Non può diventare una zona grigia.

Anche il prezzo va letto con attenzione. Un'offerta più alta può sembrare migliore ma bisogna capire come viene pagata. Una parte può essere versata subito, un'altra può dipendere da risultati futuri, un'altra ancora può essere rinviata o trasformata in finanziamento del venditore. Prezzo, tempi di pagamento, garanzie e condizioni sono un unico pacchetto. Separarli può essere pericoloso.

Il punto in breve

Prima di accettare una proposta, l'imprenditore dovrebbe chiedersi: questa persona è davvero in grado di guidare l'impresa senza di me? Se la risposta non è chiara, è opportuno approfondire prima di proseguire la trattativa.

5. Dal primo contatto alla vendita

Il percorso di vendita non comincia, ovviamente, con la firma del contratto. Comincia molto prima, solitamente con un primo contatto riservato. Il searcher individua un'impresa potenzialmente interessante e prova ad aprire un dialogo con l'imprenditore. A volte il contatto avviene direttamente, altre volte attraverso consulenti, reti professionali o intermediari. In questa fase è importante non confondere curiosità e disponibilità a vendere. Un imprenditore può ascoltare, fare domande, capire chi ha davanti e proteggere le informazioni aziendali senza impegnarsi. Non perdiamo di vista la riservatezza. Prima di condividere dati sensibili, è importante firmare un accordo di riservatezza. Non è una formalità ornamentale: l'impresa sta aprendo informazioni su clienti, margini, contratti, persone e debiti.

Dopo il primo contatto possono essere condivise informazioni preliminari. Non tutto e subito, naturalmente. All'inizio bastano elementi generali: attività, dimensioni, andamento economico, organizzazione e principali caratteristiche del mercato. Se l'interesse prosegue, il searcher può formulare una manifestazione di interesse o una proposta indicativa.

La lettera di intenti è un passaggio più serio. Non sempre è vincolante in ogni sua parte ma può contenere elementi importanti: prezzo indicativo, struttura dell'operazione, esclusiva, tempi, condizioni, accesso ai dati, due diligence ed eventuale affiancamento. Firmarla senza comprenderla è un errore. Anche quando non obbliga a vendere, può limitare la libertà del venditore per un certo periodo o orientare in modo forte la trattativa.

La due diligence è la fase in cui l'acquirente verifica l'impresa. Non riguarda solo i bilanci. Riguarda contratti, clienti, fornitori, personale, debiti, contenziosi, autorizzazioni, fiscalità, ambiente, sicurezza, proprietà intellettuale, sistemi informativi e organizzazione. Per molte PMI è il momento in cui emerge la differenza tra un'impresa che funziona e un'impresa leggibile. Funzionare non basta. Bisogna poter dimostrare come si funziona.

Se dopo la due diligence si conferma l'interesse, si entra nella negoziazione finale. Qui si definiscono prezzo, pagamento, garanzie, condizioni sospensive, ruolo del fondatore, eventuale earn-out, eventuale vendor loan, patto di non concorrenza e struttura di governance. È la fase in cui l'imprenditore deve essere assistito da consulenti specializzati. Non perché l'operazione sia necessariamente ostile ma perché le parole dei contratti pesano.

Il closing è il momento del passaggio. Da quel momento inizia un'altra fase: la transizione. Clienti, fornitori e dipendenti devono capire che cosa cambia e che cosa resta. Il searcher deve assumere la guida senza rompere equilibri essenziali. Il fondatore deve accompagnare senza trattenere. È spesso qui che si misura davvero la qualità dell'operazione.

Fase trattativa	Compiti per l'imprenditore
Primo contatto	Capire chi ha davanti e attenzione a condividere dati sensibili
NDA	Proteggere informazioni aziendali e confini della trattativa
Informazioni preliminari	Condividere dati essenziali
Lettera di intenti	Verificare prezzo, esclusiva, tempi, condizioni e vincoli
Due diligence	Preparare documenti ordinati e spiegare eventuali anomalie
Negoziazione finale	Farsi assistere su prezzo, garanzie, debito e clausole



6. Quali imprese interessano ai search fund?

Un search fund guarda anzitutto alla continuità dei ricavi, ai margini e alla capacità dell'impresa di generare cassa. Non basta avere una buona storia o una reputazione solida: chi acquista deve capire se quel valore può essere trasferito. Se i clienti sono stabili, se gli ordini sono prevedibili, se esistono contratti o relazioni ricorrenti, l'impresa è più facile da valutare. Se invece ogni anno riparte da zero, con vendite episodiche e poco prevedibili, il rischio aumenta.

I margini vanno letti insieme alla cassa. Un'impresa con fatturato in crescita ma margini in calo può essere interessante ma deve spiegare perché i margini si riducono. La crescita può essere sana oppure assorbire liquidità e creare tensione. Per questo il ciclo economico-finanziario deve essere comprensibile: tempi di incasso, magazzino, fornitori, investimenti, debiti e fabbisogno di capitale circolante.

Altro punto essenziale è la dipendenza dal venditore. In molte PMI l'imprenditore conosce tutti, decide tutto, vende, compra, assume, negozia con le banche e risolve i problemi. Questo può aver fatto la fortuna dell'impresa ma può renderla difficile da vendere. Se l'azienda funziona solo perché l'imprenditore è presente ogni giorno, l'acquirente deve chiedersi che cosa resterà dopo la sua uscita. Esempio italiano molto frequente: un'impresa abruzzese di servizi tecnici per l'industria ha contratti ricorrenti e clienti solidi ma il commerciale coincide con il fondatore. I tecnici sanno fare il lavoro, l'amministrazione tiene i conti e i clienti sono soddisfatti. Tuttavia, nessuno oltre al fondatore gestisce rinnovi, prezzi e relazioni chiave. Per un searcher l'impresa può essere interessante ma il passaggio commerciale diventa il cuore del rischio.

Se quella impresa prepara una mappa dei clienti, identifica chi può assumere la relazione, formalizza alcune condizioni commerciali e costruisce un periodo di affiancamento credibile, non elimina il rischio ma lo rende gestibile. Questo è il punto: un'impresa interessante non deve sembrare perfetta. Deve essere comprensibile.

7. I problemi che possono far saltare l'operazione

Un'operazione può fermarsi anche quando l'interesse iniziale è alto. Succede perché durante il percorso emergono elementi che modificano la percezione della convenienza o del rischio.

Il primo è la dipendenza dal venditore. Se tutti i clienti parlano solo con lui, se i fornitori trattano solo con lui, se le decisioni operative passano sempre da lui e se nessuno in azienda conosce davvero numeri e processi, l'acquirente può concludere che non sta comprando un'impresa autonoma ma una relazione personale difficile da trasferire.

Il secondo è la concentrazione dei clienti. Una cosa è avere clienti importanti. Un'altra è dipendere da pochi clienti in modo eccessivo. Si pensi a una società toscana che lavora per due grandi gruppi del tessile e realizza con loro oltre metà del fatturato. Per il venditore quei clienti sono una garanzia. Per l'acquirente sono anche un rischio: dopo il cambio di proprietà, quei rapporti resteranno? Sono formalizzati? Dipendono dalla qualità dell'impresa o dalla relazione personale dell'imprenditore che vende?

Il terzo è la qualità dei dati. Bilanci in ritardo, situazioni contabili non aggiornate, margini non spiegati, debiti poco chiari, contratti non archiviati, contenziosi non ricostruiti e informazioni sparse rallentano la due diligence e riducono fiducia. Nessun acquirente ama scoprire informazioni importanti per caso. Il quarto è il prezzo irrealistico. È naturale che l'imprenditore attribuisca all'azienda un valore anche emotivo. Chi acquista, però, valuta flussi, rischio, debito, capitale circolante, investimenti necessari e trasferibilità del valore. Se le aspettative sono troppo distanti, la trattativa si blocca rapidamente.

Il quinto è il debito. Non solo quello esistente ma anche quello che potrebbe essere usato per finanziare l'acquisizione. Se l'operazione carica sull'impresa un peso finanziario eccessivo, la continuità può diventare fragile. Il venditore dovrebbe chiedersi non solo se verrà pagato ma se la società sarà sostenibile dopo il pagamento.

Il sesto è la presenza di passività potenziali. Contenziosi, rischi fiscali, autorizzazioni ambientali, problemi di sicurezza, rapporti di lavoro non chiariti, garanzie prestate e impegni fuori bilancio possono incidere sul prezzo, sulle garanzie richieste o sulla stessa volontà di procedere.

La buona notizia è che molti di questi problemi possono essere affrontati prima. Non necessariamente risolti del tutto ma almeno riconosciuti, spiegati e governati. Un problema dichiarato e spiegato pesa meno di un problema scoperto tardi.

Il punto in breve

Il punto fondamentale per garantire lo sviluppo della trattativa è essere trasparenti sui punti di forza ma anche sulle debolezze dell'impresa. Se il searcher ha la sensazione che l'imprenditore uscente voglia nascondere qualche numero, attenuare qualche criticità o ingigantire qualche merito, la trattativa rischia di arenarsi.

8. Prezzo, debito e clausole: le parole da non scoprire troppo tardi

Nelle trattative di acquisizione compaiono parole che per molti imprenditori non fanno parte della vita quotidiana. Non è necessario diventare specialisti di finanza straordinaria ma è importante capire il significato pratico dei principali concetti.

Il primo è il valore dell'impresa. Spesso si parla di **enterprise value**, cioè il valore dell'attività aziendale prima di considerare cassa e debiti finanziari. Per arrivare a quanto incassa il venditore, bisogna poi guardare all'**equity value**, cioè al valore delle quote o azioni dopo aver considerato posizione finanziaria netta e altri aggiustamenti. In pratica, il prezzo annunciato non sempre coincide con il denaro che arriva al venditore.

La **posizione finanziaria netta** riguarda debiti finanziari e disponibilità liquide. Se l'impresa ha molto debito, questo incide sul prezzo effettivo. Se ha cassa, può incidere in senso opposto. Bisogna quindi chiarire fin dall'inizio se l'offerta è formulata su base **cash free debt free**², come viene trattato il debito e quale livello di capitale circolante viene considerato adeguato.

Il **capitale circolante** è spesso fonte di discussioni. Un'impresa ha bisogno di crediti magazzino e debiti fornitori per funzionare. Se al closing il capitale circolante è troppo basso, il compratore può trovarsi a dover finanziare immediatamente l'attività. Se è troppo alto, il venditore può ritenere di lasciare in azienda più valore del previsto. Per questo nei contratti si definisce spesso un livello normale di working capital.

L'**earn-out**³ è una parte di prezzo legata ai risultati futuri. Può aiutare a colmare la distanza tra venditore e compratore: il venditore crede molto nella crescita futura, il compratore vuole pagarla solo se si realizza. L'earn-out può essere utile ma deve essere costruito con attenzione. Bisogna capire quali risultati lo fanno scattare, chi controlla la gestione dopo il closing e come si evitano conflitti.

Il **vendor loan**⁴ è un finanziamento concesso dal venditore al compratore. In pratica, una parte del prezzo viene pagata nel tempo. Anche questo può facilitare l'operazione ma espone il venditore a un rischio: incasserà una parte del valore solo in futuro. Vanno quindi compresi garanzie, tempi, interessi e condizioni.

Le **garanzie del venditore** sono impegni sulle condizioni dell'impresa ceduta. Il compratore può chiedere che il venditore garantisca la correttezza dei bilanci, l'assenza di debiti non dichiarati, la regolarità dei contratti, la situazione fiscale, il personale, le autorizzazioni e altre aree.

² "Cash free debt free" significa che il valore dell'impresa viene calcolato come se la società fosse ceduta senza debiti finanziari e senza cassa eccedente. Se al momento della vendita l'impresa ha debiti finanziari netti, questi riducono normalmente il prezzo effettivo delle quote. Se invece ha cassa netta, il prezzo può aumentare. Per questo valore dell'impresa e importo incassato dal venditore non sono sempre la stessa cosa.

³ L'earn-out è una quota di prezzo differita e condizionata al raggiungimento di risultati futuri dell'impresa. Per il venditore rappresenta prezzo potenziale, non incasso certo, perché dipende dalle condizioni previste nel contratto e dall'andamento successivo della società.

⁴ Il vendor loan è una quota dell'importo dovuto al venditore che viene lasciata temporaneamente a credito dal venditore stesso e rimborsata nel tempo dal compratore. Per il venditore non equivale a incasso immediato e richiede attenzione a durata, interessi, garanzie e condizioni di rimborso.



È normale che esistano garanzie. Non è normale firmarle senza capire quanto durano, quali limiti hanno e quali conseguenze possono produrre.

L'**affiancamento post-closing** è spesso decisivo. Può prevedere che il fondatore resti per alcuni mesi o anni con un ruolo operativo, consulenziale o di rappresentanza. Deve però essere chiaro chi decide, chi firma, chi parla con clienti e banche, chi gestisce le persone e quando l'affiancamento finisce.

Il punto in breve

Un esempio pratico

Beta S.r.l. viene valutata 5 milioni di euro come valore dell'attività aziendale. Al momento della vendita ha 900.000 euro di debiti finanziari netti e un livello di capitale circolante coerente con la gestione ordinaria. In modo molto semplificato, il valore delle quote per il venditore non è 5 milioni ma 4,1 milioni, prima di eventuali aggiustamenti contrattuali.

Se una parte del prezzo viene pagata subito e una parte viene subordinata ai risultati futuri, il venditore deve capire che cosa sta accettando. Un'offerta da 4,1 milioni con 3,1 milioni pagati al closing e 1 milione di earn-out non equivale a 4,1 milioni certi. Quel milione dipende da risultati, tempi, formule e controllo della gestione futura. Può essere ragionevole ma deve essere letto per quello che è: prezzo potenziale, non cassa immediata.

Lo stesso vale per il debito dell'acquisizione. Se per comprare Beta il nuovo proprietario usa molto debito, l'impresa dovrà generare cassa sufficiente non solo per investire e pagare fornitori ma anche per sostenere il rimborso. Il venditore può avere incassato il prezzo ma la continuità dell'azienda potrebbe essere più fragile.



9. Quando il search fund non è la soluzione giusta

Il search fund non è una risposta universale al problema della successione. In alcuni casi può essere una strada interessante. In altri rischia di essere inadatto.

Non è la soluzione giusta se l'impresa è in crisi profonda e ha bisogno prima di tutto di ristrutturazione. Un search fund cerca normalmente aziende sane o migliorabili, non situazioni in cui il valore è già compromesso e la continuità è incerta.

Non è la soluzione giusta se il fondatore non vuole davvero lasciare spazio. Vendere l'impresa e continuare a decidere tutto è una contraddizione. Può esistere un periodo di affiancamento ma il passaggio deve avere una direzione chiara. Se il venditore non è pronto ad accettare un nuovo imprenditore, la convivenza può diventare difficile.

Non è la soluzione giusta se l'impresa è totalmente personale. Ci sono aziende in cui clienti, fornitori, dipendenti e banche riconoscono solo il fondatore. In questi casi il valore trasferibile è più fragile. Prima di pensare a una vendita, può essere necessario costruire deleghe, seconda linea e procedure. Non è la soluzione giusta se le aspettative di prezzo sono scollegate dai fondamentali. L'imprenditore può avere ottime ragioni emotive per attribuire molto valore alla propria azienda. Un acquirente, però, deve far tornare i conti. Se margini, cassa, rischio e prospettive non giustificano il prezzo, la trattativa si blocca.

Non è la soluzione giusta se il searcher non convince. Il modello può essere valido ma le persone contano. Un searcher senza esperienza adeguata, senza investitori chiari, senza progetto credibile o con una struttura finanziaria troppo aggressiva non diventa automaticamente un buon acquirente solo perché si presenta sotto l'etichetta del search fund.

Il punto in breve

La domanda non è “posso vendere a un search fund?”. La domanda è “questa specifica impresa, con questo specifico venditore e questo specifico searcher, può reggere un passaggio di proprietà ordinato?”



10. Come prepararsi al momento della vendita

Prepararsi a una possibile operazione non significa mettere immediatamente l'impresa sul mercato. Significa renderla più leggibile, più autonoma e più capace di affrontare il futuro. Questo vale anche se non arriverà mai un search fund.

Una PMI preparata conosce i propri numeri, sa dove genera margine, distingue utile e cassa, controlla debiti e capitale circolante, conosce la concentrazione dei clienti, presidia i fornitori critici, documenta contratti e autorizzazioni, identifica le persone chiave e non dipende interamente dall'imprenditore. Non è poco, ma è il lavoro che rende l'impresa più leggibile anche se non arriverà mai un search fund.

Il primo lavoro riguarda i dati economico-finanziari. Bilanci, situazione aggiornata, flussi di cassa, debiti, affidamenti, garanzie, crediti magazzino e fornitori devono essere ordinati. Non perché l'impresa debba sembrare perfetta ma perché deve essere valutabile.

Il secondo lavoro riguarda clienti e mercato. Chi compra vuole sapere da dove arrivano i ricavi, quanto sono stabili, quanto sono concentrati, quali rapporti sono formalizzati, quali tempi di incasso esistono e quali rischi commerciali possono emergere.

Il terzo lavoro riguarda l'organizzazione. Chi fa cosa? Chi conosce i clienti? Chi gestisce la produzione? Chi controlla i numeri? Chi resta se il fondatore esce? Una PMI senza una seconda linea può essere più difficile da trasferire.

Il quarto lavoro riguarda i rischi. Contenziosi, autorizzazioni, ambiente, sicurezza, lavoro, fiscalità, proprietà intellettuale, contratti informali e passività potenziali non vanno nascosti. Vanno ricostruiti e governati.

Il quinto lavoro riguarda le aspettative del venditore. Un imprenditore dovrebbe chiarire prima che cosa vuole: uscita totale, uscita graduale, ruolo di affiancamento, tutela del marchio, mantenimento della sede, continuità occupazionale, coinvolgimento della famiglia, pagamento immediato o differito. Senza questa chiarezza, la trattativa rischia di confondere prezzo e progetto.



11. Il ruolo delle Camere di commercio e di Innexa

Le Camere di commercio e Innexa non intervengono nella compravendita di imprese e non sostituiscono advisor, consulenti legali o finanziari. Il loro ruolo si colloca prima: nella diffusione di cultura economico-finanziaria, nella preparazione delle imprese e nella capacità di rendere leggibili temi che spesso arrivano troppo tardi nella vita aziendale.

Il passaggio di proprietà è uno di questi temi. Molte PMI lo affrontano quando diventa inevitabile, non quando sarebbe governabile. Parlare di search fund significa anche portare l'attenzione su un punto più ampio: la continuità aziendale non dipende solo dai risultati economici ma dalla capacità dell'impresa di sopravvivere al proprio imprenditore (che talvolta è anche il fondatore).

Le Camere di commercio possono aiutare le imprese a riconoscere per tempo il tema della successione, a comprendere le diverse alternative, a orientarsi tra passaggio familiare, apertura del capitale, vendita industriale, manager interni e modelli come i search fund. Possono farlo attraverso informazione, formazione, percorsi territoriali e strumenti di autovalutazione.

Innexa può contribuire su un terreno specifico: aiutare le PMI a leggere e organizzare le informazioni economico-finanziarie, qualitative e prospettiche che servono nei momenti di trasformazione. Un'impresa più ordinata nei dati è più forte nel credito, più pronta nel passaggio generazionale e più leggibile in una possibile operazione di acquisizione.

Il valore istituzionale non consiste nel favorire una soluzione rispetto a un'altra. Consiste nel permettere all'imprenditore di non arrivare impreparato davanti a decisioni che incidono sul futuro dell'azienda. La continuità non si improvvisa. Si prepara.

12. Cinque aspetti da conoscere prima della trattativa

I capitoli precedenti spiegano il search fund dal punto di vista dell'imprenditore che valuta la continuità dell'impresa. Esistono però alcuni aspetti tecnici che possono emergere durante una trattativa e che è meglio non scoprire troppo tardi. Non sono dettagli da negoziare senza assistenza professionale ma aiutano il venditore a fare domande migliori e a capire la logica economica dell'operazione.

Box 1 - Lo step-up degli investitori della fase di ricerca

Nel modello tradizionale di search fund, gli investitori iniziali finanziano il periodo in cui il searcher cerca l'impresa da acquisire. Queste risorse servono a coprire i costi della ricerca: analisi di mercato, incontri con imprenditori, consulenti, viaggi, prime verifiche e attività preparatorie.

Se la ricerca non porta a un'acquisizione, quelle somme possono andare perdute. Se invece il searcher individua un'impresa e l'operazione arriva alla fase di acquisto, gli investitori iniziali possono avere il diritto di trasformare il capitale investito nella ricerca in una partecipazione all'operazione finale, spesso con un premio. Questo premio viene indicato come **step-up** e nella prassi internazionale può essere previsto intorno al 50%, pur variando in funzione della struttura del singolo search fund.

Per l'imprenditore che vende, questo meccanismo non modifica automaticamente il prezzo pattuito. Se il venditore cede l'impresa, incassa il corrispettivo al closing e non mantiene esposizioni successive, la distribuzione dell'equity tra searcher e investitori resta principalmente un tema interno alla nuova proprietà.

Lo step-up diventa più rilevante quando il venditore resta in qualche modo esposto all'andamento futuro dell'impresa: per esempio perché accetta un earn-out, concede un vendor loan, mantiene una partecipazione minoritaria o continua ad avere un ruolo nella fase di transizione. In questi casi è utile capire come è costruita la compagine degli investitori, quali incentivi economici esistono e quanta pressione può esserci sulla crescita o sulla generazione di cassa dopo l'acquisizione.

Box 2 - Quanto guadagna il searcher: equity, carried interest e vesting

Nel modello tradizionale di search fund, il searcher non è soltanto un manager incaricato di gestire l'impresa dopo l'acquisizione. È normalmente destinato a diventare anche socio della società acquisita o della struttura che la controlla. Per questo una parte dell'equity dell'operazione può essere riservata a lui.

Nella prassi internazionale, la partecipazione economica del searcher può essere significativa, spesso indicata in un intervallo orientativo del 20-30%. Questa percentuale, però, non va letta come una quota sempre attribuita subito e in modo definitivo. In molti casi matura nel tempo, attraverso meccanismi di *vesting*⁵, e può dipendere dalla permanenza del searcher in azienda, dal raggiungimento di determinati risultati o da altre condizioni previste negli accordi con gli investitori.

Anche in questo caso, come per lo step-up degli investitori iniziali, il meccanismo non incide di per sé sul prezzo pattuito con il venditore. Se l'imprenditore cede l'impresa, incassa integralmente al closing e non mantiene esposizioni successive, la ripartizione dell'equity tra searcher e investitori resta soprattutto un tema interno alla nuova proprietà.

⁵ Per vesting si intende la maturazione progressiva di un diritto economico, come una partecipazione al capitale, nel tempo o al verificarsi di determinate condizioni. Nel search fund può servire a legare la partecipazione del searcher alla permanenza in azienda e ai risultati successivi all'acquisizione.

Il punto diventa più rilevante quando il venditore resta legato all'andamento futuro dell'impresa, ad esempio attraverso un earn-out, un vendor loan, una partecipazione minoritaria o un ruolo di affiancamento prolungato. In questi casi non serve entrare nel dettaglio della remunerazione del searcher ma è utile capire se i suoi incentivi sono coerenti con la continuità dell'azienda.

Una struttura ben costruita dovrebbe spingere il searcher a restare, guidare l'impresa e creare valore nel medio periodo. Una struttura poco chiara può invece generare pressioni meno visibili al momento della firma: crescita troppo rapida, tensione sulla cassa, riduzione degli investimenti o scelte pensate più per raggiungere obiettivi finanziari che per consolidare l'impresa.

Box 3 - Governance post-acquisizione: il board non è una formalità

Dopo l'acquisizione, il searcher assume normalmente la guida operativa ma non agisce da solo. Gli investitori possono essere presenti nel consiglio di amministrazione o in un board con funzioni attive di indirizzo, controllo e supporto. Questo aspetto è spesso decisivo: un board competente può aiutare un searcher giovane a gestire scelte industriali, finanza, organizzazione e crescita. Un board debole o solo formale può lasciare il nuovo imprenditore troppo solo proprio nel momento più delicato.

Il venditore dovrebbe quindi chiedere chi siederà negli organi di governance, quale esperienza porta, come verranno prese le decisioni rilevanti e quale spazio avrà il fondatore durante l'affiancamento. La qualità della governance post-acquisizione non è un dettaglio per investitori. Incide sulla capacità dell'impresa di attraversare il passaggio senza perdere direzione.

18

Box 4 - Tempi reali: ricerca, due diligence e closing

La fase di ricerca di un search fund può durare anche 18-24 mesi: prime verifiche, accordo di riservatezza, manifestazione di interesse, lettera di intenti, due diligence, negoziazione dei contratti, finanziamento e closing. In molti casi, una volta individuata l'impresa, la fase di due diligence e closing può richiedere indicativamente 3-6 mesi.

Questo significa che la vendita non va gestita come un evento improvviso. Anche quando il searcher appare motivato, l'operazione deve passare attraverso verifiche, documenti, banche, investitori e consulenti. Un venditore che ha dati ordinati, contratti disponibili e una posizione chiara sulle proprie condizioni riduce tempi morti e incertezze.

Box 5 - Non esiste un solo modello: tradizionale, self-funded e accelerator-led

Il dossier si concentra sul modello tradizionale, nel quale il searcher raccoglie capitale da investitori per finanziare la ricerca e poi l'acquisizione. Esistono però varianti. Nel **self-funded search**, il searcher finanzia in larga parte da sé la fase di ricerca e coinvolge investitori soprattutto al momento dell'acquisto. Nei modelli **accelerator-led**, il searcher si muove dentro una struttura organizzata che offre metodo, capitale, supporto e accesso a una rete di investitori.

Per l'imprenditore la differenza pratica è questa: non basta sentire la parola "search fund". Bisogna capire quale modello si ha davanti, chi decide davvero, chi mette capitale, quali tempi sono previsti e quale autonomia avrà il searcher dopo l'acquisizione. In Italia il modello tradizionale resta il riferimento più riconoscibile ma le varianti possono crescere e meritano di essere comprese senza pregiudizi.



Check list del venditore

- Voglio vendere tutta l'impresa o valutare un'uscita graduale?
- Sono disposto a lasciare la guida operativa entro un periodo definito?
- Quali elementi voglio tutelare: sede marchio, dipendenti, clienti, famiglia?
- L'impresa può funzionare senza di me?
- Esistono persone interne capaci di garantire continuità?
- I principali clienti resterebbero dopo il passaggio?
- I dati economico-finanziari sono aggiornati e leggibili?
- Conosco debiti, garanzie, contenziosi e rischi principali?
- Ho un'idea realistica del valore dell'impresa?
- Ho consulenti adeguati per valutare proposta, contratto e clausole?

Le domande che si possono fare al searcher

- Qual è la sua esperienza nella gestione di imprese?
- Perché è interessato proprio alla nostra azienda?
- Chi sono gli investitori che la supportano?
- Quanto capitale proprio e quanto debito prevede l'operazione?
- Quale ruolo immagina per il fondatore dopo il closing?
- Che cosa accadrà a dipendenti, sede marchio e clienti?
- Quali sono le priorità dei primi 100 giorni?
- Qual è il suo orizzonte temporale?
- Quali garanzie chiederà al venditore?
- Che cosa potrebbe farle rinunciare all'operazione?

Documenti minimi da preparare

- ultimi bilanci approvati;
- situazione contabile aggiornata;
- posizione finanziaria netta;
- dettaglio affidamenti, finanziamenti e garanzie;
- elenco principali clienti e peso sul fatturato;
- principali contratti e ordini ricorrenti;
- principali fornitori e fornitori critici;
- organigramma e figure chiave;
- autorizzazioni, licenze marchi, brevetti o asset strategici;
- contenziosi e passività potenziali;
- budget o piano prospettico;
- elenco delle condizioni di continuità desiderate dal venditore.