



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

# ***SEARCH FUND*: RESPUESTA AL PROBLEMA DE SUCESIÓN DE LA EMPRESA FAMILIAR EN ESPAÑA**

Autor: **Carmen Sánchez Avendaño**

Directora: **Carmen Escudero**

Madrid | junio 2022



# ***SEARCH FUND: RESPUESTA AL PROBLEMA DE SUCESIÓN DE LA EMPRESA FAMILIAR EN ESPAÑA***

201803178

## **Resumen**

El presente trabajo describe el ecosistema de la empresa familiar en España y pone en contexto su relevancia para la economía general, viendo que representan el 89% del tejido empresarial español (Instituto de la Empresa Familiar, s.f.). A su vez, se identifican los mayores retos a los que este tipo de negocio se enfrenta y se hace especial hincapié en el reto de la sucesión, dejando ver que el 80% de las empresas familiares no llega a la tercera generación (KPMG, 2022). En este contexto, se presenta el modelo del *Search Fund* como posible herramienta para resolver este reto que tan difícil hace la supervivencia de los negocios familiares. La revisión de la literatura muestra que existe una necesidad no cubierta para las empresas familiares y con ello, una oportunidad para el capital privado. El trabajo se apoya en la metodología cualitativa a través de las entrevistas en profundidad para estudiar el potencial del *Search Fund* en la resolución de los conflictos de sucesión. En concreto, se entrevista a dos inversores en *Search Funds* - Isaac Gómez de Istria Capital y Esteban Kallay de JB46 - y a cinco *searchers* - Joaquín Castillo, Lorenzo Zavala, George Berczely, Ignacio Ortiz y Borja Mesonero-Romanos. Los resultados de las entrevistas muestran que existe un encaje óptimo entre las necesidades de sucesión las empresas familiares y la propuesta de valor el *Search Fund*, fundamentada en la confianza y la continuidad.

### ***Palabras clave***

*Search Fund*, fondo de búsqueda, emprendimiento, empresa familiar, relevo generacional, sucesión.

## **Abstract**

This paper describes the family business ecosystem in Spain and puts into context its relevance for the overall economy, showcasing that they represent 89% of the Spanish business fabric (Instituto de la Empresa Familiar, n.d.). Simultaneously, it identifies the greatest challenges faced by this type of business and places special emphasis on the challenge of succession, showing that 80% of family businesses do not make it to the third generation (KPMG, 2022). In this context, the Search Fund model is presented as a possible tool to solve this issue that is challenging the survival of Spanish family business. The literature review reveals that there is an unmet need for family businesses and with it, an opportunity for Private Equity. The paper relies on the qualitative methodology, through in-depth interviews, to study the potential of the Search Fund in the resolution of succession conflicts. Specifically, interviews are conducted to two Search Fund investors - Isaac Gómez from Istria Capital and Esteban Kallay from JB46 - and five searchers - Joaquín Castillo, Lorenzo Zavala, George Berczely, Ignacio Ortiz, and Borja Mesonero-Romanos. The results of the interviews illustrate that there is an optimal fit between the succession needs of family businesses and the Search Fund's value proposition, which is based on trust and continuity.

## ***Key Words***

Search Fund, entrepreneurship, family business, succession

## Índice de contenidos

<b>1. Introducción</b>	<b>8</b>
1.1. Propósito general y contextualización del tema	8
1.2. Objetivos del trabajo	9
1.3. Estructura del trabajo	10
<b>2. Metodología</b>	<b>12</b>
2.1. Revisión de la literatura	12
2.2. Metodología cualitativa y entrevista en profundidad	13
2.2.1. Descripción de los participantes	14
<b>3. Marco teórico</b>	<b>16</b>
3.1. Contexto de la empresa familiar en España	16
3.1.1. Definición de empresa familiar	16
3.1.2. Relevancia de la empresa familiar en el mundo y en España	17
3.1.3. Retos a los que se enfrentan las empresas familiares en España: foco en la sucesión	17
3.2. El modelo de <i>Search Fund</i> : descripción y análisis del vehículo de inversión	20
3.2.1. <i>Search Fund</i> : concepto y fases del proceso	21
3.2.2. Comparación con otros vehículos de inversión más tradicionales	23
3.2.3. Historia y evolución del <i>Search Fund</i> : diferencias geográficas	26
3.2.4. Agentes participantes en el modelo de <i>Search Fund</i>	29
<b>4. Resultados</b>	<b>32</b>
4.1. Resultados de las entrevistas a <i>searchers</i>	32
4.2. Resultados de las entrevistas a inversores	37
<b>5. Conclusiones</b>	<b>41</b>
<b>6. Limitaciones y futuras líneas de investigación</b>	<b>44</b>
<b>7. Bibliografía</b>	<b>45</b>
<b>8. Anexos</b>	<b>48</b>
8.1. Entrevista a <i>searchers</i>	48
8.2. Entrevista a inversores	48

## Índice de figuras

<b>Figura 1:</b> Generación propietaria de las empresas familiares en España.....	18
<b>Figura 2:</b> Fases del Search Fund .....	21
<b>Figura 3:</b> Posición estratégica del modelo del Search Fund .....	25
<b>Figura 4:</b> Actividad en la industria del Search Fund por año en Estados Unidos y Canadá...27	
<b>Figura 5:</b> Ecosistema de Search Funds por región, país y año .....	28

## Índice de tablas

<b>Tabla 1:</b> Perfil de searchers entrevistados.....	14
<b>Tabla 2:</b> Perfil de inversores entrevistados .....	15

# 1. Introducción

## 1.1. Propósito general y contextualización del tema

España es un país de PYMES<sup>1</sup> familiares que, en conjunto, suponen el 89% del tejido empresarial español. Son responsables del 67% del empleo y representan el 57% del Producto Interior Bruto del sector privado (Instituto de la Empresa Familiar, s.f.). Su relevancia en el panorama económico es indiscutible, ya que a la vista de las cifras anteriores puede decirse que constituyen el motor de la economía nacional. Sin embargo, las particularidades que caracterizan a este tipo de empresas hacen que constantemente se enfrenten a un reto difícil de superar para muchas, el relevo generacional. Se ha registrado que más del 70% de las empresas familiares mueren en la segunda generación y más del 80% lo hace en la tercera (KPMG, 2022). En un contexto de dependencia de la economía de las empresas familiares, resultado de su alta representación en la composición del tejido empresarial, estas cifras son motivo de preocupación para muchos investigadores y expertos. Algunos (Tatoglu et al., 2008, Barroso, 2014) atribuyen el problema a la falta de un plan de sucesión claro que prepare a los sucesores para tomar el relevo en el accionariado y la gestión, consecuencia en muchos casos de estructuras familiares complejas (Gomez-Mejia et al. 2001; Miller et al. 2003), dificultades eligiendo al sucesor indicado (Swagger, 1991), o resistencia del propietario a dar un paso al lado y ceder la gestión (Nordqvist et al., 2013). Otros (Haag, 2012) reconocen la necesidad de reformular la tradicional manera de pensar en el problema de sucesión y de esta manera, mirar a nuevas alternativas que no se habían considerado con anterioridad.

Teniendo en cuenta la relevancia del problema en un país tan dependiente de las pequeñas y medianas empresas en general, y de las familiares en particular, este trabajo pretende presentar el modelo del *Search Fund*<sup>2</sup> como herramienta para resolver este reto que tanto preocupa. El IESE, en colaboración con la Universidad de Stanford, a quien se puede reconocer como creadora e impulsora del modelo (Scarato, 2018), ha conseguido que la relevancia del mismo haya crecido sosteniblemente en Europa, con especial foco en España desde 2011 (Kolarova et al., 2020).

Un *Search Fund* es un vehículo de inversión en el que un joven emprendedor trata de identificar una empresa de tamaño pequeño o mediano de acuerdo con ciertos criterios de negocio, rentabilidad y potencial de crecimiento, para, con el apoyo de un grupo de inversores,

---

<sup>1</sup> Pequeñas Y Medianas Empresas

<sup>2</sup> *Search Fund*, en español “Fondo de Búsqueda” es el término asociado a este tipo de vehículo de inversión



adquirir su capital y gestionarla (Zakes, 2018). Al cerrar la adquisición, el grupo de inversores que financia la transacción conforma un nuevo consejo de administración, enfocado a guiar al nuevo CEO de la compañía (el *searcher*) en su labor de mejora y expansión del negocio (Grousbeck y Li, 2003).

A diferencia de otros vehículos de inversión más tradicionales, este modelo se centra en empresas pequeñas, que tienen unos fundamentos de negocio sólidos y cuyo propietario busca un evento de liquidez<sup>3</sup> motivado por un deseo de desligarse de su negocio en un contexto de falta de relevo generacional (Dennis y Laseca, 2016). Es, por lo tanto, un modelo que se presenta como alternativa al tradicional camino de emprendimiento y como solución al problema de sucesión al que tantas empresas familiares tienen que hacer frente sin salida aparente.

El tema resulta también de conveniencia en cuanto supone una alternativa al camino de emprendimiento que conocíamos hasta el momento. Son “una manera de emprender con menos estrés económico” (Sánchez, 2022) cuando lo comparamos con otros caminos como fundar una *startup*.

Apoyándome en mi experiencia en Navega Capital, un *Search Fund* en el que tuve la oportunidad de trabajar en el proceso de búsqueda, identificación y adquisición de una empresa familiar sin relevo generacional claro, y en los datos que algunos investigadores han arrojado sobre el vehículo en otros países como Estados Unidos (Kelly y Heston, 2020), México (Dubey, 2019) o Italia (Scarato, 2018), este trabajo busca alimentar la literatura existente centrándose en la especial relevancia que el modelo puede alcanzar en España, un mercado dependiente de la empresa familiar y con necesidades de sucesión constantes.

## **1.2. Objetivos del trabajo**

El presente trabajo fin de grado aspira a entender el ecosistema de la empresa familiar en España y profundizar en las particularidades del modelo del *Search Fund*. Todo ello, con dos objetivos fundamentales:

En primer lugar, se pretende confirmar o rebatir la hipótesis de investigación inicial: el vehículo del *Search Fund* cubre un vacío existente en el ecosistema de la inversión con capital

---

<sup>3</sup> *Evento de liquidez* entendido como el momento en el que los propietarios de un activo, en este caso una empresa, son capaces de monetizar las acciones que tienen en propiedad

privado y, se posiciona, por tanto, como una herramienta capaz de resolver el problema de sucesión de las empresas familiares españolas.

En segundo lugar, la ambición divulgativa de la investigación busca dar contexto a la empresa familiar sobre el modelo del *Search Fund* como posible solución a la falta de relevo generacional. Por ello, a través de las conclusiones del siguiente trabajo se intentará contribuir a la todavía escasa literatura existente sobre el vehículo en cuestión, a través del conocimiento y la concienciación sobre la existencia del mismo y su posible encaje con el tejido empresarial de España. Para ello, la investigación se centra en entender la historia del modelo, su funcionamiento, las fases de las que consta el proceso de búsqueda, los principales agentes implicados, así como su relevancia a nivel global y nacional.

Para ello, se ha optado por realizar una revisión de la literatura al respecto y completar la investigación con entrevistas en profundidad, propias de la metodología cualitativa, de la cual se dará más detalle en el apartado 2 de este trabajo. A tenor del tipo de pregunta que se pretende responder asociada a la hipótesis de investigación, el vehículo del *Search Fund* cubre un vacío existente en el mercado y por ello se posiciona como una herramienta capaz de resolver el problema de sucesión de las empresas familiares españolas.

En ausencia de una base de datos sistematizada que permita extraer conclusiones fundamentadas en torno a un tema tan emergente, se opta por la metodología cualitativa como técnica de investigación. En este sentido se realizan entrevistas a los dos agentes que conforman el proceso de búsqueda y adquisición de un *Search Fund* (*searchers* e inversores) para obtener una visión holística del vehículo y su rol en la resolución del problema del tejido empresarial español.

### **1.3. Estructura del trabajo**

Teniendo en cuenta los objetivos de investigación, el siguiente trabajo comienza en el apartado 2 por una explicación más a fondo de la metodología utilizada para responder a la pregunta de investigación, acompañada de su correspondiente justificación. Como se avanza en el punto anterior, la metodología de elección ha sido la cualitativa con foco en las entrevistas en profundidad.

A la metodología le sigue el apartado 3 con la revisión de la literatura existente en relación a los dos temas centrales que se abordan en este trabajo: la empresa familiar en España y el vehículo del *Search Fund*. Sobre la empresa familiar, se establece un marco teórico en torno al contexto de este tipo de negocio en España a través de la revisión de la definición del

concepto, de su relevancia tanto a nivel global como nacional, y de los retos a los que se enfrentan con más frecuencia, derivando en un especial enfoque en el problema de relevo generacional. En consideración de la asimetría en literatura existente entre ambos temas a tratar y con la idea de contribuir a dar visibilidad al modelo, la segunda parte de la literatura es más extensa y trata de analizar el modelo del *Search Fund* en profundidad. En este sentido, la segunda parte del marco teórico comienza con una descripción del concepto del *Search Fund* con foco en su definición y fases que lo conforman. A continuación, se compara con otros modelos de inversión más asentados a los que puede resultar semejante como el *Private Equity*, el *Venture Capital* o el *Angel Investing*, analizando sus similitudes y abundantes diferencias. El análisis sigue con una exploración de la historia del modelo, desde su nacimiento en Stanford en 1984 hasta el día de hoy, con el objetivo de entender su contextualización geográfica, estado actual de la cuestión, y relevancia a nivel nacional. Finalmente, se enumeran los agentes implicados en el proceso de búsqueda y adquisición, explicación de la que surge la elección de los participantes para las entrevistas en profundidad.

En el apartado 4 se exponen los resultados de la investigación. En concreto, se presentan las respuestas que los diversos agentes han aportado en relación a cada pregunta que conforma los tres tipos de entrevista. El análisis de los resultados de las entrevistas permite en los apartados 5 y 6 establecer conclusiones justificadas en la metodología cualitativa, así como limitaciones de la investigación y futuras líneas de investigación.

## 2. Metodología

### 2.1. Revisión de la literatura

Tal y cómo se adelanta en la estructura del trabajo, la investigación comienza con la elaboración de un marco teórico que se centra en revisar la literatura existente en torno a los dos temas que conciernen al trabajo de fin de grado: el ecosistema de la empresa familiar en España y el vehículo del *Search Fund*.

Con respecto a la empresa familiar en España, se ha llevado a cabo una recopilación de la literatura académica a través de metabuscadores como Google Scholar, que ha sido complementado con búsquedas en bibliotecas privadas, entre otras la de la Universidad Pontificia de Comillas. Para ello, se han utilizado diferentes palabras clave conforme la investigación iba avanzando: comenzando por “empresa familiar”, “definición”, “características”, y continuando con el foco en “relevo generacional”, o “sucesión”.

Para la segunda parte del marco teórico que se centra en el vehículo del *Search Fund* también se ha realizado una revisión de artículos académicos con la misma metodología que el apartado anterior. Sin embargo, para esta sección ha sido relevante tener en cuenta que el modelo nació en Estados Unidos y ha experimentado una expansión a nivel global. Esto supone que la mayor parte de la bibliografía que aborda el tema se encuentre publicada en inglés. Por ello, la búsqueda se ha realizado mayoritariamente en este idioma, con palabras clave que también han ido alcanzando mayor nivel de detalle a medida que la búsqueda avanzaba: “*Search Fund*”, “phases”, “evolution”, “stakeholders”, “origin”, “entrepreneurship through acquisition”, “economics”, “returns”, etc. La búsqueda se volvía más compleja con palabras clave más avanzadas como “self-funded search fund”, “crowdfunding”, “sponsored search fund”, “incubated search fund”, etc. Para la comparación con otros vehículos de inversión, también se han incluido estos en la búsqueda, con palabras clave como “Private Equity”, “Venture Capital”, “Angel investing”, etc...

La recopilación de la literatura académica se ha complementado con una búsqueda de informes, artículos, noticias de actualidad relacionadas con el tema, y artículos expedidos por escuelas de negocios interesadas en el tema, como la Universidad de Stanford, o el IESE.

Algunas cuestiones metodológicas a considerar incluyen el uso de numerosas palabras en inglés, propias del sector y tema en cuestión. Éstas han sido incluidas en cursiva y traducidas al español en el pie de página. La citación de las fuentes utilizadas se ha realizado en formato APA.

## 2.2. Metodología cualitativa y entrevista en profundidad

Tras haber llevado a cabo un análisis de la literatura previa se pretenden abordar los objetivos del trabajo de investigación para entender cómo los fondos de búsqueda pueden cubrir un vacío en el mercado inversión de capital privado y ayudar a resolver el problema de sucesión de las empresas familiares españolas.

A tenor del tipo de pregunta que se pretende responder y teniendo en cuenta el carácter tan emergente del tema en cuestión, se ha optado por la metodología cualitativa como técnica de investigación, siendo la recomendable si se desea entender las experiencias de los participantes, sus creencias y/o identidades (Mann, 2011). Se entiende como metodología cualitativa aquella que aspira a analizar y comprender una realidad en profundidad desde los prismas de los distintos actores (Norma, 2018).

Por ello, en un contexto de ausencia de bases de datos estructurados y sistematizados, resultado del componente emergente del tema en España, y con el objetivo de acceder a las consideraciones más profundas de los agentes implicados en el proceso de resolución del problema de sucesión a través de un fondo de búsqueda, se ha elegido la metodología cualitativa poniendo en valor la fuente primaria. En concreto, se han llevado a cabo siete entrevistas en profundidad con los *stakeholders* principales del ecosistema de un *Search Fund*: *searchers* e inversores.

Con el objetivo de invitar a los participantes a hacer un ejercicio de reflexión guiado y obtener un análisis holístico se ha diseñado guión de entrevistas en profundidad semiestructuradas. Un tipo de entrevista que aúna la estructurada - formato que mantiene la entrevista centrada en torno al tema que se desea abordar y facilita la comparación entre entrevistados - con la desestructurada - formato que permite conseguir profundidad mediante una conversación relajada y flexible en la que el entrevistado se puede explayar (Alsaawi, 2014). A través de una serie de preguntas abiertas, se conforma una guía en la que, a su vez, se reconoce un espacio para que cada participante pueda aportar visiones e ideas relevantes, producto de sus vivencias personales y profesionales en torno al tema de investigación.

En concreto, se han diseñado dos tipos de entrevistas semiestructuradas, adaptadas al perfil de cada participante (*searcher* o inversor) con las que se pretende obtener una visión holística del rol del *Search Fund* como herramienta para resolver el problema de sucesión de las empresas familiares del tejido empresarial español. El detalle de las preguntas que

conforman las diferentes entrevistas semiestructuradas que se han llevado a cabo se encuentra en el Anexo I.

### 2.2.1. Descripción de los participantes

En un intento por realizar un análisis exhaustivo de la foto completa del ecosistema del *Search Fund*, se ha entrevistado a sujetos representantes de las dos categorías de agentes que lo conforman (*searchers* e inversores).

Por la parte de *searchers*, se ha entrevistado a Joaquín Castillo Escoriaza, Lorenzo Zavala, George Berczely, Ignacio Ortiz Figueroa y Borja Mesonero-Romanos. En la tabla 1 se expone un resumen de la descripción de cada uno de los *searchers* entrevistados, cuyo perfil se detalla a continuación.

**Tabla 1:** Perfil de *searchers* entrevistados

	1	2	3	4	5
<b>Nombre</b>	Joaquín Castillo	Lorenzo Zavala	George Berczely	Ignacio Ortiz	Borja Mesonero-Romanos
<b>Experiencia</b>	Banca Inversión y <i>Private Equity</i>	Banca Inversión y <i>Private Equity</i>	Gestión y consultoría	Consultoría	Transacciones y consultoría
<b>MBA</b>	IESE	Wharton	INSEAD	INSEAD	MIT
<b>Search Fund</b>	Tagus Capital	Baluarte Capital	Albion	Nobis Capital	Taurus Capital
<b>Etapas</b>	Fin sin adquisición	Fin adquiriendo empresa	Búsqueda	Búsqueda	Fin adquiriendo empresa

**Fuente:** Elaboración propia

Joaquín, con experiencia previa en el mundo financiero y MBA por el IESE, fundó Tagus Capital (*Search Fund*) en 2016, donde ha estado buscando una empresa hasta 2020. No encontró empresa y ahora es Co-Founder y CFO de Storemore, un proyecto de trasteros inteligentes con enfoque tecnológico para B2B y B2C en Madrid. Lorenzo, con experiencia previa en banca de inversión y *Private Equity*, y MBA por The Wharton School, co-fundó Baluarte Capital (*Search Fund*) en 2018. En 2020, a través de Baluarte adquirió CTAIMA - proveedor de soluciones tecnológicas con foco en gestión de seguridad, contratistas y salud en el trabajo, calidad y medioambiente - donde ahora ejerce de Co-CEO. George, con experiencia en gestión y consultoría de negocio, y MBA por INSEAD, fundó Albion (*Search Fund*) en abril del 2022, donde aspira a identificar y adquirir una compañía de servicios B2B en España. Ignacio es ingeniero de caminos, tiene experiencia en el mundo de la consultoría y un MBA por INSEAD. En 2020 comenzó lanzó Nobis Capital (*Search Fund*), donde actualmente se encuentra en proceso de búsqueda. Borja tiene experiencia previa en transacciones y consultoría, y un MBA por MIT (Massachusetts Institute of Technology). Cofundó Taurus Capital (*Search Fund*) en 2020, donde consiguió adquirir una empresa que ahora está operando

junto a su socio. Con esto, contamos con un espectro de *searchers* exhaustivo: Joaquín que finalizó la búsqueda sin adquirir empresa, Lorenzo y Borja que finalizaron la búsqueda adquiriendo una empresa, y un George e Ignacio que está actualmente buscando empresa.

Dentro del espectro de los inversores, se ha entrevistado a Isaac Gómez y Esteban Kallay. En la tabla 2 se expone un resumen de la descripción de cada uno de los inversores entrevistados, cuyo perfil se detalla a continuación.

**Tabla 2:** Perfil de inversores entrevistados

	1	2
<b>Nombre</b>	Isaac Gómez	Esteban Kallay
<b>Fondo</b>	Istria Capital	JB46
<b>Puesto</b>	Asociado	Inversor y Director General
<b>Geografía</b>	Inversión global con especial foco en España	Inversión global con especial foco en España

**Fuente:** Elaboración propia

Isaac, con perfil financiero, es inversor en Istria Capital, un fondo de *Search Funds* que, desde 2017, ha invertido en más de 70 *Search Funds* en Europa, América del Norte y Latino América. Esteban es ingeniero industrial, tiene experiencia previa en consultoría y sector financiero y MBA por MIT Sloan School of Management. El 2017 co-fundó Patagonia Capital Partners en Argentina, un *Search Fund* que consiguió adquirir una compañía. Tras su experiencia como *searcher* decidió unirse como director general e inversor a JB46 un fondo de *Search Funds*, que en su día invirtió en Patagonia Capital Partners y que, hasta el momento ha acompañado y financiado a más de 70 fondos de búsqueda globalmente.

### 3. Marco teórico

#### 3.1. Contexto de la empresa familiar en España

En esta primera sección del marco teórico se pretende definir el ecosistema de la empresa familiar en España, exponer su relevancia para el tejido empresarial del país y entender los retos que las caracterizan, con foco en el problema de ausencia de relevo generacional y problema sucesión.

##### 3.1.1. Definición de empresa familiar

Sobre el concepto de empresa familiar, “Existen muchas y muy diversas definiciones, pero todas tienen una característica común: están relacionadas con una familia y ese nexo es lo que las hace especiales.” (McCollom y Lansberg, 1997, p.35). La abundante literatura hace que su definición haya sido moldeada a lo largo del tiempo y haya adquirido diferentes acepciones, pudiéndose clasificar en “amplia”, “intermedia” y “restrictiva” según el grado de implicación familiar en el negocio (Shanker y Astrachan, 1996).

En 2008, el European Family Business (EFB) y el Board del Family Business Network (FBN), llegaron a un acuerdo con respecto a la definición oficial de empresa familiar. Sin considerar el tamaño una variable de la ecuación, los dos organismos internacionales representantes de las empresas familiares consensuaron que se definirán como tal aquellas compañías que cumplan las siguientes condiciones: (i) “La mayoría de los votos son propiedad de la persona o personas de la familia que fundó o fundaron la compañía; o, son propiedad de la persona que tiene o ha adquirido el capital social de la empresa; o son propiedad de sus esposas, padres, hijo(s) o herederos directos del hijo(s)”; (ii) “La mayoría de los votos puede ser directa o indirecta”; (iii) “Al menos un representante de la familia o pariente participa en la gestión o gobierno de la compañía”; (iv) “A las compañías cotizadas se les aplica la definición de Empresa Familiar si la persona que fundó o adquirió la compañía (su capital social), o sus familiares o descendientes poseen el 25% de los derechos de voto a los que da derecho el capital social” (Instituto de la Empresa Familiar, s.f.).

No obstante, numerosos investigadores como Cabrera (2005) amplían esta definición para representar de manera más fidedigna la realidad detrás de las empresas familiares. Coinciden en que son factores más cualitativos los que definen el carácter familiar de una compañía. Estos se pueden resumir en tres dimensiones: la propiedad de una o varias familias, el compromiso familiar en la gestión y la continuidad generacional como objetivo estratégico de la empresa (Chua et al., 1999; Cabrera, et al. 2005).



Existe consenso, por lo tanto, en que la característica principal y diferenciadora de este tipo de empresas reside en la conexión que existe entre la compañía y un grupo familiar involucrado en la gestión. Conexión que se ve reflejada en la involucración de la familia en la gestión del negocio y en la vocación de continuidad de la que se le dota. Además, esta conexión florece también con el tipo de decisiones que se toman, ligadas siempre tanto a la realidad del negocio como a las dinámicas intrafamiliares.

### 3.1.2. Relevancia de la empresa familiar en el mundo y en España

La relevancia de las empresas familiares en el mundo es indiscutible, son ellas las que, en conjunto, más riqueza y empleo crean a nivel global. En Estados Unidos suponen entre el 80% y 85% de todas las empresas y son responsables de más del 50% del empleo. Solo en la Unión Europea existen actualmente 17 millones de empresas familiares, ocupando a más de 100 millones de trabajadores en el sector privado. En Latinoamérica representan a más del 90% del sector privado y generan más del 70% de puestos de trabajo (Atrevia, 2019).

Esta notabilidad a nivel global es extrapolable a España. El tejido empresarial español está compuesto mayoritariamente por empresas familiares. El número de empresas familiares en España asciende a 1,1 millones. Representan, por tanto, el 89% del tejido empresarial, siendo responsables del 67% del empleo y del 57% del Producto Interior Bruto del sector privado (Instituto de la Empresa Familiar, s.f.). Si se realizara una radiografía de la empresa familiar en el país, vemos como Castilla La Mancha es la comunidad autónoma con mayor representación de empresas familiares (94,3%) y el País Vasco la menor (84,4%). Por empleo y Producto Interior Bruto, lidera Galicia, donde se atribuye el 83,3% del empleo y 85% del PIB generado a la actividad económica derivada de la empresa familiar. En cuanto a tipo de actividad, su presencia es dominante en el sector primario y secundario (Instituto de la Empresa Familiar, s.f.).

### 3.1.3. Retos a los que se enfrentan las empresas familiares en España: foco en la sucesión

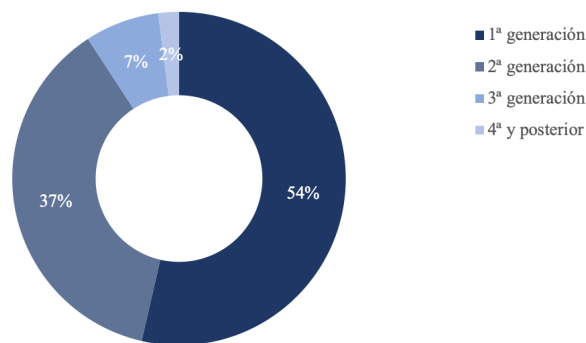
En este contexto de predominancia en el tejido empresarial español, las empresas familiares se enfrentan a lo largo del ciclo de su vida a numerosos retos. Entre ellos, se encuentran debilidades como (i) la rigidez, que se traduce en una lenta adaptación a los cambios; (ii) los conflictos emocionales, que nacen del solapamiento entre familia y empresa; (iii) la confusión entre la familia y el patrimonio empresarial, que mezclando “bolsillos”, da lugar a problemas de control presupuestario y financiero, (iv) problemas de financiación, ya

que generalmente son reticentes a incorporar financiación externa y optan por la autofinanciación; o (v) problemas de sucesión, que adquieren especial relevancia por el impacto que tienen en la supervivencia de las compañías (Barroso y Barriuso, 2014).

Más del 70% de las empresas familiares mueren en la segunda generación y el 80% de ellas lo hace al pasar a la tercera generación (KPMG, 2022). Esta mortandad se ve acentuada en periodos de crisis, durante los cuales su naturaleza (inflexibilidad ante los cambios, conflictos familiares...) las hace más vulnerables a periodos de incertidumbre económica (Ichaso, 2022). Durante la crisis del 2008, alrededor del 92% de empresas que no sobrevivieron pertenecían al sector familiar (Jordán, 2017).

Para entender mejor la radiografía del tejido empresarial familiar, desde los prismáticos del reto de la sucesión, es importante entender la representación de cada nivel de generación en la propiedad de las empresas familiares, pues es reflejo de la mortandad comentada anteriormente. Como se puede observar en la Figura 1, el 54% se encuentra en manos de la primera generación, dato que contrasta drásticamente con la escasa representación de la segunda, tercera y cuarta generación, con porcentajes del 37%, 7% y 2% respectivamente (Instituto de la Empresa Familiar, s.f.).

**Figura 1:** Generación propietaria de las empresas familiares en España



**Fuente:** Elaboración propia a partir de Instituto de la Empresa Familiar (s.f.)

Las razones subyacentes a estas estadísticas son varias, pero giran fundamentalmente en torno a la falta de un plan de sucesión claro que, con foco en la profesionalización, garantice la continuidad de la empresa. La literatura previa se centra en entender las causas de fracaso en el relevo del liderazgo por la siguiente generación, elaborando marcos teóricos que permitan a las empresas diseñar el plan de sucesión de la misma manera que se entiende que la empresa ha de contar con un plan estratégico.

Los conflictos que emanan de los procesos de relevo generacional en las empresas familiares se pueden clasificar en cuatro grupos: (i) conflictos estructurales, que derivan de la interacción entre los tres círculos que coexisten en la empresa familiar - empresa, familia y propiedad -, (ii) conflictos generacionales, que surgen a raíz de problemas entre hijos y padres, y (iii) conflictos fraternales entre hermanos (Casillas et. al. 2014).

En este contexto, la literatura resalta la correlación positiva entre la existencia de un protocolo familiar y el éxito en el proceso de sucesión de una empresa familiar (Jordán, 2017). Se entiende como protocolo familiar “el documento a través del cual los integrantes de la familia titular de la empresa se proponen encauzar los problemas que puedan afectar a su continuidad, con la previsión de cláusulas cuyo alcance se pretende que obliguen también a sus sucesores. En esta línea, puede decirse que el protocolo tiene como finalidad tanto resolver problemas como evitarlos” (Corona, 2005, p.28). El protocolo familiar es, por tanto, el documento en el que se dictan las normas y directrices que planifican el proceso de sucesión y servirán de guía cuando éste se lleve a cabo.

Podríamos decir que esta manera de afrontar la sucesión tiene mucho sentido cuando el relevo generacional es claro: la primera generación funda y establece las bases de las compañías, mientras la segunda generación se prepara para tomar el relevo cuando la primera se retire. No obstante, no son numerosos los trabajos de investigación que se centran en analizar el proceso de sucesión desde un punto de vista de falta de relevo generacional, algo cada vez más común en España. No siempre existe una segunda o tercera generación preparada o dispuesta a tomar el timón.

En estos casos de deseo del propietario de retirarse y en un contexto de ausencia de relevo generacional intrafamiliar son varias las alternativas tradicionales que el mercado ha ofrecido a las empresas familiares. Todas se enfocan en desafiar el perfil cerrado que caracteriza a este tipo de empresa, reduciendo la aversión que suelen sentir hacia el capital y los agentes externos. Entre las alternativas tradicionales destacan: (i) contratar a un CEO externo que se encargue de la gestión; (ii) iniciar un proceso de venta a un fondo de capital privado (*Private Equity*); o (iii) establecer una alianza con una empresa del sector interesada en aumentar su alcance a través de crecimiento inorgánico (Guinjoan y Llaurador, 2009).

Sin embargo, estas opciones han demostrado ser insuficientes o poco adaptadas a las necesidades de las empresas familiares. A continuación, se exponen con brevedad las causas explicativas de la ineficiencia de estas vías para lograr la continuidad de la empresa en ausencia

de un relevo generacional claro. En el caso de la opción de contratar a un CEO externo, puede funcionar en muchas ocasiones para liberar al propietario de la carga de trabajo, pero la propiedad del patrimonio continúa estando en sus manos. De esta manera, el propietario sigue ligado a la compañía de alguna manera y su deseo de desligarse se ve frustrado. En cuanto a iniciar un proceso de venta a un fondo de capital privado, puede decirse que funciona exclusivamente para aquellas empresas que entran en el radar de estos vehículos, que, como se verá en el segundo apartado del marco teórico, se centran en empresas con cifras de EBITDA superiores a los 3 millones de euros (Morrisette y Hines, 2015). A esta falta de encaje se suman otros dos: Por una parte, los fondos de *Private Equity* han adquirido una fama, no necesariamente reflejo de la realidad, que hace que muchos empresarios de empresas pequeñas desconfíen del futuro que les augura a sus compañías en mano de fondos. En concreto, les preocupa la continuidad de los modelos de negocio que han originado, de la marca en la que han trabajado, así como la permanencia de las personas con las que tanto tiempo han trabajado. Por otra, son muchas las empresas familiares cuya cifra de ventas no supera los requisitos de este tipo de fondos y, por lo tanto, pierden acceso a esta opción. Finalmente, optar por establecer una alianza con otra empresa del sector, lo que se conoce como comprador estratégico, también es una alternativa viable para empresas de diversos tamaños. Sin embargo, esta alternativa genera en ocasiones desconfianza, pues empresas más pequeñas suelen ser absorbidas por empresas más grandes, perdiendo las pequeñas en muchas ocasiones su identidad individual.

Se observa, por tanto, un tejido empresarial dependiente de las empresas familiares. Aun teniendo una vocación de continuidad, intrínseca a su naturaleza, son muchas las que se enfrentan a un reto de sucesión a lo largo de su vida. Todo ello, en un contexto de aparente falta de encaje con las alternativas que el mercado ha ofrecido tradicionalmente, entre las que se destacan la contratación de un CEO externo o procesos de compraventa a un fondo de *Private Equity* o a un comprador estratégico.

### **3.2. El modelo de *Search Fund*: descripción y análisis del vehículo de inversión**

En esta segunda sección del marco teórico se presenta el modelo del *Search Fund*. Se definen sus características principales y se profundiza en las fases que lo conforman y los agentes que intervienen. Igualmente, se hace referencia a su historia y relevancia global y nacional.

### 3.2.1. *Search Fund*: concepto y fases del proceso

Un *Search Fund* (fondo de búsqueda) es un vehículo de inversión en el que un joven emprendedor trata de buscar una empresa de tamaño pequeño o mediano de acuerdo con ciertos criterios de negocio, rentabilidad y potencial de crecimiento, para, con el apoyo de un grupo de inversores, adquirir su capital y gestionarla (Zakes, 2018). Una vez se ha finalizado la búsqueda y el proceso de compraventa, se conforma un nuevo consejo compuesto por el grupo de inversores mientras que el *searcher* pasa a ser el nuevo CEO de la compañía (Grousbeck and Li, 2003). El objetivo es utilizar la experiencia y conocimiento de todos los agentes implicados para crear valor a través de la mejora y expansión del negocio. Cabe destacar que el rol del *searcher* se centra en la mejora y expansión y no en la transformación del negocio, pues no se buscan proyectos de reestructuración, se buscan empresas estables y consolidadas en las que haya oportunidad de crecimiento y de generar valor adicional para los inversores (Dennis y Laseca, 2016).

Se presenta, por lo tanto, como alternativa, por una parte, a la definición tradicional de emprendimiento dando lugar al emprendimiento a través de adquisición (*ETA*<sup>4</sup>) y, por otra, al problema de relevo generacional al que hacen frente muchas PYMES en las diferentes geografías y sectores.

Como se observa en la Figura 2, son cinco las fases de las que consta el modelo de *Search Fund* desde que nace hasta que cesa de existir: (i) la recaudación del capital inicial (*fundraising*), (ii) el proceso de búsqueda, (iii) la adquisición, (iv) el proceso operativo, y (v) la desinversión (Kelly y Heston, 2020).

**Figura 2:** Fases del *Search Fund*



**Fuente:** Elaboración propia a partir de Kelly y Heston (2020)

En una primera fase, el emprendedor busca levantar fondos a través de un grupo de diversos inversores destinados a costear los gastos en los que el fondo de búsqueda incurra a lo largo de su vida (típicamente de 3 años). Dichos gastos suelen oscilar en un rango de entre 400.000€ y 600.000€ y suelen ser financiados por un conjunto de entre 15 y 20 inversores, lo que supone una media de 30.000€ por inversión (Istria Capital, 2021). Para que esto sea posible,

<sup>4</sup> *ETA*: *Entrepreneurship Through Acquisition*, en español, emprendimiento a través de adquisición

el *searcher* prepara un memorándum de colocación privada describiendo a los inversores las implicaciones de una posible inversión en el fondo: estrategia de búsqueda, estrategia de adquisición, estrategia de salida, perfil del *searcher*, etc. El objetivo de este documento es permitir que los inversores realicen inversiones informadas (Keil, 2021).

Una vez se ha conseguido levantar el suficiente capital, comienza el proceso de búsqueda. El objetivo es encontrar una empresa que, con perspectivas de crecimiento, cumpla los criterios establecidos en cuanto a tamaño, industria, geografía y modelo de negocio, entre otros. Todas aquellas compañías identificadas y calificadas como potenciales de compra son presentadas a los diferentes inversores, los cuales, al haber financiado la búsqueda, reciben el derecho, pero no la obligación de invertir prorrata en la empresa objetivo (Keil, 2021). Los inversores que deciden no participar en la adquisición reciben un incremento del 50%, conocido como un *step-up* de 1.5 veces sobre su aportación inicial para compensar el riesgo de búsqueda (Kelly y Heston, 2020).

Si el emprendedor no es capaz de encontrar una empresa antes de que expire el tiempo pactado (normalmente 3 años), finaliza el fondo sin haber sido exitoso en la adquisición de una compañía. De hecho, más del 30% de los *Search Funds* no lo consiguen (Kelly y Heston, 2020). Por el contrario, en caso de que la negociación con el propietario de la compañía sea exitosa y exista un número suficiente de inversores dispuestos a financiar la adquisición, se firma el contrato de compraventa y el pacto de socios. El esquema de financiación de la adquisición depende del caso: algunos optan por 100% capital, otros optan por incluir mayor o menor porcentaje de deuda, en función del perfil de riesgo de los inversores y las características particulares de la empresa objetivo (Keil, 2021).

A partir de este momento, el *searcher* se convierte en el nuevo director general de la empresa y se conforma un nuevo consejo formado por el grupo de inversores. Llega el momento de operar la compañía y crear valor para poder generar el retorno esperado. En este proceso, no es atípico que el vendedor permanezca durante un tiempo para facilitar la transición (Dodson et al., 2013). Con el objetivo de alinear intereses entre el conjunto de los inversores y el *searcher* e incentivar el crecimiento de la empresa adquirida, el emprendedor puede obtener hasta un 30% del capital de la compañía en función de la consecución de determinados hitos (Keil, 2021). Esta fracción del capital se materializa en tres puntos temporales: un tercio al cierre de la operación, un tercio ligado a resultados (4-5 años), y un último tercio dependiente del objetivo de TIR para los inversores (entre el 25% y 30%) (Kelly y Yoder, 2020).

Una vez la compañía ha crecido lo suficiente, se ha completado el plan de negocio establecido y con él, el periodo de tenencia, se lleva a cabo la desinversión, consiguiendo suficiente liquidez para repagar la deuda existente, y devolver el capital invertido a los *Limited Partners*<sup>5</sup> (Dennis y Laseca, 2016). Son varias las estrategias de expansión de múltiplo que se pueden desplegar en el proceso de desinversión, entre las que destacan la venta a un comprador estratégico, a un fondo de *Private Equity* una vez la compañía ha crecido lo suficiente como para entrar en su radar, o a través de una Oferta Pública de Venta (OPV) (Rozenrot, 2005).

### 3.2.2. Comparación con otros vehículos de inversión más tradicionales

A raíz de la definición anterior, en la que vemos el *Search Fund* como un vehículo de inversión que utiliza capital privado para adquirir y operar una PYME a lo largo de un horizonte temporal, este tipo de activo resulta similar a otros vehículos de inversión más asentados como el *Private Equity* o el *Venture Capital*. Su comparación motiva que pueda surgir la duda sobre si estarán compitiendo por las mismas compañías objetivo o no, dadas sus similitudes. De hecho, las diferencias entre los tipos de activo mencionados no están estrictamente definidas y el *Search Fund*, como tipo de activo, figura técnicamente bajo el espectro del *Private Equity*. No en vano, su objetivo es adquirir y operar una compañía privada. No obstante, son numerosas las características que permiten diferenciarlo del resto de la industria.

En primer lugar, las potenciales compañías objetivo que buscan cada uno de los vehículos difiere en términos de ciclo de vida del negocio y tamaño. Los *Venture Capital* se centran en *start-ups* en las fases más iniciales - expansión o incluso semilla. De hecho, invierten en compañías sin ingresos o con resultados negativos. Por otro lado, los fondos tradicionales de *Private Equity* buscan empresas más maduras con una cifra de EBITDA generalmente superior a los 3 millones de euros (Morrisette y Hines, 2015). En un término medio entre estos dos vehículos se encuentran los *Search Funds*, con foco en compañías estables que se encuentran en la fase inicial o media de su expansión. En términos de tamaño, las empresas objetivo son aquellas PYMES con ventas entre 10 y 50 millones de euros, con un margen de EBITDA superior al 10% (Kelly y Heston, 2020). Es decir, los *Search Funds* buscan compañías que son demasiado pequeñas como para estar en el radar de los fondos tradicionales de *Private Equity* y demasiado grandes como para inversores particulares. Está, por tanto, cubriendo un

---

<sup>5</sup> *Limited Partners (LPs)* es el término utilizado en *Private Equity* para hacer referencias a los socios limitados, a los inversores que confían en un determinado fondo de capital privado para que sea éste el que decida en la distribución del capital

vacío en el mercado de inversión de capital privado, lo que lo convierte en un aliado atractivo para propietarios con empresas en ese rango de tamaño.

En segundo lugar y en relación con el tipo de empresa que se busca, otra diferencia destacable de los *Search Funds* como vehículo de inversión es que no tienen un objetivo de portfolio determinado. El objetivo final de todo *Search Fund* es encontrar una buena compañía que poder adquirir y gestionar en el largo plazo, contrariamente a otro tipo de fondos cuyos objetivos son más variados e incluyen, por ejemplo, conseguir un portfolio diversificado (Scarato, 2018).

La tercera diferencia recae sobre el tipo de inversor que participa en un *Search Fund* y su rol durante el proceso de búsqueda, adquisición, gestión y desinversión. Los *Search Funds* están generalmente respaldados por *High-Net-Worth Individuals*<sup>6</sup> (particulares con elevado patrimonio neto), mientras que otros vehículos de inversión más asentados como el *Private Equity* cuenta generalmente con una base de inversores mayoritariamente institucionales, como pueden ser fondos de pensiones o fondos fiduciarios (Morrisette y Hines, 2015).

La diferencia en el origen de los fondos y en el objetivo del vehículo en sí hace que el rol que juegan tanto el *searcher* como los inversores también sea desigual. Cuando se realiza una inversión en un fondo de *Private Equity* o *Venture Capital*, los nuevos socios adoptan un rol de asesor junto con ocupar un sitio en el Consejo de Administración. El *Search Fund*, por el contrario, se centra desde un principio en una solución a la gerencia, es el mismo *searcher* el responsable de la completa gestión de la compañía por lo que no es necesario encontrar un nuevo CEO tras la inversión. En esta misma línea, el rol de los *Limited Partners* (inversores) en los fondos tradicionales son más pasivos en comparación con el que adoptan en una adquisición realizada a través de un Fondo de Búsqueda, en la que se requiere su participación activa en la gestión de la compañía como miembros del Consejo y adoptando, en muchas ocasiones, la figura de mentor del *searcher* (Scarato, 2018).

En quinto lugar, y desde un punto de vista más financiero, los retornos también son diferentes cuando comparamos los esperados por los diferentes vehículos. Los fondos de *Venture Capital* se sitúan en el extremo más alto en cuanto a retornos se refiere, con retornos medios anuales entre el 22% y el 45%. Los fondos de *Private Equity*, por su parte, trabajan por un retorno medio esperado anual en un rango del 19% al 30% (Morrisette y Hines, 2015). Entre ambos vehículos se encuentran los *Search Funds*, cuyo retorno medio anual a finales de 2019

---

<sup>6</sup> *High Net Worth Individuals* hace referencia a particulares con elevado patrimonio neto

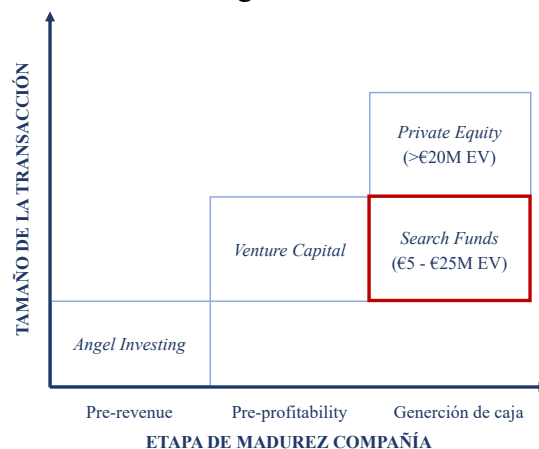


fue del 32,6% comparado con un 33,7% en 2018 (Kelly y Heston, 2020). No obstante, en el estudio se observa que el rendimiento generado excluyendo a los 5 fondos con mayor retorno ha aumentado, indicando que en términos promedios el retorno medio de los *Search Funds* está aumentando, producto de la adquisición y desarrollo de mejores empresas (Kelly y Heston, 2020).

Por último, los tres tipos de activos comparados se diferencian también en términos del horizonte temporal de la inversión y de la estrategia de salida. Mientras que los fondos de *Private Equity* tradicionales y *Venture Capital* tienen requisitos en cuanto a duración de las inversiones puesto que deben “devolver” el capital a los inversores en un periodo fijo de tiempo, entre 3 y 7 años, los *Search Funds* no cuentan con este tipo de requisito. La duración media de la inversión en un *Search Fund* oscila entre los 6 y los 10 años, si bien es cierto que esto no supone ningún tipo de restricción para inversiones que se deseen sostener por un mayor periodo de tiempo. Ligado a las diferencias en el horizonte temporal se encuentran las diferentes estrategias de desinversión que los tres vehículos llevan a cabo, en la que los *Search Funds* se apoyan, mayoritariamente, en otros fondos de *Private Equity* como compradores, a diferencia de los fondos de *Private Equity* o *Venture Capital* que también buscan otro tipo de procesos como puede ser la OPV (Scarato, 2018).

Con todo ello, la Figura 3 demuestra como el modelo de *Search Fund* se centra en un segmento del mercado del capital privado que ningún otro instrumento cubre. Son operaciones demasiado pequeñas para los inversores institucionales tradicionales y demasiado grandes para los particulares que buscan una única adquisición. Tampoco existe competencia por parte de los *angel investors* o *venture capital* ya que las empresas que se analizan difieren en naturaleza.

**Figura 3:** Posición estratégica del modelo del *Search Fund*



**Fuente:** Elaboración propia a partir de Istria Capital (2021)

### 3.2.3. Historia y evolución del *Search Fund*: diferencias geográficas

El panorama del *Private Equity* ha ido evolucionando y convirtiéndose en una industria cada vez más compleja desde sus inicios en la década de los 50 (Guilanya y Mazaira, 2013), con la progresiva creación de nuevas formas de inversión o clases de activos, entre los que cabe destacar los fondos de *Venture Capital*, la práctica de *Leverage Buy-Out* (LBO), y más recientemente las SPAC (*Special Purpose Acquisition Vehicle*) y los *Pledge Funds* (Scarato, 2018). En este camino de desarrollo de la práctica de la inversión aparecen hace poco más de tres décadas los *Search Funds*.

El término *Search Fund* se originó en 1984 cuando H. Irving Crousbeck, entonces profesor en Harvard Business School, creó un nuevo vehículo de inversión con el objetivo de dar la oportunidad a jóvenes empresarios de buscar, adquirir, gestionar y hacer crecer una compañía (Kelly and Heston, 2020). Desde entonces y a pesar de la popularización del vehículo por parte de la Universidad de Stanford, el modelo de *Search Fund* no experimentó una tracción muy fuerte en el mercado estadounidense en los diez años siguientes a su origen (Dennis y Laseca, 2016).

Fue en 1984 cuando Jim Southern fundó el primer *Search Fund* en Estados Unidos. Tras un periodo de búsqueda, Southern identificó, adquirió y gestionó Uniform Printing, subsidiaria de una empresa de impresión cotizada, con una cifra de ventas por encima de los 40 millones de dólares y con una base de empleados en torno a 750. A lo largo de diez años, Southern ejerció de CEO de la empresa y, con ayuda de los inversores, la hizo crecer lo suficiente como para venderla en 1994 generando un MOIC<sup>7</sup> por encima de 24x<sup>8</sup> (Dennis y Laseca, 2016).

Entre 1984 y 1999 se lanzaron alrededor de treinta *Search Funds* y el número de inversores aportando capital a este tipo de modelo no superaba los veinte. No obstante, el reducido número de inversores hacía que estos estuvieran muy especializados y compartieran la pasión por mentorizar a jóvenes emprendedores en el proceso de búsqueda y gestión (Dennis y Laseca, 2016). Poco a poco se empezaron a evidenciar las ventajas del modelo: muchos propietarios con edad cercana a la jubilación, sin plan de sucesión claro y en búsqueda de liquidez encontraron en el Fondo de Búsqueda la solución al problema del relevo generacional. También los inversores y potenciales *searchers* comenzaron a entender el atractivo del nuevo

---

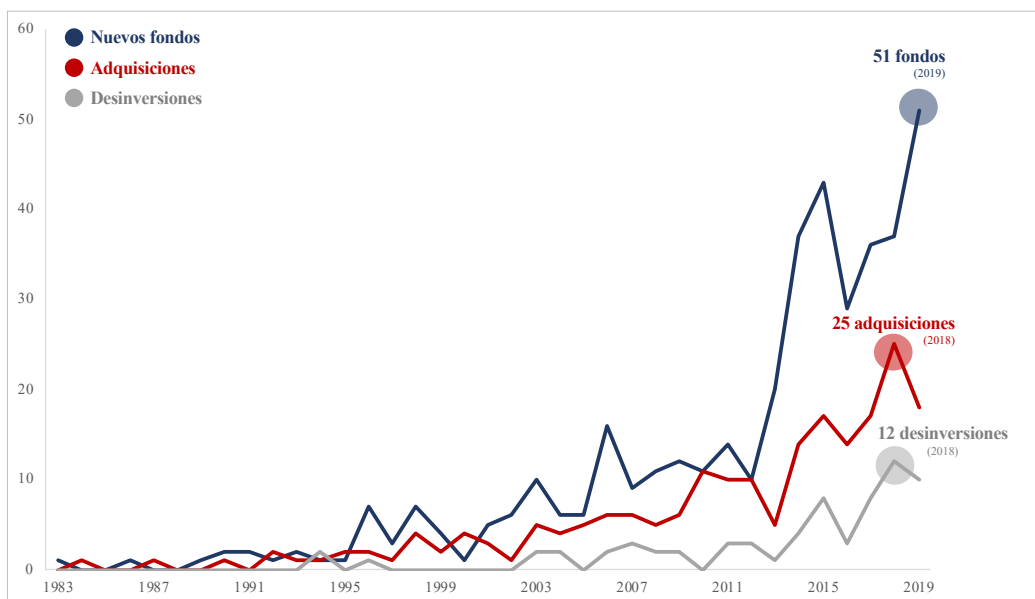
<sup>7</sup> MOIC hace referencia a *Multiple On Invested Capital*, en español rendimiento

<sup>8</sup> 24x hace referencia a un retorno de 24 veces el capital invertido

vehículo de inversión a medida que se hacían públicos los éxitos de los primeros fondos, como el caso de Nova Capital (Dennis y Laseca, 2016). Todo ello hizo que a partir del año 2000 el modelo experimentara un crecimiento exponencial: en los cinco años siguientes, el número de fondos se duplicó y entre 2005 y 2013 se fundaron más de 100 fondos nuevos. A finales de 2020, el total de *Search Funds* fundados superaba los 400, de los cuales 90 continuaban buscando y 204 habían completado una adquisición (Kelly y Heston, 2020).

En términos de expansión geográfica, Estados Unidos es el país en el que más desarrollado está el modelo, donde se han creado el 80% de los fondos de búsqueda hasta el momento (Scarato, 2018). La Figura 4 demuestra el crecimiento exponencial que el vehículo ha experimentado desde su creación en 1983. De hecho, es tan tangible la evolución que, en Estados Unidos ya se han producido variantes del modelo como fondos de búsqueda autofinanciada o vehículos complementarios como los fondos de fondos especializados en *Search Funds* (Keil, 2021).

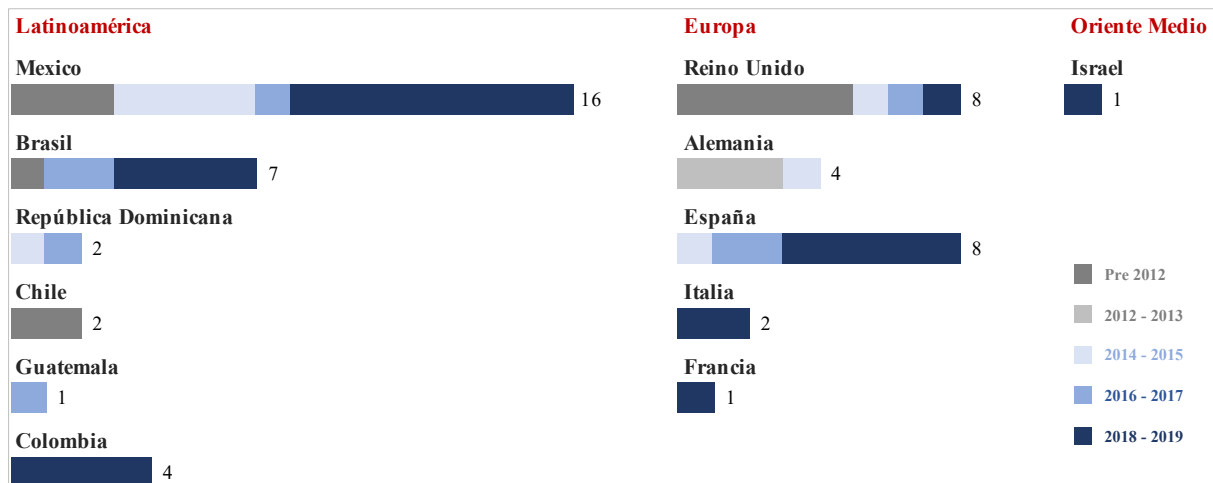
**Figura 4:** Actividad en la industria del *Search Fund* por año en Estados Unidos y Canadá



**Fuente:** Elaboración propia a partir de Stanford GSB 2020 Search Fund Study (2020)

La Figura 5 muestra cómo en segundo lugar en el *ranking* de relevancia del modelo de *Search Fund* se encuentra México, seguido por Reino Unido y España, donde ha ganado especial importancia a raíz del acuerdo que el IESE decidió firmar con Stanford para fomentar la evolución de los *Search Funds* en otros países. En este sentido, el rol del IESE para la llegada y consolidación del Fondo de Búsqueda en España ha sido esencial, tanto es así que la mayoría de los *searchers* españoles son graduados de MBA por el IESE (Kolarova et al., 2020).

**Figura 5:** Ecosistema de *Search Funds* por región, país y año



**Fuente:** Elaboración propia a partir de IESE 2020 Search Fund Study (2020)

Tras el nacimiento del primer fondo de búsqueda tradicional en 1984, el modelo experimentó algunas dificultades de tracción en un principio. Sin embargo, tanto los retornos que ofrecía el vehículo como la propuesta de valor diferencial en un nicho de mercado que no estaba cubierto, hicieron que ganara la suficiente popularidad como para que en los años siguientes se afinara y complicara la técnica. En esta evolución, otros tipos de *Search Fund*, diferentes al descrito (el tradicional), se han ido desarrollando, aportando al *searcher* un abanico más amplio de oportunidades para llevar a cabo su proyecto de emprendimiento a través de adquisición (*entrepreneurship through acquisition*). Entre ellos destacan el *self-funded search*, *crowdfunding*, *sponsored search* e *incubated search*, cuyas características se especifican a continuación (Scarato, 2018).

Los *searchers* que deciden apostar por un *self-funded search fund* evitan tener que levantar capital de inversores externos financiando la búsqueda con sus propios ahorros. Tal y como se ha explicado con anterioridad, el capital inicial se convierte en capital preferente con un rendimiento preferente que oscila entre el 5% y el 8% con un multiplicador de incremento de capital del 1,5 veces en el momento de la adquisición (Keil, 2021). La opción del *self-funded search fund* busca evitar este incremento a través de la autofinanciación para minimizar el coste de capital y maximizar la proporción del *searcher* en el capital social de la compañía. Otras ventajas de este modelo giran en torno a la flexibilidad y el poder de decisión que disfruta el emprendedor durante el periodo de búsqueda. No obstante, esta opción prescinde de la ayuda que la experiencia de la base de inversores puede suponer para los emprendedores, y aumenta el riesgo financiero del propio *searcher* (Keil, 2021).

El modelo de *crowdfunding* se diferencia del tradicional en la manera en la que el *searcher* levanta capital. Se realiza, en este caso, a través de una plataforma de *crowdfunding* por la cual el *searcher*, en vez de proactivamente buscar inversores, presenta su memorándum de inversión y eso le da acceso a un *pool* de inversores con potencial interés en financiar la búsqueda. Una vez se ha comprometido el capital, el inversor goza de las mismas ventajas que en el modelo tradicional (conversión de su aportación a capital preferente) (Dennis y Laseca, 2016).

El *sponsored search fund* (fondo de búsqueda patrocinado) difiere del modelo tradicional principalmente en el número de inversores que financian la búsqueda. En este caso es un único inversor (el *sponsor*) el que financia tanto la búsqueda como la futura adquisición y, por ende, se convierte en accionista mayoritario. Suele ser una firma de inversión como un *Private Equity* o un *Family Office*. Esta opción agiliza la toma de decisiones y permite un mayor grado de involucración del inversor en la búsqueda, pero es importante tener en cuenta el nivel de control y poder concentrado del que disfruta (Dennis y Laseca, 2016)

Por último, el *incubated search fund* se asemeja al *sponsored* en tanto que el *sponsor* es el agente que proporciona todo el capital necesario tanto para la búsqueda como para la adquisición. Sin embargo, en este caso el *sponsor* proporciona la infraestructura requerida para la búsqueda, compartida con otros emprendedores con proyectos similares de manera que el *searcher* se beneficia tanto del apoyo administrativo (base de datos compartida) como de la interacción con otros *searchers* y las sinergias que puedan surgir de esas interacciones (Dennis y Laseca, 2016).

Con todo esto, se observa que el *Search Fund* es un vehículo de inversión que, diferenciándose de otra clase de activos, ha ido ganando tracción a nivel global desde que se concibió el concepto en la Universidad de Stanford en 1984. En concreto, hemos visto como ha ganado especial relevancia en países como Estados Unidos, México o España. Todo esto ha sido posible gracias al interés que ha generado en los diferentes agentes que participan en el ecosistema, cuyas características se detalla en el siguiente subapartado.

#### 3.2.4. Agentes participantes en el modelo de *Search Fund*

Son tres los agentes implicados en el modelo del *Search Fund*: (i) *Jockey*, (ii) *Trainer*, y (iii) *Horse*. H. Irving Grousbeck desarrolló en los años 80 esta analogía para explicar el modelo: se coge un caballo (*Horse*), haciendo referencia a la compañía, que corre relativamente, y todo lo que se hace es cambiar al jinete (*Jockey*) al ser el propietario

reemplazado por un emprendedor con el talento y la motivación suficiente como para hacer crecer el proyecto, apoyado por un consejo que le apoyará a lo largo de la trayectoria, el entrenador (*Trainer*) (Johnston, 2015).

El *Jockey* representa al *searcher*, un joven emprendedor— más del 80% tienen menos de 40 años —, que se ha graduado recientemente de un MBA (50%), tiene algo de experiencia en consultoría (16%), banca de inversión (22%) o private equity (31%), y una gran ambición por adquirir y gestionar desde la figura de CEO de una compañía. Aunque cada vez hay más representación del género femenino, sigue siendo un modelo mayoritariamente dominado por los hombres. Además, alrededor del 50% de los fondos de búsqueda se constituyen entre dos *searchers*, que se apoyan y complementan a lo largo de todo el proceso (Scarato, 2018).

El *Trainer* personifica al grupo de inversores que, a través de su capital, experiencia y conocimiento, confía, mentoriza y apoya al emprendedor a lo largo de todo el proceso. Aunque históricamente la mayoría de los inversores era *High Net Worth Individuals* (HNWs), actualmente las características de los inversores suelen ser variadas. La heterogeneidad que se está consiguiendo más recientemente es la que se necesita para lograr un consejo que sea capaz de analizar una misma situación desde diferentes ángulos, aportando al *searcher* una visión holística sobre cada tema. No obstante, podemos agrupar a los tipos de inversores en tres categorías: (i) institucionales (18%) como compañías de seguros, bancos o fondos de pensiones; (ii) individuales (61%) como *HNW Individuals*, y (21%) otros como fondos de fondos especializados en *search funds*, *family offices*, etc. (Dennis y Laseca, 2016). Adicionalmente, se pueden clasificar según las características que comparten en cuatro grupos: (i) particulares que conocen personalmente al *searcher* y confían en él para tener éxito; (ii) inversores que conocen el modelo del *Search Fund* y son los que toman un rol más activo en la formación del emprendedor; (iii) inversores locales o expertos en una industria en concreto, que traen experiencia y conocimiento específico al consejo; y (iv) inversores puramente de capital, que esperan generar un retorno de la inversión, y cuya única función es contribuir a la recaudación de los fondos necesarios (Scarato, 2018).

El *Horse* simboliza a la compañía. En un estudio realizado en 2016, el 73% de los participantes coincidían en que, aunque el futuro CEO y el conjunto de inversores son cruciales, el negocio es el mayor determinante del éxito (Dennis y Laseca, 2016). Las características del conjunto de empresas que pueden resultar atractivas para un fondo de búsqueda son comunes para este tipo de activo. En cuanto a la industria, se buscan aquellas que sean atractivas y rentables, con previsiones de crecimiento esperado en los próximos años superior al 5%.

Algunos ejemplos de los sectores que más atractivos resultan, y por ello, donde más incidencia de *Search Fund* existe son la industria de servicios, de software, sanidad, y educación (Kelly, P. y Heston, S., 2020). Con respecto a la compañía elegida, se busca un tamaño entre 10 y 50 millones de ventas y márgenes EBITDA superiores al 10%. Resultan atractivos negocios con ventas y clientes recurrentes, estabilidad de flujo de caja y perspectivas de crecimiento. No obstante, más allá de las características generales, cada *searcher* establece otras específicas, en conformidad, con los inversores que deseen participar en la operación. Por ejemplo, la búsqueda puede comenzar con un foco especial en tres o cuatro industrias que resulten especialmente interesantes para el *searcher* e ir ampliando el abanico de búsqueda poco a poco (Scarato, 2018).

Es, por tanto, un ecosistema conformado por tres agentes principales: la empresa, los inversores y el *searcher*, cuyos intereses se tratan de alinear para obtener un escenario de *win-win-win*. Teniendo esto en cuenta, el siguiente apartado expondrá los resultados que se han obtenido de las entrevistas a dos de estos agentes tan relevantes para el ecosistema: los inversores y los *searchers*.

## 4. Resultados

En los siguientes apartados se presentan las respuestas obtenidas en las entrevistas que se han realizado a cinco *searchers* (Joaquín, George, Lorenzo, Ignacio y Borja) y a dos inversores (Istria Capital y JB46). Con el objetivo de comparar respuestas, los resultados se agruparán por pregunta para analizar las similitudes y diferencias en cuanto a las respuestas de cada participante.

### 4.1. Resultados de las entrevistas a *searchers*

**¿Cómo ha sido tu experiencia profesional antes de fundar un *Search Fund*?  
¿Alguna experiencia previa como emprendedor? ¿Alguna participación en otros vehículos de inversión?**

La experiencia previa de los *searchers* entrevistados no es idéntica pero sí presenta ciertas similitudes en algunos aspectos. La inmensa mayoría vienen del sector de la consultoría o la banca de inversión, algunos con experiencia previa en *Private Equity* y unos pocos con experiencia en gestión. Además, muchos cuentan con un MBA que han realizado en diferentes escuelas de negocios.

Joaquín comenzó su carrera en el mundo de las finanzas desde el punto de vista del *sell side* en banca de inversión en Londres, y más tarde pivotó hacia el *buy side* (inversor) en un *Hedge Fund* en Nueva York. Fue durante su MBA en el IESE cuando conoció el modelo del *Search Fund*, lo que le motivó a fundar, junto a su socio, Tagus Capital, uno de los primeros fondos de búsqueda en España, en 2016. George es un caso más particular, pues cuenta con unos años de experiencia bastante por encima del *searcher* promedio. Con más de 20 años de experiencia en operaciones, finanzas y consultoría de la mano de McKinsey y DHL, y sin experiencia previa como emprendedor, George ha decidido lanzar Albion hace un par de meses. Él también cuenta con un MBA, en su caso de INSEAD. Lorenzo tampoco cuenta con experiencia en emprendimiento previa al fondo de búsqueda. Su carrera profesional se había centrado hasta el momento en la banca de inversión, el *Private Equity*, y, distintivamente, la coordinación de proyectos humanitarios en el sudeste asiático. Tras finalizar su MBA en The Wharton School y consolidar sus capacidades en un fondo de *Special Situations*, decidió cofundar Baluarte Capital, desde donde consiguió adquirir CTAIMA en 2020. En línea con los anteriores, Ignacio tampoco cuenta con experiencia previa de emprendimiento. Sin embargo, destaca que durante su MBA en INSEAD realizó unas prácticas en *Venture Capital* en Amsterdam, que le permitió descartar el camino de las *startups* como preferencia de forma de



emprendimiento. Borja, por su parte, tiene experiencia previa como consultor, pero ninguna relevante de emprendimiento ni inversión, previa a fundar Taurus Capital en 2020, vehículo desde el que ha conseguido adquirir una empresa que ahora se encuentra operando.

En la literatura veíamos cómo el concepto original de un *Search Fund* pensaba en el *searcher* como un joven emprendedor sin mucha experiencia, pero con motivación de crear su propio negocio guiado y apoyado por un grupo de inversores. Sin embargo, a raíz de las entrevistas realizadas vemos que la realidad de los *searchers* en España se distingue notablemente de esta definición original. Es un perfil con extensa formación académica – todos los entrevistados han realizado un MBA – y experiencia previa en sectores tan exigentes como la consultoría, la banca de inversión o el *Private Equity*, buscan iniciar una nueva etapa en el emprendimiento y la gestión, donde generalmente no tienen tanta experiencia.

### **¿Por qué elegiste fundar un *Search Fund*?**

Las motivaciones para fundar un *Search Fund* pueden diferir en particularidades muy personales, pero en líneas más generales tienden a confluir. En ausencia de una idea disruptiva que le permitiera fundar una *startup*, Joaquín se alza como firme defensor de que “hay mucho valor en la PYME española”, ignorada por los bancos y grandes inversores. Es un tipo de empresa poco profesionalizada, con unos vicios internos que generalmente la hace poco atractiva para muchos agentes pero que tiene un gran valor que en muchos casos es desperdiciado, y el fondo de búsqueda le permitía aprovecharlo. Argumenta que existen muchas empresas familiares que funcionan bien y tienen cimientos sólidos, pero no están optimizadas, al no tener una necesidad imperante de crecer y no tener los recursos (en términos tanto de *know-how*, como capital o tiempo) para hacerlo. En este contexto ve que a través del *Search Fund* se podía generar un valor real incidiendo de manera tangible en la economía nacional. George explica su elección basada en la positiva experiencia de gestionar equipos más pequeños como gerente país dentro de DHL; en el descubrimiento de un “*sweet spot*”<sup>9</sup> que aúna operaciones, consultoría y finanzas en la gestión de una empresa pequeña o mediana; y en el deseo de crear su propio proyecto como emprendedor. Esta misma visión la comparte Borja, que destaca la opción como la perfecta combinación entre emprendimiento, transacciones y gestión, con un perfil de riesgo menor que otras alternativas de emprendimiento. Lorenzo fundó su *Search Fund* para satisfacer su motivación de emprender en un entorno de riesgo más comedido que el que caracteriza a una futura *startup*. Finalmente,

---

<sup>9</sup> *Sweet spot*, en español punto óptimo

Ignacio añade la buena combinación entre un modelo que genera retornos económicos muy atractivos a la vez que se lleva a cabo un proyecto propio intelectualmente divertido y estimulante.

Las respuestas de los entrevistados dejan entrever que el *Search Fund*, como vehículo de inversión, tiene una propuesta diferencial que resulta especialmente atractivo para los *searchers*. En un entorno de riesgo más moderado, es un modelo que permite emprender y crear un proyecto propio a la vez que aunar en un mismo camino adquisiciones, emprendimiento y gestión.

### **¿En qué proceso de la búsqueda te encuentras?**

En un intento por obtener una imagen lo más completa posible, los tres entrevistados representan a una etapa diferente. Comenzando por la más temprana, George e Ignacio se encuentran en el proceso de búsqueda. Tanto Joaquín como Lorenzo y Borja terminaron el proceso de búsqueda hace tiempo, pero se diferencian en que Lorenzo finalizó la búsqueda adquiriendo una empresa, CTAIMA, y Borja adquiriendo Bike-Ocasión. Joaquín terminó el proceso de búsqueda sin adquirir empresa.

### **¿Qué tipo de empresas miras/mirabas? (Tamaño, sector, geografía, propiedad...)**

El tipo de empresa en el que se enfocan o enfocaban también coincide, y es la clásica empresa objetivo de un *Search Fund*: EBITDA entre 1 y 3 millones de euros, margen de más del 10% con elevada generación de caja, producto nicho, industrias poco cíclicas, poca concentración de clientes, productos y proveedores, entre otras variables. En definitiva, un activo de calidad que, comprado barato, sin necesidad de excesiva deuda y modificando pequeñas cosas, puede generar mucho valor a medida que pasa el tiempo. Sin embargo, producto de la diferencia en experiencia, George vuelve a ser un caso algo más particular: se centra en empresas de servicios B2B en España, con especial foco en el sector de la logística, donde tiene especial conocimiento y experiencia. Además, apalancándose en su bagaje de acompañar procesos de transformación con McKinsey, amplía su búsqueda y acepta en el radar a empresas no tan sólidas, con márgenes por debajo del clásico 10% o con problemas que requieren algún tipo de reestructuración (no de deuda). Borja también añade que desde Taurus Capital se centraban mucho en sectores con buenas perspectivas de crecimiento a nivel macroeconómico, como puede ser la educación, el reciclaje o la sostenibilidad. En esta misma línea, también descartaban industrias con perspectivas macroeconómicas más inciertas, como puede ser la automoción o empresas de servicios destinados a estaciones de servicio.

Cómo se mencionaba en la revisión de la literatura, el *Search Fund* tiene como objetivo un tipo de empresa concreto. Los resultados de las entrevistas confirman que se trata de compañías con EBITDA entre 1 y 3 millones de euros, con márgenes por encima del 10%, con poca concentración de clientes, proveedores y productos, poco intensivas en capital, y con elevada generación de caja. Empresas, por tanto, que aun pudiendo tener ineficiencias y puntos en los que mejorar, garantizan un perfil de riesgo bajo.

**¿Qué valores intentas transmitir al presentar tu *Search Fund* a inversores/compañías? ¿Cómo crees que se diferencia de otros modelos de inversión en términos de relación con la empresa / tipo de empresa que se busca / valor que se ofrece? ¿Qué lo hace diferencial y atractivo?**

Si nos centramos en la sección de propuesta de valor, parte central de la entrevista, vemos de nuevo unanimidad en torno al valor diferencial que el modelo ofrece a las empresas familiares, sobre todo en comparación con otros modelos existentes. El *Search Fund* se presenta como un modelo mucho más personal, al ser el mismo *searcher* el que contacta, negocia, adquiere y finalmente opera la compañía. Esto tiene, como consecuencia directa, que se genere la confianza que el vendedor necesita para desligarse del negocio en el que tanto tiempo, esfuerzo y patrimonio ha invertido, garantizando la continuidad que tanto preocupa a muchos propietarios.

Se ofrece una visión compartida, una validación de cómo se han hecho las cosas y de los fundamentos del negocio, y sobre ello, un proyecto que, a base de recursos, tiempo y ganas, pretende darle un empujón, teniendo siempre en cuenta que no todo vale para justificar el crecimiento. En definitiva, Joaquín defiende que la propuesta trasciende los números y se centra en reconocer el trabajo y esfuerzo que se ha puesto en un proyecto, garantizando una continuidad tanto al modelo como a las personas implicadas. En comparación con otros modelos, George comenta que hay que reconocer que un *Private Equity* o un comprador estratégico generalmente va a ser capaz de pagar múltiplos más altos, resultado de posibles sinergias y un coste de capital menor que el de un *Search Fund*. Sin embargo, muchos vendedores continúan priorizando otros aspectos por encima del puro evento de liquidez. George menciona que el fondo de búsqueda es el comprador ideal cuando el dueño se encuentra en una situación DDD (*Dead, Divorce, Disease*), todo ello en ausencia de un relevo generacional claro. Un *Private Equity* tiende a presionar para que, alineando intereses, el propietario permanezca con un pequeño porcentaje del capital social, dificultando para él el completo desligue del negocio. Un *Search Fund*, por el contrario, solicita un periodo de

transición de entre 6 y 12 meses, pero garantiza la salida en un periodo máximo de 1 año. Además, es un modelo que, con un horizonte temporal más transitorio, es incapaz de generar la misma confianza y seguridad que el fondo de búsqueda. Joaquín señala que suelen ser compras más apalancadas, con intención de reestructuración en muchos casos, y en un contexto en el que la empresa se convierte en una más de la cartera. Lorenzo explica que el riesgo de un comprador estratégico es que la empresa se diluya en un grupo más grande y que pierda la identidad de marca, sobre la que un gran número de vendedores siente gran apego.

**¿Crees que el *Search Fund* ofrece un valor diferencial para las empresas familiares del tejido empresarial español (frente a empresas no familiares)? ¿Cuál y por qué?**

El valor que el modelo aporta a la empresa familiar en concreto gira alrededor de la solución al relevo generacional, un problema al que muchas se enfrentan a lo largo de su ciclo de vida. Lorenzo señala que se trata de un relevo a largo plazo, al convertirse la adquisición en el proyecto de vida del *searcher* (su particular forma de emprendimiento).

**En base a tu experiencia, ¿cuáles crees que son los factores claves para el éxito en el *Search Fund*? Si conoces alguna experiencia cuyo resultado no haya sido favorable, ¿cuáles dirías que han sido las razones para ese desenlace?**

Teniendo en cuenta que alrededor de un 30% de los *Search Funds* terminan el proceso de búsqueda sin adquirir una empresa (Kelly y Heston, 2020), y aprovechando la experiencia de primera mano de Joaquín, esta pregunta busca analizar los factores que dirigen al éxito de un *Search Fund* tanto durante el proceso de búsqueda como en la etapa de gestión.

En este sentido, los factores de éxito que los entrevistados mencionan se pueden clasificar en dos bloques: los relacionados con la optimización del proceso de búsqueda y los relacionados con el futuro encaje con la empresa adquirida. Con respecto a la búsqueda: Joaquín habla sobre la importancia de saber descartar rápidamente aquellas compañías que no están a la venta. George destaca la relevancia de tener socios (co-fundador o inversores) que te frenen y cuestionen para llevar a cabo un proceso de búsqueda lo más crítico posible. Lorenzo apunta al balance entre la búsqueda masiva y la personalización del mensaje, que pueda llegar mejor en el potencial vendedor. Por su parte, Borja destaca la importancia de la organización y la consistencia, mientras que Ignacio hace referencia a la exhaustividad de la búsqueda y la preferencia por buscar compañías que, por algún motivo, no hayan sido contactadas por ningún otro vehículo hasta el momento. En cuanto al encaje, los tres coinciden en la notabilidad de comprar la empresa correcta, un fenómeno que se consigue adoptando una postura más fría en

el análisis de las inversiones, sin dejarse llevar por emociones, presión del tiempo o enamoramiento con la empresa.

**¿Crees que el ecosistema empresarial y de emprendimiento en España cuenta con las condiciones necesarias para el desarrollo óptimo del *Search Fund*? En caso de que consideres que existen restricciones o barreras, ¿cuáles serían y cómo deberían eliminarse?**

Los tres entrevistados coinciden en que en España se está generando un ecosistema óptimo para el desarrollo y éxito del modelo del *Search Fund*. Esto se debe, fundamentalmente, al inmenso número de PYMES familiares del que está compuesto el tejido empresarial del país, lo que genera unas necesidades (alternativas de relevo generacional) que en otros países no son tan latentes. A esto se suma, nuevamente, el rol del IESE como misionero del vehículo en España. Los tres concuerdan también en que una de las barreras puede estar relacionada con el número de fondos de búsqueda que la economía puede soportar evitando que el mercado se sature. Lorenzo comparte esta preocupación, pero señala que puede que no se trate de saturación sino de adaptar el modelo – abandonar la, hasta ahora, característica de comprar tan barato, o centrarse en la parte más baja del mercado de PYMES para evitar la competencia con otros compradores más agresivos en precio. Borja comparte esta visión y señala que la saturación es una realidad en un contexto de retornos cercanos al 30%, algo que a partir de ahora va a ser muy complicado ver. Joaquín apunta que otra barrera con la que se ha encontrado es la desconfianza que se genera a raíz del desconocimiento del modelo, algo sobre lo que el IESE está poniendo mucho hincapié pero que todavía supone un obstáculo en algunos casos.

#### **4.2. Resultados de las entrevistas a inversores**

Una vez conocida la visión de los *searchers*, protagonistas del ecosistema, sobre el panorama del *Search Fund* en España y su rol en la resolución del relevo generacional de las empresas familiares, este subapartado expone las respuestas que los inversores han dado a las preguntas de sus correspondientes entrevistas. Es importante recordar que ellos componen el consejo que asesora al emprendedor a lo largo de todo el proceso, y cuya experiencia invirtiendo en varios fondos de búsqueda les proporciona una visión mucho más panorámica y holística del sector.

**¿Qué hacéis en vuestro fondo exactamente? ¿Cuál es vuestra tesis de inversión?**

En relación con el contexto, ambos inversores responden a la primera pregunta de forma similar. Tanto Istria Capital como JB46 se definen como fondos de capital privado (*Private*

*Equity*) cuyo mandato se enfoca exclusivamente en la inversión en *Search Funds*, tanto en la primera fase de búsqueda (búsqueda financiada) como en el momento de la adquisición, en presencia de *equity gaps*<sup>10</sup>. Esteban añade que en JB46, aunque se consideran agnósticos en términos de industria, tienen “*no-goes*” con compañías muy intensivas en capital, y tienen especial predilección por mercados lo suficientemente grandes – “con suficiente *runway*” – para garantizar la posibilidad de hacer crecer compañías B2B.

**¿En cuántos *Search Funds* habéis invertido desde que empezasteis? ¿Cuántos han encontrado empresa?**

Ambos han invertido en alrededor de 80 *Search Funds* hasta la fecha tanto a nivel nacional como a nivel global. Teniendo en cuenta que algunos de los fondos siguen buscando y otros terminaron su búsqueda sin éxito, esta cifra difiere del número de compañías en cartera, que asciende a más de 20 para ambos. En Istria tienen especial foco en España; otros países de Europa como Portugal, Francia, Reino Unido, Alemania, Italia, Polonia o República Checa; América del Norte; y naciones de Latino América como México o Brasil. JB46 también invierte globalmente (Europa, Latino América y América del Norte) pero nuevamente tiene especial foco en España. La predisposición para invertir en España no es casualidad, Esteban admite que las tasas de éxito en Europa en general y en España en concreto son especialmente altas.

**¿Cuál es vuestra experiencia en cuánto a tipo de empresa/razones por las que se han vendido?**

El tipo de empresa que tanto Istria como JB46 adquieren a través de *Search Funds* son empresas sanas, rentables, con crecimientos estables y generalmente sin relevo generacional claro. Esteban comenta que la falta de sucesión es un fenómeno al que se enfrentan las PYMES familiares en todo el mundo, pero que cobra especial importancia en España como resultado del ecosistema empresarial dependiente de la economía familiar. Isaac afirma que en la experiencia de Istria, la mayoría de las empresas participadas vienen de vendedores naturales que no contaban con una línea de relevo generacional que tomara el timón de la empresa, y que ante otras opciones menos adaptadas sus necesidades, como disolverla o venderla a un comprador estratégico, deciden apostar por la continuidad que un *Search Fund* puede ofrecer. A esto añade que existe otra realidad, la del 25% de las compañías de su portfolio, que en un contexto de ausencia de sucesión, no se habían planteado firmemente la venta del negocio por

---

<sup>10</sup> *Equity gap* es un término que hace referencia a la diferencia entre el capital que se pensaba invertir y el que se va a invertir en el momento presente. Esta diferencia nace de la decisión de algunos inversores en el *Search Fund* de no proceder con la adquisición de la compañía en cuestión

desconfianza o falta de encaje con las alternativas de las cuales conocían su existencia – comprador estratégico o fondo de *Private Equity* – y que, al presentarles el modelo del *Search Fund* ven una oportunidad para desligarse del negocio confiando en que lo que han creado hasta el momento tiene garantizado una continuidad, tanto a nivel de negocio como de personas.

### **¿Qué crees que hace a los *Search Funds* una propuesta de valor diferencial para las empresas familiares?**

Ambos son firmes defensores de que el modelo del fondo de búsqueda supone una propuesta de valor diferencial para las empresas familiares en comparación con otros modelos más asentados. Es una solución que alinea intereses permitiendo que una compañía de la que dependen familias, clientes y proveedores goce de una continuidad que de otra manera no podría tener. Isaac expone que este evento de liquidez permite al vendedor desligarse de la gestión del día a día del negocio y monetizar el esfuerzo realizado. Todo ello en un marco de confianza y garantía de que la esencia de lo que se ha creado va a continuar en el tiempo, evitando una posible dilución en un grupo más grande.

Frente a otras alternativas, argumentan que el desligue de la gestión se complica cuando el vendedor es un fondo de *Private Equity* que, aunque generalmente paga múltiplos más alto, tiende a exigir la permanencia del propietario en la día a día. El *Search Fund*, por el contrario, tiende a pedir al propietario que permanezca durante el proceso de transición, pero permite el completo desentendimiento de ahí en adelante. La opción de acudir a un comprador estratégico implica negociar con el que ha sido el competidor, y en muchos casos enemigo, del empresario durante mucho tiempo. Unido al miedo a que la compañía pierda su esencia y se diluya en un grupo más grande, hace que este tipo de candidatos no encaje con lo que el propietario busca para su compañía. Isaac comenta que la opción del CEO tampoco termina de encajar por tres razones: (i) no genera evento de liquidez, (ii) no permite el desligue de la gestión al no cambiar el accionariado, y (iii) este tipo de empresas, con EBITDA en torno a los 1-2 millones de euros, no se pueden permitir la contratación de un buen CEO que pueda a exigir un salario muy competitivo.

Parece, por tanto, que existe una propuesta de valor que se adapta mejor a las necesidades de las empresas familiares en un ambiente de ausencia e relevo generacional y que se diferencia de otras opciones que han estado tradicionalmente disponibles en el mercado.

**¿Crees que el ecosistema empresarial y de emprendimiento en España cuenta con las condiciones necesarias para el desarrollo óptimo de un *Search Fund*? En caso de que consideres que existen restricciones o barreras, ¿cuáles serían y cómo deberían eliminarse?**

Tanto Isaac como Esteban coinciden en que España cuenta con las condiciones necesarias para el buen desarrollo y expansión del modelo del *Search Fund*. Esto se debe fundamentalmente a la ventaja con la que cuenta el país, en un ecosistema empresarial compuesto mayoritariamente por empresas familiares buscando con falta de relevo generacional. Esteban añade que existe una compatibilidad cultural que facilita que un empresario de 60-70 años confíe en que un joven emprendedor de 30-40 está capacitado para continuar con su proyecto de vida. Defiende que es una compatibilidad que no se da tanto en otros países como Alemania o Japón, y que juegan un papel fundamental en la facilitación de la transición hacia este tipo de modelos. A este ecosistema naturalmente favorable se suma el rol que el IESE ha jugado en la propagación del modelo por Europa y, en especial, por España. Su rol ha sido fundamental a nivel de conocimiento y creación de una comunidad de inversores y *searchers* que se apoyan entre ellos y que facilita algunas etapas como la del *fundraising*.

Hasta aquí ambos coinciden en prácticamente todos los puntos, pero difieren en el tema de las barreras. Isaac se suscribe a la idea de que puede existir un punto de saturación en el que la economía española no pueda soportar más *Search Funds*. De hecho, afirma que en numerosas ocasiones les han llegado cuadernos de venta de una misma empresa por diferentes *searchers*. Por el contrario, Esteban rebate este punto defendiendo que un *Search Fund*, a diferencia de un fondo tradicional, compra una única empresa y no gestiona un porfolio de varias. En este sentido, mientras haya PYMES familiares operando y empresarios que por el paso del tiempo y la realidad socioeconómica tenga que comenzar un proceso de venta, siempre habrá oportunidad para la creación de un *Search Fund*. Por ello, defiende que solo se verá un punto de saturación en el momento en que la tasa de fracaso de los fondos de búsqueda que se conforman ascienda a cifras insostenibles, algo que todavía no se ha experimentado.



## 5. Conclusiones

Como se expone en la introducción, este trabajo de investigación se ha configurado en torno a dos objetivos. Un primero enfocado en determinar hasta qué punto el vehículo del *Search Fund* cubre un vacío existente en el ecosistema de la inversión con capital privado y, se posiciona, por tanto, como una herramienta capaz de resolver el problema de sucesión de las empresas familiares españolas. Un segundo centrado en alimentar la ambición divulgativa del trabajo para dar contexto a la empresa familiar sobre el modelo del *Search Fund* como posible solución a la falta de relevo generacional. En este sentido, el trabajo ha ido aportando numerosas contribuciones parciales que, en conjunto, responden a los objetivos fundamentales.

La descripción del ecosistema de la empresa familiar en España ha permitido poner en contexto la relevancia de este tipo de negocio para la economía general, pues representa el 89% del tejido empresarial nacional y representa el 57% del Producto Interior Bruto (Instituto de la Empresa Familiar, s.f.). A esta descripción se suma una exposición de los retos a los que se enfrentan, entre los que destaca la falta de relevo generacional, por las consecuencias directas que tiene en la supervivencia o mortalidad de este tipo de PYMES – más del 70% de las empresas familiares mueren en la segunda generación (KPMG, 2022). En un ecosistema en el que las alternativas que ofrece el mercado parecen insuficientes o poco adaptadas a las necesidades tan particulares de este tipo de compañías, esta primera sección del trabajo aporta una primera contribución parcial, destacando que existe una necesidad no cubierta en el mercado. Esto se traduce en una oportunidad para el capital privado.

La presentación del modelo del *Search Fund*, descripción de sus características más particulares, contextualización de su relevancia y comparación con otros vehículos de inversión más asentados, ha revelado un vacío dentro del mercado del capital privado que no había sido cubierto hasta ahora. Este vacío es el conformado por empresas familiares con un tamaño en torno a los 1 y 5 millones de EBITDA que buscan desligarse del negocio en un entorno de ausencia de relevo generacional. Esta segunda sección del marco teórico presenta, por tanto, un posible encaje entre la necesidad no cubierta de las empresas familiares españolas y la propuesta de valor de un *Search Fund*.

Haciendo uso de la metodología cualitativa, las entrevistas en profundidad han permitido profundizar en las idiosincrasias de este vehículo de inversión tan particular, a la vez que arrojar luz sobre el presupuestado encaje entre el modelo y las necesidades del ecosistema empresarial español. En torno a estos dos puntos, las entrevistas con los cinco *searchers*

(Joaquín Castillo, George Berczely, Lorenzo Zavala, Ignacio Ortiz y Borja Mesonero-Romanos) y con los dos inversores (Isaac Gómez y Esteban Kallay) han arrojado las siguientes conclusiones derivadas de las experiencias y opiniones de cada uno de los entrevistados.

En primer lugar y con respecto a la propuesta de valor del modelo se han observado dos verticales: el valor que deriva el *searcher* al elegirlo como opción de emprendimiento, y el que supone para la empresa familiar que es adquirida. En relación con el primer punto, se aprecia que la motivación del *searcher* subyace de un deseo de crear su propio proyecto en un entorno de riesgo más moderado que el tradicionalmente asociado al emprendimiento. A esto se une la convergencia en el vehículo de tres caminos profesionales altamente atractivos para el talento actual: inversión, gestión y emprendimiento. Con respecto a las empresas familiares, la propuesta de valor gira en torno a dos variables fundamentales, la confianza y la continuidad. La promesa del *Search Fund* se posiciona como un proyecto largoplacista que, apoyado en la confianza que se genera entre el *searcher* y el propietario, garantiza la continuidad de la identidad de compañía y de las personas que lo conforman. A su vez, es un modelo que permite al *searcher* sustituir al propietario, dejando que el segundo pueda desligarse del negocio. Igualmente, las entrevistas con los inversores destapan que las motivaciones de venta de la mayor parte de sus participadas estaban fundamentadas en una falta de sucesión. El encaje entre propuesta de valor y necesidad no cubierta parece existir.

En segundo lugar, la comparación del modelo con otros vehículos de inversión más asentados refuerza la visión de posicionamiento diferencial que se acopla a las necesidades de la empresa familiar. Los resultados de las entrevistas concluyen que tanto el *Private Equity* como el comprador estratégico superan al fondo de búsqueda en términos de oferta económica competitiva. Sin embargo, no lo hacen en la propuesta de valor. En general, el primero tiende a exigir la permanencia del propietario, buscar horizontes temporales de más breves y priorizar menos la continuidad de los fundamentos de las compañías. Por otro lado, la venta al segundo conlleva el riesgo de dilución de la marca en un grupo más grande.

En tercer lugar, el análisis de las entrevistas lleva a señalar que en España existe un ecosistema empresarial favorable para el desarrollo del modelo. España es un país de PYMES, un tejido empresarial muy fragmentado y compuesto en su mayoría por empresas familiares, con unas necesidades de sucesión que no están siendo cubiertas. A esta ventaja natural del ecosistema económico del país, se suma la compatibilidad cultural intergeneracional y el rol del IESE en la formación de futuros *searchers* y propagación del modelo.

Teniendo en cuenta el conjunto de todas las contribuciones parciales, este trabajo de investigación ha sido capaz de lograr la consecución de los dos objetivos fundamentales que se enmarcaban en la introducción. Se ha podido contribuir a ampliar la información disponible sobre los *Search Funds* y hacerla más accesible a las empresas familiares que buscan soluciones efectivas para los problemas de relevo generacional a los que se enfrentan. Esta labor continuará una vez el trabajo haya sido publicado. Por otro lado, se ha podido confirmar que, efectivamente, existe una necesidad no cubierta en el tejido empresarial y un vacío en el mercado del capital privado, dando lugar a un encaje idóneo entre la empresa familiar española y el modelo del *Search Fund* que podrá aliviar el reto de ausencia de sucesión.

## 6. Limitaciones y futuras líneas de investigación

El carácter incipiente del modelo hace que las limitaciones del trabajo sean numerosas y con ello, las posibles futuras líneas de investigación casi infinitas. La principal limitación aparece a raíz de la falta de datos sistematizados sobre los *Search Funds*, en concreto en España. A medida que el vehículo se asiente, que el número de fondos de búsqueda aumente, y que se recopilen suficientes datos como para tener una muestra significativa y representativa de la realidad, se podrá, a través de la metodología cuantitativa, realizar conclusiones sobre diferentes variables. Entre ellas, sería interesante estudiar el éxito o fracaso del modelo en España en comparación con otros países, o la correlación entre la actividad de los *Search Funds* y el descenso de la mortalidad de las PYMES familiares.

La revisión de la metodología sugiere una futura línea de investigación en torno a la cuestión de género. La participación de la mujer en los *Search Funds* es llamativa incluso comparada con otras actividades de inversión como el *Private Equity*, donde su participación también resulta casi anecdótica.

Por último, las conversaciones con *searchers* e inversores apuntan a una tercera oportunidad de investigación relacionada con el número de *Search Funds* que puede soportar la economía antes de llegar a un punto de saturación. Hay opiniones que defienden que en la medida en que existan empresas familiares, existirán oportunidades para *Search Funds*. Otras creen que realmente existe un número de fondos de búsqueda que pueden estar activos a la vez para que la búsqueda sea satisfactoria. Opiniones intermedias respaldan que puede existir un punto de saturación en las condiciones actuales, comprando a múltiplos de EBITDA muy por debajo del promedio, con expectativas de retorno en torno al 30%. ¿Existe punto de saturación? ¿Dónde se encuentra? ¿Cómo se pronostica el futuro de los Search Funds en España?

## 7. Bibliografía

- Alsaawi, A. (2014). A critical review of qualitative interviews. *European Journal of Business and Social Sciences*
- Atrevia. (2019). Estudio sobre la gobernanza en la empresa familiar. *The Family Advisory Board*
- Barroso Martínez, A. y Barriuso Iglesias, C. (2014). Las empresas familiares. *Universidad de Extremadura*
- Cabrera Suárez, M.K. y García Falcón, J.M. (1999): La empresa familiar: dimensiones conceptuales y perspectivas teóricas. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*
- Casillas, J.C., Díaz, C., Rus, S. y Vázquez, A. (2014). La gestión de la empresa familiar. Madrid: *Paraninfo*
- Chua, J., Chrisman, J., y Harma, P. (1999). Defining The Family Business by Behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*
- Corona Ramón, J.F. (2005). Manual de la Empresa Familiar. Barcelona: *Ediciones Deusto*
- Dennis, J. y Laseca, E. (2016). The Evolution of Entrepreneurship Through Acquisition). Chicago: *University of Chicago Booth School of Business*
- Dodson, D., Kelly, P. Grousbeck, H. I., Luther, J. y Rosenthal, S. (2014). Search Funds – 2013: Selected Observations. *Stanford Graduate School of Business*
- Dubey, J. C. S. (2019). Análisis de la mediana empresa en México y el modelo “Search Funds” como vehículo de inversión. *Reflexiones y discusión de la administración en México*, 94
- Gersick, K., Davis, J., Hampton, N. y Lansberg, I. (1997). Empresas Familiares: Generación a Generación. México: *Mc Graw Hill*
- Gomez-Mejia, L., Nuñez-Nickel, M., y Gutierrez, I. (2001). The role of family ties in agency contracts. *The Academy of Management Journal*
- Grousbeck, H. y Li, M. (2003). Search Funds 2003 What Has Changed Since 2001? *Stanford Graduate School of Business*

- Guilanya Mercadé, A. y Mazaira Font, D. A. (2013). Un Repaso A La Historia Del Capital Riesgo Y Una Mirada Hacia Su Futuro A Partir De Su Funcionamiento Y Agentes Protagonistas. *Instituto Español de Analistas Financieros IEAF*
- Guinjoan, M. y Llaurador, J. M. (2009). Una guía para pymes familiares y autónomos. 50 respuestas y 49 dudas sobre la sucesión. *Fundación Índice Ministerio de Industria, Turismo Y Comercio*
- Haag, K. (2012). Rethinking family business succession. From a problem to solve to an ongoing practice. *JIBS Dissertation Series No. 082*
- Ichaso Caballero, A. (2022). La empresa familiar: la sucesión generacional y su problemática. El protocolo familiar como posible solución. *Universidad Zaragoza*
- Instituto de la Empresa Familiar (s.f.). La empresa familiar Recuperado 5 junio 2022, de <https://www.iefamiliar.com/la-empresa-familiar/>
- Istria Capital. (2021). Overview of the Search Fund model
- Johnston, T. (2015). What it takes to be a Search Fund entrepreneur. *Insights by Stanford Business*
- Jordán Veiga, Miriam. (2017). La sucesión en la empresa familiar. *Universidad de León*
- Keil, A. J. (2021). Entrepreneurship through acquisition: a study on self-funded Search Funds. *Nova School of Business and Economics*
- Kelly, P. y Heston, S. (2020). 2020 Search Fund Study: Selected Observations. *Stanford Graduate School of Business*
- Kelly, P. y Yoder, A. (2020). A Primer on Search Funds. A Practical Guide to Entrepreneurs Embarking on a Search Fund. *Stanford Graduate School of Business*
- Kolarova, L., Kelly, P., Dávila, A., Johnson, R. (2020) International Search Funds – 2020. Selected Observations. *IESE Business School University of Navarra EIC*
- KPMG Abogados. (2022). Hacia una planificación eficaz del relevo generacional
- Mann, S. (2011). A Critical Review of Qualitative Interviews in Applied Linguistics. *Applied Linguistics*
- McCullom, M. (1990). The Ownership Trust And Succession Paralysis In The Family Business. *Family Business Review*

- Miller, D., Steier, L., y Le Breton-Miller, I. (2003) Lost in time: Intergenerational succession, change, and failure in family business. *Journal of Business Venturing*
- Morrisette, Stephen, G., y Shamus Hines. (2015). An Investors' Guide to Search Funds. *The Journal of Private Equity*
- Nordqvist, M., Wennberg, K., Bau', M., y Hellerstedt, K. (2013). An entrepreneurial process perspective on succession in family firms. *Small Business Economics*, 40
- Norma Fassio, A. (2018). Reflexiones Acerca de la Metodología Cualitativa Para el Estudio de las Organizaciones. *Ciencias Adminis Trativas*
- Rozenrot, E. (2005). Note on Search Funds. Hanover: *Tuck School of Business at Dartmouth College. Center for Private Equity and Entrepreneurship*
- Sánchez, E. (2022). Search Funds, una manera de emprender con menos estrés económico. *Expansión*
- Scarato, M. (2018). Search Funds: a European Perspective and an Italian Market Analysis. *Universidad de Padua*
- Shanker, M. C., y Astrachan, J. H. (1996). Myths and Realities: Family Business Contribution to the US Economy: A Framework for Assessing Family Business Statistics". *Family Business Review*
- Swagger, G. (1991). Assessing the successor generation in family businesses. *Family Business Review*,
- Tatoglu, E., Kula, V., y Glaister, K.W. (2008). Succession planning in family-owned businesses: Evidence from Turkey. *International Small Business Journal*, 26.
- Zakes, E. (2018). Search Funds Center. *IESE Business School*

## 8. Anexos

### 8.1. Entrevista a *searchers*

#### Contexto:

- ¿Cómo ha sido tu experiencia profesional antes de fundar un *Search Fund*? ¿Alguna experiencia previa como emprendedor? ¿Alguna participación en otros vehículos de inversión?
- ¿Por qué elegiste fundar un *Search Fund*?
- ¿En qué proceso de la búsqueda te encuentras?
- ¿Qué tipo de empresas miras/mirabas? (Tamaño, sector, geografía, propiedad, etc.)

#### Propuesta de valor:

- ¿Qué valores intentas transmitir al presentar tu *Search Fund* a inversores/compañías? ¿Cómo crees que se diferencia el *Search Fund* de otros modelos de inversión en términos de relación con la empresa / tipo de empresa que se busca / valor que se ofrece? ¿Qué lo hace diferencial y atractivo?
- ¿Crees que el *Search Fund* ofrece un valor diferencial para las empresas familiares del tejido empresarial español (frente a empresas no familiares)? ¿Cuál y por qué?
- En base a tu experiencia, ¿cuáles crees que son los factores claves para el éxito en el *Search Fund*? Si conoces alguna experiencia cuyo resultado no haya sido favorable, ¿cuáles dirías que han sido las razones para ese desenlace?
- ¿Crees que el ecosistema empresarial y de emprendimiento en España cuenta con las condiciones necesarias para el desarrollo óptimo del *Search Fund*? En caso de que consideres que existen restricciones o barreras, ¿cuáles serían y cómo deberían eliminarse?

### 8.2. Entrevista a inversores

#### Contexto:

- ¿Qué hacéis en vuestro fondo exactamente? ¿Cuál es vuestra tesis de inversión?
- ¿En cuántos *Search Funds* habéis invertido desde que empezasteis? ¿Cuántos han encontrado empresa?

#### Propuesta de valor:



- ¿Cuál ha sido vuestra experiencia en cuánto a tipo de empresa/razones por las que se han vendido?
- ¿Qué crees que hace a los *Search Funds* una propuesta de valor diferencial para las empresas familiares?
- ¿Crees que el ecosistema empresarial y de emprendimiento en España cuenta con las condiciones necesarias para el desarrollo óptimo de un *Search Fund*? En caso de que consideres que existen restricciones o barreras, ¿cuáles serían y cómo deberían eliminarse?