



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

ANÁLISIS DEL MODELO SEARCH FUND Y SU GENERACIÓN DE VALOR. ¿ES UNA SOLUCIÓN VIABLE AL PROBLEMA DE SUCESIÓN EN ESPAÑA?

Autor: **Bartual Cremades, Mireya**

Director: **Francisco Javier, Rivas Compains**

Madrid | junio 2023

Resumen:

El siguiente trabajo describe el funcionamiento y las características principales del nuevo modelo de inversión de Capital Riesgo que está en auge en nuestro país: el modelo Search Fund. Se trata de una nueva forma de emprendimiento que nace en Estados Unidos hace más de 3 décadas y gana popularidad en los últimos tiempos gracias a grandes universidades como Standford Business School o IESE Business School que han tratado de impulsar la divulgación acerca del modelo. El trabajo pone en relación las características principales de esta forma de inversión con un problema cada vez más relevante en nuestro país: la falta de relevo generacional. Mediante un exhaustivo análisis bibliográfico se identifican los aspectos clave en los que el modelo encaja con este tipo de empresas que se encuentran en fase de búsqueda de sucesión. El trabajo termina con la aportación cualitativa de 5 emprendedores del modelo que aportan su punto de vista y experiencias personales. Dichos resultados apoyan la conclusión de que el modelo Search Fund es un claro generador de valor tanto en aspectos económicos como en aspectos cualitativos y tiene un buen encaje como solución al problema existente.

Palabras clave:

Search Fund, searcher, creación de valor, relevo generacional.

Abstract:

The following paper describes the operation and main characteristics of the new Private Equity investment model that is booming in our country: the Search Fund model. This is a new form of entrepreneurship that was born in the United States more than 3 decades ago and has gained popularity in recent times due to major universities such as Stanford Business School and IESE Business School, which have tried to promote the disclosure of the model. The work relates the main characteristics of this form of investment with an increasingly relevant problem in our country: the lack of generational replacement. An exhaustive bibliographical analysis identifies the key aspects in which the model fits in with this type of companies that are looking for succession. The paper ends with the qualitative contribution of 5 entrepreneurs of the model who provide their point of view and personal experiences. These results support the conclusion that the Search Fund model is a clear generator of value in both economic and qualitative aspects and is a good fit as a solution to the existing problem.

Key words:

Search Fund, searcher, value creation, generational replacement.

Índice de contenidos:

1. Introducción	6
2. Metodología	8
3. Marco Teórico	9
3.1 Contextualización	9
3.2 Historia	12
3.3 Características generales	14
3.4 Ciclo de vida (fases):	16
3.4.1 Fase Preliminar:	16
3.4.2 Fase 1: Recaudación de fondos	18
3.4.3 Fase 2: Búsqueda	18
3.4.4 Fase 3: Adquisición	21
3.4.5 Fase 4: Operación	22
3.4.6 Fase 5: Salida	23
4. Análisis de España como oportunidad:	24
4.1 Análisis proceso de sucesión:	25
4.2 Soluciones típicas al problema de sucesión	28
5. Creación de Valor:	29
5.1 Definición:	29
5.2 Entrevistas en profundidad:	31
6. Conclusiones:	41
7. Bibliografía:	45
8. ANEXOS:	47
8.1 ANEXO 1: Entrevistas en profundidad	47

Índice Gráficos:

Ilustración 1:Apertura Search Funds en Europa	14
Ilustración 2: Ciclo de vida Search Fund	16
Ilustración 3: Adquisiciones por sector	17
Ilustración 4: Evolución gastos I+D	25

Índice Tablas:

Tabla 1: Criterios de referencia fase de búsqueda	19
Tabla 2: Perfil entrevistados	31

1. Introducción

En los últimos años, un nuevo modelo de inversión al que se conoce como Search Fund se hace hueco en Europa provocando que una gran cantidad de jóvenes con espíritu emprendedor se decidan por comprar una empresa para convertirse en CEOs de la misma. Este modelo que combina el Private Equity tradicional con el mundo del emprendimiento, nace en Estados Unidos en el año 1984 en la Universidad de Stanford con el objetivo de convertir a los graduados de MBA en líderes de compañías más rápido de lo que se estaba acostumbrado. Se trata de una nueva forma de inversión que comparte rasgos con el Private Equity pero con un factor de distinción clave: el objetivo es una única inversión.

En la actualidad, España es el segundo país con más Search Funds activos en el mundo, precedido por Estados Unidos. Sin embargo, no ha sido hasta tres décadas más tarde desde su creación cuando este modelo ha comenzado a triunfar en Europa. El último dato publicado por el IESE en su estudio “International Search Funds – 2022” revela que a finales de 2021 existían 79 Search Funds activos en fase de búsqueda para realizar una adquisición. En ese mismo año 23 de ellos consiguieron llevar a cabo la adquisición.

El objetivo principal del trabajo es entender en profundidad este nuevo modelo de inversión que llama la atención dada su creciente popularidad no sólo en nuestro país (España) si no también en el resto de Europa. Además, se propone como objetivos secundarios conocer si encaja con el problema de falta de relevo generacional y cuál es el valor diferencial que este modelo aporta a la hora de realizar una transición en una compañía.

Las empresas típicamente adquiridas por un Search Fund son empresas familiares, y por ello, analizaremos el caso de España como país en el que parece haber grandes oportunidades. España es un país cuyo tejido empresarial destaca por la cantidad de pymes, según los datos publicados por el Ministerio de Industria, Comercio y Turismo en su última publicación de Cifras Pyme en Enero de 2023 el número de pymes en España (0-250 trabajadores) era de 2.914.326 frente a las 5.273 empresas consideradas grandes en nuestro país. Por lo tanto podemos decir que el 99,81% de las empresas españolas son pymes. A su vez, se estima que 1,1 millones de empresas son familiares en España, lo que representa el 89% sobre el total de empresas. (Instituto de la Empresa Familiar). Esto

evidencia la importancia de que el futuro de estas empresas debe asegurarse y es por ello que ante el problema de falta sucesión de muchas de estas, surgen propuestas que analizaremos a lo largo del trabajo, poniendo el foco en el Search Fund como posible solución para aquellos empresarios sin relevo.

Al tratarse de un concepto relativamente nuevo, los estudios y literatura acerca del mismo son escasos. Se trata de un modelo creado en la prestigiosa escuela de negocios de Stanford GSB (California), por ello, son múltiples los estudios que esta escuela ha publicado y publica de forma periódica acerca de la evolución y el éxito de esta forma de inversión. A esta escuela se le suman otras de gran prestigio como el IESE Business School (Madrid) que también publica de forma periódica información relevante que será clave para el desarrollo de este Trabajo. Otros artículos académicos, libros y publicaciones también serán mencionados a lo largo del mismo.

A su vez, junto a los artículos académicos y estudios encontrados se hará uso de la información recibida por los propios searchers (personas que emprenden y crean su propio Search Fund) que han sido entrevistados. Se ha considerado ésta como fuente de información relevante debido a la clara implicación que los searchers tienen en el desarrollo del modelo, actuando como protagonistas durante todo el ciclo de vida del modelo.

Por último, destacar mi motivación propia para abordar este tema después de haber realizado unas prácticas en un Search Fund (Surca Capital) durante 8 meses en los que he podido entender el modelo y estudiarlo en profundidad.

La estructura de este trabajo es clara y sencilla, para facilitar la comprensión del mismo se dividirá en 3 partes diferenciadas. La primera de ellas, y la más extensa, tratará de contextualizar y explicar con detalle el modelo de inversión del que hablamos. En una segunda parte se profundizará sobre el problema de relevo generacional con el que se encuentran muchas empresas de nuestro país. Por último, con la información recibida por los searchers se analizará cuál es el valor de este modelo frente a otros y cómo se afronta el momento del relevo en las compañías. Esta última parte será clave para contrastar la información anteriormente expuesta con las experiencias individuales de los searchers.

2. Metodología

El objetivo principal de este trabajo no es otro que el de analizar en profundidad el modelo Search Fund, para ello en las dos primeras partes predominará la metodología descriptiva, realizada a través del análisis de diversas fuentes se tratará de contrastar la información recibida.

La reciente popularidad del modelo Search Fund en nuestro país hace que la bibliografía acerca del modelo de inversión sea escasa por el momento. Cabe destacar la labor ejercida por dos universidades clave: IESE Business School y Stanford Business School. La primera, es considerada la cuna de los Search Funds en nuestro país y ha realizado un gran trabajo en la divulgación del nuevo modelo de inversión para que sea entendido por todos los agentes clave (searchers, inversores, empresarios, etc). La segunda realizó el mismo trabajo en Estados Unidos e impulsó el modelo desde sus inicios mucho antes de que llegara a Europa. Ambas universidades publican periódicamente informes acerca de la evolución del modelo de inversión, para el desarrollo de este trabajo ha sido clave el análisis de los 2 últimos informes publicados en el año 2022, estos son: “ International Search Funds- 2022” (IESE Business School, 2022) y “2022 Search Fund Study- Selected Observations” (Standford Business School, 2022). Ambos han sido muy utilizados en el desarrollo de este Trabajo dada su relevancia en el ecosistema Search Fund y la alta reputación de ambas instituciones que aporta fiabilidad a los datos publicados.

Asimismo, otras publicaciones, artículos académicos y literatura ha sido utilizada para desarrollar el Trabajo, sin embargo, tras haber analizado muchas se ha demostrado como esas mismas están inspiradas en la información de los estudios publicados por estas universidades, lo que hace difícil la tarea de enriquecer el Trabajo con diferentes fuentes y poder contrastarlas.

Dada la escasa literatura, se ha decidido que para la tercera y última parte del trabajo se base en información recogida de forma cualitativa. Se han realizado entrevistas en profundidad a 5 searchers españoles que se encuentran en la fase de operación de la empresa, es decir, son actualmente CEOs de empresas que han sido adquiridas mediante el vehículo de inversión Search Fund. Estas entrevistas se han realizado con el objetivo

de conocer de cerca el rol del searcher y tratar de identificar los aspectos claves en la creación de valor del modelo Search Fund para posteriormente, contrastar dicha información con la analizada en la parte descriptiva.

Las entrevistas se han realizado a través de videollamadas con los diferentes searchers siguiendo la misma estructura y preguntas en todas ellas. Para asegurar un análisis exhaustivo de las mismas se pidió permiso de grabar el audio y en todas ellas fue aceptado por parte de los entrevistados. En el Anexo 1 se muestra la síntesis de la transcripción de cada una de las entrevistas.

3. Marco Teórico

3.1 Contextualización

El modelo de Search Fund se define como un vehículo de inversión que permite a emprendedores, que son los que activamente buscan, negocian, compran y operan la empresa, cooperar con inversores que aportan los fondos necesarios y que esperan unos altos retornos en su salida (Kelly y Heston, 2020). Se trata de una nueva forma de capital riesgo orientada a las Pymes y que trata de cubrir ese hueco en el que los grandes fondos de Private Equity no mostraban gran interés. Permite a un particular o un grupo de personas convertirse en operadores de pequeñas empresas, primero buscando (de ahí el nombre de Search Fund), operando la empresa varios años y finalmente dándole salida a ésta, ofreciendo un gran retorno a sus inversores (Searchfunder). Este modelo se dirige a una parte ineficiente o generalmente “olvidada” del mercado: operaciones demasiado pequeñas para los inversores institucionales y demasiado grandes para los inversores “ángeles” (Johnson, 2020).

Para facilitar el entendimiento a lo largo del trabajo es importante definir el término *searcher*. *Searcher* es el nombre por el cual se conoce a la persona que emprende y decide crear su propio Search Fund, este nombre se le atribuye por el hecho de ser la persona encargada de dirigir toda la búsqueda de la empresa que más tarde se comprará.

El término Search Fund nace realmente en la Universidad de Harvard en el año 1984, sin embargo la Universidad de Stanford es la que realmente ha popularizado esta forma de inversión innovadora que está triunfando en numerosas escuelas de negocio no solo estadounidenses si no también en escuelas europeas como el IESE Business School (España). Irving Grousbeck, profesor y emprendedor de la Universidad Stanford Business School es el impulsor de este modelo de inversión, creado especialmente para que los recién graduados de MBA con potencial de emprendimiento encuentren un camino alternativo al de crear su propia startup, llegando a convertirse en CEOs de una compañía al poco tiempo de graduarse.

Durante el ciclo de vida del Search Fund, los searchers atraviesan varias fases: levantar fondos para financiar la búsqueda; conducir la búsqueda para encontrar una empresa que encaje; llevar a cabo la operación de adquisición; operar la empresa durante un tiempo; y eventualmente buscar oportunidades de salida para proporcionar a los inversores (Chess y Kiessing, 2013). Esto requiere de personas con energía y preparadas para tomar decisiones a lo largo de todo el ciclo de vida.

El éxito de este modelo de emprendimiento que parece triunfar más que el de los emprendedores que crean su propia empresa desde 0 se debe a que “las compañías adquiridas llevan años operando, con clientes recurrentes, una marca, awareness, empleados con experiencia y lo más importante, ingresos y beneficios” (Deibel, 2018, p5). Esto hace que el modelo ofrezca unos altos retornos y éxito, pues aunque se engloba en el mundo del emprendimiento, lejos queda del emprendedor que crea desde sus orígenes una empresa y debe crear una base de clientes, una marca, formar empleados y enfrentarse a periodos iniciales de pérdidas e inversión.

El searcher normalmente invierte varios meses o incluso años buscando una oportunidad que encaje con los criterios deseados, que serán comentados más adelante. Una vez encontrada, los inversores aportan una parte del capital necesario para financiar la compra de la compañía, el resto de la operación es financiado con deuda. Sin embargo, todo esto conlleva un riesgo, el éxito del Search Fund depende de varios factores; desde la habilidad del searcher de identificar una buena oportunidad hasta el momento de operarla y tomar las riendas de un negocio en el que casi siempre, el searcher cuenta con poca experiencia o ninguna del sector. A todo ello se suma el hecho de que la inversión no es recuperada

hasta pasados aproximadamente 7 años, lo que este horizonte temporal a largo plazo también implica riesgo.

Este vehículo de inversión también permite emprender en pareja. Lo que se conoce como Search Fund en pareja implica que dos personas trabajen de manera conjunta para buscar y comprar una compañía. En el Search Fund en pareja, ambos ponen en común sus recursos, conocimientos y red de contactos para encontrar una compañía que les encaje. Posteriormente, una vez se compra la compañía, ambos miembros pasan a ser parte del equipo directivo de la compañía adquirida, teniendo de nuevo que tomar las decisiones de manera conjunta.

Los beneficios de esta versión del modelo en pareja son el hecho de poder compartir carga de trabajo y responsabilidad en el proceso de adquisición, así como poder acceder a una red de contactos y recursos mayor. Además, emprender en pareja puede reducir algunos de los riesgos que están asociados a este modelo de inversión, como puede ser el riesgo de abandono de la búsqueda antes de que se lleve a cabo la adquisición, ya que si uno de los dos miembros decide retirarse, el otro tiene la oportunidad de continuar de forma individual, y el Search Fund seguiría adelante con uno de los dos miembros.

Sin embargo, como cualquier emparejamiento, el Search Fund en pareja también supone algunos riesgos. La pareja debe tener habilidades para trabajar juntos, el entendimiento entre ambos es esencial y la capacidad de comunicarse de forma efectiva para tomar decisiones conjuntas. Además deberán ponerse de acuerdo en aspectos como la división de responsabilidades o la compensación económica que recibirán durante el proceso de búsqueda. Un mal entendimiento entre searchers puede desembocar en un abandono o inversión fallida.

La decisión de crear un Search Fund solo o en pareja es muy personal. Algunos prefieren operar solos debido a su gran red de contactos e inversores que les aportan consejo y apoyo. Por lo general, el searcher individual acabará con más porcentaje de Equity de la compañía (20-25%), mientras que en la pareja se compartirá entre un 25-30% de Equity. (Kelly y Heston, 2021)

La proporción de Search Funds en pareja y en solitario varía en función de diversos factores, como la región geográfica, el sector empresarial y la disponibilidad de capital. Sin embargo, en general, se estima que alrededor del 70-80% de los Search Funds son realizados en pareja, mientras que el 20-30% restante son llevados a cabo por individuos en solitario. Los Search Funds en pareja son más comunes debido a que los equipos aportan una variedad de habilidades y experiencia que puede mejorar la capacidad de identificar y adquirir empresas rentables. Además el hecho de contar con un socio también puede proporcionar apoyo emocional para enfrentar el reto asociado a la búsqueda de una empresa adecuada.

El ROI de los Search Funds en pareja fue de 3,8x mientras que el de los searchers individuales fue de 2,9x (Kelly y Heston, 2022) . Sin embargo, también existen Search Funds en solitario que han sido muy exitosos. Estos emprendedores individuales a menudo tienen habilidades especializadas y una fuerte red de contactos que les permite identificar oportunidades de inversión únicas. Al operar sin un socio, también presenta mayor flexibilidad para tomar decisiones y ejecutar su estrategia de inversión.

El número de mujeres continúa siendo bajo en Search Funds, siendo de aproximadamente un 7% de los searchers que empezaron su búsqueda en 2018 y 2019. (Kelly y Heston, 2021).

3.2 Historia

El primer Search Fund fue creado por Jim Southern en Boston en el año 1984. Este Search Fund que recibía el nombre de Nova Capital completó con éxito el ciclo completo en 10 años. Jim adquirió una imprenta subsidiaria de una gran imprenta estadounidense (American Printing, Inc). 10 años más tarde de la compra, los inversores recibieron 30 veces el capital inicial y durante años esta ha sido la operación más exitosa de lo que es un Search Fund tradicional. (Searchfunder, 2022).

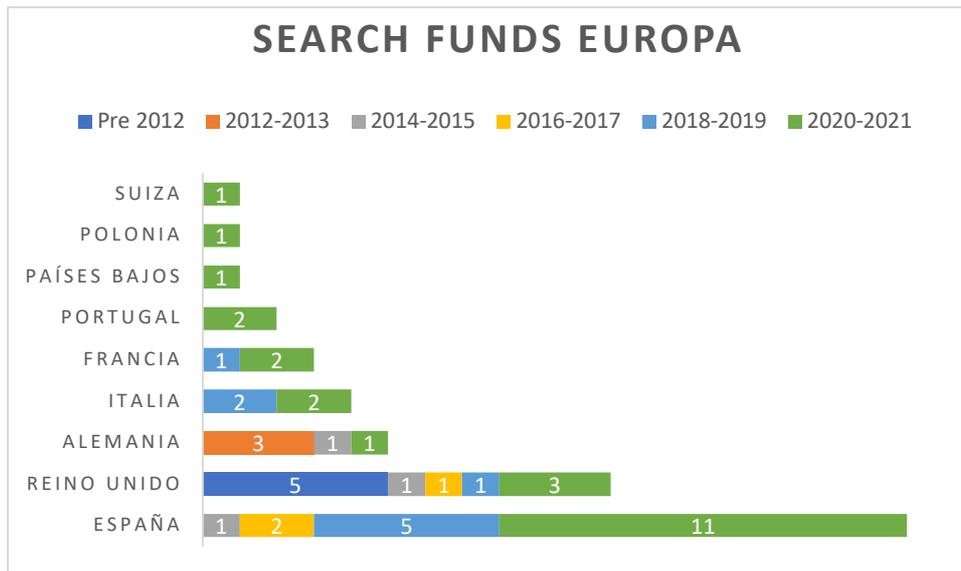
En España el primer Search Fund se creó en el año 2011 por Marc Bartomeus. Ariol Capital, nombre que recibió el fondo, adquiere el año 2014 Repli, una empresa dedicada a la fabricación, distribución y venta de envases. En 2018, Ariol Capital incorporó a Repli la firma italiana Pentpackaging y en el año 2020, se completa el ciclo de vida del Search

Fund y se venden ambas compañías al grupo Berlin Packaging. En la actualidad, Ariol Capital invierte en otros Search Funds tanto en España como en el resto del mundo para financiar sus adquisiciones. A pesar de su éxito, Bartomeus (2021) advierte del largo proceso que supone la inversión en este modelo, pues son vehículos a muy largo plazo que requieren tiempo para completar las diferentes fases. Afirma que el modelo está creciendo: “cada vez más jóvenes ven los Search Funds como una alternativa de emprendimiento y existe una fuerte red de inversores que guían al emprendedor y contribuyen a generar un entorno de confianza”.

En la actualidad España se ha convertido en el segundo país con más Search Funds activos del mundo. José María Cabiedes, profesor del IESE que cuenta con numerosas inversiones en Search Funds, atribuye el éxito de nuestro mercado nacional a 3 factores clave: el elevado número de pymes en España, el momento económico de transición en el que nos encontramos y la facilidad en el acceso al crédito bancario. Además, añade el hecho de que hay una necesidad de transición generacional, “existen muchas situaciones en las que la transición no está asegurada porque los hijos no están, se han ido a trabajar fuera o están trabajando en una gran compañía”.

El hecho de que una escuela de negocios española, el IESE Business School, haya trabajado para fomentar el desarrollo y crecimiento de este modelo de negocio más allá de las escuelas americanas de Stanford y Harvard también explica el éxito del modelo en nuestro país. Cabe recordar que la mayoría de searchers son recién graduados de MBAs, y desde el IESE se les anima a conocer el modelo en profundidad.

Ilustración 1:Apertura Search Funds en Europa



Fuente: IESE Business School (International Search Funds 2022, Selected Observations)

Este gráfico publicado en el estudio del IESE International Search Funds 2022, nos muestra como España es el líder europeo en cuanto a número de Search Funds. Las cifras corresponden a finales de 2021, durante ese último año, se conoce que abrieron 11 Search Funds en España, doblando la cifra del periodo 2018-2019. Se estima que desde entonces por lo menos 10 Search Funds han abierto en nuestro país, comenzando su fase de búsqueda. Seguido de España se encuentra Reino Unido en el que en el periodo de 2020-2021 fueron registradas 3 aperturas de Search Funds, esta cifra no alcanza la mitad de lo que en el mismo periodo se registró en España. Estos datos evidencian la clara popularidad del modelo en nuestro país y por ello se reafirma el interés con este Trabajo de entender profundamente el modelo, además de entender por qué España es un país clave para el desarrollo del mismo.

3.3 Características generales

Una de las causas más importantes por las que el modelo Search Fund genera interés entre el ecosistema de Capital Riesgo es los altos retornos que genera, en 2022 la media mundial obtuvo un ROI de 1,9x y una TIR sobre la inversión del 19,4%. (Kolarova, et.al, 2022). La clave de los altos retornos en el modelo Search Fund reside en la estructura de

la operación. La compra de la empresa se realiza a través de lo que se conoce como modelo LBO (Leveraged Buyout) o compra apalancada. Esta forma de estructurar la operación es la típicamente utilizada por los fondos de Private Equity y consiste en estructurar la adquisición de la empresa financiando una parte con el capital privado aportado por los inversores y la parte restante con financiación externa, es decir, deuda. (Kaplan y Stromberg, 2008).

Los inversores aportan su capital a cambio de un rentabilidad por desprenderse de su dinero, este rendimiento exigido va en función del riesgo y del crecimiento nominal esperado a lo largo del horizonte de inversión. En el caso de los proveedores de deuda, también habrá un rendimiento exigido pero al tener prioridad de cobro sobre los inversores, este rendimiento es menor. Esto hace que la utilización de deuda en la financiación de la adquisición sea muy atractiva, pues se adquiere la empresa utilizando apalancamiento y parte de la generación de efectivo se utiliza para repagar la deuda, la otra para continuar con el crecimiento de la empresa, de esta forma aumenta la rentabilidad simplemente reduciendo el apalancamiento y manteniendo el valor de la empresa. El inconveniente principal es el hecho de que las obligaciones de pago tanto de los intereses como del nominal son contractuales, y no cumplirlas traería consecuencias graves a la empresa. La tarea del searcher será la de determinar cuál es la estructura óptima de capital, los niveles de endeudamiento óptimos se determinan en función del tamaño de la empresa, la previsibilidad de los flujos de caja futuros, el sector, etc. (Simon, 2021).

Por otra parte, es importante entender quiénes son los protagonistas del modelo y cuáles son sus intereses. En el modelo Search Fund, 3 agentes tienen un papel imprescindible para entenderlos se suele recurrir a la siguiente analogía: en primer lugar se encuentra el jinete, un empresario con talento y normalmente recién graduado de un MBA pero sin experiencia como CEO. En segundo lugar, el entrenador, que hace referencia a los inversores con experiencia operativa que supervisan al jinete (CEO) y aportan el capital privado necesario para financiar una parte de la operación. Por último, el caballo, que hace referencia a la empresa adquirida por el Search Fund. (Johnson, 2020).

3.4 Ciclo de vida (fases):

El empresario que crea el Search Fund es el responsable de ejecutar el proceso de búsqueda. Al levantar el capital para el fondo, el searcher reúne aproximadamente a 15 inversores que aportan alrededor de 30.000€ cada uno para la financiación de la búsqueda. El ciclo de vida del Search Fund incluye las siguientes cinco etapas: recaudación de fondos (3-5 meses), búsqueda (19-24 meses), adquisición (3-6 meses), operación (5-7 años) y salida (4-6 meses), (Simon, 2021, p.25)

Ilustración 2: Ciclo de vida Search Fund

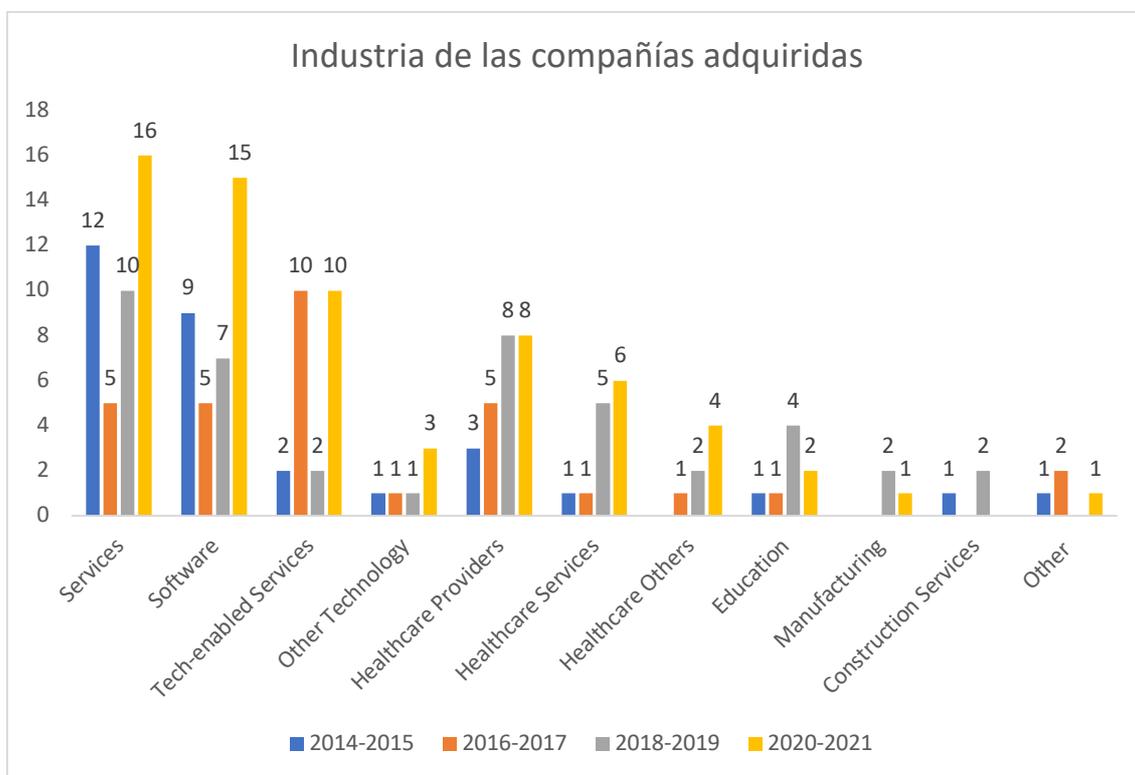


Fuente: Elaboración propia

3.4.1 Fase Preliminar:

A la hora de decidir emprender en este modelo de inversión, uno de los primeros aspectos a definir es si la búsqueda estará centrada en algún sector/sectores en concreto o será agnóstica en este aspecto. En un estudio realizado por Endurance Partners en junio de 2022 sobre más de 20 Search Funds, dos tercios de las operaciones realizadas en 2021 fueron de Search Funds centrados en alguna industria, mientras que el tercio restante fueron deals oportunistas. (Augustyn, R. et al). En el estudio de Kelly y Heston 2022, se observa como un 59% de searchers prefieren una búsqueda centrada en el sector a un enfoque amplio y oportunista. El aumento de las búsquedas centradas explica en parte la disminución del número medio de empresas examinadas por las búsquedas de alto nivel, de 285 en el estudio de 2020 a 200 en el de 2022.

Ilustración 3: Adquisiciones por sector



Fuente: Stanford Business School, Study 2022

En el gráfico obtenido del estudio llevado a cabo por la Universidad de Stanford en el año 2022 se observan los sectores de las empresas adquiridas en diferentes periodos. En el último periodo estudiado (2020-2021) destacan el sector servicios (16) y software (15) que han sido los sectores históricamente más populares si se observan los datos de los periodos anteriores. Aunque también destacan sectores como el tecnológico (10) o de proveedores de salud (8).

Una vez decididos aspectos clave como si la búsqueda será enfocada en algún sector en concreto o si el Serach Fund se creará de forma individual o acompañado de una pareja, el siguiente paso sería la redacción de un PPM (Private Placement Memorandum), documento en el que se describe la oportunidad de inversión (Keil, 2021).

3.4.2 Fase 1: Recaudación de fondos

Para iniciar esta fase es necesario que todo lo comentado en los párrafos anteriores así como lo relevante acerca del searcher y sus objetivos queden reflejados en el PPM. Kelly y Heston en su estudio publicado en 2020 describen como imprescindible el hecho de que en el PPM aparezcan todos los aspectos relacionados con la metodología de la búsqueda, los criterios específicos de la industria y la empresa objetivo, la forma propuesta de financiación de capital y deuda, así como las oportunidades de salida y los antecedentes personales del futuro searcher. Una vez el PPM es presentado a los diferentes inversores, son ellos los que toman la decisión de invertir o no.

Por lo general, diez o más inversores compran una o varias unidades de capital inicial del Search Fund. Este proceso puede durar hasta 10 meses y la cifra promedio recaudada es de 300.000€. El capital de búsqueda se utiliza para pagar al empresario un salario modesto y cubrir los gastos administrativos y relacionados con la búsqueda durante un periodo de dos a tres años mientras dura la búsqueda. (Kelly y Yoder, 2020) . El número de inversores varía según la cantidad a recaudar, los Search Funds en pareja requieren más capital, pero un mayor número de inversores significará que cada uno de ellos tendrá menor control, dejando al Searcher con más influencia. Además, también hay que tener en cuenta que la comunicación es más difícil si el número de inversores es mayor. (Kelly y Heston, 2021)

3.4.3 Fase 2: Búsqueda

Una vez reunido el capital inicial, comienza la fase de búsqueda de la compañía a adquirir. Durante la fase de búsqueda, el searcher trabaja apoyándose de 3 o 4 inversores que son los que le guían en el proceso. En Estados Unidos y Canadá esta ayuda se realiza de forma informal, pero en Europa se ha normalizado crear un pequeño Board (Consejo) para el Search Fund durante esta fase de búsqueda (Johnson, 2014). El entorno económico, las características de la industria, la voluntad de vender de los dueños y los problemas regulatorios son algunos de los factores que pueden prolongar o descarrilar el proceso de adquisición (Kelly y Yoder, 2020).

A la hora de emprender la búsqueda cada searcher define unos criterios de búsqueda concretos que parecen ser bastante similares en todo el ecosistema Search Fund. Los

Search Funds no son oportunistas, buscan empresas sólidas, con potencial y sin problemas financieros (Cabiedes, 2021). El primer criterio y el más fácil de definir está relacionado con las métricas financieras, se dice que el objetivo de un Search Fund es comprar una empresa entre 750.000€ y 3M EBITDA, con unas ventas de entre 8M y 30M de euros. (Weaver, Plafreyman y Wassertein, 2020). Definir este rango ayuda a filtrar en las bases de datos las empresas con estos criterios para poder analizarlas más en profundidad. En los diferentes artículos académicos publicados por Stanford University que han sido analizados hemos podido observar cuáles son los criterios más repetidos entre los Search Funds a la hora de analizar las empresas.

Tabla 1: Criterios de referencia fase de búsqueda

	Criterios buscados	Alertas negativas
<i>I</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Industria fragmentada 	<ul style="list-style-type: none"> • Industria muy consolidada
<i>N</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Industria en crecimiento 	<ul style="list-style-type: none"> • Industria en declive
<i>D</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Sector significativo (en cuanto a ingresos y número de compañías) 	<ul style="list-style-type: none"> • Barreras de entrada limitadas
<i>U</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Sector sencillo de operar 	<ul style="list-style-type: none"> • Alta intensidad competitiva
<i>S</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Alto número de empresas en el rango objetivo 	<ul style="list-style-type: none"> • Elevado poder de fijación de precios de los clientes
<i>T</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Márgenes de beneficio altos y sostenibles 	<ul style="list-style-type: none"> • Factores externos impredecibles
<i>R</i>		
<i>I</i>		
<i>A</i>		

<ul style="list-style-type: none"> • Ventaja competitiva • Ingresos recurrentes • Generación de flujo de caja sostenible en el tiempo • Diversificación de clientes/proveedores • Vendedor motivado por razones ajenas al negocio • Criterios financieros (los definidos por el searcher) Por ejemplo, empresas entre 1-3M EBITDA e ingresos superiores a 8M • Múltiples vías de crecimiento • Mandos intermedios sólidos • Valoración razonable • Opciones de salida realistas en los próximos años 	<ul style="list-style-type: none"> • Situación de reestructuración o turnaround • Alta concentración de clientes • Alta rotación de clientes • Empresa pequeña (inferior al criterio financiero definido por el searcher y sus inversores) • Fuerza de gestión limitada o inexistente • Transacción de empresa pública a privada
--	--

Fuente: Elaboración propia a partir de (Kelly y Yoder, 2020).

Según los criterios anteriores se identifican empresas, que una vez revisado que cumplen los requisitos, el searcher contactará con ellas para mostrar su propuesta. Estos criterios no deben pasarse por alto, pues como Kessler explica en su estudio sobre los Search Funds fracasados, el 72,7% se encontraban en industrias de bajo crecimiento y el 63,6% eran industrias complejas de entender, demostrando así la relevancia de estudiar los criterios de la tabla anterior.

Una vez la compañía objetivo es analizada en profundidad según los criterios anteriormente descritos y las conversaciones con los vendedores son favorables, el searcher debe presentar la empresa al resto de sus inversores , que tendrán el derecho de

decidir si invierten o, por lo contrario, rechazan la oportunidad. La inversión del fondo de búsqueda de todos, incluida la de cualquier inversionista que decida no invertir más en la adquisición, se incluye en el trato, generalmente a un valor incrementado (150%). (Rob Jonshon, 2014). Dependiendo de la complejidad del acuerdo, pueden pasar entre 3 y 12 meses desde que se identifica la oportunidad hasta que finalmente se realiza la adquisición. (Kelly y Yoder, 2020).

La fase de búsqueda según datos históricos de 400 searchers dura una media de 19 meses (Kelly y Yoder, 2020). Los diferentes métodos que utilice el searcher para contactar con las empresas son clave para el éxito de la búsqueda, y por ello, es necesaria la creatividad y diferenciación para encontrar vendedores, impulso y disciplina, así como una organización bien construida para rastrear y planificar todas las acciones a llevar a cabo (Scarato, 2018). En el caso de que el searcher no logre encontrar una empresa en un período de 3 años aproximadamente, el Search Fund cerraría sin realizar una adquisición. Se calcula que el 30% de los Search Funds no lo consiguen (Kelly y Heston, 2020).

3.4.4 Fase 3: Adquisición

La fase de adquisición es diferente en cada ocasión, sin embargo hay cierto patrón que los Search Funds suelen seguir. Se encuentran 3 pasos imprescindibles: (1) una due diligence preliminar en la que se estudia en profundidad la empresa por parte del searcher y su equipo, (2) una primera valoración reflejada en una Carta de Intención (también conocido como LOI) y por último (3) la due diligence integral que debería llevar al cierre de la operación. (Scarato, 2018).

El objetivo de esta fase es comprar la empresa, por lo tanto el searcher debe primero seleccionar adecuadamente la empresa objetivo, firmar una LOI, realizar la due diligence, acordar un precio y los principales términos legales y asegurar el capital proveniente de los inversores y la deuda para la financiación de la adquisición. Por todo ello, el searcher debe ser inteligente a la hora de administrar el tiempo y capital de manera efectiva, cuidando los detalles y las relaciones con todos los agentes necesarios (vendedor, inversores, etc.) (Scarato, 2018). Para muchos vendedores, una operación de este calibre en la que se lleva a cabo la venta de su empresa ocurre 1 vez en la vida y es un proceso que desconocen, por ello un proceso mal enfocado puede llevar a un enfriamiento en la

relación entre searcher y vendedor y llegar a arruinar la operación. (Search Fund Primer, 2009).

Kelly y Yoder (2020) exponen en su publicación “Search Fund Primer” que sirve de guía para los searchers, algunos aspectos clave a la hora de cuidar la relación con el vendedor durante el proceso de adquisición. En primer lugar, es necesario que el searcher mantenga en todo momento informado al vendedor sobre cuáles serán los siguientes pasos y qué información deberá preparar la empresa para que se avance en el proceso. El searcher deberá ser paciente y entender que la información requerida puede no estar preparada por parte de la empresa, pues se trata de empresas pequeñas que a menudo cuentan con sistemas poco formales. Además este proceso puede complicarse si el vendedor se muestra reacio a que se conozca la situación entre los trabajadores de la empresa, pues en muchas ocasiones no se quiere levantar sospechas sobre un posible cambio en la gerencia y todo ello entorpece el curso de la operación. Asimismo, es posible que el vendedor tenga que atender muchos otros asuntos como el de preparar su transición o realizar una planificación fiscal y patrimonial. Todo ello demuestra que el proceso de adquisición es largo y tedioso, y requiere de tiempo y dedicación tanto por la parte compradora como por la vendedora.

3.4.5 Fase 4: Operación

Una vez realizada la operación de compra de la empresa llega uno de los grandes retos en este modelo; la creación de valor. Con la llegada del searcher a la empresa, las primeras semanas pueden ser abrumadoras y caóticas. El objetivo del searcher al comienzo es el de observar y aprender sobre el funcionamiento actual de la empresa. (Weaver, Palfreyman, Wassertein, 2020). Preparar un plan de comunicación objetivo es una tarea importante que puede marcar la diferencia en la llegada, la incertidumbre entre los empleados es alta y las primeras impresiones son duraderas. La llegada de un nuevo CEO y propietario causa tensión, y los empleados no son los únicos afectados, si no que los clientes y los proveedores también lo son. (Simon, 2021).

Simon aconseja en su libro que la tarea principal del searcher en su llegada es la de observar y aprender, sin realizar ningún cambio significativo. Observa que la mayoría de searchers, recién graduados de un MBA suelen moverse por el “sesgo de la acción”,

sienten que tanto inversores como empleados esperan algo de ellos y el ego de querer ser visto como CEO y jefe es una de las grandes tentaciones. Sin embargo su recomendación es clara: debe ceñirse a observar. Esta recomendación no es poco común, en las entrevistas realizadas que serán analizadas en el apartado 5 de este Trabajo se observa un claro patrón: los primeros meses son de mero aprendizaje.

Durante estos primeros meses también se tiene acceso a los datos con mayor facilidad que durante el proceso de adquisición, por ello debe comprobarse que lo que se ha analizado en la due-diligence es correcto y coincide con la realidad. Los errores ocurren y Simon expone en su libro el ejemplo de Ritz Steytler (Abacus Capital), un searcher británico que adquirió PXP Payment Services y durante los primeros meses como CEO descubrió que se había cometido un error de 300.000 libras calculando la estructura de la operación, lo que afectaba gravemente a la tesorería y provocó un gran desajuste.

Una vez terminado el proceso de aprendizaje, el searcher debe enfocarse en su tarea principal: crear valor. Todo ello será analizado con mayor profundidad en el apartado 5 de este Trabajo gracias a la aportación de los searchers que han sido entrevistados. Sin embargo cabe destacar que es necesario identificar las áreas del negocio con mayor potencial y explotarlas, para ello el searcher deberá hacer uso de sus conocimientos adquiridos en el MBA y a lo largo de su carrera profesional. Simon menciona cuatro aspectos importantes para la creación de valor: (1) crecimiento de las ventas aumentando precio y/o volumen, (2) reducción de costes, (3) desapalancamiento y (4) expansión del múltiplo de valoración EV/EBITDA.

3.4.6 Fase 5: Salida

La fase de salida es la última, normalmente ocurre entre el año cuarto y el séptimo desde que se realiza la adquisición (Dennis y Laseca, 2016). Esta fase busca idealmente una valoración superior al múltiplo de entrada, en la que se reconozca el valor operativo creado por el searcher y su equipo. El reembolso de la deuda subordinada a lo largo del periodo de operación de la empresa puede generar algunos rendimientos a los inversores, sin embargo, en esta última fase es cuando realmente se ven beneficiados por el aumento de valor de la empresa. Estos rendimientos dependen en gran medida de la capacidad del empresario para aumentar el valor de la empresa adquirida (Kelly y Heston, 2020).

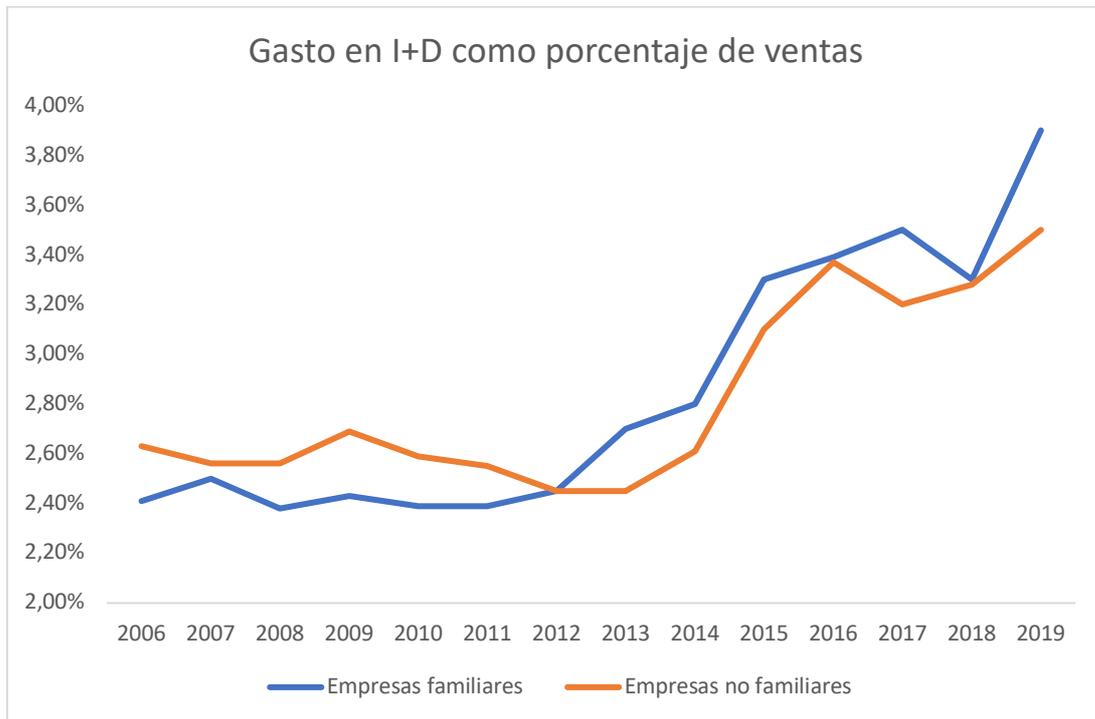
Rozenzort (2005) explica que hay varias opciones para que el Search Fund cree un evento de liquidez para sus inversores, como la venta a un tercero ya sea un comprador estratégico o un financiero (típicamente Private Equity), la realización de una oferta pública inicial (IPO) y una recompra de acciones por parte de la empresa o de nuevos inversores.

4. Análisis de España como oportunidad:

Esta segunda parte del trabajo se centrará en analizar la oportunidad que existe en España con un tejido empresarial formado principalmente por empresas familiares, que a menudo se enfrentan al problema de no contar con un relevo generacional definido que asegure el futuro de los negocios. Las empresas analizadas por los Search Funds son típicamente empresas familiares pymes. El tejido empresarial español está formado en un 99,81% por Pymes, un 89% de ellas son consideradas empresas familiares (Instituto de la Empresa Familiar).

Las empresas familiares se enfrentan a muchos retos en su día a día. Por un parte, son empresas normalmente pequeñas que tienden a ser más lentas a la hora de adaptarse a las innovaciones del mercado, la fuerte competencia en muchos sectores de empresas grandes que están en continuo crecimiento les obliga a reinventarse, pero este proceso es lento y costoso. Sin embargo, según el informe de “The Family 1000: Post the pandemic” que ha sido elaborado por Credit Suisse, el gasto en I+D en las empresas familiares ha aumentado notablemente en los últimos años llegando a sobrepasar el gasto en I+D de las compañías no familiares.

Ilustración 4: Evolución gastos I+D



Fuente: Credit Suisse “The Family 1000: Post the pandemic”.

A este reto de la innovación empresarial se le suman muchos otros relacionados con el pequeño tamaño de estas empresas, que les hace vulnerables ante situaciones como la de la pandemia. Ante todo, cabe destacar el problema de los relevos generacionales, no sólo por la falta de ellos, que muchas veces ocurre, sino también por la dificultad que supone un cambio en la gerencia en empresas tan pequeñas y dependientes de algunos de estos trabajadores que en muchas ocasiones han sido los fundadores de las mismas. La expectativa de vida de las empresas familiares está entre 24 y 30 años, un periodo muy corto y que parece coincidir con la vida útil de su fundador. (Gómez-Betancourt, 2006).

4.1 Análisis proceso de sucesión:

Es importante entender las dificultades que supone un cambio en la gerencia de la empresa y cómo la fase de relevo generacional de una empresa es un punto crítico. La finalidad de la sucesión es transferir tanto la administración como la propiedad del negocio (Treviño, 2010). Sin embargo no es una tarea fácil y requiere de tiempo de preparación tanto por parte del nuevo sucesor como por parte de la empresa.

Trevinyo afirma que el proceso de sucesión es largo, continuo y que no termina en realidad, pues el empresario debe de comenzar a preparar su relevo con mucha antelación, casi desde su llegada como sucesor pleno. Una sucesión precipitada y sin orden puede llevar consecuencias catastróficas para la compañía. En la empresa familiar, se considera el proceso de sucesión como su principal problema, ya que muchas de ellas fracasan en cuanto a su crecimiento y continuidad. (Gallo, 2002). Prueba de ello son los altos índices de mortalidad en las empresas provocadas por un relevo generacional. César Camisón, Catedrático de Organización de Empresas de la Universidad de Valencia, afirma que la tasa de mortalidad en el primer cambio generacional es del 85-90% de las empresas familiares españolas, este dato empeora si hablamos de los siguientes cambios, pues en el segundo y tercer cambio generacional la tasa de supervivencia es del 4% y 2% respectivamente.

Se debe analizar cuál es realmente la causa del fracaso. La llegada de una nueva persona al puesto de gerencia es crítica porque suele conllevar inestabilidad hasta que la persona se adapta a su nuevo cargo. Sin embargo, también es frecuente que la sucesión destape problemas relacionados con la maduración del mercado, el envejecimiento de la organización o conflictos familiares, entre otros. (Araya, 2012). Si bien todo ello puede tratarse de prever con un plan de sucesión adecuado y realizado con tiempo. Los expertos coinciden en que esta mala gestión sobre la sucesión de las empresas ocurre en todo el mundo, la cuestión se aborda demasiado tarde y las opciones más arriesgadas y caras suelen ser las más tomadas. (Guinjoan y Llaurador, 2009).

Se ha analizado un estudio llevado a cabo por el programa STEP (Successful Transgenerational Entrepreneurship Practices) en conjunto con la Universidad de Valencia, la Universidad Abat Oliva y la Universidad de Extremadura. La información de este estudio ha sido extraída de 1800 empresas de todo el mundo con el objetivo de entender si realmente existe una planificación de la sucesión adecuada en las empresas. Los resultados nos muestran como el porcentaje de empresas españolas que han realizado un plan de sucesión es del 28%, lo que supone que aproximadamente un 70% de las empresas no disponen de un plan de actuación en el momento del relevo generacional. En el resto de países analizados los datos son similares. (Gómez et al., 2019)

El mismo estudio muestra que sólo un 7% de las empresas encuestadas habrían superado más de 3 relevos generacionales. También se relaciona el éxito en el relevo generacional con el grado de identificación familiar con la compañía. A nivel mundial un 41% de los CEOs tienen un alto grado de identificación familiar con sus empresas y aproximadamente un 47% consideran que tienen grado medio. Los datos son similares en nuestro país, siendo un 42% los que muestran un grado alto y un 43% un grado medio. Sin embargo, resalta el dato de aproximadamente el 15% restante, que muestran que se sienten poco identificados con el negocio familiar, este ratio no es muy elevado dentro de la muestra estudiada, sólo América Latina y el Caribe muestran datos superiores en cuanto al nivel de identificación bajo.

Otro de los aspectos a destacar relacionado con el éxito en los relevos, es el hecho de que existan estructuras de gobierno corporativo o de relación familia-empresa, pues es la forma de que se produzca formalmente una reflexión sobre el futuro de la empresa, en la que hay intercambio de opiniones y sugerencias. Estos procesos y estructuras ayudan a definir la identidad de la empresa. En España, el estudio muestra que las empresas tienden a utilizar menos este tipo de estructuras comparado con otros países. En media utilizan 1,96 mecanismos o prácticas de gobierno corporativo mientras que las empresas a nivel global utilizan un 2,11 de estos mecanismos. Esta idea sobre la relación entre estructuras organizativas y sucesión empresarial también la apoya KPMG (2016) afirmando que la mortalidad en las empresas familiares se puede evitar en gran medida construyendo mejores estructuras de Gobierno Corporativo que permiten que la alta dirección medite mejor sus decisiones y estas sean consensuadas.

César Camisón, Catedrático de Empresa Familiar en la Universidad de Valencia habla de zona de conflicto cuando no hay una clara delimitación entre la familia y la empresa, la zona en la que ambas se mezclan da lugar a problemas por la diferencia de reglas y valores atribuidas a cada sistema. Mientras que la empresa tiene una función productiva la cultura familiar entorpece a menudo las decisiones a tomar. Camisón dice: “la empresa tiene sus fortalezas en la adaptación al mercado y la dotación de recursos y capacidades que le doten de ventajas competitivas; mientras que la familia exitosa se cimenta en la lealtad, la unidad y la cooperación”. Cuando los roles y responsabilidades de los miembros familiares en la empresa no se definen de forma correcta surge esta zona de conflicto en la que las decisiones se entremezclan con las reglas y valores dominantes en cada ámbito,

siendo las consecuencias perjudiciales. Entre algunas de ellas encontramos: confusión entre la condición de socio (ya sea actual o futuro heredero) con la capacidad de asumir la gerencia; confusión entre patrimonio y cuentas familiares y empresariales o la toma de decisiones por criterios familiares.

En muchas ocasiones ocurre que estos empresarios que han dedicado su vida a la empresa, no cuentan con un miembro familiar que pueda o quiera sucederle. Por ello, de la misma manera que cuando hay candidatos debe planearse la sucesión, en el caso de no haberlos habrá que contemplar las alternativas que se tienen. (Guinjoan y Llaurador, 2009). Aquí es donde entra el modelo Search Fund como posible solución a este problema con el que se encuentran muchos empresarios.

4.2 Soluciones típicas al problema de sucesión

Las opciones que se plantean ante una situación de empresario sin sucesión son las siguientes: (1) incorporación de un profesional externo a la familia que lleve la dirección ejecutiva mientras la familia continua con la propiedad de la empresa, (2) venta de la empresa a un competidor, grupo inversor o incluso a los mismos directivos no familiares, (3) salida a bolsa, con el inconveniente de que se requieren unos niveles mínimos de empresa y (4) la venta de activos y liquidación. (Guinjoan y Llaurador, 2009)

Entre estas opciones, el modelo Search Fund entraría en la opción de venta de la empresa. Aunque en ocasiones la venta que se realiza no es del 100% de las acciones de la sociedad, el objetivo que el Search Fund persigue es el de comprar una mayoría controladora (Keil, 2021).

La venta de una empresa puede ser a un comprador estratégico (normalmente competidor) o a un comprador financiero (modelo Capital Riesgo donde entraría el Search Fund). El capital riesgo es la inversión de capital social en empresas privadas. Dentro de él existen varias formas de Capital Riesgo, las más populares son los fondos de Private Equity o Venture Capital.

El comprador estratégico habitualmente se trata una empresa que adquiere otra complementaria con la finalidad de mejorar la posición competitiva. Es por lo tanto de una forma de crecer rápidamente de forma inorgánica. Una de las causas por las que se producen rupturas en las negociaciones de una compraventa es por incompatibilidad del

vendedor con el comprador o la incompatibilidad en la cultura empresarial. En una adquisición de este tipo se encuentran diferencias entre las dos culturas empresariales, si la diferencia entre ambas es muy notable será más difícil producir sinergias. En este tipo de adquisiciones también es típico ver como la empresa adquirida pierde su identidad al integrar sus productos en la marca de la empresa adquiriente, esto suele provocar malestar entre los trabajadores y directivos de la empresa adquirida (Palacín, 2023).

Por su parte, los compradores financieros compran empresas como activos, que más tarde venderán para obtener una rentabilidad (Palacín, 2023). Se ha comentado que existen dos formas populares en el ecosistema del Capital Riesgo: fondos Private Equity y fondos Venture Capital. Los primeros se caracterizan por adquirir compañías maduras y consolidadas, en cambio, los segundos adquieren empresas en desarrollo o recién creadas. Estos fondos de Capital Riesgo están constituidos por inversores que buscan obtener rentabilidades a largo plazo, entre ellos se encuentran también inversores institucionales. (Arango y Durango, 2014). Hasta el momento, ambos tipos de vehículo de Capital Riesgo son muy similares a lo que se ha descrito a lo largo del trabajo sobre el vehículo Search Fund. El modelo de inversión Search Fund quedaría englobado como forma de Capital Riesgo, sin embargo la diferencia principal entre este modelo y los fondos de Private Equity y Venture Capital es que mientras que el Search Fund centra su actividad en realizar una única adquisición de una compañía, los fondos de Private Equity y Venture Capital realizan más de una inversión y adquieren compañías en diferentes sectores, componiendo así una cartera de compañías. La segunda diferencia clave es que en las compras realizadas por estos dos tipos de fondos, se suele establecer contractualmente un periodo en el que el vendedor continua siendo el gestor de la compañía, dificultando así la retirada del mismo. (Arango y Durango, 2014).

5. Creación de Valor:

5.1 Definición:

Como se ha comentado, uno de los objetivos del trabajo es tratar de entender si el modelo Search Fund crea valor en el tejido empresarial de nuestro país. Esta última parte del trabajo se centra en entender mejor el modelo desde la perspectiva de los searchers y tratar de identificar cuáles son los aspectos claves por los que el valor crea valor.

A la hora de definir el concepto de creación de valor, los autores coinciden en muchos aspectos. Martínez Bonmatí (2011) expone que la creación de valor se da cuando el beneficio creado supera al coste de los recursos implicados, se crea valor cuando la utilidad o riqueza que genera es suficiente para cubrir el coste de todas las fuentes de financiación del negocio.

A finales de los años 80 surge el concepto de gestión basada en valor (VBM) o *value based management*. Aunque el concepto ha sido objeto de debate en numerosas ocasiones, Krol (2007) define algunos principios básicos que pueden ser aplicados a las PYMEs. El objetivo principal de la VBM es el de crear valor para el accionista, lo que es lo mismo que aumentar el valor de la empresa, para ello los rendimientos generados deben ser superiores al coste del capital. Por lo tanto, en primer lugar, la optimización en la asignación de recursos es un aspecto importante. En segundo lugar, Krol expone que todas las decisiones tomadas deben ser dirigidas a este objetivo de que la rentabilidad supere los costes de capital, por lo tanto, las decisiones deberán tener un enfoque a largo plazo y orientado al futuro, donde entra en juego la importancia de la orientación estratégica. Por último es importante que se identifiquen los generadores de valor para que se tengan en cuenta en la toma de decisiones. Con todo ello, se observa que la gestión se dirige a un objetivo común: aumentar el valor de la empresa.

Malcom Lloyd, líder en operaciones globales en Pwc advierte en el estudio “creating value beyond the deal” que la creación de valor es ahora más importante que nunca, en un entorno en el que las operaciones sufren por los macro cambios en el entorno, la creación de valor no solo tiene que darse si no que debe ser duradera. Este mismo estudio revela que las empresas que priorizan la creación de valor, superan hasta en un 14% a sus competidores. El estudio analiza algunos de los *deals* de compraventa de empresas de los últimos años, el resultado muestra que el 34% de los adquirentes de empresas afirman que el análisis de la creación de valor fue una prioridad a la hora de cerrar el trato. El 66% de las empresas adquirentes dice que debería de haber sido una prioridad. De nuevo observamos que se trata de una preocupación común entre los empresarios por lo que es necesario entender y analizar en profundidad cuáles son las principales palancas de creación de valor.

5.2 Entrevistas en profundidad:

En un intento de entender cómo crea valor el modelo Search Fund, se han realizado entrevistas a diferentes searchers que han superado la fase de adquisición de la empresa y se encuentran en la etapa de gestión y operación de la misma. El objetivo de estas entrevistas es entender e identificar acciones concretas que se llevan a cabo en la fase de operación de la empresa con el objetivo de generar valor para el momento de la futura venta (última fase).

Se ha entrevistado a 5 searchers, todos ellos se encuentran en la etapa de gestión de la empresa que ha sido adquirida mediante el vehículo Search Fund. En la tabla X se expone un resumen de la descripción de cada uno de los entrevistados y las empresas adquiridas. El 84% de los searchers son graduados de MBA (Kelly y Heston, 2020), en el caso de nuestro entrevistados, el 100% de ellos lo son. En la **Tabla 2** se expone un resumen de la experiencia previa de cada uno de los entrevistados:

Tabla 2: Perfil entrevistados

Entrevistado	MBA	Carrera Profesional Previa
Juan Carretero	MIT (Massachusetts Institute of Technology)	Consultoría Venture Capital
Carlos Lucía	IE Business School	Auditoría
Luis de los Santos	Harvard Business School	Banca de inversion (M&A)
Carlos Fernandez	Wharton School	M&A Private Equity
Álvaro de Rivera	University of California, Berkeley	M&A, Project Finance Estrategia y Desarrollo Corp

Fuente: Elaboración propia a partir de las entrevistas en profundidad

Juan Carretero, con experiencia previa en el área de consultoría, adquirió junto a Borja Mesonero la empresa Bike Ocasión, ubicada en Terrassa (Cataluña). Bike Ocasión es la empresa número 1 en ventas de bicicletas de segunda mano reacondicionadas. El modelo de negocio es sencillo: en primer lugar compran bicicletas de diversas fuentes (desde particulares hasta otras tiendas), una vez son compradas, las bicicletas pasan por un proceso de reacondicionamiento en el que se inspeccionan todos los aspectos relevantes de la misma por profesionales. El último paso sería el de publicar las bicicletas en la página web o en diferentes plataformas como Wallapop para proceder a la venta de las mismas. Se trata de un modelo de negocio que Juan compara con un concesionario. Ninguno de los dos searchers (actualmente Co-CEOs de Bike Ocasión) contaba con experiencia en el sector de las bicicletas, sin embargo Juan indica que hay aspectos de su trayectoria profesional previa que sí son relevantes y extrapolables a su puesto actual, por ejemplo el hecho de implantar la herramienta ERP (Sistema de planificación de recursos empresariales) es algo que previamente conocía por su experiencia en consultoría estratégica y considera que ha sido útil en su llegada a Bike Ocasión.

Carlos Lucía es el actual Co-CEO de Gesinplot, empresa que compró junto a Eduardo Garassini (Co-CEO) y el resto del equipo inversor de Eon (Search Fund) en Junio de 2021. Gesinplot es una compañía tecnológica que ofrece soluciones para la gestión de flotas de transporte de larga distancia. Se trata de un nicho de mercado muy identificado, el tipo de cliente y la actividad de la compañía es muy concreto. La experiencia previa de ambos CEOs estaba alejada del sector, sin embargo, Carlos explica que con su experiencia financiera previa las intenciones de ambos se centraban más en comprar una empresa de servicio SaS o tecnológica antes que una compañía manufacturera, sector del que trataban de huir por las grandes necesidades de Capex que requiere. Por lo tanto, ante el impulso del sector logístico después de la pandemia, vieron clara la oportunidad de adquirir Gesinplot.

Luis de los Santos es el actual Co-CEO de Ctaima, empresa SaS (Software as a Service) que se encarga de la gestión de contratistas para las empresas, ofreciendo la coordinación de las actividades empresariales, proveedores, requisitos de compliance y gestión de riesgos. Se trata de una empresa con componente de consultoría pero que abarca un nicho de mercado dentro del sector de prevención de riesgos laborales. Luis comparte la

gerencia de Ctaima con Lorenzo Zavala desde septiembre de 2020, ambos contaban con experiencia previa en banca de inversión.

A diferencia de los anteriores searchers presentados, Álvaro de Rivera decidió emprender en solitario. En noviembre de 2021 se convirtió en CEO de Espiral MS (Proactivanet y Porsafety), compañía de software enfocada a la mejora de procesos de gestión de TI (Tecnología de la Información). Álvaro contaba con experiencia previa en una empresa de software, lo que le ha permitido estar más familiarizado con el sector que el resto de searchers que han sido entrevistados.

Carlos Fernández, el último entrevistado, también decidió ser searcher en solitario, desde marzo de 2021 es CEO de Salvavidas Cardio, empresa prestadora de servicios de cardioprotección, desfibriladores y formación en emergencias. Salvavidas Cardio trabaja con grandes empresas para evaluar las necesidades que se deben tener para responder ante paradas cardíacas en sus instalaciones, normalmente instalan desfibriladores, unos dispositivos automáticos que diagnostican y tratan algunas arritmias y paradas cardíacas, llegando en ocasiones a salvar la vida de la persona atendida. La experiencia previa de Carlos era en el área del capital riesgo, el sector de la salud era bastante desconocido para él. Sin embargo su opinión es que el conocimiento financiero con el que cuenta, es muy relevante a la hora de asumir la gestión de cualquier empresa, la parte técnica de salud la cubre rodeándose de buenos profesionales del sector.

Se observa que cada uno de los searchers entrevistados contaba con una experiencia previa distinta, siendo protagonista el ámbito financiero y de consultoría. Llama la atención un patrón encontrado: ninguno de ellos había trabajado en la gestión de una empresa previamente. Todos ellos cuentan con un máster MBA realizado en prestigiosas universidades tanto europeas como americanas, que les permite tener una visión actualizada de la realidad empresarial y la gestión. Tomar la decisión de crear un Search Fund implica altos costes de oportunidad (Wasserman, 2013) por lo tanto se entiende que los searchers que deciden emprender tienen cierta motivación por gestionar y hacer crecer una empresa. En cuanto a las empresas adquiridas, no hay un claro sector predominante aunque se puede observar como la tendencia descrita en el **Gráfico 3** en el que destacaba los sectores tecnológico, software y salud se cumple en el caso de los entrevistados, pues tanto GesinFlot, Ctaima y ProactivaNet son empresas de software as a Service, el segundo

sector más destacado en las adquisiciones Search Fund según los datos de Stanford Business School.

El siguiente aspecto relevante a analizar es el de el motivo de venta de la empresa. A lo largo de este trabajo se ha visto que existe una situación en España en la que muchos empresarios no cuentan con relevo generacional y el futuro de sus empresas peligra a medida se acerca el momento de jubilación de sus dueños. La propuesta del Search Fund parece atractiva como solución a este problema, por ello, se ha preguntado a los 5 searchers acerca del motivo de la venta de las empresas que ellos adquirieron mediante el vehículo Search Fund.

Juan Carretero tuvo un deal diferente dentro del mundo Search Fund, pues no seguía el patrón de dueño en edad de jubilación sin relevo generacional. Los dueños de Bike Ocasión tenían la misma edad que los searchers, habían desarrollado la empresa desde 0 y contaban con un “know-how” del producto muy elevado, sin embargo no contaban con conocimiento financiero o de IT, lo que complicaba el crecimiento de la empresa. Conscientes de que necesitaban esa aportación financiera para crecer, vieron una gran oportunidad la llegada de los searchers que sí que contaban con esos conocimientos.

Carlos Lucía ofrece una perspectiva diferente para analizar el motivo de la venta de GesinFlot. Carlos encuentra el motivo de la venta como algo clave a analizar, de hecho destaca que las compañías con un buen recorrido y crecimiento positivo sostenido le “daban miedo” pues habría que entender bien por qué el dueño de una empresa con ese comportamiento quería vender. GesinFlot se encontraba en un momento en el que las ventas estaban estancadas desde hacía unos años, y a pesar de que a la hora de presentarlo a los inversores fue complicado justificar las razones que hacían atractiva la compra, Carlos veía claramente la oportunidad; se trataba de una Pyme a la que le faltaban herramientas de gestión, estaba focalizada en Murcia y el dueño no contaba con las ganas y la motivación de extenderla más allá de la provincia. Esta vez, el dueño sí que estaba en edad de jubilación y no tenía un sucesor, por lo que el modelo Search Fund le encajaba muy bien. Otra de las claves en este proceso fue la decisión del dueño de reinvertir parte del dinero de la venta de nuevo en la compañía y formar parte del Consejo de Administración, que le permite seguir ligado a la compañía pero desde el lado inversor. Este acto es frecuente en el modelo Search Fund y refuerza la confianza de los inversores,

pues se concibe como que el dueño confía en el proyecto empresarial y en la posibilidad de crecimiento de la nueva gestión y quiere seguir formando parte de ello.

El caso de Ctaima fue ambiguo, la dueña no se encontraba en edad de jubilación pero buscaba un cambio de vida, cansada de la gestión y del día a día de la empresa.

La venta de Proactivanet estuvo motivada por varias razones que encajan con la propuesta de valor del modelo Search Fund. Proactivanet tenía 7 socios, 3 de ellos socios fundadores que contaban con la mayoría del capital de la empresa. Uno de los motivos para entrar en esta compañía fue el gran encaje cultural de los searchers con los fundadores, Álvaro los define como personas sanas, honestas y con vocación de hacer crecer su proyecto. Llevaban 24 años en la compañía y, a pesar de no estar todavía en la edad de jubilación, era algo que querían plantearse en el medio plazo (5 años), por lo que vieron el modelo Search Fund con buenos ojos. Después de esos años también les motivaba contar con un evento de liquidez para monetizar el trabajo de esos 24 años. Los dueños reinvertieron parte de ese dinero en la compañía de nuevo, pues consideraban importante seguir en contacto con la compañía y ser parte del éxito de la misma.

El motivo de la venta de Salvavidas Cardio fue motivado por razones económicas. El dueño de la empresa no disfrutaba el día a día de la gestión y las tareas administrativas, después de 12 años trabajando en la compañía y con una gran parte de su patrimonio vinculado a la empresa, vio la solución del Search Fund como una oportunidad para monetizar su trabajo y recoger el fruto de esos años de trabajo.

Se observa que los motivos de la venta de las empresas no siguen el mismo patrón, aunque coincide en varias ocasiones el hecho de que hay empresarios cansados del día a día que prefieren retirarse de la empresa sin tener que cerrarla, cada situación cuenta con sus peculiaridades y es difícil de analizar. Destaca el hecho de que varios empresarios decidan reinvertir en la compañía para ser parte del crecimiento futuro, lo que da confianza tanto a los searchers como a los inversores. El hecho de que personas jóvenes, con talento y ganas lleguen a la gestión de las empresas parece encajar bien con los dueños de las mismas y por lo tanto se observa como el vehículo Search Fund genera valor a estos empresarios cansados de la gestión que confían el relevo de la empresa a personas en un primer momento desconocidas pero que consiguen ofrecerles una propuesta atractiva de retiro.

Una vez entendido el contexto previo a la compra de la empresa, se ha analizado la llegada de los searchers como CEOs a las compañías. Una vez realizada la operación es normal que el dueño anterior acompañe los primeros meses al searcher en su tarea nueva como gerentes de la compañía, durante esos meses el searcher trata de entender al máximo el funcionamiento del negocio y define cuáles serán los primeros cambios a realizar en el futuro.

Juan Carretero defiende que esos primeros meses de acompañamiento son necesarios, sin embargo no deben alargarse mucho tiempo. Su experiencia en los meses de acompañamiento fue buena pero surgía un problema de doble gerencia, por un lado estaba el dueño y por otro los nuevos searchers, lo cual puede confundir al resto de trabajadores que no saben a quién dirigirse. Juan, Borja y el dueño decidieron de mutuo acuerdo finalizar el tiempo de acompañamiento antes de lo que estaba previsto al considerar que ya había sido suficiente y estaba alargando el proceso de transición.

En GesinFlot, Carlos Lucía cuenta como el dueño mostraba una figura paternalista que hizo más complicado el proceso inicialmente. Sin embargo, una vez pasado el tiempo de acompañamiento y cuando se han visto los buenos resultados y funcionamiento de la empresa, el dueño anterior ha mostrado su enhorabuena a los CEOs por las decisiones tomadas.

En Ctaima se estableció un periodo de transición de 6 meses, organizado de forma muy detallada en la que la dueña se iba desvinculando de la compañía de forma progresiva; al principio iba a trabajar todos los días y poco a poco iba reduciendo su presencia. Pasados 3 meses, ambos CEOs se vieron preparados y al igual que en Bike Ocasión encontraron el problema de que algunos trabajadores no sabían a quién dirigirse, por lo que decidieron terminar con el periodo de acompañamiento. Luis destaca que el hecho de ser dos CEOs también ayudó a aprender y realizar más rápido la transición.

En Proactivanet la situación es diferente a las que se acostumbra dar, en este caso todos los socios continúan trabajando en la empresa, el único cambio es que ahora el Director General es Álvaro y todos ellos tienen que reportarle a él. Sin embargo Álvaro destaca que trabajar con ellos es fácil, no se han tomado decisiones drásticas por lo que no parece haber motivo de conflicto.

Por último Carlos define el periodo de acompañamiento como complicado, en su caso el dueño anterior tenía un perfil muy comercial, lo cual no coincidía con el perfil searcher (más financiero). El dueño mantenía su objetivo de maximizar la facturación mientras que Carlos defendía la maximización de la rentabilidad, por lo tanto se trataba de dos modelos de gestión antagónicos.

Se observa que los 5 searchers negociaron un periodo de acompañamiento y sólo en Proactivanet se ha dado la situación de que los dueños decidan seguir trabajando en el negocio después de ese periodo. No se observa un patrón claro en las experiencias de los searchers aunque aparece en varias ocasiones la misma situación: se decide finalizar el periodo antes de lo establecido. El hecho de que coincida la gerencia anterior con la que va a ser la nueva lleva a confundir a los trabajadores pudiendo ocasionar problemas de falta de comunicación o entorpecimiento del funcionamiento de la compañía. Por lo tanto, se llega a la conclusión de que aunque este periodo es necesario para entender al máximo el funcionamiento de la compañía, sería un error alargarlo o negociar un periodo demasiado largo.

Al terminar el periodo de acompañamiento, el nuevo CEO de la compañía comienza a tomar sus primeras decisiones. Un consejo extendido en el ecosistema Search Fund es el de no tomar ninguna decisión en los primeros 6 meses para dedicarlos a planificar con cuidado cuáles serán estas decisiones. En un intento de contrastar esto con la realidad se ha preguntado a los 5 entrevistados sobre cuáles fueron las primeras decisiones tomadas como CEOs.

En Bike Ocasión las decisiones se tomaron desde el primer día. Los searchers entraron con una mentalidad “Private Equity”, con la elaboración de un “hundred-day plan” en el que se detallaban cuáles iban a ser los primeros cambios en cada área de la empresa. Antes de su llegada ambos searchers habían acordado que una de las primeras decisiones sería contratar a un director de IT y otro de marketing, por lo tanto desde su primer día estuvieron muy enfocados en encontrar a las personas adecuadas también con la ayuda de headhunters. Su objetivo era crecer muy rápido por lo que las decisiones no podían esperar a tomarse más adelante. El negocio se encontraba muy poco profesionalizado, así que otra de las primeras decisiones fue la de cambiar el RP que existía e instalar también un CRM, estas nuevas herramientas consiguieron mejorar los procesos internos de la empresa y ser más eficaces. Como tercera decisión importante, poco tiempo después de

su llegada decidieron apostar por la expansión geográfica, abriéndose a 2 nuevos mercados: Francia y Alemania.

En el caso de GesinFlot se siguió el consejo de no tomar decisiones durante los primeros 6 meses. Ambos CEOs se establecieron en equipos distintos y dedicaron esos primeros meses a escuchar y aprender trabajando con ellos. Poco a poco, fueron realizando cambios que definen como complicados, pues tuvieron que tomar decisiones como la sustitución del CTO que ocasionó “ruido” con los clientes. El proceso de transformación también supuso la instalación de un RP para mejorar los procesos internos, Carlos indica que esto es complicado en equipos que llevan años acostumbrados a trabajar de una forma tradicional y complica la introducción de un modelo startup.

Luis de Ctaima también decidió no realizar cambios en los primeros meses. Durante las primeras semanas la tarea principal fue dar un discurso de continuidad a los trabajadores y asegurar sus puestos de trabajo, no es fácil un cambio de gerencia y los trabajadores pueden verlo como una amenaza hacia sus puestos. Se realizaron sesiones con todos los empleados de la compañía, en grupos aproximadamente de 10 personas para poder conocerlos y transmitir el mensaje de continuidad. Una de las primeras decisiones tomadas fue la de abrirse a otros países como Portugal. Además se decidió contratar talento pero más allá de las fronteras de Tarragona, contratando a una Directora de Ventas en Barcelona y a algunos trabajadores en Madrid, todo esto ha sido posible gracias a un cambio de cultura hacia una compañía más tecnológica en la que se acepta la semipresencialidad. Poco a poco se ha ido cambiando el segundo nivel de mandos con nuevas contrataciones. Por último destaca la decisión de crear un nuevo departamento centrado en el cliente al que han llamado “Customer Success” que cuenta con un equipo específico encargado de promover el “near selling” entre los clientes ya existentes para realizar ventas adicionales y continuar con el crecimiento de Ctaima.

El enfoque en Proactivanet ha sido muy continuista, destacando el hecho de que los socios fundadores continúan trabajando en la empresa. Álvaro diseñó un plan de negocio en el que los 2 primeros años el crecimiento era bastante racional y no había ningún cambio drástico. Álvaro recuerda la negociación de la compra como un proceso largo que se vio afectado por la llegada de la pandemia, la cual ralentizó el proceso, provocando que su llegada como CEO se produjera casi 1 año después del primer acercamiento con los dueños, por lo que había dedicado mucho tiempo a estudiar el funcionamiento de la

empresa y gracias a su gran entendimiento con los dueños con su llegada se aceleraron algunos cambios como el de impulsar el negocio en Latinoamérica.

Por último analizamos la experiencia de Salvavidas Cardio, una empresa que ha sufrido un cambio muy importante en su modelo de negocio. Salvavidas Cardio era una empresa distribuidora de material médico, en 2018 el dueño anterior se da cuenta de la existencia de un nicho de mercado en el que grandes empresas debían instalar desfibriladores en sus establecimientos y buscaban alguien que les prestara ese servicio. Por lo tanto Salvavidas Cardio decide convertirse en distribuidor de servicios, lo que supone un gran cambio en el modelo de negocio. Cuando Carlos encuentra esta oportunidad se da cuenta de que puede convertir el 95% del negocio en recurrente mediante contratos con estas grandes empresas pero esto ha supuesto un gran cambio en la estructura de la organización. En primer lugar se ha emprendido la tarea de transmitir esta idea a la cultura y las personas de la compañía, cabe destacar que el proceso de cambio ya se había comenzado antes de la llegada de Carlos como CEO, pero él lo ha acentuado. El cambio ha supuesto convivir con 2 modelos distintos de negocio al mismo tiempo, lo cuál no ha sido fácil.

Una vez analizados las primeras decisiones de los searchers como CEOs se observa que la teoría anteriormente comentada sobre esperar los primeros 6 meses a realizar cambios no se cumple en la mayoría (3/5 entrevistados). Cada operación tiene sus peculiaridades y cada searcher debe adaptarse a la situación en la que se encuentra la compañía a su llegada, esto se ve claramente con el ejemplo de Salvavidas Cardio, Carlos llega en un momento crítico en el que la empresa estaba realizando un cambio estructural para introducirse en un nicho de mercado, por lo tanto, esperar a tomar decisiones habría ralentizado el proceso. Sin embargo, en los 5 casos se observa que la llegada de los searchers como nuevos CEOs no es indiferente, todos ellos llegan con propuestas de cambios e ideas nuevas que se implementan para potenciar el crecimiento de estas compañías. Estos cambios son el fruto de un modelo de inversión que busca sacar el máximo provecho de estas operaciones y crear valor mediante una gestión profesionalizada, los 5 entrevistados demuestran que a pesar de no contar con experiencia previa en la tarea de gestión, cuentan con ideas innovadoras y emprendedoras para aportar valor (mejora de procesos internos, apertura de nuevos mercados, instalación de herramientas digitales, contratación de personal cualificado, etc.).

Por último se ha preguntado a los 5 searchers sobre las dificultades encontradas en su tarea como CEOs.

Juan de Bike Ocasión destaca como mayor dificultad el hecho de gestionar personas y un equipo grande, a pesar de su experiencia previa en consultoría y banca de inversión en las que había gestionado equipos más pequeños, con esta nueva experiencia cree que es difícil conseguir motivar a los trabajadores que ya llevaban tiempo trabajando de forma acomodada en la empresa y se enfrentan a un nuevo proyecto que requiere esfuerzo por parte de todos.

Carlos Lucía de GesinFlot encuentra difícil que los trabajadores creen el discurso nuevo del searcher. Cree que la parte difícil como searcher llega una vez realizada la compra, lo complicado es gestionar un nuevo equipo sumando la presión de obtener buenos resultados que satisfagan a los inversores. Su opinión es que lo más necesario como searcher es ser una persona proactiva y sin egos, hay que conseguir llegar a tus trabajadores y convencerles de tu proyecto.

La respuesta de Luis de Ctaima está alineada con las anteriores, encuentra 2 grandes retos en la gestión como CEO. El primero de todos es conseguir que la visión y la estrategia sea clara en toda la compañía, que los trabajadores estén alineados y los departamentos tengan claros sus objetivos, considera que cuánto más grande es la empresa más importante es la cultura, esta idea la sintetiza en una frase: “La cultura se come a la estrategia para el desayuno”. El segundo reto que encuentra es el de captar y retener talento, gestionar a los trabajadores para que logren brillar y sacar a la luz su potencial.

Álvaro de Proactivanet considera que aun le queda mucho que aprender como gestor de personas. Coincide con la opinión del resto de searchers y encuentra difícil gestionar equipos motivados, comprometidos y bien incentivados. El equipo es lo que más impacto tiene en la empresa y sacarle el máximo valor es todo un reto.

Por último, Carlos Carbó ha encontrado varios retos aunque uno de los más significativos fue el de la retirada del dueño con un perfil muy comercial. Carlos tuvo que sustituir este perfil comercial con un equipo que no estaba bien formado, pues siempre había trabajado “a la sombra” del jefe. Cree que lo más difícil ha sido sustituir este gran hueco que ha dejado el vendedor, pues toda la empresa estaba construida en torno a él.

6. Conclusiones:

A lo largo del trabajo se ha tratado de explicar detalladamente el funcionamiento del modelo de inversión Search Fund, un vehículo englobado en el ecosistema del Capital Riesgo y con ciertos rasgos parecidos a los fondos Private Equity y Venture Capital pero con una finalidad muy clara: adquirir una única empresa para asumir la gestión de la misma. A pesar de nacer como modelo de inversión y emprendimiento en 1984, no ha sido hasta la última década cuando realmente se ha popularizado en Europa, por ello, una de las conclusiones de este trabajo es que, dado los pocos Search Funds que han terminado el ciclo completo de vida en Europa, los datos a estudiar son todavía escasos, por lo que el análisis debería perdurar en el tiempo y actualizarse a medida que los Search Funds completen el ciclo. Hasta ahora, la presencia de mujeres en el ecosistema Search Fund es prácticamente nula por lo que la primera conclusión es que se debería plantear si la divulgación del modelo está siendo suficiente o si hay alguna razón detrás del hecho de que apenas mujeres quieran emprender y crear su propio Search Fund.

Durante el desarrollo del trabajo también se ha expuesto el problema existente en las empresas familiares españolas que no cuentan con un claro relevo generacional. Se ha evidenciado que la supervivencia de estas empresas es clave para el futuro del país y la creación de empleo. Una vez entendido el modelo de inversión Search Fund se puede apreciar que hay un claro encaje entre las empresas objetivo de adquirir por parte del vehículo y las empresas que se encuentran con este problema de relevo generacional. El modelo propone una solución al dueño de la empresa para retirarse sin que esto afecte de forma negativa al funcionamiento de la misma. Todo ello ha sido apoyado con las respuestas de las entrevistas con los searchers que han expuesto sus 5 casos diferentes en los que empresarios cansados del día a día han visto el modelo Search Fund como oportunidad de retirarse casi de inmediato sin que esto afecte a la continuidad de la misma. Con ello se ha evidenciado que el modelo encaja muy bien con el problema descrito, ofrece una solución de retiro sin condiciones de permanencia en la gerencia (como muchas veces ocurre con las compras por parte de fondos de Private Equity) y a su vez asegurando un desarrollo continuista de la compañía.

Los entrevistados han mostrado sus experiencias en los primeros meses de gerencia de la empresa, los 5 han hablado de nuevas propuestas e ideas para continuar con la expansión de las compañías adquiridas, estas propuestas están muy relacionadas con la digitalización e internacionalización. En la segunda parte del trabajo, dedicada a analizar el problema existente en las empresas familiares, resaltaba el modelo tradicional de gestión llevado a la práctica en muchas ocasiones por empresarios mayores que se encuentran cómodos en la posición en la que está su empresa y prefieren mantener esa posición estable aun sabiendo que la empresa tendría recorrido. Ahí entra en valor el modelo Search Fund, las entrevistas han evidenciado que el objetivo de la gerencia no es otro que el de seguir creciendo, ya sea mediante apertura de nuevos mercados, mejorando los sistemas de gestión internos de la empresa o mediante la contratación de talento. Los searchers que se convierten en CEOs cuentan con una intensa carrera profesional que a pesar de estar fuera del ámbito de la gerencia, aporta valor y conocimientos a la nueva etapa de gestión. Además, casi todos ellos cuentan con un MBA realizado recientemente, en el que se han adquirido conocimientos sobre gestión ligados a las tendencias actuales (digitalización, tecnología, gestión de datos, etc.). Es importante destacar esto como aspecto clave que crea valor no sólo en el modelo Search Fund, haciendo crecer el valor económico de la empresa en cuanto a tamaño, calidad de producto o mercados si no también se crea valor en el tejido empresarial del país ofreciendo un reciclaje a las empresas y tratando de hacer crecer estos negocios familiares que cuentan con un papel primordial en el desarrollo de nuestra economía.

Otro de los aspectos a destacar acerca del modelo Search Fund es el de la confianza que debe generar el searcher hacia el empresario vendedor. Se han comentado las diferentes propuestas que un empresario en edad de jubilarse puede plantear ante una falta de relevo generacional. Entre las propuestas se ha comentado el modelo de Capital Riesgo, destacando los modelos Private Equity y Venture Capital como principales opciones frente al modelo Search Fund. Una de las principales ventajas del Search Fund es el hecho de que ofrece una retirada casi inmediata al empresario vendedor, esto no suele ocurrir en el resto de opciones de Capital Riesgo. En las entrevistas realizadas se ha querido comprobar si esta ventaja era realmente significativa y por lo tanto se ha preguntado acerca del motivo de la venta del empresario y la decisión final de confiar en el modelo Search Fund. Se ha podido ver como el encaje cultural de searcher y vendedor es clave, por ejemplo en el caso de Proactivanet se ha observado como los dueños, sin necesidad

de vender de inmediato, tuvieron un encaje muy bueno con el searcher (Álvaro) que dió lugar al cierre de la operación. Probablemente, al no tener una necesidad de vender inmediata, si ese encaje tan personal no se hubiera dado la venta de la empresa no se habría producido. Con ello se quiere destacar la cercanía del modelo Search Fund en el que el vendedor conoce desde el primer momento en el que el searcher contacta con él, a la persona que se hará cargo del futuro de sus empresa a la que ha dedicado muchos años de trabajo. Esta confianza y cercanía generada entre searcher y vendedor es uno de los aspectos diferenciales del modelo frente a otros modelos de Capital Riesgo en el que las negociaciones son más frías y no hay un claro sustituto del CEO de la empresa.

Al igual que el modelo Capital Riesgo asusta a estos vendedores, la opción de comprador estratégico también puede ser rechazada. Destacando de nuevo los casos expuestos en las entrevistas, se ha observado un cierto sentimiento de apego de los dueños hacia sus empresas por ejemplo en el caso de GesinFlot, el empresario busca que se continúe con el proyecto empresarial, lo que a menudo incluye una marca, un posicionamiento en el mercado, una cultura, etc. Sin embargo, si la compra de la empresa la realiza lo que se conoce como un comprador estratégico, normalmente un competidor, suele ocurrir que la empresa y sus valores son absorbidos por la empresa compradora, lo que acaba haciendo desaparecer la esencia creada por el empresario durante muchos años de trabajo (Palacín, 2023). De nuevo se ha observado como el Search Fund es una opción muy continuista que trata de seguir haciendo crecer la empresa sin cambios muy drásticos.

Por último, cabe destacar el hecho de contar con un grupo de 10-12 inversores también aporta conocimiento a la empresa, a pesar de que ellos en su papel como inversor no se vean involucrados en el día a día de la empresa tienen un claro interés económico por la misma. El hecho de ser personas con carreras profesionales variadas y cierta experiencia en el mundo del Capital Riesgo aporta valor a la empresa mediante su labor como asesores de la misma.

La conclusión final del trabajo es que el modelo Search Fund debe continuar siendo estudiado y analizado debido a su reciente popularidad, pues el análisis aquí realizado podría diferir de lo que ocurra en el ecosistema en el futuro. El elevado número de aperturas de Search Fund puede inducir a que la tasa de éxito de los mismos se reduzca y por ello se propone una futura línea de investigación acerca de cuántos Search Funds es

capaz de sostener la economía española sin que se vea afectada la tasa de éxito del modelo y encontrar si existe un punto de saturación.

A la pregunta planteada en el título del mismo, y junto a la evidencia que se ha aportado a lo largo del trabajo, apoyada de importante bibliografía y la experiencia personal de 5 protagonistas del modelo, se afirma que el modelo Search Fund es una posible solución al problema de falta de relevo generacional, pero es clave que se produzca un encaje entre empresario y searcher, por lo que debe estudiarse caso a caso. En cuanto a la creación de valor, las entrevistas evidencian que la llegada de una persona joven a la gerencia, con experiencia previa en finanzas y recién graduado de MBA aporta nuevos enfoques y propuestas a la empresa, creando un valor intrínseco difícil de cuantificar pero relevante y prometedor para el futuro del tejido empresarial español.

7. Bibliografía:

Arango, V. L., & Durango, G. M. (2014). Private equity y venture capital: diferenciación y principales características, *Clío América*, 8 (16), 173 – 184

Araya, A. (2012). El proceso de sucesión en la empresa familiar y su impacto en la organización. *TEC Empresarial*, Vol 6 Num 2/ p-29-39.

Augustyn, R., Clay, T., Dunn, L. (2022). Search Success Factors : Survey of Searchers who Closed a Deal. *Endurance Search Partners*.

Cabiedes, J. M (2021, 23 julio). *España, un mercado óptimo para los inversores de los 'search funds'*. Entrevistado por Rocío Regidor revistas.economista.es. <https://revistas.economista.es/capital-privado/2021/julio/espana-un-mercado-optimo-para-los-inversores-de-los-search-funds-JM8493209> (Último acceso 12 de Febrero 2023)

Chess, R. y Kiessing, A. (2013). *Brown Robin Capital: executing a Search Fund Acquisition*. Stanford, CA: Stanford GSB.

Credit Suisse Research Institute. (2020). *The Family 1000: Post the pandemic*. Recuperado 2 de junio de 2023 de: <https://www.credit-suisse.com/es/es/private-banking/entrepreneurs-and-family-businesses.html>

Deibel, W. (2018). *Buy then Build: How Acquisition Entrepreneurs Outsmart the Startup Game*. Lioncrest.

Dennis, J. and Laseca, E. (2016). *The Evolution of Entrepreneurship Through Acquisition*. Chicago: University of Chicago Booth School of Business.

Gallo, M. (2002). *Evolución hacia una empresa familiar y multinacional*. Seminario impartido en la Universidad de Alicante, Departamento de Organización de Empresas.

Gómez-Betancourt, Gonzalo (2006). *Son iguales todas las empresas familiares? Caminos por recorrer*. Bogotá-Colombia: Grupo Editorial Norma.

Gómez, A., Calabró, A., Viñals, R., Galván, S., & Valentino, A (2019). *Las empresas familiares españolas ante el reto de la sucesión: diferentes perspectivas generacionales*.

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.

Instituto de la Empresa Familiar (s.f.). *La empresa familiar* Recuperado 5 junio 2023, de <https://www.iefamiliar.com/la-empresa-familiar/>

Johnson, R. (2014). *Search Funds- What has made them work?. IESE Business School University of Navarra*.

- Johnson, R. (2020). *Search Funds- What had made them work? IESE EIC*.
- Kaplan, S. y Stromberg, P. (2008): “Leveraged Buyouts and Private Equity”. *NBER Working Paper* No. 14207. Recuperado 4 de abril de: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1194962
- Keil, A. J. (2021). Entrepreneurship through acquisition: a study on self-funded Search Funds. *Nova School of Business and Economics*
- Kelly, P. Heston, S. (2022). 2022 Search Fund Study: Selected Observations. *Stanford Graduate School of Business*.
- 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*.
- Kessler, B. (2012). Search Funds: Death and the Afterlife. *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*.
- Kolarova, L., Kelly, P., Simon, J., Johnson, R. (2022) International Search Funds- 2022. Selected Observations. *IESE Business School University of Navarra EIC*.
- Krol F.(2007) , Value based management in small and medium enterprises analysis of internal and external impulses and possibilities of Implementation. Arbeitspapier Nr. 9-1. University of Münster. Recuperado 27 de abril de, <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/58325/1/716913232.pdf>
- Martínez Bonmatí, J. (2011). El valor de una empresa y creación de valor en esa empresa. AECE Madrid.
- Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. (2023). Cifras pyme datos enero 2023. Recuperado 27 de febrero de 2023, de https://industria.gob.es/es-es/estadisticas/Cifras_PYME/CifrasPYME-enero2023.pdf
- Palacín Antor, R. (2023). Fusiones y adquisiciones: De los primeros contactos y negociación a la posadquisición. España: Profit Editorial.
- PWC (2019) Creating Value beyond the deal. Recuperado de: <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/deals-report.html>
- Rozenrot, E. (2005). Note on Search Funds. [online] Hanover: Tuck School of Business at Dartmouth College. Center for Private Equity and Entrepreneurship.
- Scarato, M. (2018) Search Funds: a European Perspective and an Italian Market Analysis (Business Administration). *Università di Padova*.

Searchfunder. (n.d.). Searchfunder.com. Recuperado 6 de Junio de 2023 de <https://www.searchfunder.com>

Simon, J. (2021). Search Fund & entrepreneurial acquisitions: the roadmap for Buying a Business and Leading it to the Next Level. Tellwell Talent. (p.25)

Treviño, R. (2010). Empresas Familiares, Visión Latinoamericana. Estructura, gestión, crecimiento y continuidad. México D.F: Pearson Educación.

Weaver, K., Palfreyman, J., Wassertein, A.J. (2020) The Evolution of a Search Fund CEO and a Company. *Yale School of Management*.

8. Anexos:

8.1 Anexo 1: Entrevistas en profundidad

	GesinFlot
1. Descripción de la compañía comprada	GesinFlot actúa como socio tecnológico de las flotas de transporte de larga distancia. Ofrecen soluciones para la gestión de flotas, extrayendo todo tipo de datos necesarios sobre cualquier tipo de mercancía. Nicho de mercado muy claro
2. Experiencia previa	Experiencia previa en finanzas – huían de sectores manufactureros
3. Motivo de la venta de la empresa	<ul style="list-style-type: none"> • Revenue estancado = ven la oportunidad • Dueño sin incentivos para seguir creciendo • Dueño entendía que era necesario un cambio estructural – quería formar parte del éxito (reinvirtiendo) pero apartarse del día a día • Sin sucesión
4. Experiencia acompañamiento primeros meses	<ul style="list-style-type: none"> • Figura muy paternalista del dueño
5. Primeras decisiones/cambios	<ul style="list-style-type: none"> • 6 meses escuchando, cada socio en un equipo • Cambio de equipo (CTO) • Instalar RP / SAP • Hacer llegar los nuevos objetivos / modelo startup a los trabajadores
6. Mayor reto/ dificultades	<ul style="list-style-type: none"> • Que crean tu discurso • Compra es lo más fácil – la parte difícil es gestionar • Importante: saber meterte en el barro

	Juan Carretero Bike Ocasión
1. Descripción de la compañía comprada	<ul style="list-style-type: none"> • Empresa Nº 1 en bicicletas de segunda mano reacondicionadas • Modelo de negocio sencillo: <ol style="list-style-type: none"> 1. Compran bicis de diversas fuentes: particulares/tiendas 2. Reacondicionan en su nave mediante un proceso que ya está bastante pulido 3. Publican en la web y en diferentes marketplaces 4. Venden y entregan bicicleta al cliente
2. Experiencia previa	No contaban con experiencia sectorial ninguno de los 2 searchers
3. Motivo de la venta de la empresa	<ul style="list-style-type: none"> • Dueño joven con mucho conocimiento sobre el producto pero con falta de conocimiento financiero • Procesos poco profesionalizados – era difícil seguir creciendo de la misma manera • Dueño cansado del día a día con interés por hacer otras cosas se da cuenta de que la empresa puede crecer más con nuevos gestores
4. Experiencia acompañamiento primeros meses	<ul style="list-style-type: none"> • Acuerdo roto de mutuo acuerdo antes del tiempo pactado • Difícil establecer claridad sobre quién manda si hay varios al mando
5. Primeras decisiones/cambios	<ul style="list-style-type: none"> • Mentalidad Private Equity: 100 day plan con todo lo que había que hacer por cada área. Ejemplo: contratar a un director de Marketing y de IT • Profesionalizar/ digitalizar (CRM, cambio en el RP que se utilizaba) • Expansión geográfica en Francia y Alemania
6. Mayor reto/ dificultades	<ul style="list-style-type: none"> • Gestionar equipo grande • Dificultad de motivar a empleados blue collar • Creación de cultura firme

	Luis Ctaima
1. Descripción de la compañía comprada	<ul style="list-style-type: none"> • Un SAS (Software as a Service) pero con componente de consultoría • Core business: Software para gestión de contratistas en el que se incluye la coordinación de actividades empresariales, gestión de contratistas y proveedores, requisitos de compliance y gestión de riesgos. • Nicho dentro de la prevención de riesgos laborales
2. Experiencia previa	
3. Motivo de la venta de la empresa	<ul style="list-style-type: none"> • Motivo indefinido • Cansancio de la gestión del día a día • Voluntad de dedicar más tiempo a la familia / cambiar de aires
4. Experiencia acompañamiento primeros meses	<ul style="list-style-type: none"> • Periodo de transición muy bien organizado, dueña poco a poco iba desligándose de la gestión • 3 meses • Al ser 2 searchers la transición y el aprendizaje fue más rápido
5. Primeras decisiones/cambios	<ul style="list-style-type: none"> • Primeros meses sin tocar nada • Primeras semanas: discurso de continuidad • Sesiones con todos los empleados (grupos de 10) • Cambio de discurso hacia una empresa tecnológica en vez de consultora • Apertura en Portugal • Contratación de talento fuera de Tarragona • Cambios en el segundo nivel de management • Recalcar el mensaje de centrarse en el cliente
6. Mayor reto/ dificultades	<ul style="list-style-type: none"> • Dificultad que todos los trabajadores estén alineados con la visión y la estrategia • Reto de captación de talento • Difícil gestionar temas de personas – clave tener un buen middle management

	ProactivaNet Álvaro
1. Descripción de la compañía comprada	<ul style="list-style-type: none"> • 2 líneas de negocio: Proactivanet y Prosafety • Software enfocado a la mejora de procesos de gestión de TI
2. Experiencia previa	<ul style="list-style-type: none"> • Había trabajado en una empresa de software
3. Motivo de la venta de la empresa	<ul style="list-style-type: none"> • Gran encaje cultural con los fundadores • Les gustaba la idea de que se uniera un grupo inversor – con experiencia internacional • 24 años desde la fundación, en unos años iban a pensar en sucesión • Monetizar trabajo de tantos años • Reinvertieron en la compañía
4. Experiencia acompañamiento primeros meses	<ul style="list-style-type: none"> • Socios siguen trabajando • Único cambio – director general • Muy buena coordinación entre la anterior directora y Álvaro (searcher) • 2 primeros años continuistas
5. Primeras decisiones/cambios	<ul style="list-style-type: none"> • Impulso LATAM • Modelo continuista
6. Mayor reto/ dificultades	<ul style="list-style-type: none"> • Gestionar personas • Motivar, comprometer, incentivar • Atraer talento • Sacar el máximo partido al equipo

	Salvavidas Cardio
1. Descripción de la compañía comprada	<ul style="list-style-type: none"> • Prestador de servicios de cardoprotección (desfibriladores) • Instalación, mantenimiento y formación • Trabajan con grandes empresas que tienen que tener lo necesario para responder a paradas cardiacas en sus instalaciones
2. Experiencia previa	<ul style="list-style-type: none"> • Capital Riesgo • Sin experiencia en HealthCare • Searcher aporta orden – conocimiento financiero
3. Motivo de la venta de la empresa	<ul style="list-style-type: none"> • % alto de patrimonio invertido en la empresa • Dueño no disfrutaba del día a día de la gestión – tenía un perfil muy comercial
4. Experiencia acompañamiento primeros meses	<ul style="list-style-type: none"> • 2 formas diferentes de ver una empresa • Comercial – su objetivo es maximizar ventas • Financiero: objetivo maximizar rentabilidad
5. Primeras decisiones/cambios	<ul style="list-style-type: none"> • Nicho de mercado: prestar servicio • Cambio de modelo desde distribuidor hacia prestador de servicio • Modelo de suscripción • Cambio estructural • Muy importante la cultura
6. Mayor reto/ dificultades	<ul style="list-style-type: none"> • Cambiar estructuralmente el modelo de negocio • Equipo profesionalizado • Sustitución del dueño – complicado porque era muy comercial y vendía mucho

