



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y
EMPRESARIALES

**EL MODELO SEARCH FUND
ACTUALMENTE. DIFERENCIAS Y
SIMILITUDES CON RESPECTO A
OTRAS FORMAS DE PRIVATE EQUITY
DESDE LA PERSPECTIVA DEL
INVERSOR**

Autor: Joaquín Mateo Guillén
Directora: Esther Vaquero Lafuente

Madrid | Marzo 2022

Tabla de contenido

Resumen	3
1. Introducción	4
2. Metodología	5
3. Marco Teórico.....	6
4. Características generales del Search Fund	8
4.1 Definición del concepto. Origen e historia.....	8
4.2 Funcionamiento: descripción de funciones y responsabilidades de los miembros del Search Fund. Fases del ciclo de vida.....	10
4.3 Modelo LBO.....	12
4.4 Claves del éxito de este modelo en España	14
5. Ratios financieros propios de los Search Fund. TIR y ROI como elementos fundamentales	15
6. Comparativa de las diferencias y similitudes de un Search fund con respecto al Private equity tradicional y Venture capital desde el punto de vista de un inversor ..	19
6.1 Descripción y características principales de Venture Capital y Private equity tradicional	19
6.2 Comparación entre modelos.....	20
6.3 Ventajas e inconvenientes del modelo Search Fund.	24
7. Conclusiones	26
8. Bibliografía.....	30

Resumen

Este Trabajo de Fin de Grado estudia el modelo *Search Fund* como nueva forma de capital riesgo. En concreto, el objetivo principal es estudiar las diferencias de este modelo con respecto a otras formas de *Private Equity* como el tradicional o Venture Capital desde la perspectiva del inversor. Además, se ha descrito qué le aporta cada uno de estos modelos al inversor y qué elementos llevan al inversor a depositar su capital en uno modelo u otro. Se ha extraído que cada uno presenta puntos diferentes como por ejemplo, un capital mínimo de inversión o un horizonte temporal determinado. En función de las características de cada inversor, se elegirá un modelo u otro. Se ha elegido este tema debido al enorme crecimiento del modelo *Seach Fund* a nivel nacional e internacional y su influencia en el mundo del capital riesgo. Finalmente, para la realización de este TFG se ha seguido una metodología descriptiva, extrayendo información de diferentes fuentes y poniéndola de relieve en este trabajo.

Palabras clave

Inversor, *Search Fund*, Capital Riesgo, *Private Equity*, *Venture Capital*.

Abstract

This Final Degree Project studies the Search Fund model as a new form of Private Equity. Specifically, the main objective is to study the differences of this model with respect to other forms of Private Equity such as traditional or Venture Capital from the investor's perspective. In addition, it has been described what each of these models brings to the investor and what elements lead the investor to deposit his capital in one model or another. It has been found that each one presents different points such as, for example, a minimum investment capital or a specific time horizon. Depending on the characteristics of each investor, one model or another will be chosen. This topic has been selected due to the enormous growth of the Seach Fund model at national and international level and its influence in the venture capital world. Finally, a descriptive methodology has been followed for the realization of this TFG, extracting information from different sources and highlighting it in this work.

Key words

Investor, *Search Fund*, *Private Equity*, *Venture Capital*.

1. Introducción

En este TFG se analiza el modelo *Search Fund* comparándolo con otras formas de financiación también vinculadas al *private equity*. El *Search Fund* es un modelo de *Private equity* nacido hace 30 años aproximadamente que ha experimentado un gran crecimiento en los últimos años ya que cada vez son más los *Search Funds* que surgen en todo el mundo (Kolarova et al., 2020). De ahí que la importancia que tiene este concepto en el mundo del capital riesgo a nivel internacional sea mayor, y en especial en nuestro país.

Como se ha indicado en el párrafo anterior, este Trabajo de Fin de Grado persigue un propósito principal: comparar el modelo *Search Fund*, cuya relevancia es muy alta en el mundo capital riesgo actualmente (en los últimos años el número de *Search funds* en el mundo ha crecido de manera significativa), con otras formas de dentro del mundo del capital riesgo como el *Venture Capital* y el *Private equity* tradicional. Además, el análisis y consecución de este objetivo principal, se va a hacer a través del punto de vista del inversor. Se ha elegido esta perspectiva para ponernos en el lado del inversor a la hora de decidir qué tipo de empresa es la más conveniente para invertir, en función de las necesidades y características de cada uno de los inversores. Esto puede aportar un punto de vista que sirva para entender bien qué es esta relativamente nueva forma de capital riesgo y qué ventajas e inconvenientes presenta con respecto a fuentes de financiación tradicionales, mencionadas anteriormente.

Por otra parte, a este punto principal, se le subordinan ciertos objetivos más concretos y específicos, pero también de gran relevancia para la realización de este trabajo. Será muy importante la definición y descripción de las principales características de esta novedosa forma de capital riesgo, así como explicar el gran crecimiento que ha experimentado este en nuestro país. Para esto último, se tomarán en cuenta una serie de factores que hacen de nuestro país un sitio ideal para el crecimiento de los *Search Funds*. Es necesario recalcar uno de los puntos más importantes del modelo *Search Fund*. Este es el modelo de financiación LBO (*Leveraged Buyout*) y es la forma a través de la cual el modelo *Search Fund* lleva a cabo la adquisición de la empresa objetivo. Es una de las principales señas de diferenciación del modelo y por lo que se le dedicará un capítulo exclusivamente a ello.

Además, el análisis y observación de diferentes ratios financieros nos va a permitir llevar a cabo una exhaustiva comparación entre las diferentes formas de *Private equity*. Esta comparación va a ayudar también a ilustrar las ventajas y desventajas de un modelo con respecto a otro, así como advertir la importancia que tiene este modelo en la actualidad.

Se trata de un concepto nacido hace relativamente unas pocas décadas. Por lo tanto, el marco teórico existente sobre este tema no es muy extenso. Si bien es cierto, en los últimos años cada vez son más los autores (nuevos *Search Funds*, autores diferentes periódicos de actualidad económica como el *Economista*, miembros del capital riesgo en

España o profesores universitarios, entre muchos otros) que se han decidido a escribir sobre esta interesante idea. En el apartado de marco teórico se mencionarán más artículos.

Para la realización de este trabajo se va a hacer uso de diferentes artículos académicos y demás *papers* de investigación. Por otra parte, se va a contactar con miembros de algún *Search Fund* para hacer uso de sus fuentes de información. Todo ello será analizado en detalle para extraer unas series de características y datos para poder llevar a cabo la comparación entre un modelo y otro. La metodología será desarrollada en mayor profundidad posteriormente, en el punto correspondiente.

Finalmente, este trabajo de fin de grado va a seguir una estructura muy clara. En primer lugar, se realiza una introducción sobre el concepto y las características principales del mismo. Estas características incluyen algunos elementos como puede ser países de origen del modelo o las causas del crecimiento exponencial del modelo a nivel nacional e internacional. Se va a continuar con una descripción y análisis de los ratios financieros principales de este modelo. Además, se procederá a comparar las ventajas y desventajas del *Search Fund* en relación con otros modelos de capital riesgo, analizando e interpretando datos. Para finalizar, gracias a la comparación previamente realizada, se van a explicar las posibles ventajas y desventajas que presenta el modelo, y qué elementos pueden llevar a un inversor a decantarse por un modelo u otro.

2. Metodología

Debido al objetivo principal de este trabajo fin de grado, este se desarrolla siguiendo una metodología descriptiva. Para la realización de este TFG se han consultado diferentes fuentes de información. Estas fuentes son variadas y debido al tema que se va a tratar, son tanto académicas (artículos, ensayos y *papers*) como de divulgación más general entre las que destacan informes realizados por los propios *Searchers* (persona que emprende y crea su propio *Search Fund*). Por otra parte, hay que destacar algunos trabajos que no se encuadran en el ámbito de la investigación y que han sido realizados por profesores universitarios. El hecho de acudir a fuentes de información tan diferentes, se espera que enriquezca el trabajo. Tras haber realizado un exhaustivo análisis de dichos documentos, se ha procedido a extraer las características y datos más importantes y de mayor valor de cada una de ellas para este trabajo. Posteriormente, se ha llevado a cabo una interpretación de los mismos y toda esta información se ha puesto de relieve en este trabajo. Finalmente, se ha procedido a extraer conclusiones de toda la información y análisis que se ha extraído en todo este proceso de investigación. Por lo tanto, al tener diferentes puntos de vista y perspectivas, la información que se presenta en este trabajo está contrastada y es de gran valor.

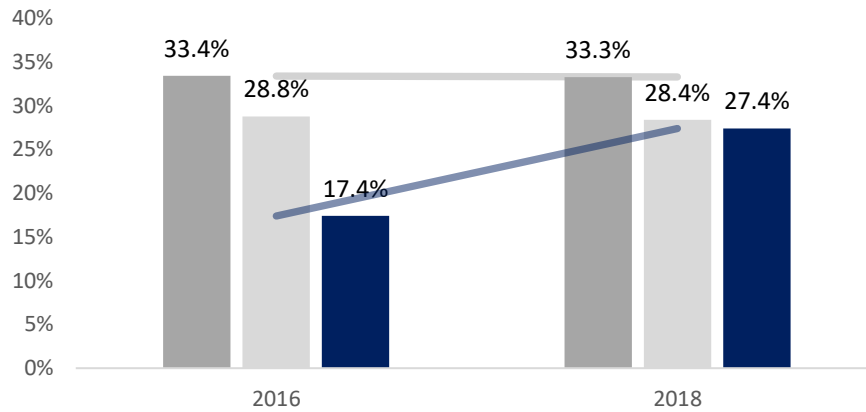
3. Marco Teórico

Como se ha mencionado anteriormente, el *Search Fund* es un concepto relativamente nuevo, nacido hace unos treinta años. El Centro de Estudios de Emprendedores de la universidad de Stanford, define este nuevo modelo de capital riesgo como “un vehículo de inversión en el que los inversores apoyan financieramente el esfuerzo de un emprendedor para ubicar, administrar y hacer crecer una empresa privada” (Kessler & Ellis, 2012; 3). Se entiende por vehículo el medio utilizado para llevar a cabo una inversión (generalmente una empresa). Y es que la universidad de Stanford es considerada una de las mayores fuentes de documentos de investigación acerca de este nuevo modelo de capital riesgo. Fue en esta universidad y en la de Harvard, donde surgió este modelo de *Private equity* por la actitud emprendedora de ciertos estudiantes cuando finalizaban sus estudios de MBA (Galisteo, 2018). En consecuencia, y como ya hemos mencionado anteriormente, ambas universidades poseen un gran repositorio de documentos y trabajos de gran interés. Es cierto que, en los últimos años, el modelo *Search Fund* ha experimentado un crecimiento exponencial. Desde su surgimiento en el año 1984, 532 *Search Funds* han sido creados (Dremelj, 2020).

El concepto ha ido evolucionando a lo largo de los años, ya que cada vez son más los autores que se suman a escribir sobre este modelo de negocio. Tras haber consultado diferentes fuentes de información, entre los que destacan algunas como el Instituto de Estudios Superiores de Empresa, se ha observado que el concepto ha experimentado una gran evolución. En su origen, se definió el concepto, con algunas pinceladas sobre sus características principales. Sin embargo, tras consultar diferentes fuentes, como el IESE ya mencionado, fue aumentando el conocimiento sobre el modelo. Progresivamente se fue profundizando en sus características y detalles más concretos, como la rentabilidad que presentaron los primeros *Search Funds* o cómo fue su expansión geográfica por diferentes países a lo largo de los años.

Además, al estado actual de la cuestión se le suma la investigación llevada a cabo por los propios *Searchers* y otros miembros de los *Search Funds*. Estos han ido escribiendo diferentes tipos de documentos argumentando qué principios y factores provocan que el *Search Fund* sea uno de los modelos de mayor interés en la actualidad. Esto lo hacen con el objetivo de divulgar este nuevo concepto y darse a conocer en el ámbito empresarial a través de entrevistas, periódicos o ensayos publicados por ellos mismos. Además, cuentan desde su experiencia, qué puntos los llevó a emprender y “montar” su propio fondo de búsqueda. El gráfico que se muestra a continuación ilustra algunos parámetros propios de los *Search Funds*. Esta gráfica la publicaron los miembros de Emptio Capital, *Search Fund* con sede en Madrid.

Gráfico 1. TIR de *Search Funds* internacionales



Fuente: Emptio Capital, 2021.

Es de gran importancia mencionar que al estado actual de la cuestión hay que añadir la labor de diferentes autores independientes, miembros del mundo del capital riesgo, que por propio interés han escrito diferentes ensayos y artículos de investigación que han enriquecido la calidad de este trabajo. Estos son cada vez más debido a la expansión geográfica que está experimentando el modelo. También hay que recalcar el aporte realizado por periódicos especializados en el ámbito empresarial, que tratan temas económicos y de actualidad de manera recurrente. Un ejemplo de ello es el diario *El Economista*, tanto en su versión en papel como digital. A esto hay que añadir también la labor de algunos profesores universitarios, que también investigan sobre este tema y lo divulgan de diferentes maneras (por ejemplo, a sus alumnos en clase). Todas estas fuentes abordan el tema desde diferentes perspectivas, advirtiendo la actualidad del modelo y aportando gráficas y diversas reflexiones sobre esta idea de negocio inmersa en el capital riesgo.

Por lo tanto, tras haber investigado diferentes fuentes de información para saber cuál es el estado de la cuestión actualmente y qué hay escrito sobre ello, se ha observado que sobre todo son las universidades de Harvard y Stanford las que más han escrito sobre el tema (influenciado en parte porque ahí fue donde nació). Además, al aporte de estas universidades se le suma el de otros autores que han sido mencionados anteriormente, como por ejemplo miembros del capital riesgo o propios *Searchers*, pero de menos importancia. Además, se ha observado que la mayor parte de estos trabajos son independientes. Con ello se quiere decir que solo describen al modelo *Search Fund* en sí, sin compararlo ni relacionarlo con otras formas de capital riesgo. Esta falta de información es la razón que ha llevado a la elaboración de este TFG.

4. Características generales del *Search Fund*

4.1 Definición del concepto. Origen e historia.

Como ya se ha mencionado anteriormente, el modelo *Search Fund* es una forma de capital riesgo novedosa. En la actualidad, son diferentes las voces que se alzan para definir este novedoso concepto. La mayoría de las definiciones son muy similares, pero presentan ciertos matices.

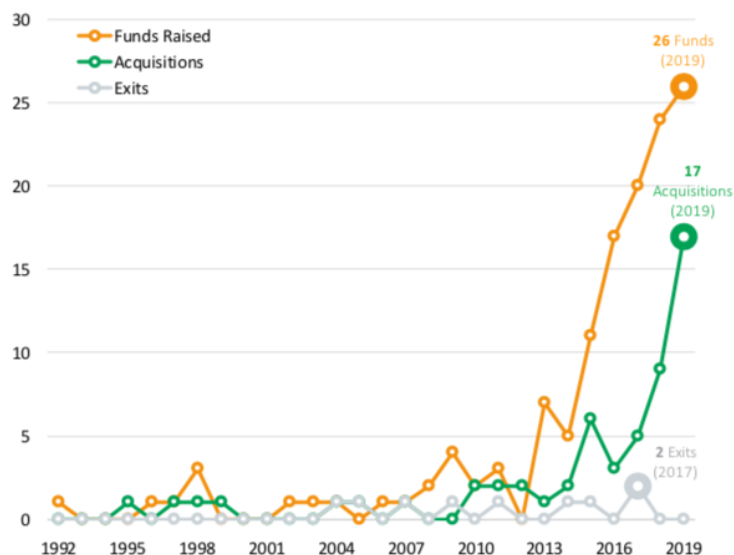
El Centro de Estudios de Emprendedores de la universidad de Stanford (2012), una de las mayores fuentes de información sobre *Search fund*, (ya que es uno de los orígenes del modelo), define al concepto como “un vehículo de inversión en el que los inversores apoyan financieramente el esfuerzo de un emprendedor para ubicar, administrar y hacer crecer una empresa privada”. Otra definición de este nuevo modelo de negocio es “*an entrepreneurial path undertaken by one or two individuals (the “searchers”) who form an investment vehicle with a small group of aligned investors, some of whom become mentors, in order to search for, acquire, and lead a privately held company for the medium to long term, typically six to ten years*” (Kolarova et al., 2020;2).

Las dos definiciones son muy ricas y similares. En ellas se pueden observar elementos comunes que son las características esenciales de los *Search Fund*. Además, en ambas definiciones se observa el concepto de emprendimiento. Esto es un punto fundamental que conforma un *Search fund*. Este modelo de negocio surge de la iniciativa del *Searcher*, que se decide a lanzar su propio vehículo de inversión. Por otra parte, también es necesario diferenciar los diferentes jugadores: por una parte, tenemos al *Searcher* (puede haber uno o dos), que es la persona que decide emprender; por otra, se encuentra el grupo de inversores, que son los que prestan apoyo financiero al emprendedor. Las funciones y roles de cada uno de ellos serán descritas en mayor profundidad posteriormente. Finalmente, otro aspecto fundamental a destacar de las definiciones es el horizonte temporal o duración del fondo. Esta duración es determinada, y como menciona la segunda definición, suele ser entre cinco y diez años. Si bien, es cierto que algunos autores (por ejemplo, la página web oficial de *Search Funds* en España) lo fija en 8 años.

Como se ha indicado previamente, se trata de un modelo de negocio que nació en EE.UU en los años 80, teniendo especial importancia las universidades de Harvard y Stanford (Johnson, 2020). En concreto, surge en el año 1984 en las universidades de Stanford y Harvard, de ahí su gran influencia en el desarrollo de este concepto. Además, Canadá es otro de los países impulsores de esta forma de capital riesgo (gran parte de los estudios, lo consideran al mismo nivel que EE.UU, siendo estos dos países los primeros que dieron lugar a *Search Funds*). Poco a poco, los *Search Funds* se fueron extendiendo a otros países del mundo.

El primer *Search Fund* internacional¹ se fundó en el Reino Unido. Además, el año 2003 fue un año interesante en la expansión de estos por todo el mundo. Es en este año cuando el modelo de negocio se expande al resto del mundo. Como, por ejemplo, Latinoamérica, Europa o África (Kolarova et al., 2020). Para ilustrar la evolución histórica de los *Search Funds* he hecho uso del siguiente gráfico.

Gráfico 2. Evolución histórica de los *Search Funds*



Fuente: Kolarova et al., 2020; 4.

En este gráfico aportado por Kolarova y el IESE, se observa claramente el exponencial crecimiento experimentado por este modelo de negocio a partir de 1992. Este incremento se intensifica en el año 2013, llegando a su pico en 2019, cuando se levantaron fondos para emprender 26 *Search funds*. Además, en este año se llevaron a cabo 17 adquisiciones de empresas por parte de los *Search Funds*, un dato que es muy relevador. Por lo tanto, este gráfico muestra la importancia que está adquiriendo esta nueva forma de capital riesgo con el paso del tiempo. Cada año son más los emprendedores que se deciden por este modelo de negocio.

Por otra parte, esa misma fuente de información nos ofrece un mapa que nos muestra la distribución de los *Search Funds* en función de su zona geográfica.

¹ En este contexto, se entiende por internacional que es un fondo no radicado en EE.UU ni en Canadá.

Gráfico 3. Distribución de los *Search Funds* por zona geográfica



Fuente: Kolarova et al., 2020.

En este mapa no se están teniendo en cuenta la presencia de los *Search funds* ni en EE.UU ni en Canadá. Tras analizar este gráfico, se podrían destacar a ciertos países. En primer lugar, México, muy cercano a EE.UU, es uno de los países que más *Search funds* posee, con 28. Cabe mencionar también la enorme presencia de este modelo de negocio en Reino Unido, con 18. Esto se puede deber fundamentalmente, a la cultura similar existente entre dicho país y EE.UU. Además, España es un referente en este tipo de capital riesgo a nivel mundial. La importancia y presencia de los *Search Funds* en nuestro país se analizará en mayor profundidad en el apartado 4.4. Por lo tanto, de este análisis geográfico se puede advertir la enorme influencia de Europa y Latinoamérica, con España y Reino Unido como líderes en Europa, y México en los países latinoamericanos.

4.2 Funcionamiento: descripción de funciones y responsabilidades de los miembros del *Search Fund*. Fases del ciclo de vida.

Una vez se ha llevado a cabo una breve descripción del concepto, así como de su origen e historia, es el momento de explicar el funcionamiento de este modelo de negocio. Para ello, primero se va a identificar a las personas que intervienen en un *Search Fund* y las responsabilidades que asumen. Posteriormente se hará un análisis del proceso y fases principales que tienen lugar durante el ciclo de vida del *Search Fund*.

El primer elemento que hay que destacar es el *Searcher*. Este suele ser una persona proactiva con la iniciativa necesaria para emprender y arriesgarse en el desarrollo de esta novedosa idea de negocio. Se dice que los *Searchers* son emprendedores pero esta afirmación no es del todo cierta. Un *Searcher* no crea una empresa de la nada. Por el

contrario, adquiere una empresa que ya existe, con el objetivo de hacer crecer la empresa (Le Beau, 2014). Por el contrario, el emprendedor la crea y la hace crecer desde su origen. Además, tienden a ser personas con una experiencia muy escasa e incluso nula como CEO de cualquier empresa. Por otra parte, suelen ser personas recién graduadas de un MBA (Johnson, 2020). En concreto, el 91% de este tipo de emprendedores se graduó de un MBA. (Kolarova et al., 2020) Este dato es muy significativo, ya que muestra la iniciativa y el poder de emprendimiento que tienen los recién graduados de este tipo de máster. Además, es importante recalcar la edad de estos, que está en un rango de entre 26 y 47 años, siendo la franja de los 26 a los 35 la que mayor número de *Searchers* aglutina (Kolarova et al, 2020). Por lo tanto, se podrían considerar personas relativamente jóvenes. Este modelo de negocio le ofrece la posibilidad al emprendedor de poseer y gestionar una empresa sin tener que recaudar el capital o acumular la experiencia que generalmente se necesita para ser dueño de una empresa. Se dice que esta es una forma diferente de emprendimiento porque el *Searcher* no es el que lanza una nueva idea de negocio y monta su propia empresa, sino que adquiere una que ha sido lanzada anteriormente.

Por otra parte, el grupo de inversores poseen gran influencia en todo el proceso. Estos aportan el soporte financiero que los *Searchers* necesitan para lanzar su propio *Search Fund*. El número de inversores suele variar, estando este en un rango entre 12-18 inversores por *Search Fund*, aproximadamente. El objetivo principal de estos es aportar capital para financiar la fase de búsqueda de la empresa que se quiere comprar. El aporte económico de cada uno de estos está comprendido entre 25.000 y 35.000€. Además de la financiación, dos o tres inversores trabajan de manera estrecha con el *Searcher*, aportando su experiencia y asesoramiento, en especial en los primeros meses del ciclo de vida del modelo (Johnson, 2020).

Tras explicar cuáles son los principales actores de este modelo, pasamos a explicar el funcionamiento de un *Search Fund*.

En primer lugar, el modelo atraviesa por diferentes fases con importantes diferencias entre una y otra. Tras haber consultado diferentes fuentes, se han identificado cuatro fases principalmente:

1. Identificar un *pool* de inversores y levantar capital.
2. Búsqueda y adquisición de una compañía.
3. Gestionar y operar la compañía adquirida.
4. Venta de la empresa.

Como ya he mencionado anteriormente, un *Search Fund* suele estar respaldado por entre 12 y 18 inversores. Además, la cantidad que recauda el *Searcher* es variable, estando comprendida entre los 300.000 y 500.000€ de media (Johnson, 2020).

La segunda fase, la de búsqueda, es la más importante y consiste en buscar la empresa que se quiere comprar. Suele durar un periodo aproximado de dos años (Revello del Toro, 2019). Además, la empresa objetivo, empresa que se quiere comprar, necesita reunir una serie de parámetros y características propias. Estas características pueden variar de un fondo a otro. Por ejemplo, unas ventas netas entre 4 y 35 millones de euros (otras fuentes fijan estas entre 5 y 30 millones de €), EBITDA superior al 10% y unos flujos de caja recurrentes. Otros factores estratégicos son de relevancia, como una diversa cartera de clientes (Emptio Capital, 2021). Las empresas objetivo pertenecen mayormente al sector tecnológico, seguido por otras industrias como salud, transporte y logística (Kolarova et al., 2020). En gran número de ocasiones, estos dos años de búsqueda concluyen con la adquisición de una compañía, pero existe la posibilidad de no encontrar la empresa adecuada y concluir la vida del *Search Fund*.

Si finalmente se adquiere una compañía, el *Search Fund* se adentra en la tercera fase de su ciclo de vida, el gestionar y operar la compañía adquirida. Como ya se explicó anteriormente, el *Searcher* pasa a ser el CEO de la nueva empresa. Es su responsabilidad tomar las decisiones adecuadas para hacer crecer la empresa, con el objetivo de obtener una rentabilidad con su venta en el futuro. Esta gestión de la empresa tiene un tiempo medio entre seis y ocho años (Revello del Toro, 2019). Tras haber llevado a cabo este proceso, tiene lugar la venta de la empresa. Esta busca una rentabilidad positiva para los accionistas y *Searcher*. De esta rentabilidad se profundizará más adelante, en su correspondiente apartado.

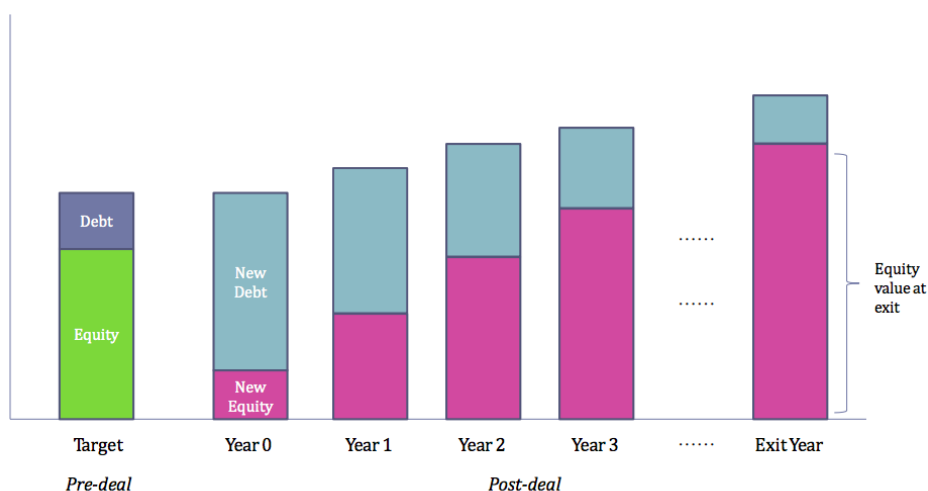
4.3 Modelo LBO

Hasta ahora se han descrito características generales de este nuevo modelo de negocio tales como funciones de cada uno de los elementos implicados o distribución geográfica de los *Search Fund* en todo el mundo. Sin embargo, se ha destinado este apartado para explicar, de manera exclusiva, uno de los puntos más importantes sobre esta forma de capital riesgo: el modelo LBO, que se trata de la forma en la que se lleva a cabo la adquisición de la empresa. Se ha reservado este punto exclusivamente para ello ya que la compra de la compañía a través de este modelo LBO es uno de los elementos característicos de esta forma de *Private equity* y que le diferencia del resto de modelos dentro de este mundo.

En primer lugar, las siglas LBO hacen referencia a *Leveraged Buyout*. Se puede definir este concepto financiero como la adquisición (*buyout*) de una empresa determinada financiada mayormente por deuda. De manera general, este tipo de adquisiciones es llevado a cabo por un *Private equity* (en nuestro caso el *Search Fund*) que proporciona parte del *equity* y es capaz de obtener la financiación de deuda (Ganduri, 2021).

Normalmente, la empresa objetivo presenta flujos de caja constantes. Estos flujos de caja son clave para el modelo LBO ya que se usarán durante el periodo de operación de la empresa para pagar la deuda con la que se ha comprado, en parte, la empresa objetivo (Ganduri, 2021). En el gráfico 4, a continuación, se puede apreciar el funcionamiento básico de un LBO.

Gráfico 4. Modelo LBO



Fuente: Rohan Ganduri, 2021

En este gráfico se muestra cómo evolucionan tanto el *equity* como la deuda de una compañía que ha sido adquirida mediante un LBO. En el año 0, el apalancamiento de la empresa sería muy elevado. Por eso a este tipo de adquisición se le denomina, “compra apalancada”. Sin embargo, conforme van pasando los años se puede observar cómo el nivel de deuda disminuye. Este pago de la deuda se hace a través de los flujos de caja constantes que han sido mencionados anteriormente. De ahí que se consideren un elemento clave en una operación de este tipo. Al final de la operación, en el año de salida o *Exit year*², el apalancamiento ha disminuido drásticamente: a compañía estaría formada mayormente por *equity* y una pequeña parte de deuda.

Los tipos de empresas más atractivos para ser adquiridas mediante un LBO son aquellas empresas que no han hecho un gran uso de deuda (es decir, no han tenido mucha financiación ajena) en el pasado y que tienen activos tangibles con un valor importante dentro del balance de la empresa. Además, estas empresas suelen tener otras características como son: (i) la inversión en activo no corriente suele ser pequeña y (ii) cuentan con pocos gastos de I+D (Ganduri, 2021). Por otra parte, es importante destacar también que esta empresa objetivo debe ser no cíclica, que quiere decir que esté poco afectada por los ciclos económicos (por ejemplo, las empresas de construcción no entrarían en el modelo ya que están muy expuestas a las crisis económicas). El tipo de

² Año en el que se lleva a cabo la venta de la compañía previamente adquirida.

empresa que se suele adquirir con el modelo LBO, es muy compatible con la empresa objetivo que busca cualquier *Search fund*. Esta empresa objetivo es una de las principales diferencias entre el *Search fund* y otras formas de *Private equity*. Más adelante se destinará un capítulo concreto para tratar este tema y las diferencias entre uno y otro.

El modelo LBO presenta una serie de características propias que le hacen una forma de adquisición de empresas muy interesante en ciertas situaciones. En primer lugar, el *Private equity* (en este caso el *Search fund*) mejora la gestión de la compañía debido a la su experiencia y demás inversores, por lo que se crea valor. Además, la rentabilidad de este modelo se produciría en el *Exit Year*. En ese momento, gran parte de la deuda se habrá diluido, como se ha explicado anteriormente. Por lo tanto, habría un mayor retorno a los inversores, ya que no habría que pagar apenas deuda. Por otra parte, el modelo LBO presenta una serie de incentivos muy atractivos. Por ejemplo, al tratarse de una compra apalancada, esta ofrece una serie de beneficios fiscales por el apalancamiento (Ganduri, 2021). Esto es así porque al poseer más deuda, se pagan más intereses y estos intereses son deducibles desde el punto de vista fiscal.

Esta forma de adquisición de una compañía persigue una rentabilidad que se encuentra entre el 25 y 40%. Esta rentabilidad está en línea con la que busca el modelo *Search Fund*. Además, otro de los elementos que hay tener en cuenta por su efecto positivo dentro de todo el proceso es el hecho de continuar siendo privada y no una compañía cotizada (Estas son aquellas que cotizan en bolsa). Se estaría ahorrando algunos costes como las normas a cumplir por el hecho de ser una empresa cotizada o la presión por parte de los accionistas para acceder a dividendos a corto plazo (Ganduri, 2021). Para que el modelo LBO funcione, el horizonte temporal suele ser de siete u ocho años aproximadamente. Por lo tanto, los dividendos en este caso estarían previstos para el largo plazo y no el corto plazo como así demandan cierto tipo de inversores. Recordemos además que, durante todo el proceso, los flujos de caja son utilizados para pagar la deuda y no para repartir dividendo. Es importante que esto quede claro ya que es una de las características diferenciadoras del modelo LBO.

4.4 Claves del éxito de este modelo en España

Anteriormente se ha identificado a EE.UU y Canadá como los países pioneros en el nacimiento de este modelo de negocio. Además, se ha expuesto la distribución de los *Search Funds* en función de su presencia geográfica. Esto nos muestra como España, excluyendo a EE.UU y Canadá, es uno de los países referente en todo el mundo en materia de *Search Funds*. Es el país europeo con mayor número de *Search funds* (25), seguido del Reino Unido. El primero de este tipo de capital riesgo se fundó en nuestro país en el año 2011. Además, en noviembre del año 2014 este *Search Fund* pionero en nuestro país logró la adquisición de una compañía en noviembre de 2014 (Cabiedes, 2021).

Pero ¿a qué se debe el éxito que tiene este modelo de capital riesgo en nuestro país? España cuenta con una serie de características propias que le hacen un lugar idóneo para el crecimiento y expansión de los *Search Funds*. Según José Martín Cabiades, profesor del IESE e inversor en este tipo de vehículos de inversión, en una entrevista concedida a *El Economista* (2021), son tres los puntos a destacar.

En primer lugar, el elevado número de PYMES existentes en nuestro país. En España, las PYMES representan el 99,88% del total del tejido productivo. Además, estas soportan el 72% del empleo total que se genera en su país, y su contribución al Valor Agregado Bruto (VAB) es del 61,3%. Por lo tanto, se concluye que el peso de las PYMES en el mundo empresarial en nuestro país es esencial. En consecuencia, al haber un número muy elevado de estas, mayor es la facilidad que tienen los *Searchers* de encontrar la empresa adecuada para llevar a cabo la adquisición. Esto es así porque buena parte de las PYMES poseen las características de la empresa que se quiere comprar, citadas anteriormente (nivel de ventas, porcentaje de EBITDA o flujos de caja, entre otros).

En segundo lugar, achaca el éxito de este vehículo de inversión a la etapa de transición generacional en la que se encuentran buena parte de las PYMES en nuestro país. Tal y como explica en este artículo el profesor, en numerosas ocasiones los propietarios de las empresas se encuentran que no poseen hijos, que estos estudian en otro lugar o que trabajan de manera exitosa en otra compañía. Esto provoca una situación de relevo generacional muy atractivo para los propios *Searchers*.

Por último, destaca las facilidades ofrecidas por las entidades financieras españolas para acceder a créditos. La financiación bancaria en nuestro país es muy sencilla, promoviendo créditos con tipos de interés muy interesantes para este tipo de empresas. Esto provoca que las adquisiciones de empresas de manera apalancada sea un hecho que presenta relativas facilidades en España.

Estos son las tres razones principales que explican las causas del éxito de los *Search Funds* en España. Como ya se mencionó anteriormente, somos un referente a nivel mundial en este aspecto. Por último, y como menciona el profesor en este artículo, los *Search Funds* no son ni mucho menos el tipo de empresa oportunista. Justo al contrario, el objetivo de estos vehículos de inversión son empresas sólidas, con expectativas de crecimiento y sin problemas financieros (Cabiades, 2021).

5. Ratios financieros propios de los *Search Fund*. TIR y ROI como elementos fundamentales

Hasta este punto se ha llevado a cabo una descripción genérica de las características de los *Search Fund* como modelo de negocio. A continuación, se van a describir los ratios financieros propios de este tipo de *Private Equity*. Como bien se indicó al comienzo de

este trabajo, el objetivo principal del mismo es comparar qué aporta un *Search Fund* con respecto al *Private Equity* tradicional y *Venture Capital* desde el punto de vista del inversor. Por tanto, la definición y descripción de estos ratios es un elemento fundamental para posteriormente llevar a cabo la comparación que se ha mencionado.

En primer lugar, para abordar correctamente este apartado es fundamental definir una serie de parámetros financieros que van a ser utilizados en esta comparación. El primer concepto que se va a definir es el de la rentabilidad. Como bien es sabido, desde el punto de vista financiero existen diferentes tipos de rentabilidad y diferentes maneras de medirla. Por ejemplo, existe rentabilidad final, rentabilidad esperada o rentabilidad bruta. En este caso, se va a utilizar la rentabilidad esperada, que como su propio nombre indica, es la rentabilidad que el inversor espera obtener antes de llevar a cabo la inversión. La Real Academia de la lengua Española define rentabilidad como “la capacidad de ser rentable”, siendo rentable “que produce renta suficiente o remuneradora” (RAE, 2022). Como se ha explicado a lo largo de este trabajo de investigación, el principal objetivo de este trabajo es analizar el modelo de negocio del *Search Fund* desde la perspectiva del inversor. Esto quiere decir, analizar los diferentes factores que los inversores tienen en cuenta para tomar las decisiones adecuadas. Entre estos factores, uno que posee gran importancia es el de la rentabilidad. Por tanto, como el inversor la analiza antes de que se lleve a cabo, la rentabilidad que debe usar es la esperada, ya que el proyecto no se ha llevado a cabo. La rentabilidad final, por el contrario, se utilizaría en el caso en el que el proyecto ya se haya llevado a cabo, para medir cuál ha sido la rentabilidad del mismo.

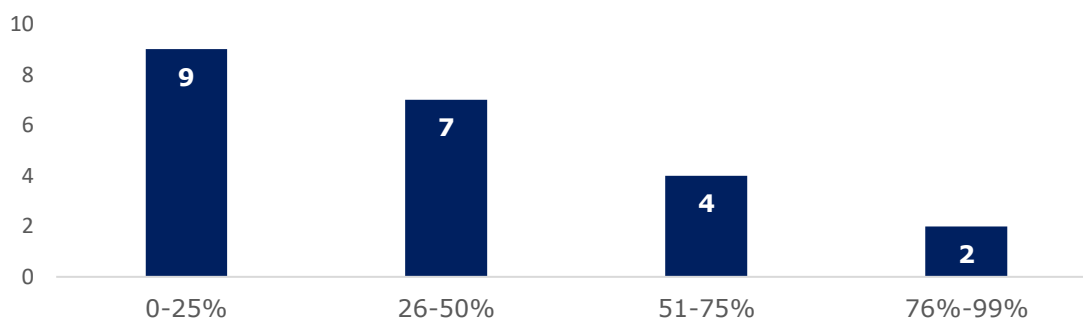
Para analizar la rentabilidad que generan estos vehículos de inversión se va a hacer uso de dos parámetros financieros de gran valor. Estas son la Tasa Interna de Retorno (TIR) y el *Return On Investment* (ROI). Al leer esto puede surgir la pregunta del porqué se utilizan dos magnitudes distintas para medir este concepto financiero siendo que ambas magnitudes miden el mismo concepto, la rentabilidad. Sin embargo, lo hacen de manera distinta y permiten que el análisis sea más profundo y aporte un mayor valor al análisis. En primer lugar, se definirán ambos conceptos, que no son excluyentes sino complementarios.

El primer concepto que se va a definir es la TIR. Gran cantidad de autores han sido los que se han aventurado a definir este concepto tan importante en finanzas. Se podría definir la TIR como el tipo de interés, o tasa de descuento, que hace que el VAN (valor actual neto) del proyecto sea cero (Ross et al., 2011). La importancia de la TIR se debe principalmente a que, gracias a esta medida, se puede estimar cuando un proyecto va a ser rentable o no. Si la TIR del mismo es superior a la tasa de descuento utilizada para el proyecto, entonces es razonable llevar a cabo el mismo porque se estaría obteniendo rentabilidad. Por el contrario, si la TIR es inferior a esta tasa de descuento, habría que rechazar el llevar a cabo dicho proyecto ya que no se estaría obteniendo rentabilidad (Ross et al., 2011). Para completar el concepto de TIR he querido añadir otra definición.

Por su parte, el ROI se puede definir como un ratio económico que busca medir la rentabilidad de una inversión determinada ya que compara numerador con denominador (Domínguez, 2011). Además, el ROI es considerado de manera general como uno de los ratios más precisos para calcular la rentabilidad de las inversiones. Es por ello que, muchos autores (por ejemplo, los miembros de Emptio Capital o Kolarova) lo utilizan para medir la rentabilidad de la inversión realizada. Por ejemplo, muchos *Searchers* (como ocurre en el caso de Emptio Capital) y personas del capital riesgo lo utilizan para expresar la viabilidad y éxito del modelo de negocio en los últimos años. De manera más precisa, el BBVA, una de las entidades financieras más importantes a nivel nacional e internacional, define en su página web este ratio financiero como la manera cuantificar si de acuerdo a las proyecciones de inversión, ingresos y costes, una oportunidad de negocio generaría beneficios o pérdidas. Además, se puede calcular como el margen (ingresos – costes) entre los costes (BBVA Mexico, 2021). Por lo tanto, como se puede observar en la fórmula, estaríamos calculando qué margen o rentabilidad está generando dicha inversión a partir de los costes que se han incurrido para llevarlo a cabo. A modo de ejemplo, si una inversión se prevé que genere uso ingresos de 1.000€ a partir de unos costes de 800€, estaríamos obteniendo una rentabilidad del 25%.

Una vez se ha entendido cada una de las formas de medir la rentabilidad que se van a utilizar, se procede a aplicarlas a los *Search Funds*. Existen multitud de fuentes que tratan la rentabilidad de este modelo y, aunque no ofrecen datos iguales entre ellas, sí son muy similares. Por regla general, los *Search Funds* muestran una TIR superior al 25% (Search Funds Spain, 2021). Aunque en función del estudio al que hagamos referencia nos ofrecerán una TIR diferente, en general, ésta siempre es superior al 25%. De hecho, en un estudio llevado a cabo por Emptio capital, se establece que, en Europa, los *Search Funds* ofrecen una rentabilidad del 33,3% (Emptio Capital, 2021). Este mismo vehículo de inversión publicó un gráfico haciendo referencia a este aspecto.

Gráfico 5. Distribución de Search Funds en función de su TIR



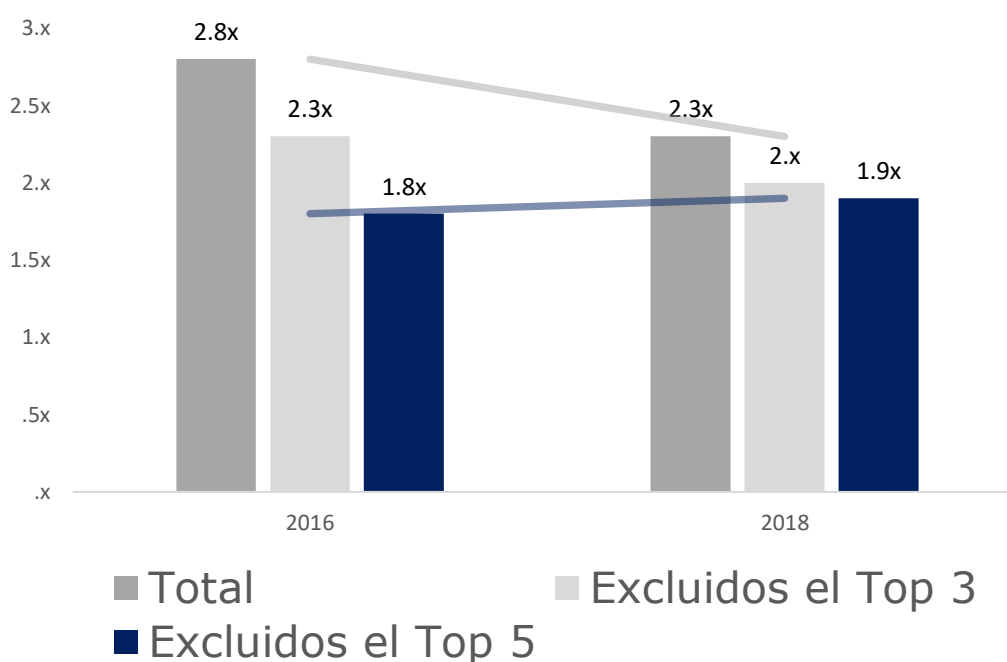
Fuente: Emptio Capital, 2021

En este gráfico se muestra la distribución de estos en función de su TIR. Se puede observar como buena parte de estos modelos de negocio se encuentran entre el 0 y el 25% de rentabilidad. Entre el 26 y 50% se encuentran 22 de estos *Search Funds*. Por tanto, la media de la TIR es del 33,3%. Este hecho hace a este modelo de capital riesgo como una

forma muy interesante de invertir para los inversores ya que proporciona una alta rentabilidad. Es cierto que a esta elevada rentabilidad se le une un alto riesgo que será explicado en el capítulo en el que se comparan los modelos en cuestión.

Por su parte, el ROI es también una buena forma de calcular cuál ha sido la rentabilidad de una inversión. El fondo de búsqueda mencionado anteriormente muestra que la rentabilidad medida en ROI de estos *Search funds* es de media de 2.3x. Esto quiere decir que es 2.3 veces EBITDA (Emptio Capital, 2021). Además, el fondo de búsqueda aportó una serie de gráficos de gran interés para entender el ROI de los mismo. Este, se incluye a continuación:

Gráfico 6. Rentabilidad de *Search Funds* en función de su ROI



Fuente: Emptio Capital, 2021

En el gráfico 5 se muestra la evolución del ROI de estos vehículos de inversión del 2016 a 2018. Además, aparece una clasificación adicional que visualmente nos permite ver, comparados con el total (gris oscuro) el comportamiento de los tres mejores *Search Funds* (gris claro) y del total menos los cinco mejores (color gris intermedio). Por tanto, se puede observar que, en el año 2018, la rentabilidad de estos vehículos de inversión fue de 2.3 veces EBITDA. Esto muestra el gran atractivo que muestra este tipo de capital riesgo.

Por otra parte, el estudio de Kolarova (2020) actualizó estos ratios financieros para el año 2020. Ahí se observa que el ROI se situaba en este mismo año en 2.4 veces EBITDA, lo cual supone un aumento de 4,34% con respecto al año anterior. Por su parte, la TIR experimentó un descenso de 4,6%, pasando del 33,33% en 2018 al 28,7% en, 2020 (Kolarova et al, 2020). Por último, es necesario recalcar que los gráficos y las

conclusiones extraídas por Emptio Capital tienen como base el estudio llevado por el IESE, que se ha mencionado previamente en numerosas ocasiones.

6. Comparativa de las diferencias y similitudes de un *Search fund* con respecto al *Private equity* tradicional y *Venture capital* desde el punto de vista de un inversor

A la hora de crear una empresa, hacerla crecer o llevar a cabo una inversión es necesario acudir a fuentes de financiación. Estas pueden ser muy diversas, presentando ventajas e inconvenientes cada una de ellas. La primera fuente de financiación en todo tipo de proyectos es el capital aportado por los propios socios. Sin embargo, en muchas ocasiones este capital aportado por los socios no es suficiente para desarrollar el proyecto en cuestión (Arango - Vázquez & Durango - Gutiérrez, 2014). En esta situación, en la que la falta de capital es un problema, habría que buscar nuevas formas de financiación, como por ejemplo bancos o inversores privados.

Como ya se explicó anteriormente, en España el acceso al crédito bancario es relativamente sencillo. Por lo tanto, la financiación bancaria es una alternativa para obtener el capital que es necesario para llevar a cabo la inversión necesaria. Además, existen otras formas de financiación distintas a las que se acaba de mencionar, que son las que nos ocupan en este trabajo fin de grado, nos referimos a las diferentes formas y vehículos de inversión dentro del capital riesgo. En este trabajo se van a analizar tres de ellas: el *Search Fund* (descrito anteriormente), *Venture Capital* y *Private Equity* tradicional.

En primer lugar, se va a describir las características principales de *Venture Capital* y *Private Equity* tradicional, para después llevar a cabo la comparación ellas.

6.1 Descripción y características principales de *Venture Capital* y *Private equity* tradicional

Tal y como pasa con otros muchos conceptos actualmente, existen muchas formas de definir ambos conceptos. En función del momento de la historia y del lugar, se definen estos conceptos de una manera u otra.

Las actividades relacionadas con el *Private Equity* datan de varios siglos atrás. Ya en la antigua Roma existían actividades de financiación de proyectos que se podrían entender bajo la óptica del *Private Equity*. Fue en el siglo XV, en el imperio británico, cuando este empezó a financiar la creación y expansión de proyectos por todas sus colonias (Caselli & Negri, 2021). De hecho, esto se considera una forma de *Private Equity* tal y como la conocemos en la actualidad.

Como ya se ha mencionado, existen diferentes formas que describen el *private equity*. Desde un punto de vista institucional, se podría definir como el capital aportado a una compañía, así como el *management expertise* para crear valor y hacer crecer a estas compañías que reciben el capital, generando rentabilidad en forma de beneficios. El periodo de estas inversiones es de medio- largo plazo (Caselli & Negri, 2021) De esta definición, se desprende que el *Private equity* invierte en empresa ya creadas, en cualquier etapa de su ciclo de vida, con el objetivo de hacerlas crecer y favorecer a la expansión de la propia empresa. Además, el *Private Equity* ofrece unas rentabilidades características, así como exige una serie de responsabilidades y funcionalidades propias. Este aspecto será tratado en el siguiente apartado, advirtiendo las diferencias y similitudes con respecto a las otras formas.

Por otra parte, dentro del mundo del *Private Equity* existen otras formas muy distintas. Aquí nos encontramos con el *Venture Capital*. Este es un tipo de *Private Equity* que se caracteriza principalmente por invertir en empresas novedosas y disruptivas. Además, esta inversión se lleva a cabo en el momento de creación y desarrollo de la misma, y en los primeros años de vida de la compañía (Caselli & Negri, 2021). Por lo tanto, es muy importante mencionar que el *Venture Capital* es un tipo de *Private equity*. Este último invierte en empresa que se encuentran en cualquier etapa de su ciclo de vida, mientras el *Venture Capital* lo hace en empresas disruptivas que se encuentran en una etapa muy temprana. Además, el *Venture Capital* ha experimentado un crecimiento exponencial en nuestro país. Este ha batido records este año, en especial, debido a las rondas de financiación que se han llevado a cabo para *Startups* como Job&Talent y Wallapop. Cada una de estas rondas ha superado los 10 millones de euros (Peña, 2021). Esto muestra las grandes cifras de dinero que mueve el *Venture Capital* y el auge de este tipo de *Private Equity* en los últimos años en nuestro país.

Por último, es de interés mencionar una forma del *Venture Capital* que se conoce como *Corporate Venturing*. En el mundo que vivimos actualmente, constantemente surgen nuevas ideas de negocio que dan lugar a empresas exitosas. Cada vez son más las *Startups*. Estas presentan productos y servicios muy novedosos que dan lugar a grandes beneficios en el futuro. Grandes corporaciones como Samsung o Repsol se han percatado de lo interesante de estas *Startups*. Por tanto, poseen un departamento que se dedica a invertir en las mismas, creando valor estratégico para las grandes corporaciones (Martínez de Azagra, 2021). Este departamento es lo que se denomina *Corporate Venturing* y con el paso del tiempo es más habitual encontrarlo en grandes corporaciones como las mencionadas previamente.

6.2 Comparación entre modelos

Tras haber realizado una descripción general de los diferentes tipos de capital riesgo en cuestión, se va a realizar una comparación entre estos modelos. La comparación se va a

hacer teniendo en cuenta varios factores que hacen diferenciarse entre uno y otro. Además, en primer lugar, se llevará a cabo la comparación entre el modelo *Search Fund* y *Private Equity* tradicional. Posteriormente, al tratarse el *Venture Capital* de un tipo de *Private Equity* muy concreto, se realizará dicha comparación de manera más específica.

Los elementos que se van a utilizar para llevar a cabo la comparación son los siguientes: rentabilidad esperada, empresa objetivo en la que se invierte, capacidad de influencia y retribución del gestor y, por último, cantidad a invertir por los inversores y el horizonte temporal de la misma.

Rentabilidad esperada: Este concepto se ha descrito a lo largo de todo el documento, tanto para *Search funds* como las otras formas de capital riesgo. Se pueden advertir diferencias significativas entre un modelo y el otro. Por su parte, el modelo *Search Fund* ofrece una rentabilidad a los inversores del 25%. Sin embargo, la rentabilidad que estos inversores obtienen al depositar su capital en *Private equity* tradicional oscila entre el 15 y el 20% (Search Funds España, 2022). Como se puede apreciar, que existe una gran diferencia entre uno y otro en términos de rentabilidad. Esta diferencia se puede deber a que el modelo *Search Fund* puede ser considerado más arriesgado que el *Private Equity* ya que como se mencionó en el apartado anterior, este último suele invertir en empresas consolidadas mientras que el *Search Fund* en numerosas ocasiones no suele llegar a efectuarse y, en consecuencia, no se estaría obteniendo rentabilidad positiva (en este caso sería más bien negativa).

Empresa objetivo en la que se invierte: En este punto se quiere analizar en qué tipo de empresas invierten cada uno de los modelos de negocios que están siendo analizados. Por un lado, los *Search Funds* suelen enfocarse en un tipo de empresa con parámetros muy específicos. Estos son aquellas con un nivel de facturación entre 5 y 30 millones y nivel de EBITDA 1,3 millones aproximadamente (Search Funds Spain, 2022). Sin embargo, estos parámetros suelen experimentar ligeros cambios de un *Search Fund* a otro. A modo de ejemplo, Nobis Capital, *Search fund* en España, amplía el margen de facturación a entre 5 y 40 millones (Página Web Nobis Capital, 2022). Por otra parte, el *Search Fund* Emptio Capital, fija el nivel de EBITDA a uno superior al 10% de los ingresos (Emptio Capital, 2022). Además, el *Search Fund* busca invertir en empresas con ingresos recurrentes, un buen historial de rentabilidad y en especial, que hayan experimentado un razonable crecimiento en los últimos años. Este último punto, es muy valorado a la hora de analizar las empresas. Por su parte, el *Private Equity* suele centrarse en empresas con un nivel de facturación superior a 50 millones de euros y más de 5 millones de EBITDA (Search Funds Spain, 2022). Por otro lado, no se centra tanto en el historial de los últimos años como lo hace los *Search Funds*.

Capacidad de influencia y retribución del gestor: En el caso de los *Search Funds*, los inversores toman una actitud muy proactiva. Se involucran mucho en el proceso de búsqueda de la empresa (aproximadamente dos años) en la que invertir y en la posterior etapa de gestión, en la cual se opera la compañía. Como ya se mencionó en apartados

anteriores, el *Searcher* es una persona joven con no excesiva experiencia y, por lo tanto, necesita el asesoramiento de estos inversores para llevar a cabo su función. Se podría decir que los inversores están en contacto continuo con los *Searchers* durante toda la vida del *Search Fund*. Además, de entre todos los inversores del *Search fund*, hay dos o tres que trabajan de manera más estrecha con el *Searcher*, ayudando en distintas tareas y aportando su experiencia (Johnson, 2020). Por el contrario, los inversores en el *Private Equity* tienen una participación e involucración prácticamente nula. Su única función es aportar dinero sin llevar a cabo ningún tipo de apoyo. Este punto es una de las mayores diferencias entre un modelo y otro. Por otro lado, la retribución de los inversores en el caso del *Search Fund* está alineada con la participación del capital y el cumplimiento de los objetivos mientras que en el caso del *Private Equity*, esta retribución no está alineada. Suele haber una comisión de gestión 2% anual además del 20% del retorno obtenido (Search Funds Spain, 2022).

Cantidad a invertir y horizonte temporal: La cantidad a invertir de un modelo a otro varía de manera bastante significativa. Por una parte, el *Search Fund* requiere una inversión mínima de 250.000€ mientras que el *Private Equity* tradicional requiere que esta sea mínima de un millón de euros (Search Funds Spain, 2022). Se puede advertir la gran diferencia que hay entre un modelo y otro. Esta se puede deber a muchos factores. En primer lugar, el primer modelo mencionado, utiliza una estructura LBO para llevar a cabo la adquisición de la compañía. Esta estructura implica un elevado nivel de deuda para llevar a cabo esta, por lo que el capital necesario no es tan elevado. Otro factor a tener en cuenta para entender esta diferencia es el tamaño de las empresas objetivo previamente explicado. El segundo modelo busca invertir en empresas cuyo tamaño es muy superior al del primer modelo. En consecuencia, el capital requerido es mucho mayor. La última diferencia que se aprecia entre uno y otro es el horizonte temporal. El *Search Fund* no tiene un horizonte temporal de inversión fijo. Suele ser mayor a ocho años. Por el contrario, el *Private equity* consta de un horizonte temporal relativamente establecido, entre cinco y siete años (Search Funds Spain, 2022).

Estos cuatro puntos recogen las diferencias más importantes entre un modelo y otro. Para reflejar estas diferencias de una manera más clara, he procedido a realizar una tabla resumen que recoge los datos más importantes mostrados anteriormente. Este es el cuadro que recoge las ideas más importantes:

Tabla 1. Diferencias entre *Search Fund* y *Private Equity* tradicional

	<i>Search Fund</i>	<i>Private Equity</i> tradicional
Rentabilidad Esperada	>25%	15-20%
Empresa objetivo	5-30M€ Facturación Buen historial financiero	>50M€ Facturación EBITDA >5M€
Capacidad de Influencia y Retribución	Relación estrecha. Proactivo. Retribución alineada	Actitud totalmente pasiva. Retribución no alineada
Cantidad a invertir y H. temporal	Mín. 250k €. Horizonte > 8años	Mín. 1M€. Horizonte temp. 5-7 años

Fuente: elaboración propia.

A continuación, se va a llevar a cabo la comparación del modelo *Search Fund* con el *Venture Capital*. Este último es, como ya se ha explicado anteriormente, un modelo de *Private Equity* con características un poco concretas. En primer lugar, la rentabilidad es una de las principales diferencias de un modelo a otro. En función de la región, los *Venture Capital* presentan una rentabilidad u otra. La rentabilidad de estos en Europa es del 7,8% mientras que en EE.UU es del 18,6% (Emptio Capital, 2021). Esto contrasta con el más del 25% que ofrecen los *Search Funds* y el 15-20% del *Private Equity* tradicional. Por otra parte, la empresa objetivo es una de las principales diferencias entre los modelos. El *Venture Capital* tiene como objetivo empresas en una etapa temprana. Esta etapa abarca empresas que son inmateriales, de las que solo se tiene el modelo de negocio, hasta empresas pequeñas, de reciente creación, con gran potencial de crecimiento (Arango - Vásquez & Durango-Gutiérrez, 2014). Además, esta nueva forma de negocio suele operar en sectores con base en la tecnología e innovación como, por ejemplo, el sector farmacéutico, de software o biotecnología. Con respecto a la capacidad de influencia de los inversores en *Venture Capital*, estos toman una participación minoritaria, pero intentan tener cierta influencia a la hora de tomar decisiones dentro de la compañía (Arango- Vásquez & Durango-Gutiérrez, 2014).

Por otra parte, es importante recalcar el concepto de rondas de financiación. Los *Venture Capital*, invierten, como ya se ha mencionado, en empresas emergentes o *startups*. Estas, para obtener dicha financiación, lanzan “rondas” donde acuden empresas de este tipo de *Private Equity* para aportar capital. Para ilustrar este concepto se va a utilizar el ejemplo de *Spotcap*. Esta *startup* se trata de una plataforma de crédito online cuyo éxito radica en la tecnología que utiliza. Esta empresa emergente ha cerrado tres rondas de financiación en 18 meses. En las dos anteriores obtuvo un capital de 13 millones de euros procedentes de diferentes grupos de inversores como Rocket Internet. En la última ronda de financiación obtuvo un capital de 31,5 millones de euros (Montes, 2016). Este ejemplo ilustra la peculiar forma de los *Venture Capital* de invertir en dichas compañías.

Para finalizar este apartado, al igual que se hizo anteriormente, he realizado una tabla resumen para resaltar las diferencias más importantes entre los modelos. Se ha hecho una pequeña modificación con respecto a la tabla anterior para poder así expresar las particularidades del *Venture Capital*.

Tabla 2. Diferencias entre *Search Fund* y *Venture Capital*

	<i>Search Fund</i>	<i>Venture Capital</i>
Rentabilidad. Esp.	>25%	8-19%
Empresa objetivo	5-30M€ Facturación Buen historial financiero	Etapa temprana. Generalmente <i>startups</i>
Cantidad a invertir y Capacidad de Influencia	Mín. 250k. Relación estrecha	A través de rondas de financiación. Part. Mínima con cierta influencia

Fuente: elaboración propia.

6.3 Ventajas e inconvenientes del modelo *Search Fund*.

En el punto anterior se han comparado los modelos de *Search Fund*, *Private Equity* tradicional y *Venture Capital*. Una vez entendidas las diferencias que presenta el modelo *Search Fund* con respecto a las otras formas de *Private Equity*, voy a interpretar los puntos de mayor interés. Ellos nos van a llevar a explicar qué factores son los que llevan a los inversores a confiar en este tipo de modelo de capital riesgo para depositar sus inversiones. Son varios los puntos que hay que tener en cuenta. También es necesario advertir que, como cualquier modelo, el *Search Fund* presenta ciertas “desventajas” con respecto a otros modelos.

Lo primero que hay que mencionar a la hora de resaltar los puntos positivos que tendría invertir en este modelo de negocio es su rentabilidad. Estamos hablando de una rentabilidad que, suele ser superior al 25%. En términos financieros, esta rentabilidad es muy elevada y más si lo comparamos con los otros modelos. Tal y como se mencionó anteriormente, este es un modelo más arriesgado que el de *Private Equity* ya que el primero invierte en proyectos que puede que no se lleven a cabo (por ejemplo, que durante los dos años de búsqueda no se efectúe la compra de ninguna empresa) mientras que el segundo modelo invierte en empresas más estables, buscando rentabilidades más predecibles. Por tanto, la alta rentabilidad del modelo es el primer punto positivo que los inversores pueden encontrar al invertir en este modelo.

En términos de rentabilidad hay que resaltar el papel que juega el *Searcher*. Este es el encargado de llevar a cabo el proyecto, desde la búsqueda de los inversores desde el

momento inicial, hasta la final venta de la compañía adquirida. Todo este complejo proceso se recompensa en gran medida en términos de rentabilidades. No solo son los inversores los que perciben una alta compensación, sino también el *Searcher*. Al llevarse a cabo la compra a través del modelo LBO, la deuda se paga durante los años de gestión de la compañía a través de los flujos de caja recurrentes que genera la compañía durante esos años. En consecuencia, al vender la compañía no queda deuda restante, y, por lo tanto, esto provoca que la rentabilidad tanto para inversores como para el *Searcher*, sea bastante elevada.

Otro factor que habría que tener en cuenta por parte de los inversores es el capital a invertir. El modelo de negocio de *Search Fund* no requiere grandes cantidades de capital. Esto provoca que pequeños inversores acudan a este modelo de negocio para obtener rentabilidades elevadas. Los inversores poseedores de mayor cantidad de capital suelen invertir en las otras formas de capital riesgo, *Private Equity* y *Venture Capital*. De manera general, las personas individuales invierten en *Search Funds* con la intención de diversificar su dinero y “probar” esta nueva idea de negocio. Por lo tanto, este es el segundo punto que puede incentivar a pequeños inversores a considerar esta forma de capital riesgo como una de sus posibilidades para invertir su capital.

Por otra parte, el tipo de inversor es determinante para elegir al *Search Fund* como modelo de negocio para obtener buena rentabilidad. No solo en términos de capital aportado sino en términos de involucración y participación durante el periodo de inversión. El modelo *Search Fund* permite la posibilidad a los inversores involucrarse y participar en el proceso. Con esto me refiero a aconsejar al *Searcher*, participar en el proceso de búsqueda, tomar parte de las decisiones o aportar su experiencia cuando el *Searcher* no tiene la experiencia suficiente en ciertas situaciones. Como se mencionó anteriormente, los inversores que participan en *Private Equity* tradicional, no participan ni se involucran de ninguna manera en todo el proceso. Por lo tanto, esto puede tomarse como una ventaja o desventaja, dependiendo de las preferencias de cada uno de los inversores. Aquellos que quieran involucrarse y ser activos en todo el proceso, elegirán el primer modelo, mientras que los que solo quieren depositar su dinero, sin ningún tipo de involucración y participación, elegirán el modelo tradicional.

Sin embargo, como se ha mencionado anteriormente, no todos los modelos son perfectos. Por lo tanto, este modelo también presenta ciertos puntos negativos que pueden llevar a los inversores a elegir otro modelo de negocio. El primer punto es la incertidumbre. En algunas ocasiones, el *Searcher* y su grupo de inversores no llevan a cabo la adquisición de ninguna empresa tras haber transcurrido el periodo de búsqueda de dos años. Esto haría que tanto el dinero como el tiempo invertido en el proceso de búsqueda no tenga ninguna compensación. De hecho, la rentabilidad de la inversión sería negativa. Lo cual sería conveniente para dichos inversores. Otro punto a destacar es el horizonte temporal que presenta uno y otro. El *Search Fund* presenta un horizonte temporal mayor que el *Private Equity* tradicional. Por lo tanto, aquellos inversores que busquen una rentabilidad en un

periodo de tiempo menos que el del *Search Fund* (como se mencionó, suele ser mayor de ocho años) tendrán que buscar otras formas de inversión.

Este apartado, que es uno de los principales de este Trabajo de Fin de Grado, muestra en detalles los puntos que un inversor debería tener en cuenta a la hora de elegir esta novedosa forma de capital riesgo. El modelo presenta puntos positivos y negativos. Es decisión del inversor concluir si es un modelo que se ajuste a sus características y preferencias.

Para terminar este apartado, es interesante hacer una tabla resumen que recoja las ventajas y desventajas de este modelo de negocio.

Tabla 3. Ventajas y desventajas del *Search Fund* con respecto al inversor

Ventajas	Desventajas
Alta rentabilidad (para inversores y <i>Searcher</i>)	Riesgo considerable
No requiere capital elevado	Horizonte temporal a largo plazo. Más de ocho años
Permite involucrar a inversores en el proceso. Esto puede ser visto como ventaja o desventaja, en función de las preferencias de cada inversor	

Fuente: elaboración propia.

7. Conclusiones

Este es el último punto de este Trabajo de Fin de grado centrado en la comparación del modelo *Search Fund* con respecto a otros modelos. Durante todo el trabajo, se ha tratado de analizar los diferentes puntos de mayor relevancia del modelo. En primer lugar, se describió el modelo. Esto incluye características generales, origen, modelo LBO o evolución de los *Search Funds* en todo el mundo. Posteriormente se realizó una comparativa entre modelos, que es el grueso y objetivo principal de este trabajo de investigación. Finalmente, se describieron una serie de ventajas y desventajas que presenta el modelo surgido en EE.UU que es el foco de investigación en este trabajo. A continuación, se van a realizar las conclusiones, para así destacar los puntos e ideas que se han extraído al realizar todo este proceso.

Nacido hace 30 años en ciertas universidades de EE.UU y Canadá, el modelo *Search Fund* se ha ido expandiendo a todas las partes del mundo. La primera conclusión que se ha sacado este trabajo de investigación es la concreta función que tiene el *Search Fund*.

Como su propio nombre indica, este es un vehículo, es decir, el medio que le permite al *Searcher* adquirir la empresa objetivo. Su función es exclusivamente esa. Una vez se lleva a cabo la adquisición (o se agota la fase de búsqueda de la compañía) la empresa, el *Search Fund* en sí, desaparece, y el *Searcher* pasa a ser el CEO de la empresa objetivo que ha sido adquirida.

Otras de las conclusiones que se ha alcanzado tras haber realizado este trabajo es señalar a Estados Unidos y Canadá como países con un rol clave para el nacimiento y desarrollo de esta forma de capital riesgo. Sin ellos, probablemente este modelo no hubiera nacido. Además, el hecho de que este tipo de capital riesgo naciera en dichos países tiene cierta influencia en que se haya extendido más en unos países que en otros. Se identifica el año 2013 como un punto de inflexión en el crecimiento del número de este tipo de empresa, alcanzando su pico en el año 2019. Este trabajo de investigación ha concluido que algunos países en todo el mundo, excluyendo EE.UU y Canadá, poseen una importancia vital para el desarrollo del mismo. En primer lugar, por proximidad, cabe destacar el papel de México. Con 28 *Search Funds*, es considerado uno de los referentes a nivel mundial. Probablemente, su proximidad con EE.UU ha hecho que sea más fácil exportar el modelo de negocio del país norteamericano a este. En cualquier caso, resulta sorprendente el papel líder de México en este sentido, por delante de potencias económicas mundiales como pueden ser Reino Unido, Francia o Alemania.

Además, es sorprendente también la escasa presencia que tiene esta forma de capital riesgo en algunas regiones del mundo, en especial Asia. Lugares como China, que se ha consolidado como una de las potencias económicas a nivel mundial y, el sudeste asiático, formado por países como Singapur, Tailandia o Malasia, con unas expectativas de crecimiento económicas espectaculares, tienen una presencia escasa o nula de *Search Funds*. Sin embargo, es de esperar que, con el crecimiento del modelo en futuro, se expanda a estas regiones.

Este trabajo también muestra que hay otros dos países han tenido una importancia vital en todo este proceso de crecimiento exponencial. En primer lugar, Reino Unido es también considerado un referente en este aspecto, con dieciocho *Search Funds*, es uno de los líderes en Europa. Esto se debe principalmente a la conexión histórica que siempre ha vinculado a este país con EE.UU. El idioma es también algo que ha provocado mayores facilidades. Sin embargo, no es el país británico el líder en Europa. Es España el que ocupa este lugar con 25. Se concluye que el papel de España se debe a tres factores principalmente: el gran número de PYMES en España (que constituyen las empresas objetivo), el momento de relevo generacional de los dueños de estas empresas (que por lo tanto estarían interesados en compradores o la ceden a familiares) y la facilidad de acceso al crédito bancario en nuestro país (que favorece la compra apalancada). Además, tras haber realizado este análisis me gustaría señalar que el número de *Search funds* en España va a ir creciendo con el paso del tiempo, ya que como se ha explicado, las condiciones para ellos son las idóneas. Entre los años 2020 y 2021, a pesar de la crisis provocada por la pandemia mundial, se han creado en nuestro país otros 20 nuevos *Search*

Funds. Además, se cree que hay inversores que están buscando *Searchers* con el objetivo de invertir su dinero (Quemada Clariana, 2021). Por ello, las expectativas en nuestro país son positivas.

Se han identificado algunos elementos que son clave para entender el funcionamiento del modelo de capital riesgo. El primero es la figura del *Searcher*, que es la persona que emprende y decide lanzar este modelo de negocio. Sin el *Searcher*, este modelo de negocio no tendría sentido, y es, por tanto, uno de los puntos distintivos de esta forma de capital riesgo. Por otra parte, el grupo de inversores es un punto clave para entender toda esta idea. Este suele ser de un número reducido de inversores, aportando un capital comprendido entre 25.000 y 30.000€. Además, es importante concluir las diferentes fases por las que pasa este modelo. En primer lugar, la búsqueda del *pool* de inversores, la fase de búsqueda (de dos años aproximadamente), el proceso de gestión y operación de la compañía, y en último lugar, la venta de la misma.

Además, se extrae como conclusión la importancia que tiene el modelo LBO para el crecimiento y desarrollo del mismo. Como su propio nombre indica (*Leveraged Buyout*), se trata de la adquisición apalancada de empresas. Esto quiere decir que la mayor parte de la financiación consiste en deuda, y una pequeña parte en *Equity*. Además, esa deuda será pagada a lo largo de la tercera fase, la de gestión y operación de la empresa objetivo, a través de los flujos de caja que genera la compañía en ese periodo. Por lo tanto, la rentabilidad al final de proceso se dispara, al estar financiada la mayor parte de la deuda. La rentabilidad para el *Searcher* y los inversores será mayor debido a ello. Además, otro punto que se ha extraído del análisis es que el modelo LBO provoca que la cantidad a invertir por parte de los inversores sea bastante baja, facilitando así la inversión por parte de inversores, lo que hace que sea más sencillo para los *Searcher* lanzar su propio *Search Fund*.

El grueso de este trabajo de investigación consiste en, como ya se ha mencionado a lo largo del mismo, la comparación del modelo *Search Fund*, con respecto a otras formas de capital riesgo, en especial, *Private Equity* tradicional y *Venture Capital*. Tras haber realizado una exhaustiva investigación y comparación, haciendo uso de diferentes fuentes de financiación se ha llegado a la conclusión de ciertos puntos que son de gran interés. En primer lugar, aunque es cierto que presentan bastantes similitudes entre una y otra, se ha concluido que existen diferencias significativas entre un modelo y otro. Esto hace que cada modelo presente una serie de características, que influyen en el inversor a la hora de decidir en qué tipo de empresa deposita su capital.

Por lo tanto, gracias a este trabajo de fin de grado se han identificado ciertos puntos distintos entre un modelo y otro. En primer lugar, el primer elemento distintivo es la rentabilidad que posee uno y otro. Se concluye que el *Search Fund* es más rentable que los otros dos modelos en cuestión. Para medir esta rentabilidad se ha hecho uso de dos parámetros financieros: TIR y ROI. El modelo *Search Fund* presenta una TIR que por lo general es siempre superior al 25%, pudiendo llegar a alcanzar el 40% de rentabilidad.

Por el contrario, el *Private Equity* tradicional presenta una rentabilidad entre el 15 y el 20% mientras que el *Venture capital* presenta también una rentabilidad menor ya dependiendo del país presenta una rentabilidad u otra. Por ejemplo, en Europa es del 8% aproximadamente mientras que en EE.UU es del 19%.

Se ha llegado a la conclusión de que otro elemento vital para diferenciar un modelo del otro es la empresa objetivo, es decir, la compra que va a ser adquirida por cada uno de los modelos. Por un lado, el modelo *Search Fund* apuesta por un tipo de empresa que por lo general suele presentar unos parámetros fijos. Las ventas suelen estar comprendidas entre 5 y 36 millones, y el historial financiero de la empresa debe ser positivo (con crecimiento en los últimos años). Además, el punto fundamental que se ha extraído sobre esta empresa objetivo es el relacionado con los flujos de caja. Estas empresas generan flujos de caja de manera recurrente. Este punto conecta de manera directa con el LBO, ya que como se ha mencionado, estos son una pieza vital para que el modelo LBO se pueda llevar a cabo para la adquisición de la compañía. Por su parte, el *Private Equity* tradicional busca empresas de mayor tamaño, y por lo general no adquieren la totalidad de la empresa como en el caso anterior, solo un porcentaje de la misma. Por su parte, es necesario destacar el tipo de empresa concreto en el que se enfoca en *Venture Capital*. Este tipo de empresa son *Startups*, con gran interés las de perfil tecnológico.

Además, sería conveniente destacar otro elemento diferenciador que se ha extraído. Los modelos presentan diferentes tipos de horizontes temporales y capital necesario en uno y otro. Por un lado, se concluye que el *Search Fund* es un modelo menos “costoso” para los inversores. El capital mínimo suele ser de 250.000€, lo cual contrasta enormemente con el capital en *Private Equity* tradicional, donde es de 1M€. Se trata de cuatro veces más, lo cual muestra la diferencia significativa entre uno y otro. Aunque de menor importancia, también existen diferencias de un modelo a otro con respecto a horizonte temporal. El *Search Fund* está previsto para mayor plazo que el *Private Equity* (superior a 8 años frente a entre 5 y 7 años).

Para terminar con las conclusiones que se han obtenido entre un modelo y otro, se identificó una peculiar diferencia entre uno y otro. Esta se relaciona con la capacidad de influencia de uno a otro. Por un lado, en el modelo *Search Fund* existen un pequeño grupo de inversores, de los cuales algunos están en contacto constante con el *Searcher*, asesorando y aportando su propia experiencia. Esto contrasta con el *Private Equity* tradicional y *Venture Capital*. En ambos modelos, los inversores son unos meros depositantes de capital. Su único objetivo es obtener una rentabilidad, sin ninguna intención de involucrar con la empresa (en la mayor parte de los casos).

Por último, llegamos a uno de los puntos clave de este trabajo de investigación. Uno de los objetivos principales es tratar de responder qué aporta cada uno de los modelos a los inversores. Es decir, que factores llevan a los poseedores de capital a depositar su dinero en un tipo de empresa u otro. A través de todo este proceso y tiempo, se ha llegado a la conclusión de que este modelo no es perfecto, pero presenta una serie de características

que lo hacen muy interesante para cierto tipo de inversores. Se ha concluido que este modelo de negocio es interesante para inversores con capital no muy elevado, que estén dispuestas a asumir cierto riesgo (ya que en ciertas ocasiones el modelo no lleva a cabo la adquisición). Además, es un modelo muy interesante para el tipo de inversor que, a partir de una cantidad no muy elevada, espera recibir rentabilidades altas (recordemos que el modelo *Search Fund* ofrece rentabilidades de más del 25%). Además, puede resultar muy llamativo para el tipo de inversor que busca involucrarse en las gestiones, estar informado día a día y querer involucrarse en todo el proceso. Por el contrario, si lo que se busca es depositar un capital elevado para obtener una rentabilidad al final de un periodo fijo, este trabajo de investigación concluye que el modelo *Search Fund* no es el adecuado. En ese tipo de casos sería más convenientes utilizar el *Private Equity* tradicional o *Venture capital*, en función de qué se esté buscando. Por ejemplo, existen muchos inversores que apuestan por nuevas ideas de negocio disruptivas, invirtiendo en *startups*. En ese caso el modelo ideal sería el *Venture Capital*, a través de las características rondas de financiación mencionadas en un capítulo anteriormente.

Por último, me gustaría resaltar que el modelo *Search Fund* es un modelo prometedor. Es una nueva forma de capital riesgo disruptiva, que permite a jóvenes profesionales con ganas de aprender de formar su propio negocio. En dicho modelo son varios los elementos que se ven beneficiados. En primer lugar, el *Searcher*, que es el protagonista de esta nueva forma de negocio, ya que tiene que la posibilidad de adquirir una empresa y convertirse en su CEO sin la necesidad de aportar capital. Por otra parte, los inversores que, de llevarse a cabo la adquisición y la fase de operación, extraerían una alta rentabilidad. Por último, los dueños de las empresas objetivo, que buscan una forma de extender la vida de su empresa de una manera u otra. Es cierto que no es un modelo perfecto, pero presenta una serie de características que hacen que su futuro sea altamente prometedor en el mundo del capital riesgo, y en especial, en nuestro país.

8. Bibliografía

Arango-Vásquez, L., & Durango-Gutiérrez, M. P. (2014). Private equity y venture capital: Diferenciación y principales características. *Clío América*, 8(16), 173-184

BBVA MEXICO. (2021, 22 diciembre). *Plan de negocios*. Página Web BBVA. <https://www.bbva.mx/educacion-financiera/blog/plan-de-negocios.html#:~:text=%C2%BFQu%C3%A9%20es%20el%20ROI%3F,la%20rentabilidad%20de%20una%20inversi%C3%B3n> (Último acceso 4 de Marzo 2022)

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 Enero 2022)

Caselli, S., & Negri, G. (2021). *Private equity and venture capital in Europe: markets, techniques, and deals*. Academic Press.

<https://books.google.es/books?id=IOkGEAAAQBAJ&lpg=PP1&ots=v68sGYgAA1&dq=Private%20equity%20y%20venture%20capital&lr&hl=es&pg=PA4#v=onepage&q=Private%20equity%20y%20venture%20capital&f=false> (Último acceso 4 de Marzo 2022)

Domínguez, C.M (2011). *Inversión de la Empresa en Formación, clave de la excelencia empresarial y análisis de su retabilidad (Predicción del ROI)*. Tesis Doctoral.

<http://e-spacio.uned.es/fez/eserv/tesisuned:CiencEcoEmp-Cjmedina/Documento.pdf> (Último acceso 12 de marzo 2022)

Dremelj, U. (2020). *Search funds: analyzing location preferences through historical patterns (Doctoral dissertation)*. NOVA School of Business Economics.

Le Beau, C. (2014). *The Search is on. There are folks out there who want to buy your company ... with someone else's money*. Start It Up.
<https://es.scribd.com/article/327135639/The-Search-Is-On> (Último acceso 12 de Marzo 2022)

El Economista. (2021, 15 enero). *España está en desventaja con Europa por el exceso de pymes, según la Fundación Civismo*. elEconomista.es.
<https://www.eleconomista.es/economia/noticias/10993423/01/21/Espana-esta-en-una-posicion-de-desventaja-con-Europa-por-el-exceso-de-pymes-segun-la-Fundacion-Civismo.html> (Último acceso 23 de Enero 2022)

Emptio Capital. (2021). *Los Search Fund son uno de los tipos de activos más interesantes del capital riesgo actual*. Emptio Capital

Emptio Capital. (2022). *Página Web Emptio Capital*. <https://emptiocapital.es> (Último acceso 8 de marzo 2022)

Galisteo, A. (2018, 3 julio). «*Search fund*», un instrumento para emprendedores que buscan pyme. EXPANSION.
<https://www.expansion.com/pymes/2018/07/03/5b3b628922601d9d538b4651.html> (Último acceso: 3 del 11 del 2021) (Último acceso 23 de Febrero 2022)

- Ganduri, R. (2021). *LBOs: Introduction*. Material facilitado en la Universidad de Emory (Atlanta)
- Johnson, R. (2020). *Search Funds- What had made them work? IESE EIC*.
- Kessler, B., & Ellis, J. (2012). *Search Funds: Death and the Afterlife*. Center for Entrepreneurial Studies at the Stanford Graduate School of Business.
- Kolarova, L., Kelly, P., Dávila, A., Johnson, R. (2020). *International Search Funds-2020. Selected observations*. IESE EIC.
- Martínez De Azagra, G. (2021). *Claves del 'corporate venturing'*. revistas.economista.es. <https://revistas.economista.es/capital-privado/2021/julio/claves-del-corporate-venturing-CM8493260> (Último acceso 3 de Febrero 2022)
- Montes, L. (2016, 2 febrero). *Una ronda de financiación de 31,5 millones de euros para Spotcap*. ELMUNDO. <https://www.elmundo.es/economia/2016/02/02/56b0f9ed46163f563e8b45c9.html> (Último acceso 3 de marzo 2022)
- Peña, A. (2021). *La fortaleza del Capital Privado en España*. revistas.economista.es. <https://revistas.economista.es/capital-privado/2021/julio/la-fortaleza-del-capital-privado-en-espana-DM8493173> (Último acceso 10 de Enero 2022)
- Quemada Clariana, E. (2021, 26 noviembre). *La asombrosa rentabilidad de los Search Funds*. Expansion. <https://www.expansion.com/blogs/quemada/2021/11/26/la-asombrosa-rentabilidad-de-los-search.html> (Último acceso 5 de Marzo de 2022)
- RAE (2022). *diccionario / Diccionario de la lengua española*. «Diccionario de la lengua española» - Edición del Tricentenario. <https://dle.rae.es/diccionario> (Último acceso 10 de Marzo 2022)
- Revello de Toro, J. (2019, 25 noviembre). *Search Fund: un nuevo modelo de inversión en capital riesgo*. IEB. <https://www.ieb.es/search-fund-un-nuevo-modelo-de-inversion-en-capital-riesgo/> (Último acceso 25 de Febrero 2022)
- Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., Jordan, B. (2011). *Corporate Principles and Applications of Corporate Finance*. McGraw- Hill Irwin.
- Search Fund Spain. (2022). *Search Fund Spain*. <https://www.searchfundspain.com> (Último acceso 12 de marzo 2022)