

El modelo Search Fund para adquirir y desarrollar una PYME

El Search Fund (SF) es un modelo de inversión emprendedora nacido en la Universidad de Stanford en los años 80. Su propósito es permitir que emprendedores con talento, pero sin capital inicial, adquieran una empresa rentable con el apoyo de inversores experimentados.

Los emprendedores - conocidos como *searchers* (emprendedores en búsqueda) suelen tener entre 30 y 40 años, formación en escuelas de negocio o de ingeniería, y varios años de experiencia en consultoría, finanzas o gestión operativa. La mayoría cuenta con un MBA de instituciones de referencia (Stanford, IESE, INSEAD...), lo que les aporta legitimidad estratégica y acceso privilegiado a redes de inversores. Más allá del currículum, los *searchers* destacan por su liderazgo, su capacidad de generar confianza en el empresario vendedor y su habilidad para dirigir una PYME desde el primer día.

Los inversores son principalmente family offices, fondos institucionales o *business angels* (antiguos *searchers*, empresarios, directivos de PYMEs). Su apuesta se centra en la persona: confían en el *searcher* desde la búsqueda inicial hasta la creación de valor tras la adquisición. El modelo se estructura en dos fases de financiación: una primera, de unos 400 000€, para cubrir la etapa de búsqueda (retribución, prospección, análisis), y una segunda para financiar la compra de la empresa objetivo, valorada normalmente entre 5 y 30m€.

Hoy el modelo está plenamente consolidado en Estados Unidos y España, y se desarrolla con rapidez en Francia.

1) Características de las empresas objetivo y creación de valor

Las empresas buscadas mediante un SF suelen estar fuera del radar de los fondos *small cap* tradicionales - por ser demasiado pequeñas o carecer de estructura directiva madura - y, al mismo tiempo, resultan demasiado complejas o costosas para un comprador individual. Ese es precisamente el punto óptimo del modelo. Las compañías objetivo presentan los siguientes rasgos:

1. **Tipología:** PYMEs rentables (i) en sectores B2B, poco cíclicos y de nicho; (ii) con una facturación entre 5 y 30m€; (iii) un EBITDA de 1 a 5 M€ y un margen superior al 15 %.
2. **Criterios de selección:** (i) Ingresos recurrentes y base de clientes diversificada; (ii) producto o servicio esencial; (iii) bajo peso del gasto en la estructura de costes del cliente.
3. **Contexto habitual:** (i) Transmisión gradual motivada por la jubilación; (ii) propietario dispuesto a acompañar durante la transición; (iii) baja dependencia de fundadores o personas clave.

La creación de valor se apoya en tres palancas clásicas:

- **Crecimiento del EBITDA:** Principal fuente de valor.
- **Desapalancamiento:** Amortización progresiva de la deuda bancaria (normalmente el 50 % del precio).
- **Revalorización múltiple:** Adquisición a un múltiplo de 4-5x EBITDA, con potencial de venta a un múltiplo superior impulsado por el crecimiento y la profesionalización de la empresa.

La rentabilidad del inversor se mide mediante la tasa interna de retorno (TIR, o *IRR*) en la venta, que determina directamente la remuneración variable del CEO (ver punto 3).

2) Las tres fases del Search Fund

Fase 1: Financiación de la búsqueda

- Importe levantado: ~400 000 €, normalmente en 20 unidades de 20 000 € cada una.
- Objetivo: Financiar los 24 meses de búsqueda a tiempo completo.
- Roles:
 - *Searcher*: prepara un *Private Placement Memorandum* (PPM) y convence a los inversores de que su perfil es idóneo para liderar una adquisición
 - Inversores: seleccionan al *searcher* y se comprometen siempre que el *round* esté completamente cubierto
- Claves:
 - El inversor aporta capital a un proyecto sin una empresa objetivo identificada inicialmente, asumiendo un riesgo de pérdida de capital. Aproximadamente el 20 % de los *Search Funds* no logran concretar una adquisición
 - Por ello, la confianza en la persona, su ética y su método de trabajo diario son determinantes
 - Más que una inversión, es una apuesta por un proyecto humano y emprendedor

Fase 2: La búsqueda de la empresa

- Objetivo: Identificar una PYME compatible con los criterios del modelo SF.
- Roles:
 - *Searcher*: Dedicar todo su tiempo a la prospección, analiza decenas de oportunidades, califica las más prometedoras y construye relaciones de confianza con los vendedores
 - Inversores: Acompañan activamente al *searcher*, aportando red de contactos, experiencia en *due diligence*, lectura crítica de *business plans* y apoyo en la negociación.
- Claves:
 - En promedio, el 80 % de los *searchers* logran adquirir una empresa. En el 20 % restante, la búsqueda no culmina y se pierde la inversión inicial
 - Es la fase de mayor riesgo, basada esencialmente en la capacidad del *searcher* de encontrar y convencer a la empresa adecuada.

Fase 3: La adquisición

- Objetivo: Cerrar la compra con el apoyo de los inversores iniciales
- Opciones para los inversores:
 - Salir con un step-up del 50 % (recuperan su inversión más un 50 % en efectivo)
 - Convertir la inversión inicial + 50 % en acciones
 - Convertir + reinvertir en capital adicional
- Roles:
 - El *searcher*, convertido en CEO, ejecuta un plan de desarrollo estructurado, profesionaliza la organización y lidera el crecimiento
 - Los inversores pasan a ser accionistas y, en muchos casos, consejeros o mentores estratégicos
- Claves:
 - La decisión de invertir ya no se basa solo en el perfil del *searcher*, sino en la calidad de la empresa objetivo, la solidez del *business plan* y la credibilidad del plan de crecimiento a 5-7 años.

3) La remuneración del searcher: un fuerte alineamiento

El CEO no posee acciones ordinarias, sino un ***carried interest*** sobre la creación de valor por encima de un umbral de rentabilidad (*hurdle rate*), generalmente del 7-10 %.

Este incentivo se estructura en tres tramos iguales:

1. **Tramo 1 – Fijo:** Otorgado en la adquisición
2. **Tramo 2 – Fijo:** Consolidado a lo largo del período de gestión
3. **Tramo 3 – Variable:** Depende del rendimiento final (TIR). Se activa progresivamente entre un 20 % (0 % del tramo 3) y un 35 % (100 % del tramo 3)

En conjunto, el CEO puede capturar hasta un **25 % del valor creado** por encima del *hurdle rate* si los inversores alcanzan una TIR del 35 %.

4) Chatard Conseil, inversor activo en el modelo Search Fund

Chatard Conseil se enorgullece de apoyar a esta nueva generación de emprendedores participando activamente en varios SF en España y Francia, y formando parte de sus consejos de administración:

- **Rafael Dufour** (🇫🇷) – *Sharp Tools Group*, adquirida en septiembre de 2023
- **Thibaud Millet-Barbé** (🇫🇷) – SF cerrado en marzo 2025, búsqueda en curso
- **Ghislaine El Alami** (🇫🇷) – SF cerrado en julio 2025, búsqueda en curso
- **Matthieu Gonnet** (🇪🇸) – SF cerrado en julio 2025, búsqueda en curso.

Recursos y lecturas recomendadas

Estudios académicos

- **Jan Simon – Search Funds & Entrepreneurial Acquisitions: The Road to CEO (2020)**
Libro de referencia coescrito por profesores del IESE.
- **Stanford GSB – 2024 Search Fund Study**
681 fondos analizados, TIR media del 35 %, ROI $\times 4,5$, 94 nuevos fondos en 2023.
- **IESE – European Search Fund Study 2024**
Enfoque europeo: 92 fondos analizados.
- **ScienceDirect – An Exploration of the Search Fund Phenomenon (abril 2025)**
Análisis académico sobre riesgos y palancas de valor.

Artículos y perspectivas

- CFA Institute – Search Funds: A Strategic Investment in Underserved Markets (junio 2025)
- Business Insider – Mini Private Equity Exploding (abril 2025)
- Business Insider – Why Elite MBAs Are Leaving Corporations to Buy Boring Businesses (julio 2025)
- Yale SOM – Exploring Post-Exit Dynamics for Search Fund Entrepreneurs (abril 2025)

Guías prácticas

- Clearly Acquired – The Ultimate Guide to Search Funds (2025 Edition). Panorama completo y actualizado del modelo SF