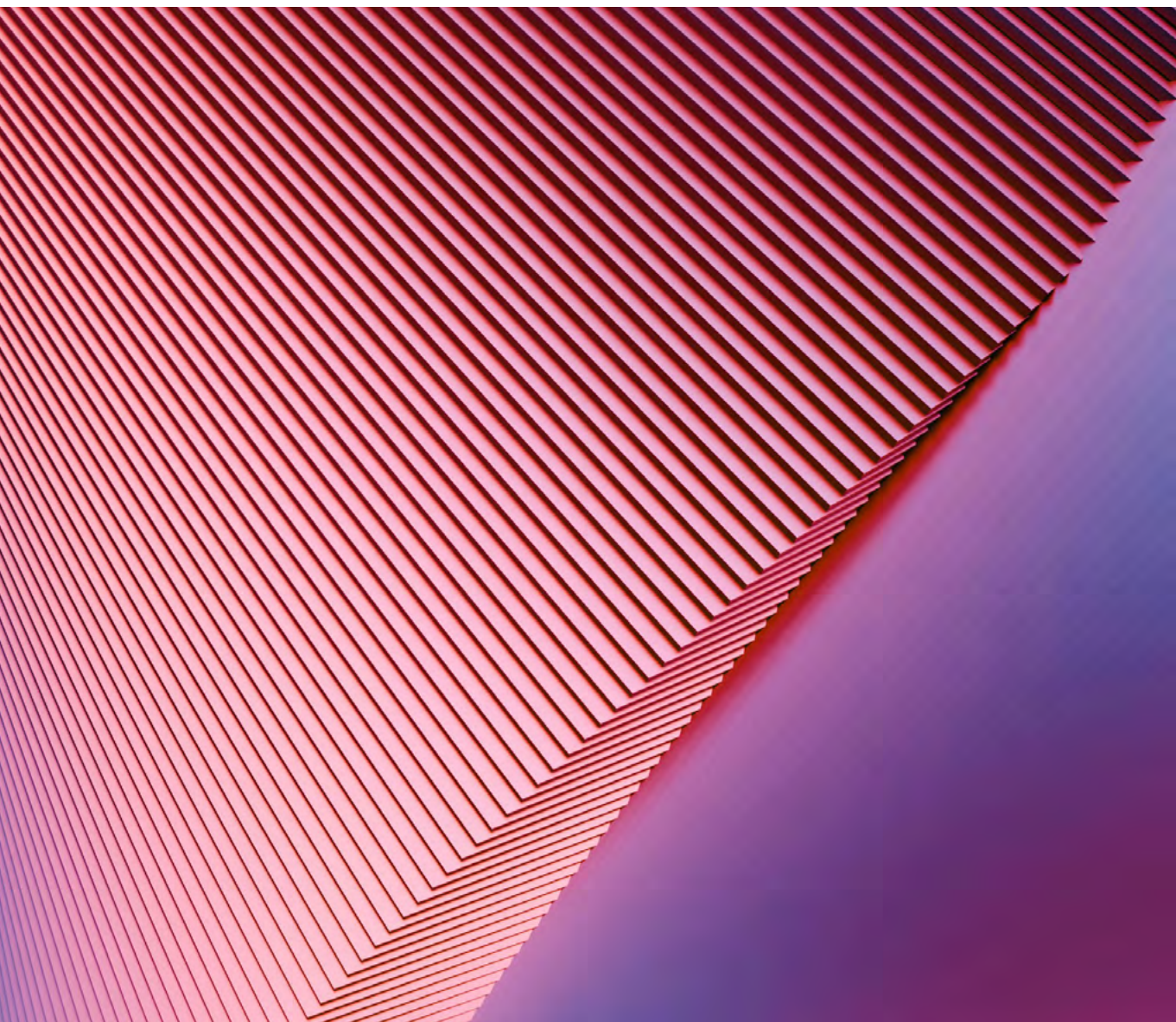
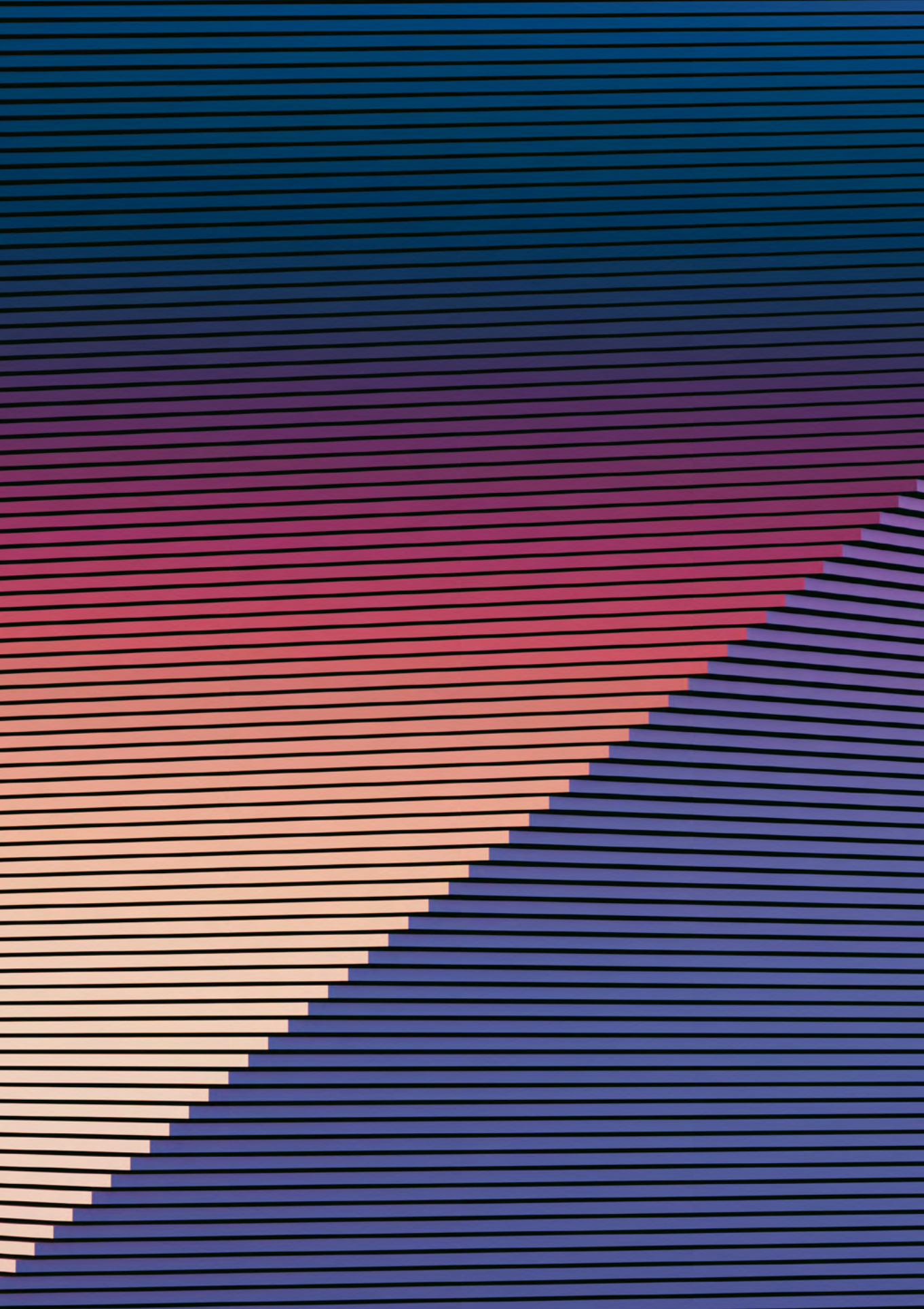


Search Funds: 10 aspectos clave

Marzo 2025







Introducción

Consolidación en Europa y América Latina

El modelo de inversión *search fund* se está consolidando en Europa y en América Latina. Fuera de Estados Unidos y Canadá, España es el país donde se han constituido más fondos de búsqueda (o como se conocen en inglés, *search funds*), un total de 67 en la última década, la mayoría de ellos creados entre 2021 y 2023. Adicionalmente, en los años recientes se han constituido fondos y sociedades de capital-riesgo para invertir en *search funds*.

España se postula como un mercado particularmente atractivo para este tipo de inversión, sobre todo teniendo en consideración el tejido empresarial español y la cantidad de pequeñas y medianas empresas que se enfrentan a tensiones en la sucesión empresarial.

Los fondos de búsqueda constituyen un tipo de inversión que propicia la continuidad de proyectos empresariales con potencial de crecimiento para llevarlos al siguiente nivel, aportando una posible solución al problema del traspaso generacional empresarial.

Objetivo

El objetivo de un fondo de búsqueda es común a otras inversiones de capital-riesgo: adquirir una empresa con potencial de crecimiento y crear valor mediante su gestión profesionalizada.

Elementos del fondo de búsqueda

Las particularidades de las inversiones de un fondo de búsqueda residen principalmente en los siguientes elementos:

- Partes e incentivos:
 - **La parte emprendedora**, compuesta por un solo emprendedor (*solo searcher*) o dos —o más— emprendedores (*partnership*). Su incentivo principal es convertirse en director general (CEO) de la empresa adquirida y, con el tiempo, en su socio mayoritario, así como obtener retornos satisfactorios para los inversores.
 - **La parte inversora**, un grupo atomizado entre diez y veinte inversores, que financiará la fase de búsqueda de una empresa durante aproximadamente dos años. Habitualmente se recomienda que haya uno o dos inversores que lideren la inversión (*lead investors*) con una participación conjunta de un máximo de aproximadamente el 20 % del fondo. De entre el grupo de inversores, además de los *family offices*, pluríferan los inversores institucionales, esto es, fondos de inversión y entidades de capital-riesgo especializados en la inversión en *search funds* como *asset class*.

En la fase de búsqueda, el objetivo del inversor no es la rentabilidad de su inversión, sino el derecho preferente de invertir en el momento de la adquisición de la empresa o negocio. Tras dicha adquisición, en atención a los precedentes del ecosistema y a los parámetros financieros de los *search funds*, los inversores tienen la expectativa de obtener una mayor rentabilidad que en otras inversiones de capital-riesgo.

- **La parte vendedora** generalmente será el propietario o propietarios de una empresa familiar rentable con dificultades en la sucesión empresarial que venderá(n) su participación en el capital mediante una estructura de *share deal* o la propia empresa en una estructura de *asset deal* como veremos más adelante. Si bien a los efectos de este documento nos referiremos en general a la adquisición del capital social de la empresa *target* puesto que es el supuesto más habitual. En este sentido, los *search funds* se postulan como solución al traspaso generacional empresarial.
- Estructura de la inversión (el ciclo vital del fondo de búsqueda):
 - **Fase 1. La formación del fondo (3-5 meses):** los emprendedores obtienen fondos de un grupo de inversores con el objetivo de financiar aproximadamente dos años de búsqueda de una empresa.
 - **Fase 2. La búsqueda de la empresa (19-24 meses):** los emprendedores se dedican en exclusiva al análisis y búsqueda de una empresa que cumpla los parámetros del modelo *search fund*, mantienen reuniones con potenciales vendedores y suscriben acuerdos de confidencialidad (NDA) para profundizar en la revisión de potenciales empresas o bien indicaciones de interés no vinculantes.
 - **Fase 3. La adquisición de la empresa (3-6 meses):** los emprendedores suscriben una carta de intenciones (LOI) en la que presentan una oferta sujeta al resultado del ejercicio de revisión (*due diligence*) financiero, legal, fiscal y técnico de la empresa, con un plazo de exclusividad para negociar, con el objetivo de firmar un nuevo acuerdo de inversión y pacto de socios con los inversores y el contrato de compraventa para la adquisición de la empresa.
 - **Fase 4. La gestión de la empresa adquirida (5-7 años):** los emprendedores dirigen y gestionan la empresa con el objetivo de maximizarla y poder realizar, así, una salida exitosa.

Una variación del modelo de *search fund* tradicional es el *Long Term Hold* (LTH) que aboga por un modelo de gestión a largo plazo de entre los 10 y 20 años, enfocado en altas rentabilidades de la inversión (ROI) en lugar de tasas internas de retorno (TIR).

- **Fase 5. La salida (*exit*) o evento de liquidez (4-6 meses):** una vez cumplidos los objetivos de crecimiento, los emprendedores buscarán un evento de liquidez para dar salida a los inversores, generalmente mediante la venta a un competidor, a un fondo de capital-riesgo o suscitando un cambio de inversores para seguir creciendo.



- Empresa (el *target*): se trata generalmente de pequeñas y medianas empresas (PYMES), de la franja *lower mid-market*, generalmente entre 1 y 5 millones de euros de EBITDA, con márgenes de EBITDA por encima del 10 %, rentables, con ingresos recurrentes, no intensivas en inversiones de capital (*capex*) y que se encuentren en sectores en expansión, idealmente sectores fragmentados y con vocación de consolidación. En todo caso, se trata de empresas saneadas, cuya venta estará motivada por causas ajenas al negocio, habitualmente por la falta de relevo generacional, como se ha señalado.

Informe IESE sobre *search funds*

Cada dos años, IESE publica un informe sobre *search funds* internacionales, es decir, los fondos de búsqueda de todo el mundo excluyendo Estados Unidos y Canadá, que son objeto de análisis por la Stanford Graduate Business School. El informe de IESE más reciente es de septiembre de 2024 y analiza 320 *search funds* en las distintas etapas de su ciclo vital.

Destacamos a continuación información del referido informe que da una imagen arquetípica de los fondos de búsqueda internacionales referida al periodo 2022-2023:

- El fondo de búsqueda promedio ha sido formado por dos emprendedores, con un capital de búsqueda (*search capital*) de entre 600 y 700 millones de USD, obtenido de un grupo de 16 inversores en un plazo de 5 meses.
- El *target* promedio ha sido una empresa del sector tecnológico o de servicios, con facturación de 7,5 millones de dólares estadounidenses (USD), con un EBITDA de 2 millones USD, márgenes de EBITDA del 33 %, 39 empleados, precio de adquisición de 11 millones USD y múltiplo de EBITDA 5x.
- En términos de inversión, la TIR de los *search funds* internacionales es actualmente cercana al 18,1 %, mientras que en Estados Unidos y Canadá es del 35,1 %. No obstante, estos datos deberán ser analizados en el medio plazo, ya que se basan en la comparación de 150 *exits* en Estados Unidos y Canadá con, aproximadamente, 15 *exits* en el resto del mundo, por lo que habrá que esperar para analizar la evolución del sector fuera de Estados Unidos y Canadá, donde la mayoría de los *search funds* lleva menos de dos años gestionando la empresa adquirida (*curva en J*) y no han terminado su ciclo.

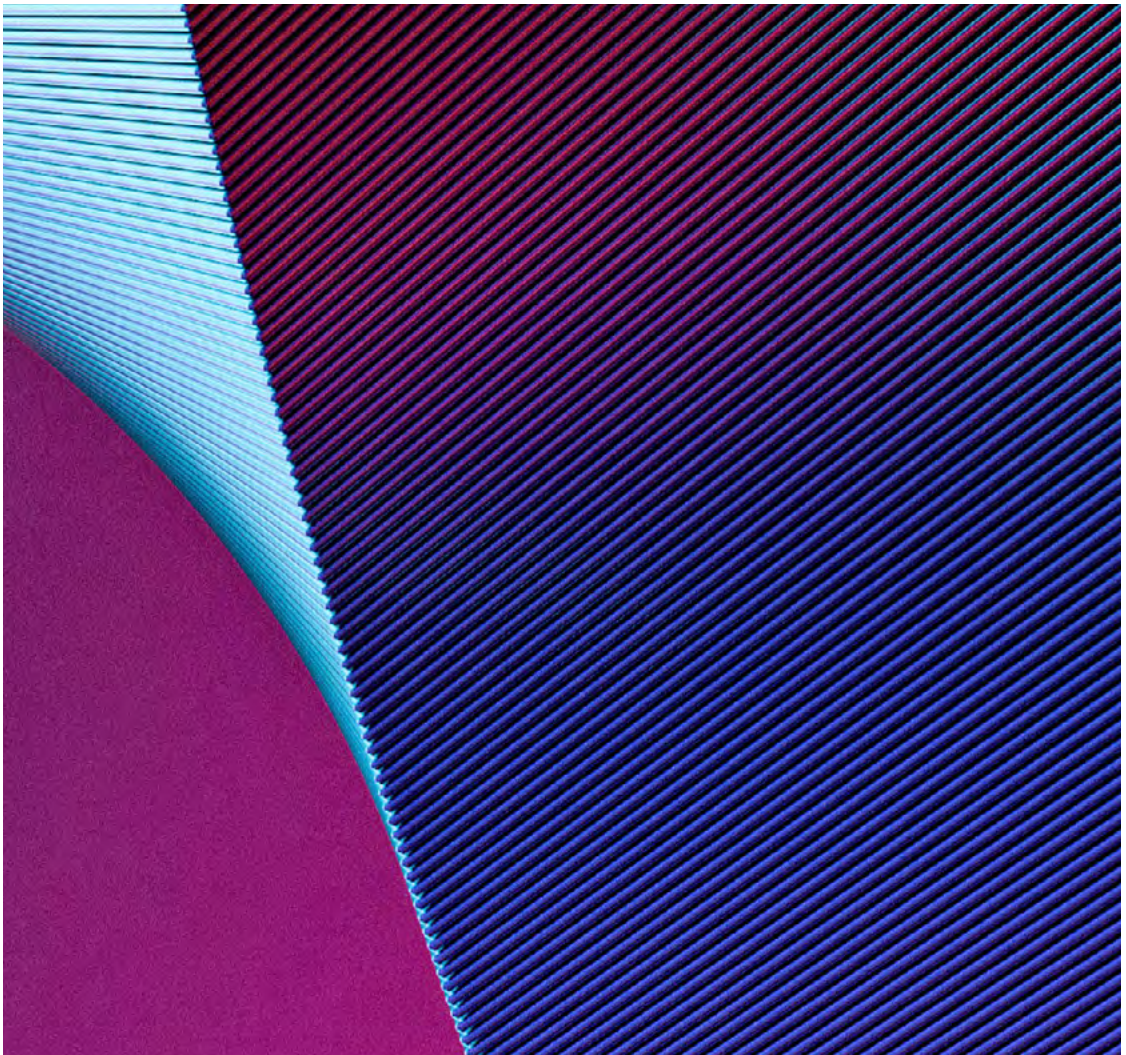
10 aspectos clave

El ciclo vital del *search fund*: formación, búsqueda y adquisición

El ciclo vital del *search fund* se instrumentaliza jurídicamente mediante la constitución de una sociedad a la que los inversores aportan capital para financiar la búsqueda y, posteriormente, adquirir una empresa tras el proceso de revisión legal (*due diligence*), negociación y suscripción del contrato de compraventa correspondiente, así como del acuerdo de inversión y pacto de socios al momento de la adquisición.

Todo ello enfocado a la gestión de la empresa adquirida para su posterior venta y obtención del retorno esperado por parte de emprendedores e inversores.

En la presente nota analizaremos 10 aspectos clave de la vida de un *search fund* desde un punto de vista legal, centrándonos especialmente en fases de formación, búsqueda y adquisición.



Fase de formación del *search fund*

1.

Private Placement Memorandum (“PPM”)

El PPM es el folleto dirigido a potenciales inversores donde los emprendedores facilitan información sobre el fondo de búsqueda con el objetivo de que los potenciales inversores puedan formarse un juicio sobre la inversión propuesta y captar fondos para financiar dos años de búsqueda de una empresa que cumpla los parámetros del modelo.

Los emprendedores redactan habitualmente el PPM sobre la base del modelo publicado por Stanford Graduate Business School que incluye la siguiente información:

- La presentación de los emprendedores, con particular detalle de su carrera académica y profesional.
- La tesis de inversión de los emprendedores, el sector de la empresa objetivo (si está definido) y su ámbito geográfico, entre otros.
- El capital de búsqueda (*search capital*) objetivo, conforme al número total de unidades (*units*) ofrecidas a los potenciales inversores, con el valor por cada unidad. Se incorpora el presupuesto de la fase de búsqueda, que incluirá el salario de los emprendedores, atendiendo a las circunstancias personales de cada uno, para que puedan tener una dedicación exclusiva al fondo de búsqueda por el plazo previsto.

Por la inercia del ecosistema *search fund* (el “Ecosistema SF”), se ha mantenido la terminología que consta en los modelos aplicables a la jurisdicción de Estados Unidos, donde se ofrecen unidades (*units*) de un fondo de búsqueda que generalmente toma la forma de LLC.

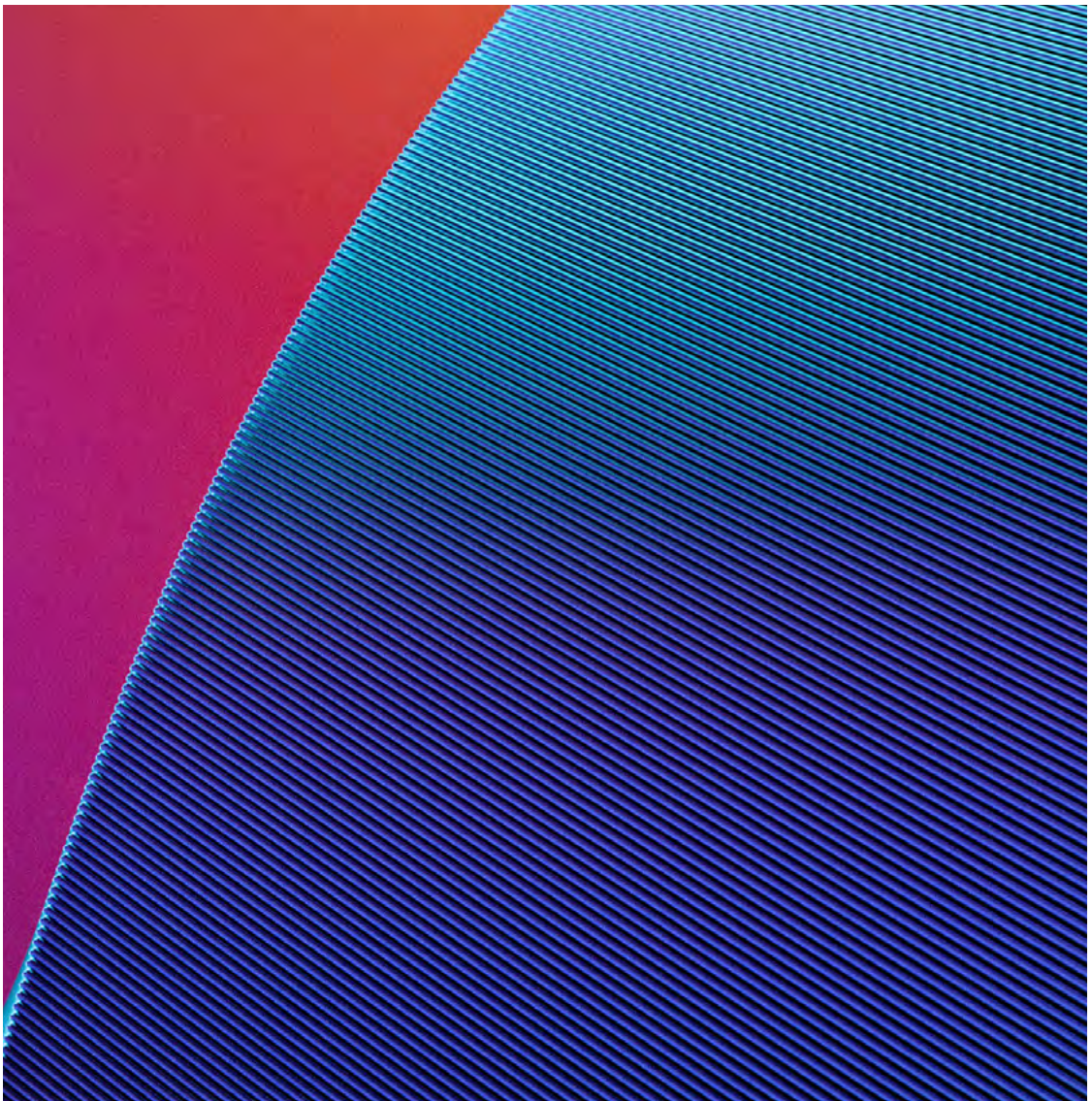
No obstante, en el acuerdo de inversión y pacto de socios debe hacerse referencia a las participaciones a que equivalen dichas unidades para cada inversor, teniendo en cuenta el valor nominal y prima de asunción en su caso, como constará en la subsiguiente ampliación de capital del *search fund* con las aportaciones dinerarias de los inversores que asumirán las participaciones sociales correspondientes. El total de valor nominal y prima de asunción, en su caso, deberá ser equivalente al valor de las unidades asumidas por cada inversor (ya que no necesariamente asumirán unidades enteras).

Los emprendedores suelen contratar los servicios legales cuando cuentan con una masa crítica de compromisos de inversores

En el Ecosistema SF, se ha generalizado la práctica de distribuir PPM sin contar con revisión legal. La causa principal es que los emprendedores suelen contratar los servicios legales cuando cuentan con una masa crítica de compromisos de inversores, generalmente el 60 % del *cap table* del fondo. Si bien la revisión legal del PPM no es actualmente estrictamente necesaria, sí que es recomendable contar con el visto bueno de un asesor legal, en particular para confirmar que el PPM contenga las menciones legales recomendables.

En particular, el PPM deberá informar de forma clara y entendible al inversor:

- Del riesgo que asume, esto es, la potencial pérdida de la totalidad de su inversión inicial. En este sentido, es preciso recordar que aproximadamente un 75 % de los fondos de búsqueda acaban adquiriendo un negocio, pero que hay un 25 % que no cierran la adquisición, y los inversores en este caso pierden la totalidad de su inversión inicial. Según el informe IESE, la causa principal de fracaso de la operación está en las contingencias que se detectan en el *due diligence*. En algunos casos, si los riesgos identificados durante la revisión legal son muy materiales, convendrá no cerrar la operación y reorientar los esfuerzos para intentar adquirir otra compañía (salvo en caso de que no queden fondos en el *search fund*, en cuyo caso se deberá liquidar el fondo).
- De la contraprestación del riesgo que asume, esto es, el derecho preferente de participar en la financiación de la adquisición de forma proporcional a su participación en el fondo de búsqueda, y el derecho de ajuste al alza (*step-up*) de su inversión en un 50 %.



2.

La constitución del vehículo inversor

Estructura de la inversión

Un aspecto de capital importancia será estructurar la operación de forma adecuada atendiendo a las circunstancias personales de los emprendedores, que son el elemento vertebrador que se mantiene a lo largo del ciclo vital del fondo de búsqueda.

En consecuencia, será esencial que los emprendedores cuenten con un asesoramiento fiscal y mercantil adecuado durante toda la vida del fondo de búsqueda.

Constitución de la sociedad. Ley Crea y Crece

La prudencia recomienda constituir el vehículo una vez se tenga una masa crítica de compromisos de inversión, a poder ser con anterioridad o carácter simultáneo a la firma del pacto de inversión y de socios. En términos de compromisos de los inversores, lo deseable sería que los compromisos constaran en documento firmado, pero muchos inversores prefieren realizar únicamente compromisos blandos (*soft commitments*) y posteriormente suscribir el acuerdo de inversión correspondiente.

En términos de constitución del vehículo, algunos emprendedores están constituyendo sus sociedades aprovechando las ventajas de la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas (la conocida como "Ley Crea y Crece") que permite constituir sociedades de responsabilidad limitada con estatutos tipo y su inscripción inmediata en el Registro Mercantil en menos de 24 horas, posponiendo la adaptación de los estatutos al momento del acuerdo de ampliación del capital social que dará entrada a los inversores en el capital social de la sociedad.

Algunos emprendedores están constituyendo sus sociedades aprovechando las ventajas de la "Ley Crea y Crece"

Limitación de responsabilidad

En España, los fondos de búsqueda se han constituido generalmente como sociedades de capital revistiendo el tipo de sociedad de responsabilidad limitada.

Sin perjuicio de que la limitación de responsabilidad sea por imperativo legal, los inversores internacionales exigen que la limitación de responsabilidad conste en el pacto de inversión y en el pacto de socios. A su vez, el inversor toma conocimiento y asume el riesgo de perder todo lo aportado al fondo de búsqueda en caso de que el fondo no consiga adquirir una empresa o negocio.

La limitación de responsabilidad de los socios es un elemento esencial del *search fund*. Por ello, el tipo de la sociedad limitada resulta, por ahora, el más recomendable.

Regulación de los fondos de búsqueda

Los fondos de búsqueda son relativamente recientes en el tráfico jurídico español y no gozan de una regulación expresa. Todos los emprendedores han constituido los fondos de búsqueda como sociedades de responsabilidad limitada, por ser la forma jurídica que mejor encaja con las vicisitudes del modelo *search fund*. Por tanto, aunque en la terminología se utilice la palabra fondo o fondo de búsqueda, en realidad, se trata de una sociedad de responsabilidad limitada en la inmensa mayoría de los casos.

Los fondos y sociedades de capital-riesgo que existen en el Ecosistema SF son los inversores institucionales que levantan fondos para invertir en *search funds*. Esto es, no hay que confundir a los fondos regulados que invierten en varios *search funds* (algunos de ellos invierten única y exclusivamente en *search funds*) y que se convierten, por tanto, en los inversores institucionales de los fondos de búsqueda, con los propios *search funds*, que son los vehículos de los emprendedores que, junto con los inversores que lo deseen, adquirirán las correspondientes *target*.

La sociedad de responsabilidad limitada es un traje societario que no está hecho a medida del *search fund*. Si este tipo de inversión se consolida, no cabe descartar una regulación específica de este vehículo, en la que el legislador requiera la constitución de sociedades reguladas y debidamente supervisadas por CNMV, como por ejemplo los fondos de capital riesgo europeos (FCRE), de tipo sociedad anónima, que no tienen restricciones de diversificación (permitirían la monoinversión), al que los inversores iniciales podrían acudir al *capital call* aportando sus participaciones en el fondo de búsqueda inicial a valor de *step-up*.

Los inconvenientes asociados a este tipo de estructura son principalmente: (i) los costes asociados a la constitución y gestión de un fondo regulado, y (ii) que el régimen de adopción de decisiones en el FCRE por parte de la entidad gestora no se ajusta bien al modelo de *search fund*, donde la decisión de inversión recae principalmente sobre el emprendedor.

Como ventajas: (i) los beneficios vinculados a la supervisión de la CNMV, (ii) en nuestra opinión, debería resultar aplicable el régimen fiscal especial del artículo 50 de la Ley del Impuesto sobre Sociedades para entidades de capital-riesgo, (iii) según el caso, la posibilidad de defender la aplicación de los beneficios de la empresa familiar del Impuesto sobre el Patrimonio e Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones para inversores con porcentajes de participación superiores al 5 % de los derechos de voto del fondo con forma de sociedad anónima y (iii) la aplicación del tratamiento fiscal del *carried interest* del IRPF aprobado por la Ley 28/2022, de 21 de diciembre, de fomento del ecosistema de las empresas emergentes, a los derechos económicos especiales entregados a los emprendedores como parte de su *equity vesting*.

En conclusión, deberemos estar atentos a la evolución de este tipo de inversión y las exigencias del legislador español en el tráfico jurídico. Un exceso de regulación que conlleve costes de estructura inasumibles podría cortar de raíz este tipo de inversión.

Diferencia con las SPAC

Los fondos de búsqueda se prestan a confusión con las *special purpose acquisition companies* (SPAC). Las SPACs son sociedades vehículo constituidas por uno o varios sponsors para: (i) levantar capital a través de una oferta en los mercados de valores y (ii) utilizar esos fondos para “integrarse” con una compañía operativa en un plazo máximo de unos dos años. De no cumplirse el objetivo en el plazo establecido los inversores tendrán derecho estatutario de reembolso de los fondos invertidos.

Como analogía, los *searchers* serían los *sponsors* de la SPAC, que tienen dos años para adquirir una compañía desde la salida a bolsa. No obstante, un fondo de búsqueda no pretende que una compañía cotice en bolsa ni las empresas objetivo de ambos tipos de inversión son comparables. Adicionalmente, uno de los objetivos de los *searchers* es ser CEO de la empresa adquirida, mientras que los *sponsors* rara vez son miembros del consejo de la empresa adquirida. Por último, a diferencia de la SPAC, el *searcher* va a disponer necesariamente del dinero fondeado durante la fase de búsqueda.

En las SPACs, de no cumplirse el objetivo, los inversores tendrán derecho estatutario de reembolso de los fondos invertidos



3.

Acuerdo de inversión y pacto de socios de la fase de búsqueda

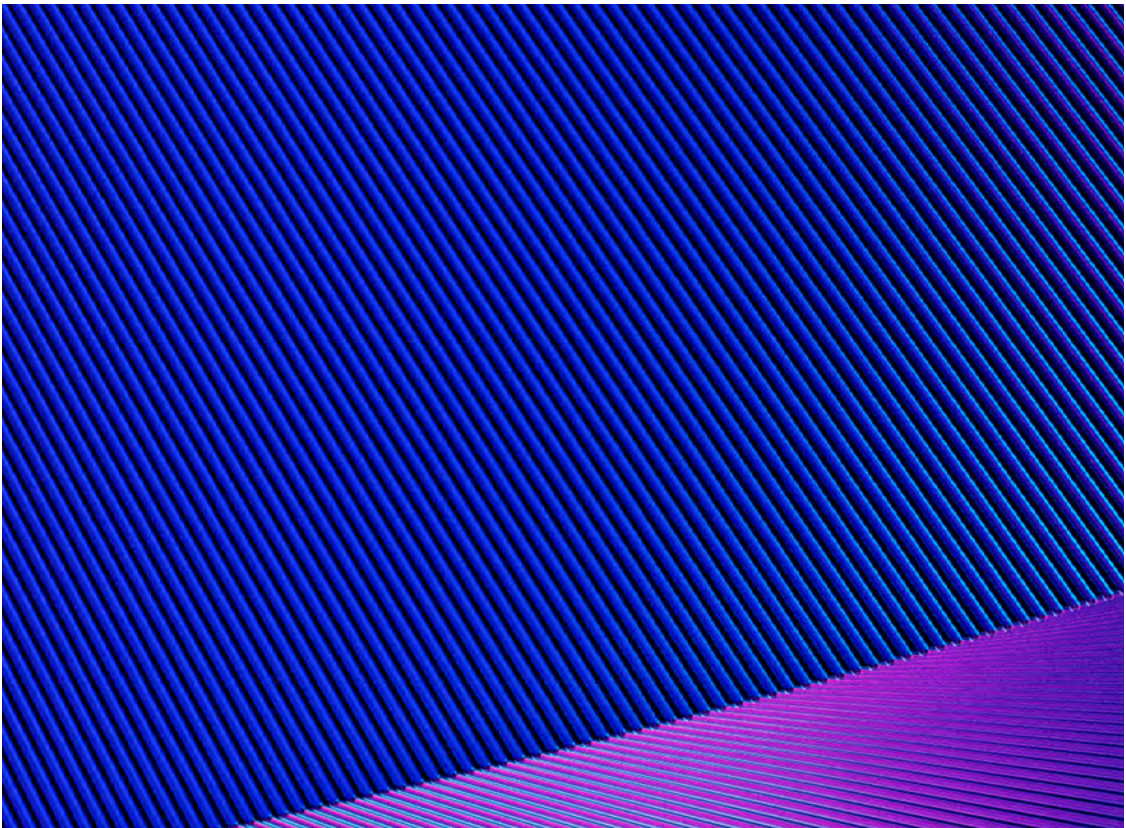
Los emprendedores y los inversores suscriben un pacto de inversión y pacto de socios para regular sus relaciones como socios partícipes del fondo de búsqueda durante la fase de búsqueda, y las relaciones de estos con el propio *search fund*.

Una práctica recomendable es la de acordar un primer borrador del pacto de socios con los inversores que lideran la operación (*lead investors*) antes de compartir el texto con el resto de los inversores. Si se sigue lo previsto en el modelo *search fund* tradicional, lo habitual será que el resto de los inversores no participen tan activamente en la negociación y estén atentos al visto bueno de los *lead investors*.

Los pactos de socios de esta fase tienen una vocación limitada a la fase de búsqueda de una empresa

El acuerdo de inversión y pacto de socios contendrá los habituales pactos de inversión, pactos organización, pactos de relación y pactos de atribución, con la particularidad de que este pacto tiene una vocación limitada a la fase de búsqueda de una empresa y será sustituido por uno nuevo en el momento de formalizar la adquisición.

Entre otros aspectos relevantes, el pacto contendrá el compromiso de inversión, el capital del fondo de búsqueda, la referencia a las unidades asumidas por cada inversor y las participaciones que ostentan inversores y emprendedores, las clases de participaciones, los derechos políticos y económicos asociados a cada clase, la designación del órgano de administración y derechos de información reforzados para los socios inversores.



No obstante, como especialidad del modelo *search fund*, destacamos las siguientes cláusulas que forman parte del acuerdo de inversión y pacto de socios:

- **Derecho preferente de participación en el llamado *acquisition financing***

Los inversores iniciales del fondo de búsqueda están financiando dos años de búsqueda a fondo perdido. Como compensación al riesgo asumido, se les otorga un derecho preferente de participar en la financiación de la adquisición de forma proporcional a su aportación al fondo, asegurando que el inversor pueda, como mínimo, ostentar directa o indirectamente en la *target* la parte proporcional a su inversión en el fondo de búsqueda.

Lo habitual será que, para la adquisición, el fondo de búsqueda tome financiación para acometer una parte de la adquisición y otra parte se financie vía las aportaciones de capital al fondo por parte de los inversores, a prorrata de su participación en el capital del fondo de búsqueda. En el caso de que no todos los inversores participen en la adquisición, puede darse lo que se conoce como una brecha de capital (*equity gap*) que el resto de los inversores podrá aprovechar para acrecentar su participación y, en consecuencia, sus derechos en el fondo de búsqueda.

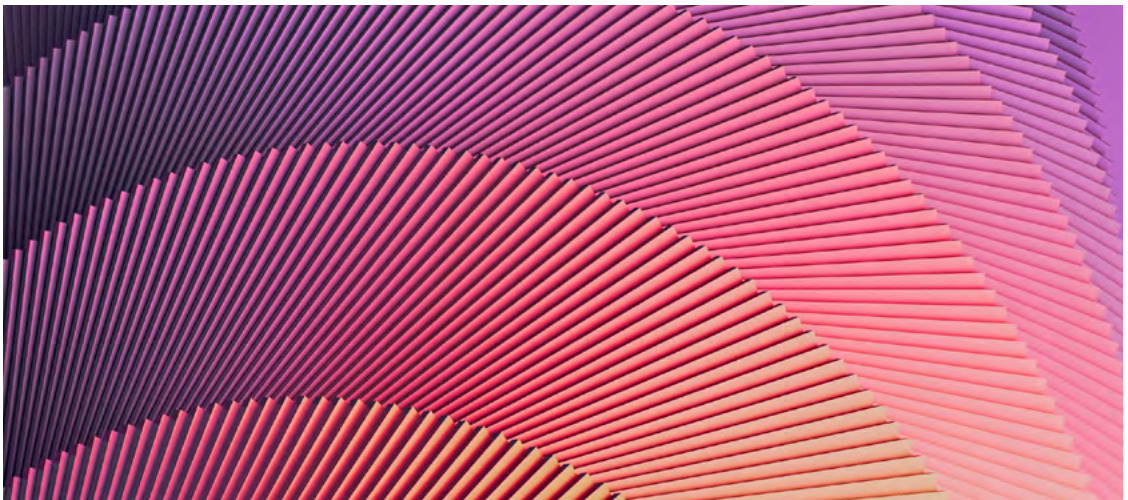
- **Derecho de *step-up***

Se otorga a los inversores el derecho de ajuste al alza (*step-up*) en un 50 % sobre el capital inicial invertido de forma automática en el momento de la adquisición y sin contribución adicional.

A modo ilustrativo: por cada euro invertido en el fondo de búsqueda, el inversor tiene derecho a percibir 1,5 euros:

- En el caso de los inversores que deciden no permanecer en el *search fund* en el momento de la adquisición, se les dará salida mediante la reducción de capital para devolver aportaciones o vía compraventa de participaciones propias para su amortización a valor de aportación más el *step-up*. Se suele establecer un plazo para el pago para que el fondo pueda tener liquidez suficiente.
- En el caso de los inversores que sí deciden permanecer en el fondo de búsqueda que efectuará la adquisición de la *target*, su participación se valorará en el *cap table* con su aportación más el *step-up* y, además, podrán formar parte del *acquisition financing* y acrecentar su participación.

Puede darse una brecha de capital (*equity cap*) para que los inversores acrecienten su participación y derechos en el fondo de búsqueda



- **Gobernanza corporativa del *search fund***

Los órganos sociales del fondo de búsqueda serán la junta general de socios y el órgano de administración. En algunos casos, los emprendedores designan un consejo asesor con funciones consultivas, sin competencias para la adopción de acuerdos sociales.

Durante la fase de búsqueda, el sistema de administración del fondo de búsqueda será habitualmente un administrador único (en el caso de *solo searcher*) o de administradores solidarios (o bien mancomunados) en el caso de *partnership*.

En el momento de la adquisición de la empresa *target*, lo habitual será que se modifique el sistema de administración y se constituya un consejo de administración, del que formarán parte los emprendedores y algunos inversores, incluso algún experto del sector si así lo convienen los socios.

Los emprendedores no buscan únicamente financiación, sino también lo que se conoce como *smart money*, con inversores que aporten valor al negocio (p.ej., actuando como mentores para los emprendedores, proporcionando reputación o incluso contactos con potenciales futuros inversores o colaboradores estratégicos).

En el pacto de socios, algunos inversores sugieren incluir una provisión para poder reservar una plaza del consejo de administración (*board carve-out*) para un nuevo inversor que entre en el *equity gap* y que aporte valor añadido a la inversión por la experiencia en el sector de la empresa adquirida.

- **Cláusula *Bill Egan***

Se trata de una cláusula que pretende proteger a los inversores en relación con *search funds* que se hayan podido desviar del proyecto inicial previsto en el PPM, de tal forma que inversores sin interés en el proyecto no estén obligados a seguir como socios inversores del fondo de búsqueda tras la adquisición.

La cláusula prevé que el fondo de búsqueda esté obligado a adquirir las participaciones de un inversor a precio de *step-up* si se dan de forma cumulativa los siguientes requisitos:

- que más del 50 % del *acquisition financing* provenga de nuevos inversores (es decir, que no invirtieron en la fase de formación del fondo de búsqueda);
- que dicho inversor no participe en la financiación de la adquisición de la *target*; y
- que el inversor ejercite su opción de venta.

Una forma de reforzar el contenido de este tipo de cláusulas es mediante el otorgamiento de opciones de compra y venta cruzadas entre inversores y el fondo de búsqueda, con otorgamiento de poder irrevocable, en relación con los inversores que no participen en la financiación de la adquisición.

Protección de los inversores en relación con *search funds* desviados del proyecto inicial en el PPM

- **Derechos económicos de los *searchers* y consolidación del *equity* (*vesting*)**

El mayor incentivo de los emprendedores no reside en el salario como gestor, sino en la posibilidad de liderar una empresa como CEO y la participación que puede ir consolidando en el fondo de búsqueda a partir de los hitos que se detallan a continuación.

Los emprendedores asumen un máximo de un 25 % del *search fund* en caso de un *solo searcher*, o un máximo de un 30% en caso de *partnership* (cada uno de ellos siendo titular de un 15 % del capital social de la compañía).

Tradicionalmente, la consolidación de estos derechos económicos (*vesting*), se realiza del siguiente modo:

- un tercio al momento de adquisición de la *target*;
- un tercio vinculado a la permanencia en la gestión de la compañía adquirida (generalmente cuatro años); y
- un tercio vinculado al grado de consecución de TIR para los inversores:
 - si la TIR es inferior al 20 %, obtienen cero participaciones;
 - si la TIR está entre el 20 % y el 35 % (no incluido), los emprendedores tendrán derecho a la parte proporcional conseguida, de tal forma que, si la TIR es del 27,5 %, consolidarán la mitad de las participaciones del tercio restante.
 - si la TIR es igual o superior al 35%, obtienen el tercio completo de participaciones.

En años recientes, se han propuesto modificaciones en la estructura de incentivos, de tal forma que la consolidación de los derechos económicos de los emprendedores sea un *split 50:50*, es decir:

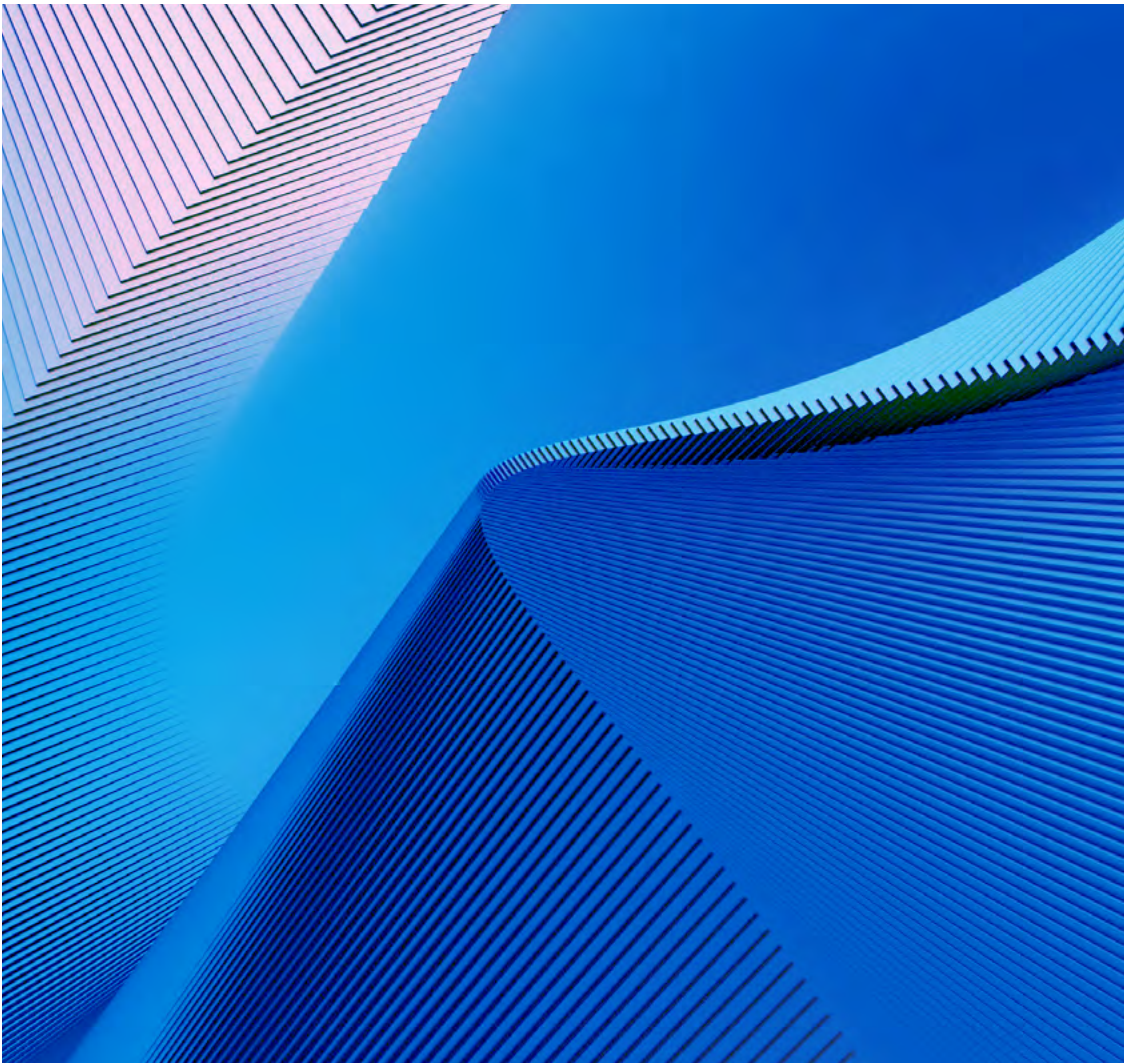
- un primer tramo (50 %) al momento de adquisición de la *target*; y
- un segundo tramo (50 %) vinculado al grado de consecución de TIR para los inversores:
 - si la TIR es inferior al 20 %, obtienen cero participaciones;
 - si la TIR está entre el 20 % y el 35 % (no incluido), los emprendedores tendrán derecho a la parte proporcional conseguida, de tal forma que, si la TIR es del 27,5 %, consolidarán la mitad de las participaciones del segundo tramo.
 - si la TIR es igual o superior al 35 %, obtienen la totalidad del segundo tramo.

Esta alternativa en la estructura de incentivos surgió a raíz de un *paper* publicado por IESE en julio de 2017 (referencia ST-452-E), en la que se sugerían algunos cambios en la práctica de mercado para mejorar la alineación de intereses entre los emprendedores y los inversores, como el cambio en estructura y consolidación de derechos de los emprendedores, o la renuncia al retorno preferente de los inversores. En todo caso, se trata de propuestas que, por ahora, no son la regla general.

El uso de la TIR como parámetro financiero para consolidar derechos económicos podría incentivar a los emprendedores a buscar un *exit* pronto. Esto contrastaría con la visión a largo plazo, factor que ha sido uno de los pilares de modelo tradicional de esta clase de activo.

Por esa razón, en el pacto de socios, a veces se incluye la posibilidad de pactar otros parámetros financieros, como el *multiple on invested capital (MOIC)*, a partir de un determinado año de la inversión y contando con una mayoría reforzada de inversores a favor. A diferencia de la TIR, que mide el retorno de la inversión de forma anualizada, el MOIC mide el crecimiento de la inversión de forma absoluta. Un MOIC de 2.0x en 3 años equivale a una TIR del 26%, mientras que el mismo MOIC en 5 años equivale a una TIR del 15%.

No obstante, el uso del MOIC puede incentivar el efecto contrario a la TIR, y que el emprendedor tarde demasiado en buscar el *exit* al eliminar el efecto anualizado del tiempo en el parámetro del retorno de la inversión. En todo caso, es importante señalar que si se opta por una visión “*Long Term Hold*” habrá que facilitar ventanas de liquidez a los inversores.



4.

Aumento del capital inicial del *search fund* y modificación de estatutos

Aumento de capital

Tras la firma del acuerdo de inversión, generalmente se acuerda un plazo para que los inversores realicen las transferencias correspondientes a sus aportaciones, en concepto de aumento de capital.

Una vez obtenida la certificación bancaria que acredite el desembolso de las aportaciones dinerarias realizadas, los emprendedores, reunidos en junta general de socios, acordarán el aumento de capital social con creación de nuevas participaciones, indicando la identidad de las personas que asumen las participaciones y la numeración de las participaciones atribuidas, con indicación del valor nominal y prima de asunción, en su caso.

Asimismo, se podrán crear clases de participaciones, preferentes para los inversores y ordinarias para los emprendedores, con la consiguiente modificación de estatutos sociales para prever los derechos y obligaciones asociados a cada clase. No obstante, tratándose de la fase de búsqueda, conviene evitar estructuras complejas.

Una alternativa al desembolso anterior o inmediato del aumento de capital es el aumento de capital en la que se acuerda un plazo para el desembolso de las participaciones sociales, previendo el desembolso incompleto y delegando en el órgano de administración la ejecución del aumento de capital y consiguiente modificación de estatutos sociales.

Modificación de estatutos sociales

Los estatutos deberán incorporar, en la medida que sea posible, los pactos acordados entre los socios. Asimismo, como medida para fomentar el cumplimiento de los compromisos recogidos en el pacto de socios, puede valorarse la inclusión de una prestación accesorias de cumplimiento del pacto, cumpliendo con los requisitos establecidos a estos efectos por la Dirección General de Seguridad Jurídica y Fe Pública.

Convertible loans

El Ecosistema SF no se adapta bien a los *convertible loans* o notas convertibles, mediante las cuales los inversores aportan fondos al vehículo a título de préstamo y, una vez cumplidos determinados hitos, tienen derecho a capitalizar el crédito adquiriendo participaciones de la sociedad mediante la conversión de su deuda en capital.

Sin entrar en valoraciones sobre este instrumento de capital importancia en otro tipo de inversiones como en el *venture capital*, la mayoría de los fondos de capital-riesgo de *search funds* y *family offices* del Ecosistema SF vehiculan su inversión mediante la asunción de participaciones del capital social del fondo de búsqueda.

Puede valorarse la inclusión de una prestación accesorias de cumplimiento del pacto



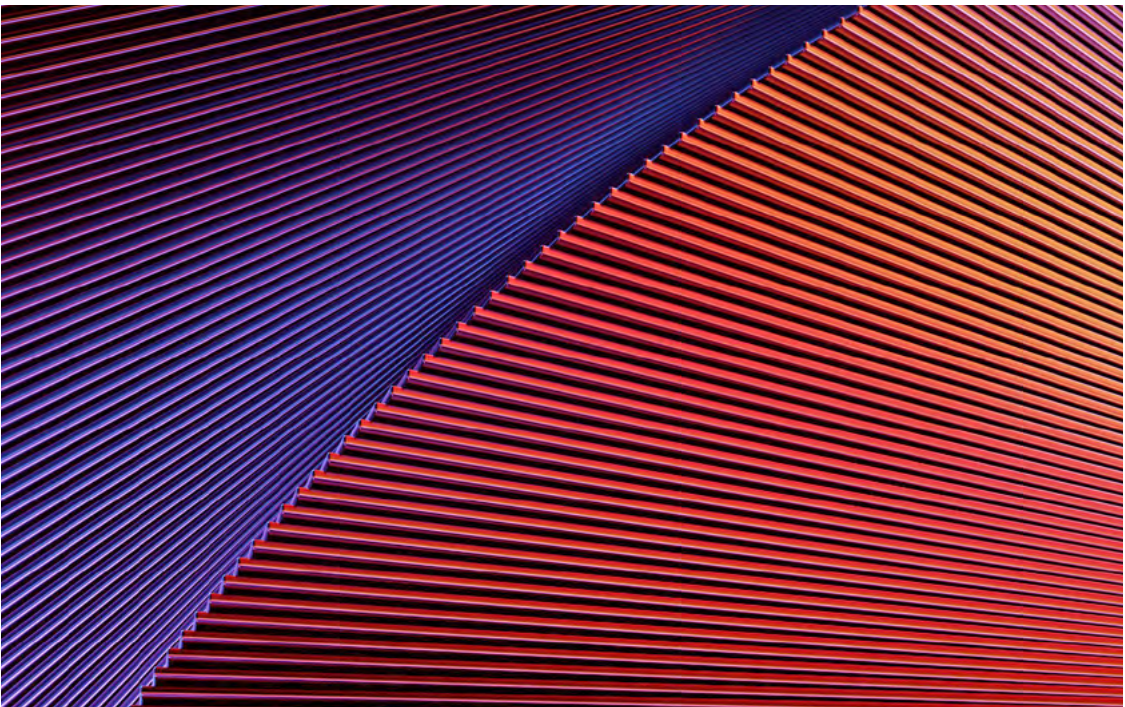
5.

Fase de búsqueda y adquisición

Due diligence y adquisición

En el proceso de búsqueda, los emprendedores identifican potenciales empresas y mantienen conversaciones con multitud de empresarios para adquirir su empresa.

- Los emprendedores suscriben con el potencial vendedor un acuerdo de confidencialidad (NDA) o una indicación de interés (IOI) no vinculante que contiene compromisos de confidencialidad, con el objetivo de profundizar en la revisión de la compañía (*pre-due diligence*) y en las negociaciones.
- Seguidamente, si hay interés por las dos partes, los emprendedores firman un acuerdo de intenciones (LOI) no vinculante, con los términos y condiciones de la operación (identificación de la empresa, valoración preliminar, forma de pago del precio), sujeto a la revisión (*due diligence*) de la empresa, vinculante únicamente en cuanto a las obligaciones de exclusividad, confidencialidad y asunción de determinados gastos de la operación. Por el tamaño de las operaciones, los *search funds* no suelen participar en procesos de compraventa mediante subastas (*beauty contest*) que suelen ser operaciones de mayor valor.
- Mediante el proceso de *due diligence* se analiza la información legal, financiera y técnica de la empresa objeto de adquisición para minimizar los riesgos que se asumen al adquirir la empresa y, en su caso, hacer los ajustes al precio correspondientes. Como indicado anteriormente, según el último informe de observaciones de IESE sobre *search funds* internacionales, la causa más común de no formalizar una operación es por las contingencias detectadas en el ejercicio de revisión.

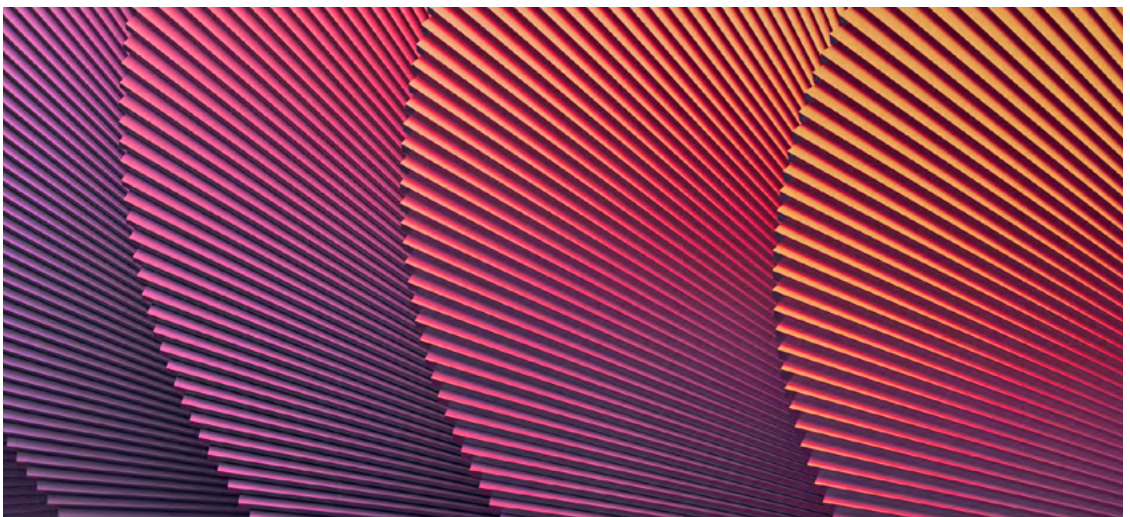


- La operación de compraventa tiene por finalidad adquirir el control de la empresa, lo cual se puede implementar, principalmente, mediante:
 - *Asset deal*: la adquisición de los activos y pasivos de la empresa o negocio. Estamos ante una adquisición directa de los activos y pasivos en la que se produce un cambio de su titularidad que pasan a ser propiedad del vendedor. La transmisión se produce sobre la base de un único negocio (el negocio causal de compraventa de empresa) pero a través de una pluralidad de “modos de entrega” de los distintos elementos que forman parte de ella (cada uno de los cuales deberá ser objeto de entrega según las reglas que le sean específicamente de aplicación). En el marco de un *asset deal* solo son objeto de transmisión aquellos activos y pasivos específicamente identificados por las partes en el contrato de compraventa (con algunas excepciones legales como la responsabilidad laboral, tributaria o medioambiental). En la práctica la responsabilidad asumida en última instancia dependerá de la distribución de riesgos que se negocie contractualmente.
 - *Share deal*: la adquisición de las acciones o participaciones de la sociedad titular de los activos de la empresa.

La parte vendedora son los socios de la sociedad y la parte compradora adquiere la titularidad de la empresa mediante la compra de las participaciones sociales o acciones. La parte vendedora otorga una serie de manifestaciones y garantías a la parte compradora y estableciendo un régimen de responsabilidad. La falta de veracidad o incorrección de las manifestaciones y garantías será un incumplimiento contractual y dará lugar al régimen de responsabilidad y resarcimiento de daños previsto en el contrato de compraventa (SPA).

En cuanto a los contratos de la operación, cuando se produce la adquisición se deja sin efecto el pacto de socios anterior y normalmente se suscriben los siguientes contratos principales:

- El acuerdo de inversión (*investment agreement* o IA), que regula los términos y condiciones en los que se lleva a cabo la inversión, generalmente vía aumento de capital mediante desembolsos dinerarios. La sociedad es parte de este contrato.



- El contrato de compraventa de acciones o participaciones sociales (SPA) o de activos o unidad de negocio (BPA).

Centrándonos en el SPA, el contrato de compraventa recoge los principales elementos de la transmisión, como son el objeto de la compraventa, el precio (que incluye, en su caso, potenciales ajustes al precio, precio variable, etc.), la forma de pago del precio, condiciones suspensivas, actuaciones al cierre, obligaciones tras el cierre, manifestaciones y garantías (R&W), compromisos de indemnización específica (*specific indemnities*), régimen de responsabilidad, garantías reales o personales, entre otros.

El SPA se eleva a público ante Notario para formalizar la transmisión de las acciones o participaciones.

- Un nuevo pacto de socios (*shareholders agreement* o SHA) que deje sin efectos el SHA de la fase de búsqueda y regule la fase de adquisición, gestión de *target* y escenarios de liquidez, regulando en particular: (a) los términos y condiciones de las relaciones entre los socios en su condición de socios de la sociedad y de estos con la sociedad, con especial referencia a la forma de consolidación de derechos económicos por parte de los *searchers*; (b) el régimen de transmisión de participaciones; y (c) el funcionamiento, la gestión y la estructura organizativa de la sociedad, con materias reservadas de junta y de consejo de administración, así como determinadas obligaciones específicas de los *searchers* y las consecuencias de su eventual incumplimiento. La sociedad será parte de este contrato. En los apartados 6 a 10 siguientes se tratan en detalle algunos aspectos esenciales que se regularán en el pacto de socios de la adquisición.
- Es recomendable la elevación a público del acuerdo de inversión y del pacto de socios el día del cierre, para lo cual convendrá haber gestionado con tiempo los poderes especiales en caso de contar con inversores extranjeros.

Este tipo de operaciones se suelen ejecutar en periodos de tiempo cortos, con calendarios muy ajustados, lo que exige a las partes y a sus asesores conocimiento específico de los estándares de mercado y agilidad en la negociación.

Los abogados tendrán que empatizar y facilitar la comunicación entre las partes

Con todo, es muy importante entender que la parte vendedora estará probablemente ante la primera venta de su vida, transmitiendo el proyecto empresarial en el que su familia ha puesto todo su esfuerzo. Los abogados tendrán que empatizar con la situación y facilitar la comunicación entre las partes para construir la confianza necesaria para cerrar la operación, a la vez que será preciso atender las solicitudes de los inversores respecto los documentos de la inversión.

Adicionalmente, suelen ser operaciones de elevada complejidad técnica al ser necesario alinear los intereses de accionarios muy atomizados y con grandes diferencias en el valor de su inversión. Ello exige analizar los retos que se planteen y buscar soluciones innovadoras.

6.

Distribución de flujos distribuibles y preferencia de liquidación

En el pacto de socios del momento de la adquisición, se definirán los flujos distribuibles y se regulará el orden de prelación en la cascada de distribución de dividendos, en los pagos derivados de un evento de liquidez y, en su caso, de la cuota de liquidación:

- En primer lugar, se reintegrará a los inversores el importe de todas sus aportaciones (con el *step-up*, en su caso).
- En segundo lugar, se abonará a los inversores el retorno preferente, consistente en el interés compuesto anual que se pacte sobre las aportaciones pendientes de reembolso.
- En tercer lugar, se abonará a los emprendedores (ahora ya directivos de la empresa adquirida) el llamado *catch-up*, esto es, el porcentaje de derechos económicos que haya consolidado cada uno de ellos.
- La distribución de los flujos restantes distribuibles se realizará a prorrata de la participación de los socios en el capital social, incluyendo a inversores y emprendedores sin preferencia en la distribución.



7.

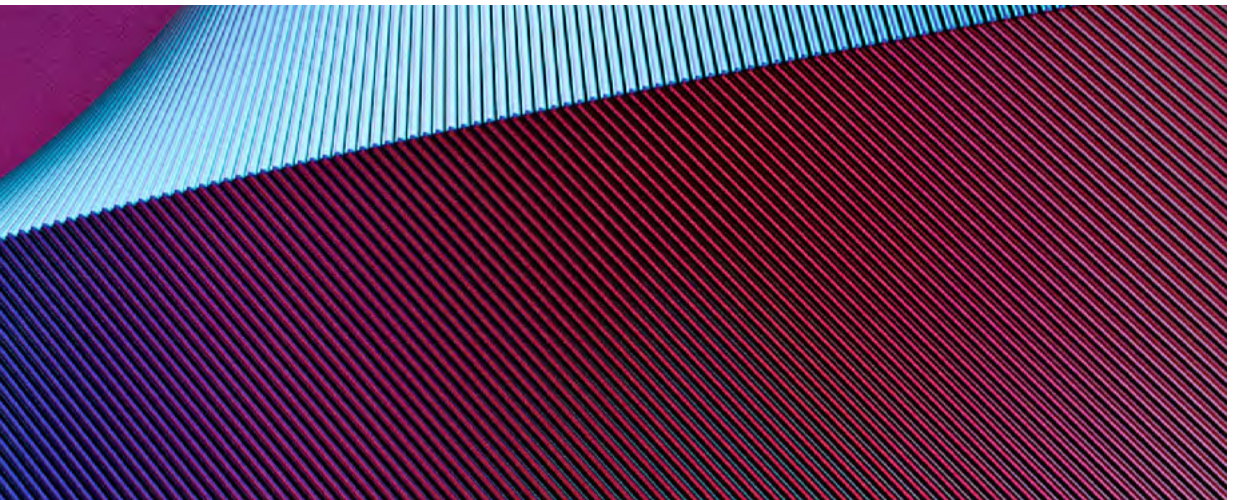
Los pactos relativos a la transmisibilidad se regulan de forma exhaustiva

Transmisión de participaciones. Derecho de arrastre

En el pacto de socios del momento de la adquisición, se detallará el régimen de transmisión de participaciones. En este sentido, es habitual establecer periodos de prohibición de venta (*lock-up*) para los emprendedores, transmisiones libres entre miembros del grupo, derechos de adquisición preferente y derechos de arrastre (*drag-along*).

Los pactos relativos a la transmisibilidad de las participaciones sociales se regulan de forma exhaustiva y, frecuentemente, diferenciando entre clases de participaciones. Estos son los pactos más habituales, aunque pueden variar según la fase del *search fund*:

- Periodos de prohibición de venta de sus participaciones (*lock-up*) para los emprendedores.
- Regulación de supuestos de transmisiones permitidas entre sociedades del mismo grupo (acordándose una definición más amplia del concepto de grupo).
- Derechos de adquisición preferente y, frecuentemente, diferenciados por las clases de participaciones sociales.
- Derechos de acompañamiento en caso de venta (*tag-along rights*).
- Derechos de arrastre (*drag-along*), que permiten a una mayoría de inversores obligar al resto a vender el 100 % de la compañía. En todo caso, en estructuras donde los inversores son socios del *search fund* y la empresa adquirida es una filial íntegramente participada por el *search fund*, será preciso estructurar adecuadamente el derecho de arrastre y prever los instrumentos necesarios para su ejecución.



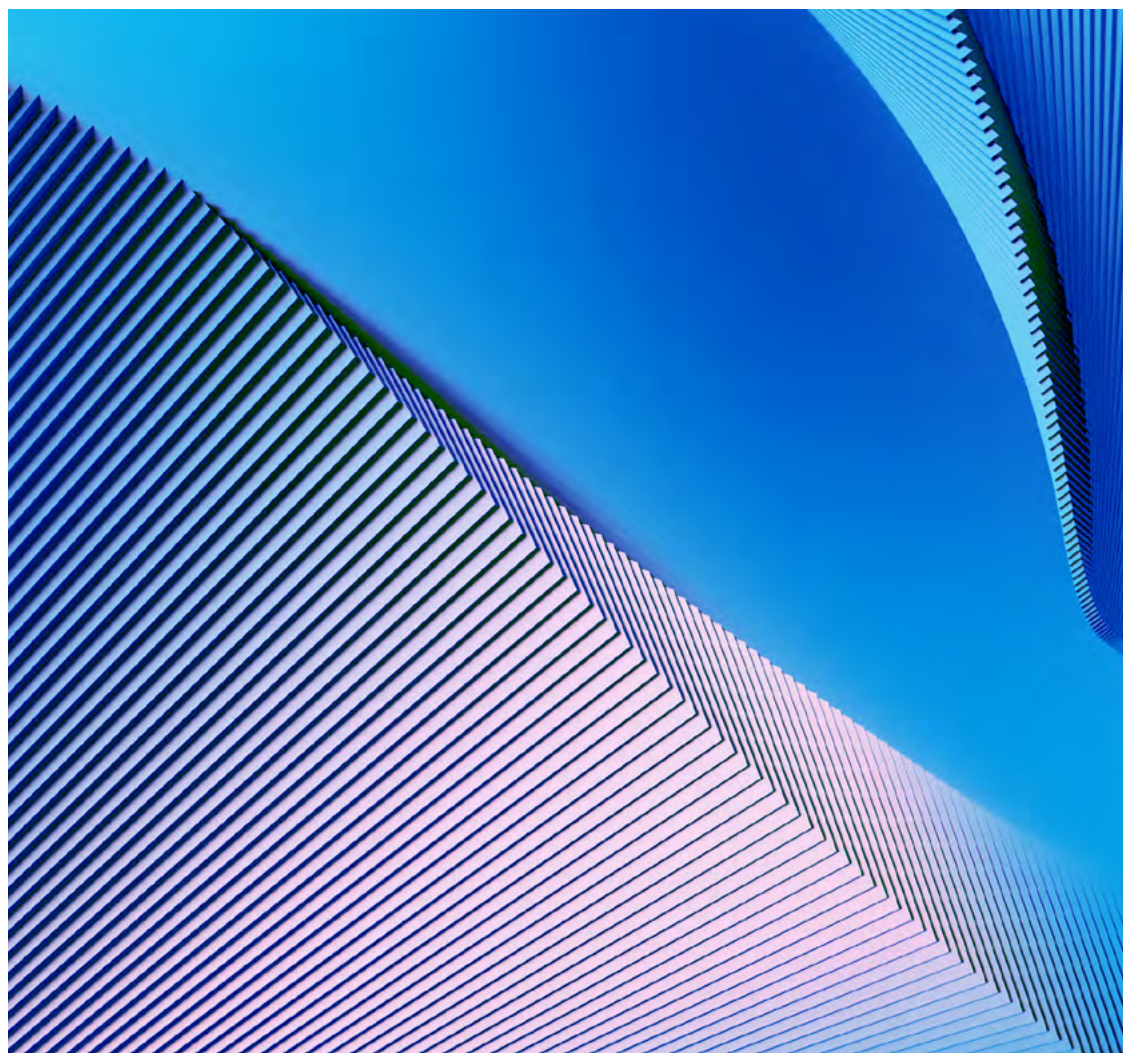
8.

Es frecuente exigir a los emprendedores obligaciones de permanencia y exclusividad en sus funciones, con una opción de compra en caso de incumplimiento

Good leaver bad leaver

Los emprendedores son personas decisivas para el éxito del *search fund*. Es frecuente exigirles obligaciones de permanencia y exclusividad en sus funciones, con una opción de compra de sus participaciones en favor de los inversores y de la sociedad (para su amortización) en caso de incumplimiento.

En algunos casos en los que, por eficiencias de estructura fiscal, se entregan a los emprendedores más participaciones de lo habitual en el modelo de *search fund* tradicional, se suele regular un periodo de *reverse vesting*, esto es, que, en caso de ejercicio de la opción de compra como consecuencia del incumplimiento de alguna de las obligaciones específicas del emprendedor, la obligación de venta del emprendedor de un porcentaje de sus participaciones sociales disminuya conforme pasa el tiempo. La contraprestación dependerá de si estamos ante un supuesto de *bad leaver* o de *good leaver*. Son ejemplos típicos de *bad leaver* el cese voluntario antes de que finalice el periodo de permanencia o el despido procedente y de *good leaver* el cese o despido improcedente.



9.

Planes de incentivos

Con el objetivo de alinear los intereses del *search fund* y el personal clave de la empresa adquirida, así como herramienta para atraer talento estratégico, es frecuente que en el pacto de socios de la adquisición se prevea la posibilidad de implementar un plan de incentivos cuyos beneficiarios suelen ser el personal clave, siendo el más común el de las participaciones equivalentes (*phantom share plan*). Generalmente, se acepta ofrecer hasta un máximo del 5 % del *equity*.

Sistema de incentivos basado en la revalorización de unas participaciones teóricas en las que se divide el capital social: *phantom shares*

Un *phantom share plan* es un sistema de incentivos basado en la revalorización de unas participaciones teóricas en las que se divide el capital social (las *phantom shares*). La empresa asigna a los beneficiarios *phantom shares*, cuyo valor teórico es equivalente al de las verdaderas participaciones, y se pacta que, ante un determinado evento de liquidez, el beneficiario percibirá: (i) bien un importe equivalente al valor económico de las participaciones reales en el momento en que se produce el evento de liquidez; o (ii) bien el importe de la diferencia de valor de la participación entre el momento en que la opción se concede y el valor de la participación cuando se produce el hito.

La consolidación de estos derechos de adquirir *phantom shares* está sujeta a un *vesting period*, esto es, un período de tiempo durante el cual el beneficiario va adquiriendo gradualmente esas *phantom shares*. Directamente ligado a ello está el concepto de la cláusula *cliff*, que establece un periodo de tiempo mínimo inicial (carencia) para consolidar el primer paquete de las *phantom shares* asignadas, normalmente de un año de duración.

10.

Derechos de información reforzados y auditorías voluntarias

Es habitual la inclusión en el pacto de socios de derechos de información adicionales a los que otorga la Ley de Sociedades de Capital a los socios de una sociedad de responsabilidad limitada, que permitan a los inversores supervisar la marcha del negocio y las principales actuaciones del equipo de gestión.

Adicionalmente, es habitual que los inversores exijan que tanto el *search fund* como la empresa adquirida auditen sus cuentas anuales, aunque no tengan obligación legal de hacerlo, a fin de tener una contabilidad uniforme y objetiva, así como de cumplir sus políticas internas.



Key contacts

Nuestro equipo
especializado en
search funds



Jorge Canta
Socio

jorge.canta@cuatrecasas.com



Gerard Correig
Socio

gerard.correig@cuatrecasas.com



Alejandro Payá
Socio

alejandro.paya@cuatrecasas.com



José Manuel de Foronda
Asociado

josemanuel.deforonda@cuatrecasas.com



Edgar Preixens
Asociado

edgar.preixens@cuatrecasas.com



© 2025 CUATRECASAS | All rights reserved.

Este documento es una recopilación de información jurídica elaborado por Cuatrecasas. La información o comentarios que se incluyen en el mismo no constituyen asesoramiento jurídico alguno.

Los derechos de propiedad intelectual sobre este documento son titularidad de Cuatrecasas. Queda prohibida la reproducción en cualquier medio, la distribución, la cesión y cualquier otro tipo de utilización de este documento, ya sea en su totalidad, ya sea en forma extractada, sin la previa autorización de Cuatrecasas.

