



***TESIS DE GRADO EN
INGENIERIA INDUSTRIAL***

***SEARCH FUNDS
Estudio de prefactibilidad para
su implementación en Argentina***

***Autor:
Guillermo Caizza***

***Director de tesis:
Ingeniera Brenda Caizza***

2005

**A mi familia,
por el fuerte apoyo y cariño
brindado durante el transcurso
de mis estudios en el ITBA.**

Resumen Ejecutivo

Search Fund es un concepto que nació en el año 1984 en los EE.UU. Es un modelo de inversión en la cual inversores soportan financieramente los esfuerzos de entrepreneurs para que estos primero localicen, y luego compren una empresa.

Dicho modelo está formado esencialmente por cinco etapas. La primera implica la creación del Search Fund en donde un grupo de emprendedores con estudios de postgrado, en la mayoría de los casos, se juntan con el objetivo de buscar una empresa familiar o PyME, para comprarla y dirigirla. Para ello, dichos emprendedores buscan inversores independientes para obtener financiamiento inicial con el fin de detectar y encontrar, primero el tipo de industria en donde invertir para luego sí seleccionar la empresa target a adquirir. Así, dichos inversores particulares invierten una suma de dinero que se destina a cubrir los costos fijos que los entrepreneurs tienen para localizar la compañía que se desea comprar. Una vez finalizada la etapa de búsqueda, se procede con la etapa de adquisición, en donde se vuelve a pedir financiación a los inversores para proceder con la compra. Debe aclararse que en el momento de la adquisición, los inversores que financian la etapa de búsqueda, están comprando el derecho a comprar la empresa elegida por sobre otros inversores. De este modo, son ellos quienes tienen prioridad para comprar la empresa. La cuarta etapa implica la operación de la empresa por parte de los emprendedores. De esta manera los emprendedores pasan a formar parte de la dirección de la compañía con el objetivo de realizar cambios que impacten en el resultado económico-financiero de la organización. Por otro lado, los inversores pasan a ser los dueños de la empresa buscando tener un retorno sobre su inversión a través de una venta futura de la misma, dividendos en efectivo, o a partir de la recompra de acciones por parte de la empresa.

A partir de la investigación efectuada, se llega a la conclusión que este vehículo de inversión, tan exitoso en los EE.UU., tendría importantes dificultades para su aplicación en Argentina. Las principales barreras que dificultan y obstaculizan la implementación de esta herramienta de inversión en Argentina son barreras culturales, de información y de financiamiento.

En Argentina, dada la desconfianza e inseguridad jurídica, sería muy complicado encontrar inversores que aporten dinero para la primer etapa de búsqueda de la empresa a adquirir, sin saber de antemano en que industria se desea invertir o si finalmente los emprendedores agotarán los recursos sin haber tenido éxito en encontrar una empresa interesante para comprar. Además, el limitado acceso a información sobre industrias y empresas locales,

dificulta el análisis sectorial y la búsqueda de posibles adquisiciones, limitando así la creación del Search Fund. Por último, la crisis argentina, el “corralito” financiero, el posterior default y la devaluación del país redujo los niveles de financiamiento bancario a mínimos históricos. Los niveles de endeudamiento que los Search Funds tienen en los EE.UU. (del 75%) serían imposibles de obtener en el mercado financiero local dadas las condiciones económicas actuales. Además, un emprendimiento tan apalancado es considerado muy riesgoso, siendo imposible dicha estructura de financiamiento. Así, la cantidad limitada de inversores con capacidad de invertir en la compra de una empresa a través del concepto de Search Fund, sumado al poco acceso a financiamiento bancario, dificulta la implementación del concepto de Search Fund.

A pesar de la difícil implementación de este modelo en el corto plazo, existen factores que hacen pensar que es posible aplicar Search Fund en un futuro más lejano. Por un lado existen en nuestro país gran cantidad de profesionales con el deseo y la capacidad de realizar su propio emprendimiento.

Además, es una inversión que históricamente ofrece altos retornos (según una investigación realizada en el año 2003 por el Center for Entrepreneurship del Stanford Graduate School of Business, un estudio exhaustivo de 36 search funds arrojó un retorno promedio (TIR) del 33.4%.) De esta manera, podría haber muchas personas interesadas como los inversores independientes, los entrepreneurs y el gobierno, en el gran valor que se puede generar al expandir el negocio y profesionalizar el management de dichas empresas para finalmente obtener resultados positivos.

Executive Brief

The search fund concept has been in existence since 1984. A search fund is an investment vehicle in which investors financially support an entrepreneur's efforts to locate and acquire a privately held company.

This model has five stages. The first one involves the creation of the Search Fund, in which a group of entrepreneurs with graduate studies (in most of the cases), get together with the primary objective of locating a family run or small size business to buy and manage it. The entrepreneurs look for independent investors who will contribute initial capital to fund the research and find the industry and company in which to invest. In this way these investors pay the entrepreneur a salary and cover expenses during the search process. Once the research stage of the process is finished the acquisition stage starts. Investors can decide whether or not to participate in the acquisition transaction. We should clarify that what the investors that financed the research are buying, is a right of first refusal to be investors at the acquisition stage.

The fourth stage is running the business. The entrepreneurs start to manage the company in order to make the necessary changes to create value. The investors take ownership of the business and try to achieve a return on their investment via a future sale, dividends, or share repurchase.

The conclusion of this paper is that although this vehicle is successful in USA, it would be very difficult to implemented in Argentina. The principle obstacles for this form of investment are; cultural, informational and financial barriers.

Given the lack of trust and legal stability, it would be very complicated to find individuals that would be willing to invest in the first stage of research. Especially without having specific industry knowledge or knowing if the entrepreneurs are going to be successful in finding a company in which to invest.

In addition, the limited access to information about industries or local companies increase the difficulty of analyzing and researching different acquisition alternatives. This limits the creation of the Search Fund. The Argentine crisis, the financial "corralito", the default and the devaluation of the currency has drastically reduced the levels of available bank loans to historic lows.

Search Funds finance the acquisition of Companies using almost 75% in bank debt. These levels of leverage would be impossible to obtain in the local market given today's economic situation. In addition, such a debt load would increase

the risk of the venture. Both the limited amount of investors capable of investing in a Search Fund and the limited access to bank debt make implementing a Search Fund increasingly difficult.

Short term, it seems very complicated to apply this concept. However, there are some things that can indicate that it might be possible in the long term. In first place, there is a growing supply of university graduates with the desire and the capabilities to run their own business in Argentina.

In second place, this kind of investment vehicle has high historic returns (according to a research made in 2003 by the Center for Entrepreneurship of Stanford's Graduate School of Business, the average internal rate of return (IRR) of 36 Search Funds was of 33.4%). Hence, there could potentially be many high net worth individuals, entrepreneurs and government interested in the enormous value that can be created by both growing and professionalizing a business in order to obtain profitability.

Referencia bibliográfica

Este documento propone el análisis de la implementación del Search Funds en Argentina. En cuanto a la metodología de trabajo empleada para el desarrollo de esta investigación, inicialmente se comenzó con la etapa de recopilación de información e investigación de los temas vinculados con Search Funds, tomando distintos paper's y traducciones de paneles, que en su mayoría, fueron realizados por la Universidad de Stanford, lugar donde se empezó a utilizar esta herramienta. Luego, se explica el proceso del Search Fund con cada una de las etapas que lo componen para finalmente sí analizar su posible aplicabilidad en Argentina.

Palabras clave: Search Fund, emprendedores, inversores independientes.

Abstract

The purpose of this document is to analysis the implementation of the Search Funds in Argentina. The methodology used in this paper starts with the recompilation of information and the research of the Search Fund concept, taking into consideration different papers and panel translations. The majority of the research papers where made by Stanford University, where this model started. The Search Fund model is then explained in detail. Finally, the applicability of this model in Argentina is analyzed.

Key words: Search Fund, entrepreneurs, independent investors.

Agradecimientos

Quiero agradecer a toda mi familia, mi papá, mi mamá y mis tres hermanas, quienes me apoyaron durante la realización de la tesis. Ellos no solamente se mostraron interesados en el proyecto final desarrollado, preguntando continuamente sobre el avance de la investigación, sino que también colaboraron con diversas opiniones sobre el tema en cuestión. Esta energía recibida por parte de mis seres queridos fue un punto muy importante en la realización del proyecto

También quiero agradecer a mi tutora y hermana la Ing. Brenda Caizza, recibida en el ITBA, por ayudarme y asesorarme durante la investigación, y a mis amigos el Ing. Nocella Federico, Ing. Costa Agustín, Ing. Barletta Pablo, Ing. Alonso Martín y al Ing. Garófalo Facundo quienes realizaron la carrera conmigo y durante los cinco años de estudio compartieron grandes experiencias y vivencias que ayudaron a formarme como profesional y como persona.

Caizza, Guillermo

Indice

1. SEARCH FUND COMO HERREMIENTA DE INVERSIÓN.....	1
1.1 Introducción.....	1
1.2. Creación de valor	2
1.2.1. Profesionalización del Management	2
1.2.2. Expansión de Negocio	2
1.2.3. Mejoras en la eficiencia operativa.....	3
1.2.4. Utilización apropiada de leverage financiero	3
1.2.5. Expansión en los múltiplos de valuación de la industria.....	3
2. ETAPAS DEL SEARCH FUND.....	3
2.1.Recaudación de Fondos para la constitución del Search Fund	3
2.2. Búsqueda del Search Fund	4
2.3. Adquisición	5
2.4. Operación de la compañía	6
2.5. Retorno para los accionistas	6
3. ANÁLISIS SOBRE LA APLICABILIDAD DE SARCH FUNDS EN ARGENTINA.....	7
3.1. Constitución del Search Fund	7
3.2. Proceso de búsqueda	11
3.3. Adquisición	13
3.4. Operación de la compañía	14
3.5. Generación de valor	15
4. RESULTADO DE LA INVESTIGACIÓN.....	17
4.1 Barreras Culturales	17
4.2 Barreras de Información	17
4.3 Barreras de Financiamiento	18
4.4 Aplicabilidad del modelo en el largo plazo	18
5. BIBLIOGRAFIA	19
6. ANEXOS	21

SEARCH FUNDS
***Estudio de prefactibilidad para
su implementación en Argentina***

1. SEARCH FUND COMO HERREMIENTA DE INVERSIÓN

1.1. Introducción

El objetivo de esta investigación es estudiar la factibilidad de implementar el concepto de Search Fund en Argentina.

En cuanto a la metodología de trabajo empleada para el desarrollo de esta investigación, inicialmente se comenzó con la etapa de recopilación de información e investigación de los temas vinculados con Search Funds, tomando distintos paper's y traducciones de paneles, que en su mayoría, fueron realizados por la Universidad de Stanford, lugar donde se empezó a utilizar esta herramienta. Posteriormente, se explica el proceso del Search Fund con cada una de las etapas que lo componen para finalmente sí analizar su posible aplicabilidad en Argentina.

Search Fund es un concepto que nació en el año 1984 en los EE.UU. Es un modelo de inversión en la cual inversores soportan financieramente los esfuerzos de entrepreneurs para que estos primero localicen, y luego compren una empresa.

Típicamente cuando se constituye un Search Fund, los entrepreneurs que lo crean son personas jóvenes, recién graduados de un MBA o de una escuela de Leyes. Las mismas, no poseen casi experiencia en management u operaciones. Estas personas (puede ser un solo individuo o un grupo de entrepreneurs) localizan inversores independientes, que están dispuestos a invertir una suma de dinero que se destina a cubrir los costos fijos que los entrepreneurs tienen para localizar la compañía que se desea adquirir. Una vez que se decide realizar una inversión en una empresa, generalmente en empresas familiares o PyMEs, los mismos inversores que invirtieron en el Search Fund, tiene la opción preferencial de invertir en dicha empresa. De esta manera, los entrepreneurs dirigen la compañía haciendo uso de conocimientos estratégicos, de planeamiento, financieros, etc, desarrollados en estudios de postgrado, con el objetivo de provocar un fuerte crecimiento en el resultado económico-financiero de la empresa. Por otro lado, los inversores pasan a ser dueños de la organización, esperando tener un retorno sobre la inversión de capital.

Para minimizar algunos de los riesgos de la inversión, en Estados Unidos los entrepreneurs eligen generalmente, compañías dentro de industrias que están sujetas a poco cambio tecnológico, son fáciles de entender y en las que la

competencia está fragmentada, tanto geográficamente como por líneas de producto. Esto permite minimizar el riesgo de ejecución, y dar tiempo en el inicio de la nueva gestión, a que los entrepreneurs se consoliden en su nueva función. También se consideran otros aspectos para la elección de la industria como su mantenimiento sostenido en el tiempo, la selección de compañías con historiales positivos de crecimiento, cash flows estables y se tiende a invertir lógicamente en organizaciones donde haya oportunidades de mejoramiento y crecimiento.

1.2. Creación de valor

Son sorprendentes los niveles de retorno que los Search Funders han obtenido a lo largo de su historia, teniendo en cuenta que dichos emprendedores comienzan típicamente a manejar compañías en donde el actual dueño o CEO¹ las ha operado por años. Según una investigación realizada en el año 2003 por el Center for Entrepreneurship del Stanford Graduate School of Business, un estudio exhaustivo de 36 search funds arrojó un retorno promedio (TIR) del 33.4%.

Estos altos retornos están vinculados con distintas formas de generación de valor que tienen los Search Funders en los EE.UU. A continuación se enumeran las causas más determinantes en la obtención del éxito de los Search Funds en dicho país.

1.2.1. Profesionalización del Management

Típicamente, los Search Funders compran empresas que no tienen un management profesionalizado. Esto se debe a que estas compañías son PyMEs y en muchos casos, familiares. Así, los entrepreneurs generan valor trayendo a estas empresas una visión global de prácticas empresariales, relacionadas con temáticas vinculadas con Planeamiento Estratégico, Finanzas, Marketing, Producción y Operaciones, etc.

1.2.2 Expansión de Negocio

Generalmente, los entrepreneurs ingresan en negocios que tienen un fuerte potencial de expansión. Ellos logran dicha expansión incrementando los canales de distribución de sus productos y, o servicios actuales, mediante la expansión en sus líneas de producto, incrementando los niveles generales de precios mediante la aplicación efectiva de prácticas de marketing o

integrándose verticalmente, a partir de la sucesiva compra de empresas del rubro para obtener los beneficios de una consolidación de negocios.

1.2.3 Mejoras en la eficiencia operativa

Incrementos en las operaciones mediante la implementación de planes específicos, permiten mejorar la rentabilidad y consecuentemente, el valor de la compañía.

1.2.4 Utilización apropiada de leverage financiero

Aun si ninguna otra mejora pueda ejecutarse, el entrepreneur puede crear valor para sus inversores mediante la utilización eficiente de deuda financiera.

1.2.5 Expansión en los múltiplos de valuación de la industria

Una mejor perspectiva de la industria, o concentración de la misma puede aumentar el valor de la compañía, al incrementarse los múltiplos de valuación de la empresa. Esto se traduce en un mayor retorno para los inversores.

2. ETAPAS DEL SEARCH FUND

Con el objetivo de analizar la factibilidad de implementar el concepto de Search Fund en Argentina, se describen a continuación, las etapas de dicho vehículo de inversión. Las mismas pueden resumirse en 5:

- Recaudación de Fondos para la constitución del Search Fund
- Búsqueda de la empresa a adquirir
- Adquisición
- Operación de la compañía
- Retorno para los Accionistas.

2.1. Recaudación de Fondos para la constitución del Search Fund

El proceso comienza cuando el grupo de entrepreneurs escribe un plan de negocios que describe cuales son sus planes de compra en términos generales, enfatizando el proceso de adquisición y el criterio. Este documento es utilizado para atraer un grupo de personas (inversores) a las cuales se les provee información y asistencia, quienes deben aportar capital inicial para

¹ Chief Executive Officer

pagar al entrepreneur un salario y cubrir las expensas durante el proceso de búsqueda de la empresa a adquirir. De esta manera los inversores adquieren el derecho a invertir en el negocio, teniendo prioridad sobre otros individuos para financiar la compra de la empresa elegida. Así, esta financiación inicial funciona como una opción.

En general, el grupo inicial de capital de inversión está constituido entre 8 y 20 inversores que invierten entre U\$s 20.000 y U\$s 25.000 cada uno. (Graduate School of Business, Stanford University. Center for Entrepreneurial Studies. July, 2001 Search Fund Study – 2001). El emprendedor en esta etapa debe tener la habilidad de atraer a estos potenciales inversores, teniendo un alto grado de auto confianza y seguridad en el proyecto que está por emprender. Así, es de vital importancia que el inversor tenga capacidad de convencimiento y carisma para así demostrar que desea y está en condiciones de crecer, pudiendo tomar decisiones importantes y teniendo una buena organización de todas las actividades.

2.2. Búsqueda del Search Fund

Esta etapa de búsqueda junto con la posterior etapa de adquisición del Search Fund, puede llevar entre 4 meses y 2 años. La duración de la búsqueda depende de los aspectos económicos del país, las características de la industria, y la intención de venta de la empresa a adquirir.

Típicamente, el Search Fund comienza la búsqueda arrancando con un total de 75 a 100 industrias. En el primer mes de funcionamiento, se reducen estas industrias a 25, analizando diversos aspectos de la industria como:

- Complejidad operacional
- Capacidad de sostener ventajas competitivas
- Barreras de entrada
- Escalabilidad
- Capacidad de Expansión
- Estacionalidad
- Márgenes de EBITDA² atractivos
- Cantidad de variables exógenas
- Riesgo de obsolescencia de la tecnológica
- Ciclo de negocios
- Nivel de ventas recurrentes
- Nivel de concentración de competidores

- Riesgo regulatorio y ambiental

Entre el segundo y tercer mes, se reduce la cantidad de industrias de 25 a 10. Luego a partir del cuarto mes, se reduce a la industria target. Generalmente, la elección final de la empresa depende de la capacidad que tiene una compañía de sostener su posición competitiva, la generación estable de caja, y las oportunidades de mejora y crecimiento.

Los entrepreneur's en esta etapa deben tener la capacidad de abrir su imaginación a nichos específicos, no de amplio conocimiento ni divulgación. Las industrias seleccionadas son comúnmente nichos bastantes particulares y difíciles de percibir. Por esta razón, debe tener una alta tolerancia a la ambigüedad, siendo pacientes para encontrar la rama en la cual piensan que hay potencial.

Si el capital aportado para la exploración se acaba antes de identificar la empresa a adquirir, los entrepreneur's pueden optar por cerrar el Search Fund o solicitar fondos adicionales para seguir la búsqueda.

2.3. Adquisición

Una vez localizada la empresa dentro de la industria especificada y ya seleccionada, los Search Funders deben convencer a sus inversores de que la compañía elegida representa un negocio atractivo. Para ello, deben nuevamente tener esa habilidad de convencimiento, tanto para con los inversores, como para la empresa a adquirir. Deben estar totalmente convencidos de lo que quieren y trabajar en la búsqueda constante de la credibilidad de ambas partes.

Debe aclararse que cada inversor tiene el derecho de participar o no en la adquisición. Si los inversores aprueban el negocio, deben poner fondos adicionales para la compra de la empresa. Por invertir inicialmente en la búsqueda, estos inversores tienen el derecho de quedarse con el mismo porcentaje que invirtieron inicialmente. También, tienen derecho a ser los primeros a los cuales se les ofrece la oportunidad de invertir en la adquisición. Dependiendo de la complejidad de la transacción, puede tomar seis meses o más desde el momento que el entrepreneur firma la carta de intención hasta que se cierra el trato.

En el momento de la adquisición, existen varias alternativas que pueden utilizar los Search Funders para diagramar la estructura de capital. Las mismas

² Earnings Before Interest, Tax, Depreciation, Amortization

pueden ser: equity por parte de los inversores, préstamos bancarios y financiamiento del vendedor.

Las estructuras de financiamiento posibles utilizando estas tres formas de financiamiento son variadas. Típicamente, se financia un 25% equity, y un 75% deuda bancaria. En algunas instancias, se utiliza una estructura de 33% equity, 33% deuda bancaria, y 33% financiamiento por parte del vendedor de la compañía

2.4. Operación de la compañía

En los primeros 12 a 18 meses después de la adquisición, los entrepreneur's generalmente no hacen cambios radicales en las operaciones de la compañía, sino optan por aprender como la empresa tuvo éxito y como seguirlo manejando.

Lo que tienen que tener en cuenta los entrepreneur's cuando empiezan a manejar la compañía, es formar y organizar un adecuado equipo de trabajo. Deben fundamentalmente, en la primera etapa, tomarse el tiempo de enseñar y asesorar a sus empleados, como también aprender del negocio. No sólo guiarse por propios instintos, sino escuchar los consejos de los empleados ya que son ellos quienes llevan varios años en el negocio y por ende su experiencia en el rubro puede ser de gran utilidad.

Luego de esta etapa inicial, la compañía hace cambios que tiendan a incrementar el valor de la misma. Como se mencionó anteriormente, se genera valor para los accionistas mediante la expansión del negocio, la reducción de costos operativos, y el uso apropiado de deuda financiera.

2.5. Retorno para los accionistas

Los inversores reciben un retorno sobre su inversión mediante la venta futura de la compañía a inversores estratégicos y, o financieros. También pueden hacerlo mediante el pago de dividendos o mediante la recompra de acciones por parte de la empresa.

Si bien estas tres maneras descritas anteriormente son formas de retorno para el accionista, es importante aclarar que la primera de ellas es la más interesante para el inversor. Los inversores invierten en este tipo de negocios esperando vender la compañía luego de un par de años de haber sido comprada, a un precio relativamente mayor al de compra, teniendo así un

retorno sobre la inversión en el corto o mediano plazo, minimizando así el período de repago de dicha inversión.

3. ANÁLISIS SOBRE LA APLICABILIDAD DE SARCH FUNDS EN ARGENTINA

La metodología utilizada para evaluar la factibilidad de utilizar este vehículo de inversión en Argentina, es ir desmenuzando cada etapa del proceso del Search Fund, y así analizar para cada una de las mismas, los desafíos que tendrían los entrepreneurs en el contexto argentino.

3.1. Constitución del Search Fund

¿Existen Entrepreneur's en Argentina para implementar dicho modelo?

A partir de un trabajo realizado en Estados Unidos en el año 2004 denominado "Global Entrepreneurship Market", que mide la actividad emprendedora en el mundo, Argentina se ubica entre los primeros cinco países del mundo que genera emprendedores.

¿Continuarán apareciendo emprendedores en Argentina?

El perfil de las personas que típicamente comienzan un Search Fund está caracterizado por un grupo de estudiantes recibidos de un postgrado de una universidad prestigiosa, con un alto grado de conocimiento e ímpetu para comenzar nuevos negocios de forma independiente.

Como puede apreciarse en la figura 3.1-1 existe a lo largo de los años, un incremento en la cantidad de instituciones académicas que ofrecen estudios superiores, del tipo MBA o postgrado en Finanzas.

Cuadro 2
Número de posgrados ofrecidos por las universidades argentinas
1982/1997

Nivel de los posgrados	1982	1996	Crecimiento porcentual
Doctorados	205	227	11
Maestrías	1	393	39200
Especializaciones	97	393	305
TOTAL	303	1013	234

Fuente: Elab. propia a partir de García de Fanelli (1996) para la información de 1982 y MCE/SPU (1997), para 1996

Figura 3.1-1. Extracto del Informe Universitario del Ministerio de educación - 1997

“...En la Argentina las carreras de postgrado se encuentran en franca expansión, generando cambios que impactan en el conjunto del sistema universitario al modificarse no sólo la cantidad sino la cualidad de la oferta. En 15 años el número total de postgrados creció el 234%. En ese período los doctorados tuvieron un crecimiento pausado (11%), mientras que las especialidades se multiplicaron por tres. El dato llamativo es que las maestrías pasaron de ser una suerte de casillero vacío a convertirse en una robusta oferta cercana a los 400 cursos. Estos guarismos son útiles para dimensionar una afirmación anterior: uno de los cambios estructurales más importantes del sistema de educación superior argentino de la última década ha sido la instalación definitiva de las maestrías, en un sistema habituado hasta entonces a una relación binaria entre la licenciatura y el doctorado...” (Informe del Ministerio de Educación, 2002)

Segun un informe realizado por el Centro de Estudios para la Producción (CEP), dependiente de la Secretaría de Industria, Comercio y PyMEs del Ministerio de Economía y Producción, al comenzar 2005, la oferta total de posgrados en Argentina superaba los 5.200 programas. Las Universidades organizan el 95 por ciento de los programas, mientras que otras instituciones de prestigio aportan el 5% restante, unos 248 programas más. Entre las carreras presenciales predominan las especializaciones (43%), seguidas muy de cerca por las maestrías (39%), mientras los doctorados representan el 18% restante.

La expansión neta de carreras de posgrado universitarias habría sido de 267 programas nuevos por año, como promedio de los últimos 6 años. Las Universidades han más que quintuplicado sus carreras de posgrado entre 1992 y 2004. Este crecimiento de oferta de postgrados se produce por el aumento en la demanda de estudiantes interesados en hacer un postgrado. (*Anexo 1*).

De esta manera, es lógico pensar que el hecho de que la cantidad de personas que realizan postgrados tiene tendencia creciente a lo largo del tiempo, implica que los entrepreneurs también aumenten ya que gran parte de los profesionales que se inclinan por un postgrado lo hacen pensando que en un futuro inmediato algunos, o uno más lejano otros, realizarán su propio emprendimiento. De esta manera puede afirmarse que existe una tendencia creciente en la aparición y surgimiento de nuevos emprendedores en el país.

Otra posible fuente de Search Funders son personas con una formación académica de nivel universitario o incluso profesionales con estudios de postgrado, que actualmente están trabajando en las grandes corporaciones nacionales, pero que no tienen una perspectiva positiva para su desarrollo profesional. Estos son individuos que no están plenamente satisfechos, y que no sienten que puedan desarrollar todo su potencial dentro de la empresa en la cual trabajan. Esto trae como consecuencia el ímpetu para comenzar un emprendimiento de forma independiente, y participar de un Search Fund está relacionado con la posibilidad de cumplir el sueño de todo entrepreneur de ser dueño de su propio proyecto.

¿Después de la crisis Argentina, quieren los inversores individuales invertir en Argentina?

La recesión afectó a toda la población, pero en su mayoría a la clase media Argentina. Sin embargo, aun existen personas de la clase alta con capital para invertir.

Si bien existen personas con la posibilidad económica de invertir en el país, después de la crisis, cabe analizar si la clase alta desea hacerlo en Argentina. La respuesta a esta pregunta es ambigua, hay muchos que depositaron todo su capital en el exterior y ya no consideran invertir en Argentina como una posibilidad, teniendo en cuenta el riesgo político e inseguridad jurídica asociada al país. Por otro lado, hay gente que quiere volver a confiar, que siente un cierto tipo de patriotismo y que tiene su presente en Argentina y planea su futuro en el país.

Desde el punto de vista económico, el inversor tiene que plantearse las ventajas y desventajas de invertir en el extranjero versus la opción de invertir en Argentina. Invertir fuera del país tiene la ventaja de la seguridad jurídica y legal, y la de reducir el riesgo cambiario entre otros. Por otro lado, los inconvenientes de invertir en el exterior son la dificultad de manejar los negocios a la distancia, las barreras culturales y de acceso a la información, y los retornos históricamente bajos.

Suponiendo que existiesen inversores que consideran a la Argentina como una alternativa de inversión, debe analizarse si el riesgo / retorno del Search Fund es atractivo cuando se lo compara con distintas alternativas de inversión que existen en el país. Según estudios realizados por la Center for Entrepreneurial Studies (CES) de la Escuela de Negocios de Stanford, el retorno promedio sobre la inversión entre los años 1996 hasta el 2003 de 36 Search Funds en los EE.UU. fue del 33.4%.

Hoy en día el retorno que uno encuentra en el mercado local de diversos activos son los siguientes:

Plazo Fijo:

T.N.A: 5.25% a 90 días en pesos.

Debe aclararse que la poca operación en el mercado en dólares hace que las tasas de los depósitos de plazo fijo en dicha moneda sean muy pequeñas.

Bonos Soberanos:

El bono Boden 2014 ajustado por precios minoristas ofrece un rendimiento real en torno al 15% anual, que se compone de una tasa del 5% más la esperada inflación del 10% en los próximos 12 meses.

Los títulos locales dieron un rendimiento promedio de hasta 12% en los últimos seis meses, lo cual los ubicó entre lo más atractivos del mercado. (fuente: Infobae , 5 agosto 2005)

Es importante destacar que dada la inseguridad jurídica en Argentina, estos instrumentos financieros tienen un riesgo considerablemente mayor comparado con este tipo de instrumentos financieros en otros países del mundo desarrollado. Si bien dicho factor debería estar contemplado en las tasas (a mayor riesgo del instrumento las tasas del mismo deben ser mayores), dichas tasas están subvaluadas considerando la inseguridad jurídica del país, el cual no protege en lo absoluto a los tenedores de dichos activos financieros.

Comparando el rendimiento-riesgo del Search Fund con estos activos que actualmente están disponibles en Argentina, se considera que este negocio traería aparejado un retorno que podría llegar a ser interesante para potenciales inversores.

¿Es el concepto de Search Funds vendible a los Inversores?

Los Search Funds existen en USA hace casi 20 años. Aun así, muchos de los Search Funders expresan que uno de los mayores desafíos en armar el fondo es convencer a potenciales inversores de que inviertan en este concepto. Sabiendo que en nuestro país no existe ningún criterio precursor a este formato de inversión, hace que la tarea de convencer a los potenciales inversores sea extremadamente complicada. Esto se sostiene tendiendo en cuenta el hecho

de que en EE.UU., en donde los Search Funds funcionan desde hace varios años, es sumamente dificultoso convencer a los inversores. Como consecuente sería muy complejo persuadir a los inversores a participar en un modelo nuevo y desconocido.

Además, un aspecto que obstaculiza el financiamiento de inversores individuales es que sería muy difícil encontrar inversores en Argentina, que estén dispuestos a financiar la primera etapa del proceso que implica buscar la empresa a comprar. Es decir, parece dificultoso pensar que los inversores argentinos inviertan dinero sin saber aun de que clase de proyecto se trata exactamente.

3.2. Proceso de búsqueda

¿Cuan fácil es investigar sobre distintas industrias?

Argentina presenta muchos desafíos con respecto a encontrar información sobre distintas industrias. Una opción es acudir a una Auditoria de Mercado, donde se puede comprar información sobre cierta industria, y luego analizarla. También se pueden comprar reportes sobre industrias a distintas consultoras. Por otro lado, información de libre acceso es muy difícil encontrar, y si uno la quiere actualizada es aun más complicado.

Las fuentes de información son diversas. Desde auditorias comerciales como Nielsen, hasta informes sectoriales de FIEL, INDEC y de distintos bancos de inversión. Dichos informes típicamente abarcan los sectores más importantes de la economía Argentina (Ej. industria láctea, agropecuaria, textil, manufacturera, etc; *Anexo 2*).

Las industrias en donde los Search Funds invierten generalmente son las siguientes:

- Autopartes retail
- Servicios de verificación
- Distribución de cerveza
- Servicios de Cable
- Producción de tableros electrónicos
- Servicios de correo directo
- Producción de electrónicos
- Servicios de emergencia automotor
- Productos contra incendios
- Impresión de Formularios

- Industria del hardware
- Seguridad de alarmas
- Construcción
- Productos de iluminación
- Servicios de clasificación de correo
- Sistemas para marketing y organización
- Distribución de medios
- Industria del PVC
- Instalación de sistemas de seguridad
- Packaging
- Productos y servicios medicinales
- Alquiler de maquinarias, herramientas, etc.
- Entrenamiento técnico

Así, los sectores en que los Search Funds invierten son típicamente industrias no tradicionales, o nichos dentro un sector más amplio. No existen informes de esta naturaleza en Argentina. La única alternativa es conseguir dicha información a través de una red de contactos.

Desde el punto de vista de información que pueda haber en Internet, no hay una amplia gama de páginas web para encontrar información útil y detallada para evaluar una posible inversión en cierta industria. Además existe gran dificultad para encontrar este tipo de información actualizada.

Por el lado del acceso que potencialmente puedan ofrecer las empresas, las mismas generalmente no brindan información sobre sus operaciones, transacciones y su infraestructura. Si uno recurre personalmente a una empresa la información que se puede recaudar sobre la misma, es vaga ya que las empresas siempre tratan de ser lo mas reservadas posible.

Una vez que uno encuentra una empresa para invertir, ¿es creíble la información que la misma provee?

En Estados Unidos hay un mayor nivel de credibilidad de la información, y así es como funciona el sistema. En Argentina, además de que los estados contables son en muchos casos poco confiables, se suma el hecho de que las empresas pueden tener contingencias como deudas acarreadas de otros años, juicios laborales y otros diversos pasivos ocultos. Hay una desconfianza generalizada con respecto al manejo de las empresas (facturación, balances, etc.).

Debido a esta serie de posibles contingencias futuras como juicios laborales o del gobierno, problemas por hipotecas sobre activos realizadas previamente, etc, que podrían reducir drásticamente el valor del activo, se deben tomar medidas para evitar problemas que el futuro obstaculicen e impidan tener éxito en el negocio. Por un lado, el dinero se puede colocar en una cuenta escrow hasta un período de tiempo a ser determinado por las partes. Esto podría reducir potencialmente las contingencias futuras antes mencionadas. Adicionalmente, se podrían hacer averiguaciones sobre el historial de las empresas, ya sea en la DGI, con otras empresas, consultoras, etc.

3.3. Adquisición

¿Existe financiamiento bancario? ¿Cómo se podría adquirir una compañía con mínimo acceso a financiamiento bancario?

Esta pregunta presenta el mayor desafío para la aplicación del modelo de Search Funds en Argentina. El “corralito” financiero, el posterior default y la devaluación del país redujo los niveles de financiamiento bancario a mínimos históricos. Los niveles de endeudamiento que los Search Funds tienen en los EE.UU. (del 75%) serían muy difíciles de obtener en el mercado financiero local dadas las condiciones económicas actuales.

Según un informe realizado por la comunidad del Global Entrepreneurship Monitor, escasea el capital disponible para Argentina aunque es barato emprender en el país. Poner una firma en Argentina cuesta U\$s 12.506 y los emprendedores aportan el 65,8 por ciento de la suma inicial.

El monto resulta bajo en comparación con el promedio mundial, que asciende a U\$s 53.673. Pero son pocos los entrepreneurs que consiguen aportes de riesgo para consolidar sus proyectos. Los emprendedores argentinos consiguen menos financiamiento informal y de riesgo que la mayoría de sus pares.

El rol de los capitales de riesgo y los ángeles inversores (profesionales que proporcionan contactos y asesoramiento además de capital), en tanto, es acotado. Financian menos de un emprendimiento en 10.000, según el estudio. Y el 74% de los fondos que aportan anualmente lo destinan al países del G-7 y, en particular, a emprendimientos tecnológicos de Estados Unidos. La Argentina, en este punto, desaparece de las mediciones del GEM, ya que los fondos que se mueven por venture capitals, equity funds o "ángeles inversores" son insignificantes frente a los globales.

Diego Petracchi, vicepresidente de Prefinex Investment Banking Services, explica:

"La prima de riesgo de la región y de la Argentina en particular es ya muy alta por el default, la seguridad jurídica, el riesgo cambiario y las bajas tasas de crecimiento en el largo plazo. Y son pocos los que se animan a invertir en un emprendimiento con el consiguiente doble riesgo. Hoy no están prestando en la medida que requiere la economía argentina. Los datos son elocuentes. Los préstamos al sector privado no supera los 40 mil millones de pesos, que no llega a ser el 10% del PBI, es muy bajo. "

El 34.5% de los entrepreneurs en Argentina acceden históricamente a financiamiento bancario. Aunque actualmente dicho valor se encuentra muy por debajo a ese porcentaje debido al poco financiamiento bancario. La gran mayoría, entre el 80/90% de los emprendimientos, utilizan fondos personales, de la familia o de amigos. (Anexo 3)

Además, existen dos principales fuentes de financiamiento alternativo. La primera fuente alternativa es el financiamiento por parte del vendedor de la empresa. La segunda fuente son los préstamos por parte de los proveedores claves de la compañía.

3.4. Operación de la compañía

¿Se puede operar en Argentina de manera eficiente?

La operación de una empresa no tiene del todo que ver con el país en el cual se encuentra, sino está más bien relacionada con su capacidad humana. Es importante encontrar el capital humano capacitado para operar de manera eficiente y poder anticiparse a las circunstancias que se presenten el futuro. Hoy en día, un gran porcentaje de las compañías que se encuentran en Argentina, utilizan metodologías de funcionamiento competitivas a nivel mundial y utilizadas en países del primer mundo. Así, el desafío que tiene el CEO es utilizar e implementar dichas técnicas y conocimientos de manera acertada, con el fin de facilitar y hacer funcionar a la empresa generando valor. De este modo se deduce que no hay mayores inconvenientes para que los entrepreneurs, dado su capacitación y conocimientos, dirijan la compañía y coordinen las personas adecuadas para operar en la misma y de esta manera esta etapa del proceso de Search Fund no parece ser un obstáculo para su implementación en el país.

3.5. Generación de valor

¿De que manera se podría generar valor en el contexto argentino?

Generar valor para cualquier tipo de empresa lleva mucho tiempo y dedicación. Una vez concretado el Search Fund, se incorporan a la empresa todo un nuevo staff de ejecutivos quienes inician sus actividades para tomar el manejo de la empresa. Teniendo en cuenta que en Argentina, el nivel de profesionalización de las PYME's es relativamente baja, los emprendedores que ingresan aportarían una visión más global del negocio, con ideas de cambios estructurales y estratégicos, basadas principalmente en sólidos conocimientos aprendidos en sus estudios de postgrado.



4. RESULTADO DE LA INVESTIGACIÓN

Este modelo, que ha sido extremadamente exitoso en los EE.UU., tendría importantes dificultades para su aplicación en Argentina. Las principales barreras que dificultan y obstaculizan la implementación de este vehículo de inversión en Argentina son las siguientes:

4.1 Barreras Culturales

Del análisis realizado, se desprende un problema cultural que traba la implementación de Search Fund en Argentina debido a la dificultad de explicar este concepto nuevo de inversión a potenciales inversores.

Ya en Estados Unidos es muy difícil encontrar inversores individuales para este tipo de proyectos. En Argentina, dada la desconfianza e inseguridad jurídica, sería muy complicado encontrar inversores que aporten dinero para la primer etapa de búsqueda de la empresa a adquirir, sin saber de antemano en que industria se desea invertir o si finalmente los emprendedores agotarán los recursos sin haber tenido éxito en encontrar una empresa interesante para comprar.

4.2 Barreras de Información

Puede afirmarse que el limitado acceso a información sobre industrias y empresas locales, dificulta el análisis sectorial y la búsqueda de posibles adquisiciones, limitando así la creación del Search Fund.

Como se menciona anteriormente, el acceso a la información sobre las distintas industrias es limitado. Más aun cuando se intenta obtener información actualizada. Además, los Search Funds invierten generalmente en industrias no tradicionales, o nichos dentro un sector más amplio. De esta manera, resulta aun más difícil investigar e informarse sobre una industria específica y no tradicional como pueden ser industrias de productos contra incendios, productos de iluminación o productos de producción de tableros electrónicos. No existen informes de estas industrias en Argentina. Al mismo tiempo, las empresas tienden a ocultar información siendo complicado el acceso de la misma por dicha vía. De este modo, la única alternativa es conseguir información a través de una red de contactos. A esto se suma la poca credibilidad sobre los estados contables de las empresas familiares.

Puede afirmarse que el limitado acceso a información sobre industrias y empresas locales, dificulta el análisis sectorial y la búsqueda de posibles adquisiciones, limitando así la creación del Search Fund.

4.3 Barreras de Financiamiento

La crisis argentina, el “corralito” financiero, el posterior default y la devaluación del país redujo los niveles de financiamiento bancario a mínimos históricos. Los niveles de endeudamiento que los Search Funds tienen en los EE.UU. (del 75%) serían imposibles de obtener en el mercado financiero local dadas las condiciones económicas actuales. Además, un emprendimiento tan apalancado es considerado muy riesgoso, siendo imposible dicha estructura de financiamiento. Así, la cantidad limitada de inversores con capacidad de invertir en la compra de una empresa a través del concepto de Search Fund, sumado al poco acceso a financiamiento bancario, dificultan la implementación del concepto de Search Fund.

4.4 Aplicabilidad del modelo en el largo plazo

Aun teniendo en cuenta estas barreras, existe la posibilidad de que se implemente este modelo en Argentina de manera exitosa en el largo plazo debido a las siguientes razones:

Por un lado, existe en nuestro país una gran cantidad de recursos humanos (emprendedores capacitados) en el ámbito local. Es decir, existen profesionales capacitados y con una formación acorde a los requerimientos necesarios para enfrentar los desafíos que este tipo de proyecto trae aparejado.

Por otro lado, además de existir profesionales con la capacidad intelectual para dirigir sus propios negocios, hay muchos individuos recién graduados de estudios terciarios, tal como se analizó anteriormente, con grandes deseos de afrontar estos desafíos. Es decir, existen profesionales que no sólo pueden dirigir su propia empresa o negocio sino que también desean hacerlo ya que forma parte de su plan de carrera y sus aspiraciones laborales.

Sumado a los dos factores recientemente mencionados, es una inversión que ofrece mejores retornos que otros activos (ej.: plazo fijos, títulos públicos, etc.) De esta manera, podría haber muchas personas interesadas como los inversores independientes, los entrepreneurs y el gobierno, en el gran valor que

se puede generar al expandir el negocio y profesionalizar el management de dichas empresas para finalmente obtener resultados positivos.



5. BIBLIOGRAFIA

1. Search Funds -2003: What has changed since 2001? Stanford, Graduate School of Business. Case number: E-162. June 24, 2003
2. Search Fund Study -2001. Selected Observations and Investor Return Analysis. Graduate School of Business. Stanford University - Center for Entrepreneurial Studies. July 2001
3. Search Fund Panel. Transcript of Discussion. 5/99. Stanford University-Graduate School of Business
4. Search Fund Panel. Transcript of Discussion. April 20, 1998. Stanford University-Graduate School of Business
5. Management Principles for MBA Search Fund/LBO Executives. 09/25/98
6. Search for Private Equity Investment Opportunities. Special Metal Packaging. Industry analysis and valuation. University of Kellogg
7. Case: Wanted: A Company to Call Their Own. IDEAS by Meredith Alexander. Stanford Business. August 2002.
8. Indec (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos) www.indec.mecon.ar
9. Argentina. Indicadores Económicos. Ministerio de Economía. Republica Argentina. Marzo 2004
10. "Postgrados. Capacitación Permanente". Artículo de "La Razón" del 04/11//2002
11. "Radiografía del Postgrado en la Argentina". Portal Universitario Argentina S.A. 23/02/2004
12. Viviana Lupi. 2 de Agosto 2005. Paraíso de emprendedores. Revista "Aguilar empresa"
13. Mercedes García Bartelt. 5 de Junio 2005. [Adaptación para Web del trabajo de Investigación Entrepreneurship.com de Carlos Porta. Universidad Argentina de la Empresa. \(C\)1999- 2004. Diario "La Nación".](#)}
14. Los Postgrados en Cifras. 2005. Estadísticas Generales-Argentina.1992-2005 Editorial "Becas & empleos"



ANEXO 1

Artículo 1: Extracto de Artículo del Portal Universitario, "Radiografía del Postgrado en la Argentina", 23/02//2004

"La Universidad Austral elaboró un estudio sobre la situación de las maestrías. Cuándo es conveniente elegir un estudio, los beneficios, el prestigio y el rol de las empresas en la financiación de la capacitación de sus empleados toman un papel clave.

El promedio de edad de los que siguen una maestría está entre los 26 y 45.

Cómo es que aumentó la demanda de postrados en el país, según se desprende del relevamiento y de los datos que hoy tiene el ministerio de Educación? Para los investigadores, "la disminución de la capacitación de las empresas se vio compensada por profesionales que disponían de ahorros fuera del corralito y decidieron invertirlos en capacitarse, en un año en el que la economía estaba con una bajísima actividad".

Por otro lado, la casa de estudios notó que otra de las consecuencias de la devaluación fue el incremento de consultas e inscripciones de alumnos extranjeros.

Una maestría en la Argentina cuesta en promedio 1250 pesos por mes, unos 15.000 al año. Si bien está al alcance de muy pocos, aún se mantiene muy lejos de los valores de estudios en el exterior. Un postgrado en Derecho en la Universidad de Nueva York hace tiempo que se mantiene en los 50 mil dólares.

Por otro lado, es común que los que siguen un postgrado también lo hagan en busca de contactos que permitan acelerar el desarrollo profesional. De ahí que las empresas se estén dando cuenta cada vez más de que una Maestría es una inversión necesaria."

Artículo 2: Extracto de La Razón, "Postgrados, Capacitación Permanente", 04/11//2002

"Luego de la salida de la convertibilidad y la consecuente devaluación del peso, se abrió para la Argentina una nueva perspectiva para el comercio internacional donde ciertos productos se volvieron más competitivos en el mercado mundial. Uno de estos bienes son los servicios educativos.

Durante los años de la convertibilidad, Argentina era un importador neto de productos educativos, ya sea comprando servicios internacionales que se consumían en el país, o bien con la salida de educandos hacia terceros países para consumir allí la oferta educativa.

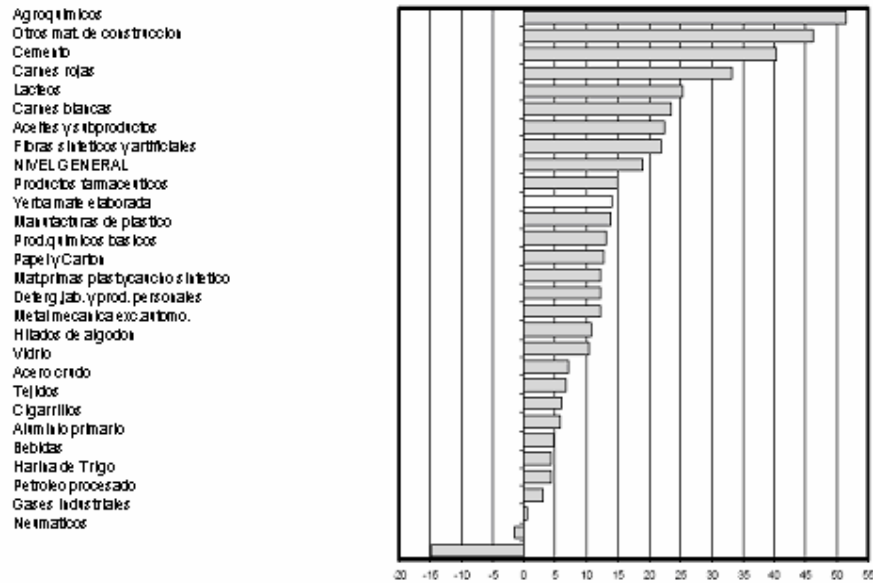
Hoy, el costo del dólar hace de la Argentina un destino a tener en cuenta a la hora de decidir el estudio de una carrera universitaria o de postgrado.

En Argentina, el crecimiento de los postrados es un fenómeno que se mantiene constante desde hace por lo menos una década. Los especialistas consideran que ese crecimiento responde a la tendencia de educación permanente hoy instalada entre los profesionales de todas las especialidades. En la actualidad, ninguna carrera universitaria se puede considerar como el fin de la capacitación dado que el conocimiento está en constante avance.”

ANEXO 2

RUBROS MANUFACTUREROS SELECCIONADOS

Variación porcentual del primer bimestre de 2004 con respecto a igual período del año anterior (*EMI estimador mensual industrial*)



República Argentina. Ministerio de Economía y Producción. Secretaria de Política Económica. Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. "2004"- Año de la Antártida Argentina. Buenos Aires, 23 de Marzo de 2004.



ANEXO 3

Cuadro 1: Fuentes de Financiamiento por Grupo (%) – Ministerio de Economía, Estudio 1.EG.33.3., Estudio Sobre Empleo. Autor Hugo Kantis

Fuentes	Sector conocimiento		Sector convencional	
	Al inicio	Primeros años	Al inicio	Primeros años
Internas	82,3	53,2	91,4	69,0
Ahorros personales de los fundadores	82,3	48,4	87,9	60,3
Parientes y amigos	11,3	9,7	22,4	15,5
Tarjeta de crédito personal (fundadores)	17,7	12,9	8,6	10,3
Externas	32,3	29,0	34,5	48,3
Inversores privados	16,1	6,5	1,7	3,4
Empresas de capital de riesgo	9,7	0,0	3,4	1,7
Bancos – Préstamos	9,7	16,1	20,7	34,5
Bancos – Sobregiro en cuenta corriente	9,7	17,7	22,4	31,0
Préstamos Instituciones públicas nacionales	1,6	1,6	3,4	6,9
Subsidios Instituciones públicas nacionales	1,6	1,6	0,0	0,0
Préstamos Gobiernos Locales	1,6	1,6	0,0	3,4
Subsidios Gobiernos locales	1,6	1,6	3,4	5,2
Otras	41,9	38,7	86,2	87,9
Clientes (adelantos)	24,2	19,4	19,0	15,5
Proveedores (crédito comercial)	22,6	21,0	65,5	74,1
Factoring	0,0	8,1	1,7	1,7
Atraso en el pago de impuestos	4,8	8,1	15,5	17,2
Atraso en el pago de servicios	4,8	4,8	8,6	6,9
Atraso en el pago de salarios	4,8	4,8	3,4	1,7
Compra de máquinas y equipos usados	11,3	6,5	51,7	41,4

Fuente: elaboración propia de la información de la base de datos entrepreneurship BID/UNGS



ANEXO 4

Case Study

Jim Ellis (mba '93, trabajo como consultor) y Kevin Taweel (mba '92, trabajo en un banco de inversión) crearon un Search Fund y empezaron a investigar en el mercado del remolque. Luego de múltiples ofrecimientos de compra (alrededor de 20 empresas de remolque), no se concreto ninguno, entonces comenzaron a inspeccionar el mercado de acarreo. Este mercado lo veían más accesible, mas fácil de manejar. Hicieron un ofrecimiento a una empresa llamada Road Rescue, ubicada en Houston, Texas, de unos 40 empleados. Y al año siguiente la adquirieron.

Al día de hoy, la empresa la renombraron "Asurion", y se ha expandido impresionantemente casi 40 veces mas grande que cuando se adquirió. A los inversores les genero un retorno de 30 a 40 veces mas de lo que invirtieron. Los planes de Ellis y Taweel para el futuro es mantener la empresa hasta que ya no puedan hacerla crecer.