F-889
Rev. 3/2020

Sea Breeze Capital (B)

Lenka Menden
Heinrich Liechtenstein
Rob Johnson
Peter Kelly

Abstract for promotional use only. Full version available at www.iesepublishing.com

Do Not Copy or Post

En la primavera de 2012, Jordi Alves estaba enfrentando algunas decisiones difíciles. Un año antes, tras un proceso que había durado más de lo esperado, había logrado recaudar el primer fondo de búsqueda en España. Así, había dedicado un año entero a buscar una empresa para adquirirla y ahora tenía sobre la mesa lo que parecían dos buenas adquisiciones potenciales. La cuestión ahora era qué hacer. ¿Qué adquisición debía emprender? ¿Debía hacerlo? Además, no tenía claro cómo afectaba la actual crisis económica por la que estaba pasando España en la valoración de los negocios. Sin duda, todas estas cuestiones tenían que abordarse en la reunión de la junta con sus inversores principales al día siguiente. Dándole vueltas a todos esos pensamientos, Jordi regresó a la oficina para prepararse.

Fondo de búsqueda

Tras terminar el programa de MBA en la Sloan School del MIT, en Cambridge, Massachusetts, Jordi Alves creó un fondo de búsqueda en su ciudad natal, Barcelona. Jordi supo de la existencia de los fondos de búsqueda mientras cursaba este MBA y pronto decidió centrarse en ellos en vez de en buscar un trabajo tradicional. Un fondo de búsqueda es un fondo de capital que se recauda principalmente de personas físicas con la finalidad de apoyar a un empresario a encontrar y adquirir una empresa privada que después él mismo va a administrar. Los fondos de búsqueda se hicieron populares (y muy fructíferos) en Estados Unidos y ya empezaban a atraer a jóvenes emprendedores en Europa, aunque el de Jordi fue el primero en España. Un fondo de búsqueda pasa por cuatro etapas: recaudar los fondos económicos iniciales para financiar la búsqueda, buscar una empresa interesante y cerrar una operación, administrar y expandir la empresa y, entonces, salir.

Caso preparado por Lenka Menden, MBA 2011, los profesores Heinrich Liechtenstein y Rob Johnson, y Peter Kelly, profesor de la Stanford Graduate School of Business, abril del 2013. Revisado en marzo de 2020.
Los casos del IESE están diseñados para fomentar el debate en clase y no para ilustrar la gestión, adecuada o inadecuada, de una situación determinada.

Copyright © 2013 IESE. Copyright de esta traducción © 2020 IESE. Para pedir copias de este documento diríjase a IESE Publishing en www.iesepublishing.com, escriba a publishing@iese.edu o llame al +34 932 536 558.
No está permitida la reproducción total o parcial de este documento, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro o por otros medios.

Última edición: 22/6/20

El fondo de búsqueda de 200.000 euros de Jordi lo integraban doce inversores particulares (con un precio por unidad de 20.000 euros y dos unidades repartidas entre cuatro inversores) y estaba pensado para financiar la búsqueda de Jordi durante un máximo de dos años y medio. Algunos de sus inversores eran de España y desconocían el concepto de búsqueda financiada, mientras que los demás eran inversores de Estados Unidos y Reino Unido con experiencia en fondos de búsqueda.

Los inversores en un fondo de búsqueda tienen el derecho (pero no la obligación) de invertir en la eventual adquisición. En la adquisición, el capital del fondo de búsqueda de los inversores se incluiría en el acuerdo, aunque el inversor decidiera no invertir en la adquisición, con un aumento del 50%, de modo que cada inversor recibiría valores por importe de 30.000 euros por los 20.000 euros invertidos en el fondo de búsqueda. Una regla de oro general para los inversores era que la inversión en la adquisición sería unas diez veces el importe invertido en el fondo de búsqueda, aunque era normal que algunos inversores aceptaran más de la parte proporcional que les correspondía y que otros decidieran no invertir.

Jordi recibiría una participación del 25% de la empresa adquirida, que adquiriría en tres momentos: un tercio al concluir la adquisición, otro tercio a los cinco años y un tercio a escala lineal, empezando con un TIR del 20% y adquiriendo la totalidad cuando lograra obtener una TIR del 35% para sus inversores en la salida.

Flujo de operaciones

Tan pronto como cerró su fondo, Jordi empezó a trabajar sin descanso para generar un flujo de operaciones. Si bien empezó con unos pocos sectores, Jordi quería dirigirse a un abanico más amplio de empresas. Llamó directamente a propietarios de empresas uno por uno y envió correos electrónicos masivos a vendedores potenciales. Además, se puso en contacto con mediadores (corredores de negocios, abogados, contables, etc.). En otoño de 2011, su flujo de operaciones había aumentado a un ritmo constante y satisfactorio. Jordi sabía que aún tenía mucho tiempo para buscar una adquisición, pero también iba sintiendo una creciente presión por cerrar un acuerdo. Agotado por el extenuante proceso de generar un flujo de operaciones y valorar oportunidades, Jordi pronto tuvo que enfrentarse a otro obstáculo: España estaba entrando en una profunda recesión. Se preguntó si debía cambiar de estrategia de búsqueda y si su tesis de inversión seguía siendo válida.

Además de los requisitos mínimos que cualquier empresa debería cumplir (en el Anexo 1 pueden consultarse los criterios mínimos de Jordi), Jordi valoró la calidad de las empresas a través de seis dimensiones: calidad del personal, flujos de caja, sector, posición en el mercado, operaciones y opciones de liquidez (véase el Anexo 2).

Tras 12 meses de búsqueda, Jordi agradecía contar con dos interesantes, aunque bastante diferentes, oportunidades para analizar. Ambas eran interesantes por diferentes razones y presentaban diversos desafíos para un joven propietario y director general como Jordi. En ambos casos, las conversaciones con los vendedores habían llegado a un punto en el que Jordi estaba listo para emitir una carta de intención ("LOI", por sus siglas en inglés) para adquirir la empresa.

Abstract for promotional use only. Full version available at www.iesepublishing.com

Do Not Copy or Post

Abstract for promotional use only. Full version available at www.iesepublishing.com

Do Not Copy or Post

Los dos acuerdos

Feva Seguridad SL

La primera oportunidad de adquisición era Feva Seguridad, una empresa de monitorización de alarmas fundada en 1997, en Mérida, capital de Extremadura, en el suroeste español.

Feva estaba exactamente en el tipo de sector al que se había dirigido Jordi inicialmente. La empresa instalaba sistemas de alarma en residencias (18% de los ingresos), pequeñas y medianas empresas (72%) y administraciones autonómicas y locales (10%). Feva cobraba a sus clientes por la instalación y una cuota mensual que cubría monitorizar los sistemas desde la central receptora y responder a las alarmas avisando a la policía local o los propietarios, así como entregar un informe a los clientes, en su caso. Feva era la encargada de mantener el equipo y proporcionar una asistencia constante. Normalmente, los clientes firmaban contratos de dos o tres años de duración. La empresa vendió sus equipos y servicios a través de un equipo comercial propio muy bien organizado. En 2011, Feva ya prestaba servicios a más de 4000 clientes en España y había empezado su expansión a Portugal, donde atendía a otros 450 clientes.

El mercado de las soluciones de monitorización de alarmas, un mercado de $50 mil millones a nivel global, continuó en crecimiento, pues tanto los particulares como las organizaciones de todo tipo buscaban una mejor protección frente a potenciales amenazas de seguridad. Analistas financieros y grupos del sector pronosticaron que el sector crecería un 18% al año entre 2012 y 2017. El mercado español estaba muy fragmentado y había multitud de pequeñas y medianas empresas. La administración de Feva calculó que la empresa estaba entre las diez principales del mercado español.

En 2011, la empresa tuvo una facturación de 6,2 millones de euros, con más de 60% de manera recurrente, y un EBITDA de 1,2 millones (véase el Anexo 3). Antes de la crisis financiera de 2008, la empresa crecía a casi un 30% anual, aunque ciertamente partiendo desde una pequeña base de ingresos. Con la crisis, el crecimiento se ralentizó a una tasa anual del 15%. La pérdida de clientes (la tasa de cancelaciones) también aumentó del 3% al 9%. La empresa tenía una línea de crédito bancaria, que apenas utilizaba.

La empresa contaba con 42 trabajadores bien formados y el equipo directivo tenía un excelente conocimiento de los productos y el mercado. Los trabajadores eran muy leales al propietario de la empresa (incluso había varios empleados que estaban en la empresa desde su fundación), y la rotación de trabajadores era muy baja. A Jordi le gustaba lo que había aprendido del equipo directivo y estaba convencido que sería capaz de trabajar con ellos. Además, estaba convencido de que podría atraer un buen talento del ámbito de la ingeniería, procedente de su red de contactos, para complementar al equipo, en su caso.

El propietario, José Antonio Feva, de 67 años, había decidido jubilarse a mediados de 2011. Tenía tres hijos que se habían dedicado a las artes y al periodismo radiotelevisivo. Para su disgusto, ninguno de ellos tenía el interés o las habilidades para continuar con el negocio, por lo que José Antonio pidió asesoramiento a un corredor de negocios para la venta de la empresa. El corredor le presentó a Jordi como comprador potencial con interés.

José Antonio tenía unas expectativas de valoración muy altas derivadas de los años de “vacas gordas” de antes de 2008 y el precio que pedía era de ocho veces el EBITDA. Sin embargo, la empresa llevaba en el mercado varios meses y todavía no había logrado venderla a esta valoración. A principios de 2012, para estimular el proceso de ventas, organizó la adquisición de deuda de un banco local para apoyar un acuerdo. El banco de la empresa, que conocía bien el