



M&A y empresa familiar:
cómo alinear propiedad y gestión
en el momento de la verdad





ÍNDICE

04	1. PRÓLOGO MARCO BOLOGNINI Y CARLOS MAS
06	2. INTRODUCCIÓN
10	3. EL MOMENTO “CERO”: LA PREPARACIÓN Y ANTICIPACIÓN
16	4. EL <i>PREDEAL</i>: LA PUESTA EN MARCHA DE RECURSOS, MEDIOS Y PROFESIONALES AL SERVICIO DE LA ESTRATEGIA
20	5. EL <i>DEAL</i>: EL SALTO A LA FORMALIZACIÓN DEL M&A: DANDO FORMA A LA ESTRATEGIA
24	6. EL <i>POSTDEAL</i>: LA EJECUCIÓN DE LOS PACTOS NEGOCIADOS: LA PLANIFICACIÓN DEL CONTROL
28	7. CONCLUSIONES MARCO BOLOGNINI Y CARLOS MAS IVARS
32	8. METODOLOGÍA
34	9. SOBRE NOSOTROS

PRÓLOGO

MARCO BOLOGNINI Y CARLOS MAS



Marco Bolognini,
abogado experto en derecho mercantil
y socio fundador de MAIO Legal



Carlos Mas,
socio fundador de Strategy with Purpose,
asesor y consejero independiente

Si el destino incuestionable de toda empresa es crecer, lo es con más claridad aún en las empresas familiares. Y no solo porque así lo exija la dinámica del mercado, sino también porque la propia familia empresaria evoluciona y, en definitiva, crece. Con cada nueva generación, el número de miembros aumenta y, con ellos, la necesidad de que la empresa involucre y retribuya a quienes dependen de ella. Mantener el legado no implica únicamente preservar lo construido, sino también proyectarlo hacia el futuro, adaptándose a nuevos retos y oportunidades. En muchos casos, crecer es la única vía para garantizar la continuidad del negocio familiar.

Este desafío se hace aún más evidente en el contexto actual. Muchas empresas familiares siguen en manos de una generación de empresarios, los *baby boomers*, forjada en la explosión económica de las últimas décadas y que ahora debe tomar decisiones trascendentales sobre el futuro de su negocio, patrimonio y legado. Decisiones que, en la mayoría de los casos, les conducen a una encrucijada: expandirse en solitario, hacerlo de la mano de nuevos socios estratégicos o, llegado el caso, considerar la venta.

Nuestro objetivo es acompañar a las familias empresarias en este proceso, ayudándolas a reflexionar sobre cómo quieren crecer, con quién y bajo qué condiciones

En este escenario, el mercado de M&A se ha convertido en una de las grandes palancas de transformación, con el *private equity* asumiendo un rol cada vez más relevante. La profesionalización y el acceso a nuevos recursos que ofrecen estos actores han dinamizado el sector, pero también plantean a las empresas familiares un desafío fundamental: cómo relacionarse con este ecosistema sin perder su identidad. ¿Competidores? ¿Compradores? ¿Co-inversores? No hay una única respuesta, pero es una cuestión que las familias empresarias no pueden permitirse ignorar.

Además, el mercado ya no se limita a nuestras fronteras. Más allá de las exportaciones, la internacionalización es una pieza clave en el tablero del crecimiento, y cada vez más empresas familiares se ven llamadas a dar ese salto para abrir oportunidades y garantizar su viabilidad a largo plazo.

Por todo ello, hemos querido iniciar una serie de informes dedicados a la empresa familiar, centrándonos en los momentos de la verdad que marcan su evolución y determinan su futuro. En este informe, abordamos uno de los más trascendentales: el crecimiento inorgánico y sus implicaciones en el equilibrio entre la familia propietaria y el equipo directivo. En este sentido, resulta crucial analizar cómo la alineación —o desalineación— entre ambos influye en el éxito de las decisiones estratégicas, especialmente en un proceso de M&A.

Nuestro objetivo es acompañar a las familias empresarias en este proceso, ayudándolas a reflexionar sobre cómo quieren crecer, con quién y bajo qué condiciones. Porque cada empresa familiar es única, con su propia historia y valores. Y porque, bien planteado, este camino no solo permite preservar lo mejor de la empresa, sino proyectarla hacia el futuro con más fuerza que nunca.

Por Marco Bolognini, abogado experto en derecho mercantil y socio fundador de MAIO Legal, y Carlos Mas, socio fundador de Strategy with Purpose

INTRODUCCIÓN



Un terreno fértil para el crecimiento en un contexto desafiante

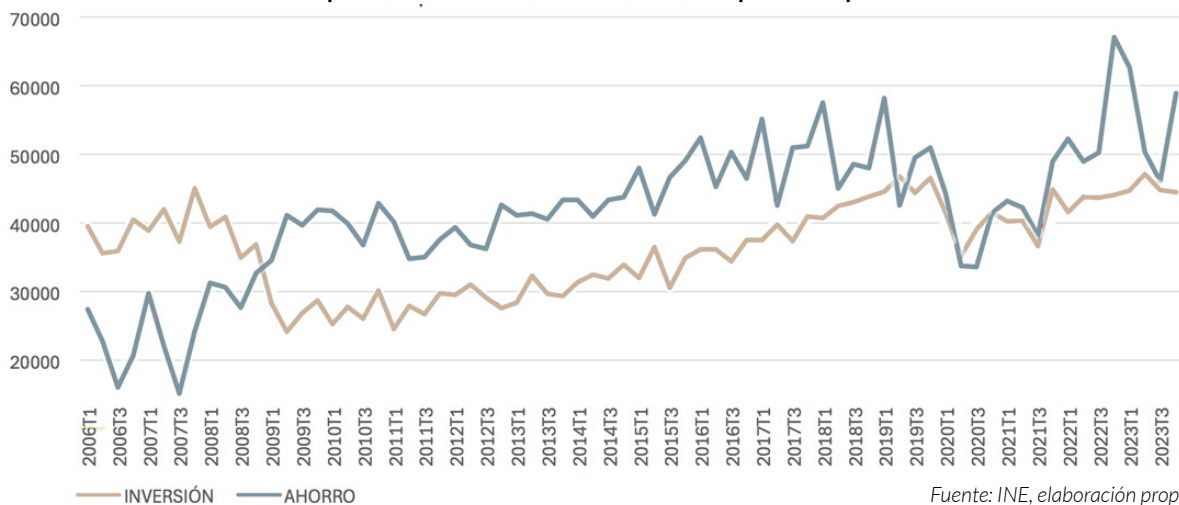
En nuestro país, el 53,6% de las empresas familiares se encuentran en la primera generación; el 37,2% en la segunda; el 7,2% en la tercera, y el 2% ha pasado a la cuarta o sucesivas generaciones. De las primeras, hasta el 70% (alrededor de un millón) no tiene plan de sucesión y tres de cada 10 no logran sobrevivir a la transición de la segunda generación¹.

Nos encontramos, además, en un entorno en el que la complejidad se ha disparado, tanto por el estallido de una guerra comercial de alta intensidad, como por la evidencia de que

la inestabilidad geopolítica va a permanecer durante mucho tiempo a nivel mundial. Pese a todo, hay datos en términos de salud empresarial que siguen dibujando una situación favorable para afrontar el reto del crecimiento. Y es que las compañías españolas han generado capacidad de financiación y han reducido su deuda a mínimos de estas últimas décadas.

El endeudamiento de las empresas se redujo por segundo año consecutivo en un 1,2%, hasta un total de 946.529 millones, el equivalente al 64,7% del PIB, lo que supone la ratio más baja desde 2001². En paralelo, la empresa española ha continuado generando capacidad de financiación de forma ininterrumpida desde 2009, hasta 29.704 millones de euros (el 2% del PIB)³.

La capacidad de financiación de la empresa española



Fuente: INE, elaboración propia.

1. Instituto de la Empresa Familiar.

2. Banco de España.

3. INE, 2023: https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736177054&idp=1254735576581

En consecuencia, nos encontramos con un mercado de M&A dinámico, del que la empresa familiar no sólo participa activamente, sino que se espera que lo haga con mayor intensidad en los próximos años, en una dirección y otra.

El repunte de las fusiones y adquisiciones ya ha comenzado en los sectores de energía, tecnología e industria farmacéutica. Muchas empresas de sectores como distribución, inmobiliario o construcción aún se están recuperando o se encuentran en fase de reestructuración, lo que también crea oportunidades potenciales. Y, sin

duda, el momento tecnológico y la inteligencia artificial (IA) impulsarán operaciones a medida que las empresas busquen integrar soluciones en ese ámbito.

Las empresas familiares están especialmente presentes en las industrias más fragmentadas y en procesos acelerados de consolidación, como la industria agroalimentaria, manufacturera y determinados servicios. Las empresas familiares tendrán que decidir si participan o lideran estos procesos o lo dejan en mano de otros, como el capital privado.

REPUNTE DEL M&A Y OPORTUNIDADES POR SECTORES

A corto plazo



Energía



Tecnología



Farma

A medio/largo plazo



Inmobiliario

A futuro, cuando el sector termine de reestructurarse



Distribución

A futuro, cuando el sector termine de reestructurarse



IA

A medida que se implante por parte de las empresas



¿Impulso al M&A? El efecto “bolsa acumulada”

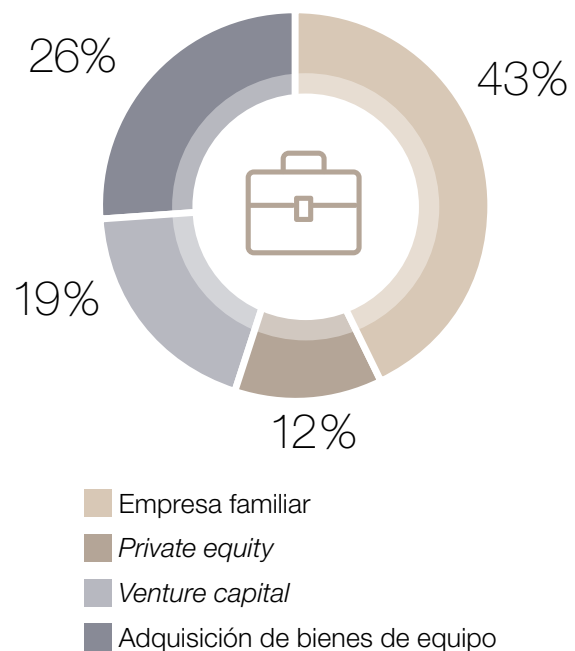
Si la volatilidad de los mercados y los efectos de la guerra arancelaria lo permiten, se espera que al término de este mismo año se recuperen los volúmenes de M&A en su totalidad respecto a los niveles pre-pandemia, en la medida en la que las transacciones que no se cerraron el pasado año se recuperen con el transcurso del año, porque hay un efecto de “bolsa acumulada”; es decir, de deals no ejecutados que pueden retomarse.

¿De qué parte del pastel se espera que participe la empresa familiar española? Si atendemos a los datos del ejercicio pasado, las cifras son claras: de las 3.473 fusiones y adquisiciones⁴ que se anunciaron y cerraron el año pasado en el mercado español, las empresas familiares participaron en el 43%, lo que supone que intervinieron en más de un millar de *deals*.

Otros actores clave en el mercado fueron los fondos de *private equity* y *venture capital* (capital riesgo), que representaron el 12% y el 19% de las transacciones, respectivamente, con un total de 1.088 operaciones combinadas. Además, hay que tener en cuenta que el 26% de dichas operaciones fueron exclusivamente compras de activos, que sumaron un total de 915 operaciones.

Lo previsto para los próximos meses es que la tendencia siga vigente, pues según una encuesta reciente a 1.350 empresarios, el 27% prevé que sus organizaciones realicen compras o adquisiciones en los próximos meses, mientras que un 29% anticipa que optará por alianzas estratégicas⁵.

El efecto “bolsa acumulada”
Participación en M&A, casuísticas



Fuente: elaboración propia a partir de datos de TTR Data.

4. TTR DATA. Resumen del Informe trimestral sobre el mercado transaccional español, 3T 2024:

<https://blog.ttrdata.com/tag/spain/#:~:text=El%20mercado%20transaccional%20espa%C3%B1ol%20registra,informe%20trimestral%20de%20TTR%20Data%20>

5. Perspectivas España 2024. KPMG y CEOE, 2024: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/es/pdf/2024/03/perspectivas-espana-2024.pdf>

EL MOMENTO “CERO”



La preparación y anticipación

No hay dos familias iguales y su punto de partida en la reflexión acerca del crecimiento dependerá de su grado de madurez en cuanto a situación generacional, tamaño y complejidad de la familia y de sus negocios y nivel de participación y profesionalización familiar en la

gobernanza y la gestión, incluyendo que dispongan de profesionales externos adecuados.

En esta fase es clave hacer y consensuar una reflexión estratégica estructurada en la que definir cuánto se quiere crecer, si de forma orgánica o inorgánica, en solitario o con socios, y muy importante, hacia dónde crecer (nuevos mercados, especialmente la internacionalización, innovación y nuevos productos, adquisición de talento y diversificación de riesgos y negocios).

Potenciales frenos de la empresa familiar en el crecimiento inorgánico

1. Exceso de prudencia.

Las empresas familiares suelen mostrar una mayor cautela a la hora de invertir, guiadas por el deseo de continuidad y la protección del legado.

2. Reticencia ante el endeudamiento o la pérdida de control.

La entrada de nuevos socios o un mayor nivel de apalancamiento puede interpretarse como una amenaza a la autonomía y al equilibrio del proyecto empresarial.

3. Desacuerdo sobre los objetivos estratégicos.

No siempre es fácil alinear las distintas visiones familiares en torno a si conviene reinvertir para crecer o diversificar el patrimonio.

4. Alta sensibilidad al impacto reputacional.

Las implicaciones públicas de una operación se analizan con especial atención, lo que puede llevar a descartar iniciativas.

¿Crecimiento o diversificación?

La familia propietaria se enfrenta a la disyuntiva constante de hacer crecer el negocio o diversificar el patrimonio, generando puntos de vista diferentes en el seno de la familia. Y, por encima de todo, no quieren perder el control de sus compañías, lo que en algún caso lleva a pensar que ponen las empresas en piloto automático.

Algunos de estos elementos diferenciales son, de hecho, el material con el que debe trabajar el equipo directivo para aprovechar la impronta positiva que dan al proyecto empresarial y reconducir, en su caso, lo que pueden constituir frenos a la hora de emprender nuevos proyectos transformadores.

En consecuencia, podemos afirmar que esta primera fase reflexiva genera tensiones que podemos resumir en estos tres ejes centrales:

- La elevada inversión que requieren estos procesos, con la entrada eventual de un nuevo inversor o incremento del nivel de endeudamiento, y las tensiones que ello puede generar en la búsqueda de acuerdo entre los accionistas.
- La disyuntiva de hacer crecer el negocio o diversificar el patrimonio, a la que conduce el desarrollo de una empresa familiar.
- El manejo de estos escenarios por parte del equipo directivo para que las eventuales resistencias no supongan un freno en el proyecto transformador.



“Hay que dejar la gestión a los mejores ejecutivos, que son quienes impulsan el crecimiento diario de la compañía, y que la familia pase a ocupar un rol de supervisión y acompañamiento. Por supuesto, las decisiones clave se deben tomar de forma consensuada a través de órganos como el consejo de familia o el Consejo de Administración de la ‘holding’”

Andrés Lantero,
presidente del Grupo Lantero

“El tamaño de la compañía y su profesionalización influye mucho. Es fundamental contar con un gobierno corporativo que separe propiedad y gestión. El *private equity* puede ayudar a que esto se haga sin daño”

Alejandro Diazayas,
cofundador de Nexxus Iberia



El rol bisagra del equipo directivo

El equipo directivo ejerce de bisagra fundamental en los momentos previos a materializar las operaciones, cuando se traza la estrategia. Su expertise, en muchos casos, es el contrapunto complementario y necesario a la propiedad, muy influida a menudo también por aspectos emocionales mencionados.

En opinión de Rafael Fernández de Cantillana, Senior Chief Investment Officer de Ayesa, “*que existan contrapesos en el capital, como el ‘private equity’, es un buen punto de partida para que la familia aborde el proceso de crecimiento inorgánico, dado que son procedimientos complejos, y al mismo tiempo, muy estandarizados que requieren un grado de profesionalización*”.

La experiencia en el Grupo Lantero, empresa familiar de tercera generación, contada por su presidente, Andrés Lantero, confirma esa idea: “*En*

nuestro caso el alineamiento de familia y dirección es total con una segunda generación que decidió que había que profesionalizar con ejecutivos externos la gestión y retirarse del día a día. En el año 76 ya hubo un consejo con independientes y en el 86, un primer ejecutivo no familiar. Desde entonces, el primer ejecutivo de la empresa es no familiar”.

De este modo, explica el empresario, “*hay que dejar la gestión a los mejores ejecutivos, que son quienes impulsan el crecimiento diario de la compañía, y que la familia pase a ocupar un rol de supervisión y acompañamiento. Por supuesto, las decisiones clave se deben tomar de forma consensuada a través de órganos como el consejo de familia o el Consejo de Administración de la holding*”. Es verdad que este modelo también tiene sus riesgos, añade el empresario, “*con posibles conflictos de agencia con los gestores, pero se trata de seleccionar a los mejores y fijar reglas claras de gobernanza y gestión*”.

La importancia del tipo de liderazgo

No es lo mismo encontrarse en una etapa de liderazgo omnipresente del fundador que en una posterior, con una propiedad repartida y con la familia alejada del día a día del negocio y actuando como meros accionistas.

Alejandro Diazayas, cofundador de Nexxus Iberia, afirma que *“el tamaño de la compañía y su profesionalización influye mucho. Es fundamental contar con un gobierno corporativo que separe propiedad y gestión. El ‘private equity’ puede ayudar a que esto se haga sin daño”*. También emplea el concepto de “empresa solar” para referirse a las familiares que se encuentran en un momento en el que todo gira en torno al propietario ejecutivo, que concentra la toma de las decisiones, y que se encuentra rodeado de “satélites” poco empoderados. En un momento dado, ese propietario ejecutivo debe tomar la determinación de abandonar ese modelo: *“Un elemento que catapulta a la empresa familiar al crecimiento es, precisamente, ese punto de madurez de propiedad y ejecutivos”*, sostiene.

Coincide en esta idea Josep Rodríguez, asesor personal del fundador de Zitro Games, que explica que muchas empresas familiares son lo que son *“gracias a la genialidad de ese fundador que es multitarea, que llega hasta unos límites insospechados, partiendo de cero y alcanzando facturaciones millonarias. Pero llega un momento*

en el que se encuentra ante la disyuntiva: ‘contrata a gente buena y déjalos trabajar o contrata a mediocres y que hagan lo que tú dices’”.

Gobernanza: protocolo familiar y otros acuerdos

La gobernanza es una cuestión que determinará en buena parte el éxito o no de todo el proceso: si no hay un marco que dote de profesionalidad y equilibrio a empresa y familia, llegada esa oportunidad, la operación puede malograrse por la inexistencia de esos acuerdos tácitos y no tácitos. Entre los muchos elementos y acuerdos formales que pueden conformar la gobernanza de la empresa familiar, hay dos especialmente relevantes a tener en cuenta:

- **Protocolo familiar.** Se puede hacer una analogía con la Carta Magna o Constitución, al contener los principios fundacionales y regir la filosofía y políticas en el seno de la familia y en su relación con el negocio. Como toda Constitución, pasa posteriormente a ser desarrollada a través de leyes y reglamentos.
- **Foros de discusión.** Al igual que el Consejo de Administración gobierna la empresa, la familia debe garantizar la existencia de buenos foros de discusión, que cuenten con el liderazgo y las dinámicas apropiadas. Es clave fijar un consejo de familia en el que se definan claramente los roles y se establezcan objetivos precisos que favorezcan su buena dinámica.

¿Qué debe incluir el protocolo familiar?

El protocolo familiar puede plasmar cuestiones diversas como el propósito, la visión y los valores familiares. Los negocios y el legado deseados, el apetito de riesgo, el acceso al trabajo en la empresa y la participación de la familia en la gestión.

Podrá marcar los niveles de endeudamiento permitido, incluso un rango de dividendos deseados. Cuestiones todas éstas que impactan sobremanera a la hora de plantear una operación de compra o fusión en la empresa familiar. Además, debe acotar la gobernanza en familia y empresa con el reparto de competencias entre las ramas o estirpes familiares.

Cuando todos estos elementos están encima de la mesa, y nos encontramos con empresas familiares de cuarta o quinta generación como la que dirige Gonzalo Sanz, CEO de Romeu, *“el concepto de legado es fundamental; entender el legado deseado, las expectativas de los accionistas. Esto condiciona el crecimiento inorgánico y lo que esperas de la compañía”*. Hay quienes esperan el dividendo estable, para toda la vida, y los que consideran la empresa familiar como un empleo para los hijos y toda la familia, explica. *“Si quieres que la compañía te sobreviva tienes que buscar un plan de crecimiento con un equipo gestor que lo apoye y asegurar un alineamiento de intereses”*.

En esta misma línea pone el acento Gerg Loewen, directivo de varias empresas, que considera que la empresa tiene que preguntarse *“qué quiere ser*

de mayor, porque a veces, aunque parezca obvio, no está tan claro”. Y, una vez tomada la decisión, el camino está expedito al completo, porque, como comenta Loewen: *“He visto un amplísimo porcentaje de casos en los que la propiedad se retira de la gestión y contrata a un equipo directivo, pero la sombra del propietario es muy alargada. Y el CEO no es capaz de llevar a cabo la estrategia planteada”*.

Y a vueltas con la selección de ese equipo que acompañará a la empresa en el proceso de crecimiento, los participantes en nuestro panel coinciden en considerar fundamental rodearse de un equipo que no solo tenga *expertise* técnico, sino también química, que aúne consensos y asegure esa estabilidad necesaria para abordar los cambios y transformaciones.

“He visto un amplísimo porcentaje de casos en los que la propiedad se retira de la gestión y contrata a un equipo directivo, pero la sombra del propietario es muy alargada. Y el CEO no es capaz de llevar a cabo la estrategia planteada”

Gerg Loewen,
directivo de varias empresas



EL PREDREAL



La puesta en marcha de recursos, medios y profesionales al servicio de la estrategia

El *predeal* debe estar alineado y ser coherente con la reflexión estratégica sobre el crecimiento de la empresa, y consiste en identificar y entender las oportunidades, anticipar los riesgos, calcular medios y dinero, inversión y financiación.

La estrategia debe responder tanto a las expectativas y los objetivos de la propiedad que, en el caso de las empresas familiares, van más allá de lo meramente económico, como a los retos competitivos planteados por el equipo directivo.

Por ello, habrá que conciliar ambas visiones y estar muy seguros, porque, como señala Andrés Lantero, presidente de Grupo Lantero, “una adquisición que marque la diferencia y sea transformadora será muy exigente, y condicionará mucho tanto la posibilidad como la predisposición de hacer otras”.

Es en esta fase cuando suele negociarse una LOI (*Letter of Intent*) o incluso un acuerdo de confidencialidad. Se ha de poner encima de la mesa cuestiones como la adaptación de la estructura, la organización y los modelos de negocio al crecimiento inorgánico, así como el encaje mercantil, las implicaciones regulatorias, fiscales, laborales, entre las fundamentales.

En ocasiones, la compañía que quiere recibir inversión externa, o que quiere ser el objeto de un proceso de venta, decide hacer una *vendor due diligence*, es decir, una revisión encargada a profesionales de todos sus temas relevantes: fiscales, legales, laborales, de negocio y financieros.

Si se detectan flancos débiles o mejorables, lo suyo es ponerlos en orden antes de salir al mercado o empezar una operación. Este tipo de *due diligence* sirve para llegar preparados al proceso de *due diligence* llevado a cabo por la parte inversora o compradora.

Cómo sentar unas bases sólidas

¿En qué medida conviene que el equipo directivo aporte una visión más estructurada y racional a la hora de establecer un plan y plantear prioridades?

Hay muchas familias con un estilo de dirección tan intuitivo que no formalizan un plan estratégico; toman decisiones sin un marco de referencia, guiándose más por criterios de oportunidad y emocionalidad que en otros modelos de empresa.

Sin embargo, una visión excesivamente personalista o basada únicamente en la intuición puede hacer descarrilar el proceso en algún

punto. *“Puedes ser un gran emprendedor, pero no un profesional de la compra de empresas”,* explica el CEO de Romeu, Gonzalo Sanz, que subraya que *“en un proceso de compra el ‘tenemos que hablar de familia a familia’ está bien, pero para la primera conversación. Después, hay que dejar a los profesionales”*.

La división de poderes

La intervención de profesionales externos en el trazado estratégico del proceso no implica que la familia quede al margen; es más, añade, en vez de restar. *“Tiene que haber alguien que no sea de la familia y que dote a la empresa de una contraparte,*



“En un proceso de compra, el ‘tenemos que hablar de familia a familia’ está bien, pero para la primera conversación. Después, hay que dejar a los profesionales”

Gonzalo Sanz,
CEO de Romeu



“Tiene que haber alguien que no sea de la familia y que dote a la empresa de una contraparte, de una visión más objetiva. Esto permite que todo el proceso se profesionalice adecuadamente”

Rafael Fernández de Cantillana,
Senior Chief Investment Officer de Ayesa

de una visión más objetiva. Esto permite que todo el proceso se profesionalice adecuadamente”, explica Rafael Fernández de Cantillana.

Es importante que el equipo directivo involucre desde el principio —por muy embrionario que sea— a profesionales del sector y expertos en transacciones.

Implica que existe una suerte de división de poderes que guía la lógica empresarial. El directivo explica: “Se puede dar el caso de que el equipo de adquisiciones no reporte al CEO de la compañía, sino directamente al Consejo. En el

caso de Ayesa, hablamos de una empresa en la que la familia no ostenta la mayoría del capital, lo que supone todo un reto”.

Cuando una compañía familiar se plantea hacer crecimiento inorgánico, la unión con el capital privado genera fuerzas equivalentes a “uno más uno es igual a 11”, asegura Diazayas, de Nexxus, “porque las capacidades de unos y otros —y en buena conexión— son muy potentes, y minimizan los errores, al converger los conocimientos y capacidad de subsanación de los errores de ambos”.

EL DEAL



El salto a la formalización del M&A: dando forma a la estrategia

Nos encontramos en un momento en el que se están materializando muchas transacciones y numerosas empresas familiares tendrán que decidir entre apostar por sus negocios y crecer, o vender.

En este contexto, la figura del *private equity* no es la de un “espectador neutral”, todo lo contrario: en el proceso de crecimiento inorgánico, la empresa familiar compite con el capital privado y al mismo tiempo es objeto preciado de estos fondos que encuentran en la empresa familiar el socio ideal.

No podemos pasar por alto la importancia y negociación del precio. Hay *sponsors* de la transacción más estratégicos y otros más financieros. Las familias suelen ver más la parte estratégica y suelen reaccionar mal en procesos muy competitivos, motivo por el que por ejemplo se suelen sentir incómodas en subastas.

Con todo, la formalización del proceso de transacción es el momento en el que se ponen a prueba racionalidad y emocionalidad. A menudo estamos ante la gran operación de muchas empresas familiares, la operación de su vida,

en la que afloran los miedos, las inseguridades, las dudas: *“En esos momentos, las empresas familiares, en menor o mayor medida, necesitan a alguien que aporte contraste y refuerce la objetividad; en concreto, con experiencia en negociaciones y cierres de transacciones. Y todo esto sin que la propiedad abdique de la toma de decisión”*, señala Carlos Mas, socio fundador de Strategy with Purpose.

Cómo diseñar el equipo negociador

La pregunta clave en esta fase es, una vez tomada la decisión estratégica, quién debe conformar el equipo negociador cuando hay tanto en juego. Estamos ante una industria profesionalizada que sigue unos estándares muy claros. Algo que es compatible con el hecho de que la propiedad siempre tendrá la potestad de parar si no evoluciona como está previsto.

La experiencia que relata Josep Rodríguez, a propósito de Zitro Games, va en esa misma dirección: *“Todos los años hemos tenido ‘novias’; hasta en pandemia y, en muchas ocasiones, en la mitad del proceso, hemos visto que nos estaban distraendo”*.

El coste del factor distracción puede llegar hasta el 30%

El Senior Chief Investment Officer de Ayesa advierte sobre una cuestión relacionada con esa “distracción” que se genera en la compañía, propia del deal: *“Hay que asumir que una parte de la actividad de la compañía se va a haber comprometido en el proceso, y no sobrereactuar por ello o entrar en pánico, porque va a ocurrir”*. De hecho, según coincide el panel, este porcentaje suele oscilar entre un 20% y un 30% de la actividad de la compañía.

Pocos profesionales, pero alineados

El equipo asesor lo debe formar el menor número posible de profesionales, pocos y buenos; eso sí, muy alineados y comprometidos. En un segundo nivel, se situaría el resto del equipo, que actuaría en el proceso según las necesidades y de forma selectiva.

“Los empresarios deben estar muy bien acompañados”, tercia Josep Rodríguez, *“ya que el voluntarismo suele llevar a cometer muchos errores; a veces es necesario rebajar el ‘soufflé’”*.

La importancia de las actuaciones preliminares

Los primeros actos del proceso no resultan vinculantes desde el punto de vista legal, pero sí constituyen las bases fundamentales para sentarse a la mesa. En opinión de Gonzalo Sanz, la LOI u otras partes de las diligencias preliminares, *“deben definir claramente todas las partes del ‘deal’, porque hay muchos procesos que se abortan precisamente por no haber explicitado y acordado claramente de antemano las expectativas de las partes”*.

Es importante diferenciar lo que es una LOI de una *due diligence* o auditoría legal, fiscal, financiera y de negocio. En este sentido, el primer paso se da con la suscripción de un acuerdo llamado LOI o MOU



“En esos momentos, las empresas familiares, en menor o mayor medida, necesitan a alguien que aporte contraste y refuerce la objetividad; en concreto, con experiencia en negociaciones y cierres de transacciones”

Carlos Mas,
socio fundador de Strategy with Purpose

“Todos los años hemos tenido ‘novias’; hasta en pandemia y, en muchas ocasiones, en la mitad del proceso hemos visto que nos estaban distrayendo”

Josep Rodríguez,
asesor personal del fundador de Zitro Games



(*Memorandum of Understanding*), que establece en mayor o menor medida, siendo más o menos vinculante— las bases de la posible operación.

A partir de ahí, se monta lo que es la *due diligence*: se seleccionan los profesionales que deberán llevar a cabo la “radiografía” de la compañía *target* y se empieza a trabajar en ello. En relación a ello, Rafael Fernández de Cantillana señala: “*Las ‘due diligences’ no suelen ser la causa principal de romper las negociaciones; los abogados protegen la transacción de los vicios y contingencias*”.

Definir el modelo de integración

La configuración del modelo de integración es una pieza clave de la operación que debe ser definida con antelación y establecida de forma precisa en el *deal* para llevar a buen término el proceso, en la siguiente fase de *postdeal*. Sin perder de vista las consideraciones de carácter fiscal, si va a haber integración jurídica de controlada, matrices, etc.

Un buen *modus operandi* pasa por preparar y facilitar a la familia propietaria, de forma previa y con el máximo detalle posible, un modelo de

integración claro, con *drivers* e indicadores que permitirán identificar con facilidad el valor creado, los fallos y/o aciertos de la operación.

Los pactos de socios

Los pactos de socios, en caso de convivencia entre la anterior propiedad y nuevos socios, deben tratar también estos aspectos de la negociación para evitar problemas posteriores.

En teoría, deberán estar fundamentalmente alineados con las previsiones de la LOI que se firmó al principio de la operación. Lo cierto es que, tanto los resultados de la *due diligence* como las negociaciones posteriores, son a menudo causa de pequeñas revoluciones con respecto a lo que se había pactado en la LOI.

Así, el pacto de socios deberá regular la nueva convivencia en aspectos tan nucleares como gobernanza, desarrollo de negocio, entrada de nuevos socios, compra recíproca del paquete accionario, derechos de arrastre y acompañamiento, nombramiento de CEO y altos directivos, entre otros.

EL POSTDEAL



La ejecución de los pactos negociados: la planificación de la toma de control

El modelo de integración varía en función de la estrategia planteada, como explica el Senior Chief Investment Officer de Ayesa: *“A veces hemos optado por una integración ‘soft’, de independencia de la compañía comprada, y otras, por modelos de creación de valor, incluso de integración inversa en los que ‘yo te compro a ti, pero tú vas a ser el que me dirija a mí’”*. Este tipo de estrategias, considera el directivo, son complicadas de asumir para el propietario, y no tanto para el capital privado porque la reflexión es *“sí esto es lo que genera valor, adelante”*.

La empresa familiar actúa a menudo de forma distinta al *private equity*, lo que puede suponer en ocasiones una ventaja: su objetivo no es necesariamente una sinergia rápida y rendimiento inmediato, sino el crecimiento sostenido en el tiempo y consistente en el marco de su propósito, cultura y valores.

El término de la operación puede materializarse de formas distintas, explica la experta en estrategia empresarial y socia fundadora de Strategy with

Purpose, Tecla Keller. En algunos casos, se querrá mantener separadas las empresas y no abordar de manera inmediata la fusión.

“¿Fusión rápida o integración progresiva? No hay una receta mágica”, explica Keller, *“lo importante es planificar bien los tiempos con una idea consistente de qué se busca”*. Por ejemplo, si las dos empresas comparten sector, habrá que decidir si se quiere que compitan entre sí o integran su gestión y operaciones. En cualquier caso, la integración cultural y la gestión de las personas será una cuestión clave del éxito.

La configuración del talento

El éxito del *postdeal* dependerá, en gran medida, de cómo se configuren los nuevos equipos. Es imprescindible una selección del talento, desplegar una eficiente comunicación externa e interna, un marketing alineado y empoderar a quienes finalmente tomen las riendas en los diferentes estratos de la estructura.

Gerd Loewen vuelve a la importancia del equipo, con las preguntas clave: *“¿Lo tenemos bien integrado, bien comunicado?”*. Porque el equipo



“¿Fusión rápida o integración progresiva? No hay una receta mágica. Lo importante es planificar bien los tiempos con una idea consistente de qué se busca”

Tecla Keller,
socia fundadora de Strategy with Purpose

es la base para este ejecutivo: *“Con la integración cultural que requiere, así como los cambios que van a implementarse: la estructura es nueva y ha cambiado. En los 100 primeros días, la comunicación no debe cesar, pero después, tiene que haber una continuación”*. Tener a la gente correcta en el sitio correcto y dar al *postdeal* la importancia que tiene, *“que no siempre es así”*, remacha.

La importancia del acompañamiento profesional

La figura del asesor o consultor externo ayuda a que todo el proceso se realice de la forma más objetiva posible, apunta la experta Keller, que añade que toda la fase de preparación es muy importante para que el *postdeal* funcione: *“Cuanto más profesionalizada en líneas generales esté la empresa, más fácil será abordar la fase última de la operación”*.

La planificación estratégica del *postdeal* pasa,

en buena medida, por la configuración de los nuevos equipos: es imprescindible una selección del talento, desplegar una eficiente comunicación externa e interna, marketing alineado y empoderar a quienes finalmente tomen las riendas en los diferentes estratos de la estructura.

El *postdeal* admite cambios de estrategia

Esta fase no es inmutable. Hay que pensar que, con ella, se aterriza una parte previa muy compleja de estrategia y puesta en marcha del *deal* que, una vez confrontada con la realidad, puede suponer la necesidad de operar cambios.

Josep Rodríguez explica una vivencia recurrente en sus años de trayectoria en asesoramiento de procesos de M&A, que invita a la reflexión: *“Me pongo el gorro de empresario que ha vendido, que ha dejado entrar en sus dominios a un tercero y que, en menos de tres años, la mayoría ha*

terminado recomprando las acciones porque los socios no se entienden”.

Desde el punto de vista del *private equity*, el *postdeal* es “el comienzo de la vida”, considera el cofundador de Nexxus Iberia: “*En este punto, los asesores ya cobraron, nuestros socios están contentos con 40 millones de euros en su bolsa, viendo cómo el mundo es diferente y cambia la percepción de riesgo de la compañía, y en nuestro caso, acabamos de poner el capital en la compañía. Para nosotros, llega el momento de comprobar si se han hecho bien o mal las cosas”.*

Diazayas concreta el papel del *private equity* en el *postdeal*: “*Integramos una capacidad de conocimiento financiero, así como una capa de ayuda en operaciones, creando un grupo de personas que nos ayudan a detectar los gaps, teniendo en cuenta que en el 60% de los casos, el dueño sigue siendo el CEO de la compañía; no nos confundamos con la idea de que siempre tiene que salir”.* Lo importante, recalca, “*es que ese propietario cambie el chip y esté dispuesto a dejarse ayudar, con mejores prácticas comerciales, de reporting, etcétera”.*



El plan de los 100 días

El *postdeal* culmina con el plan de los 100 primeros días, que contiene los aspectos clave para que no falle nada desde el primer momento: desde la toma de control de las operaciones, el control de la caja y la retención de los clientes y del talento, y la comunicación al mercado de los porqués de la operación. En la medida en que haya capacidad para ello, además del plan, conviene contar con un equipo de integración transversal, capaz y muy dedicado.

Desde el punto de vista legal, hay un trabajo importante también que llevar a término, como recuerda Marco Bolognini, abogado experto en derecho mercantil y socio fundador de MAIO Legal, dado que hay que reorganizar la estructura de la nueva empresa. Si es compra parcial, por ejemplo, “*habrá que adaptar la nueva gobernanza a los pactos sociales que se hayan firmado”.* Aunque, en general, esta última fase debería ser la más cómoda de todas, al suponer la “*ejecución de los pactos que han sido largamente negociados y que, pese a que pueda haber flecos, debería sucederse en piloto automático”.*

“Adaptar la nueva gobernanza a los pactos sociales existentes no es un detalle menor, sino una condición esencial para que el proceso avance con seguridad jurídica y cohesión entre las partes”

Marco Bolognini,
abogado experto en derecho mercantil y
socio fundador de MAIO Legal



7 CONCLUSIONES



1 Cada proceso es único

Cada empresa familiar debe abordar el crecimiento inorgánico según su estrategia y nivel de madurez, reconociendo que no es un proceso simple ni homogéneo, sino que depende del momento y contexto de la familia y el negocio. Reflexionar sobre sus alternativas de futuro, sopesar oportunidades y retos, y disponer de las capacidades y los recursos adecuados es clave para que el crecimiento sea sostenido y alineado con sus valores y objetivos a largo plazo.

2 La casa debe estar en orden

Los gestores deben comprender a fondo las claves de la familia propietaria y alinearse con ellas. A su vez, la familia debe asumir la responsabilidad de buscar la cohesión e implementar una estructura de gobernanza clara, estableciendo objetivos precisos y sistemas de incentivos adecuados para su equipo directivo. Es fundamental que ambas partes se entiendan y encajen, así como que respeten sus roles y responsabilidades para garantizar una colaboración armónica y eficaz. El orden se logra mediante planificación y el establecimiento de una estructura formal, fiscal y legal bien definida, que sirva de base para el crecimiento inorgánico y la sostenibilidad de la empresa.

3 Precio y sentido estratégico: la combinación ganadora

Toda operación debe tener un sentido industrial claro, estar alineada con la estrategia y encajar con los objetivos de la familia empresaria. Sólo entonces entra en juego la importancia del precio. Entender qué factores determinan el precio es

clave para evitar tanto las sobrevaloraciones del propio negocio, como las resistencias dentro de la familia que pongan en riesgo la operación. Muchas familias no compiten en igualdad de condiciones en procesos de compra, ya que carecen de planes concretos de creación de valor o desconocen las dinámicas del mercado, lo que puede llevarlas a perder oportunidades.

4 Superar las resistencias a crecer con socios

Las familias empresarias suelen tener aversión a perder el control, una actitud que, en última instancia, penaliza la entrada de socios como vía de crecimiento. Sin embargo, esta es una opción a valorar muy interesante, pues resulta determinante para solventar cuestiones como la internacionalización, la complementariedad de mercados y clientes, el enriquecimiento de la propuesta de valor y el portafolio de productos y servicios.

Además, contar con un socio es un soporte fundamental a la hora de buscar la financiación de recursos y medios que conlleva el crecimiento. E, incluso, para encontrar la liquidez necesaria para dar salida del capital a algún miembro de la familia que así desee. Valorar analíticamente las alternativas disponibles -como crecer con otras familias empresarias, socios industriales, salir a Bolsa o crecer con el private equity- es clave para hacer un buen análisis y tomar la mejor decisión.

5 El *private equity*, potencial aliado clave

El *private equity* se ha convertido en un actor clave en el ecosistema de M&A, aportando dinamismo, profesionalización y estandarización a las operaciones. Aunque a veces pueda percibirse como lejano a los valores y filosofía de la familia

empresaria, y hasta un adversario del equipo directivo, su participación puede ser altamente beneficiosa si se respetan los roles de cada parte. Su capacidad para dinamizar el mercado, estructurar operaciones y facilitar la financiación convierte al capital privado en un socio estratégico en procesos de crecimiento inorgánico. Para ello es clave que ambas partes hagan un esfuerzo por entender los objetivos, tiempos y modelos de trabajo de cada uno.

6 La importancia de plantear el M&A como un proceso integral

Toda adquisición es un proceso dinámico en el que el desenlace rara vez coincide exactamente con las premisas iniciales. Lo que comienza con ciertos supuestos puede evolucionar de manera inesperada. Por ello, el crecimiento inorgánico debe ser entendido como un proceso integral y que no depende en exclusiva de identificar el *target* correcto. La ejecución de cada fase de la operación con precisión es decisiva. Desde la estrategia inicial hasta los análisis y diligencias previos, la negociación, el cierre y las condiciones finales, la estructuración correcta de los equipos, así como su adecuada monitorización y coordinación, son determinantes para el éxito del proceso. El diálogo entre la propiedad y el equipo directivo y la claridad en el proceso de toma de decisiones también son clave.

7 Confiar en que, con el asesoramiento adecuado, el rumbo es el correcto

El asesoramiento estratégico, financiero, legal, fiscal y de comunicación aporta el conocimiento y la objetividad necesarias para estructurar procesos complejos y maximizar el valor de cada operación. El acompañamiento externo contribuye a objetivar

las expectativas y optimizar el proceso, así como a alinear a las partes implicadas y mitigar los riesgos. Eso sí, la búsqueda de asesores adecuados y de confianza es en sí mismo un reto.

En definitiva, las familias empresarias deben asumir el reto del crecimiento con un enfoque estratégico, respaldado por un liderazgo sólido y capacitación específica en adquisiciones. Una buena gestión del negocio, por sí sola, no garantiza el éxito en M&A; la estructura, el conocimiento y el rigor en los aspectos formales son igual de determinantes. Para que una operación prospere, no basta con la intención: es imprescindible contar con los equipos adecuados y una estructura preparada para abordar cada fase con solvencia. Cuando existe un verdadero encaje industrial, los recursos —incluida la financiación— siempre pueden encontrarse.

Y cuando las empresas familiares gestionan bien estos desafíos, son las auténticas ganadoras. Su visión a largo plazo, valores sólidos, arraigo con su entorno y resiliencia las diferencian en el mercado. Su sensibilidad hacia el propósito y reputación, al igual que su estabilidad de capital, les otorgan una ventaja competitiva única. Convertir estos atributos en fortalezas dentro del mundo de M&A es la clave para asegurar su crecimiento rentable y sostenible y consolidar su legado.

Por Marco Bolognini, abogado experto en derecho mercantil y socio fundador de MAIO Legal, y Carlos Mas, socio fundador de Strategy with Purpose





METODOLOGÍA

“

a relación entre familia y equipo directivo en momentos de la verdad: M&A” inaugura una serie de informes dedicados a los desafíos clave de la empresa familiar, analizando cómo la alineación entre propiedad y gestión influye en el éxito de sus decisiones estratégicas, especialmente en un contexto de crecimiento inorgánico.

Para su elaboración, se ha llevado a cabo un exhaustivo trabajo de campo que ha incluido la consulta y el análisis de diversas fuentes de información. Este, además, ha sido enriquecido con las aportaciones de un panel de expertos compuesto por empresarios familiares, directivos con amplia experiencia en la gestión de empresas familiares y representantes del *private equity*.

- **Marco Bolognini**, abogado experto en derecho mercantil y socio fundador de MAIO
- **Alejandro Diazayas**, cofundador de Nexxus Iberia
- **Rafael Fernández de Cantillana**, Senior Chief Investment Officer de Ayesa
- **Tecla Keller**, socia fundadora de Strategy with Purpose
- **Andrés Lantero**, presidente de Grupo Lantero
- **Gerd Loewen**, directivo de varias empresas
- **Carlos Mas**, socio fundador de Strategy with Purpose
- **Josep Rodríguez**, General Counsel del fundador de Zitro Games
- **Gonzalo Sanz**, CEO de Romeu

Su visión ha permitido analizar en profundidad hasta qué punto la coordinación entre la familia y el equipo directivo resulta decisiva en la definición y ejecución de un proceso tan relevante como el M&A.

SOBRE NOSOTROS

MAIO Legal

Fundada en 2011, MAIO Legal es una firma de asesoramiento jurídico y de negocio con un enfoque distintivo en el *middle-market* que combina un profundo conocimiento local con una perspectiva global. MAIO ofrece soluciones adaptadas a las necesidades de sus clientes, combinando innovación, dinamismo y crecimiento.

Con oficinas en España, Portugal y México, y como parte de Globalaw, cuenta con más de 100 profesionales de reconocido prestigio que aportan especialización técnica en áreas como derecho mercantil y fiscal, laboral, procesal y penal, concursal y público, entre otras. Su misión es clara: proporcionar a estas empresas el mismo nivel de excelencia legal que reciben las grandes corporaciones, pero con un enfoque personalizado y accesible.

www.maiolegal.com

Contacto/s

Marco Bolognini, abogado experto en derecho mercantil, socio fundador de MAIO Legal

E: mbolognini@maiolegal.com

Strategy with Purpose

Fundada por Carlos Mas, expresidente de PwC España, y Tecla Keller, profesional con una destacada trayectoria internacional en consultoría estratégica, Strategy with Purpose es una firma especializada en asesoramiento empresarial para líderes y familias empresarias en momentos de crecimiento y transformación.

Ofrecen asesoramiento estratégico a accionistas, directivos, emprendedores y consejos de administración, centrándose en dos áreas clave: la transformación y evolución del negocio, así como el apoyo en decisiones cruciales para familias empresarias. En el caso de las familias empresarias, Strategy with Purpose apoya en cómo llegar a una visión de futuro coherente, compartida y sostenible para la familia, sus negocios y su patrimonio, así como en su ejecución.

www.strategywithpurpose.com

Carlos Mas, socio fundador de Strategy with Purpose

E: carlos.mas@strategywithpurpose.com

Tecla Keller, socia fundadora de Strategy with Purpose

E: tecla.keller@strategywithpurpose.com



De izquierda a derecha, Paolo Ronco, Ángela Toro, Carlos García Gonzalvo, Maite Parejo, Carmen Pérez Andújar, Marco Bolognini, Ángel Vallejo, Javier Arráez, Ana Martínez, Alfonso Martínez Núñez, Oriol Prósper, Roberto Tambo, Marta Cámara, Ramón González-Babé e Inmaculada López, socios de MAIO Legal



Carlos Mas,
socio fundador de Strategy with Purpose



Tecla Keller,
socia fundadora de Strategy with Purpose



M | MAIO

Strategy with
Purpose