



B1

ISSN: 2595-1661

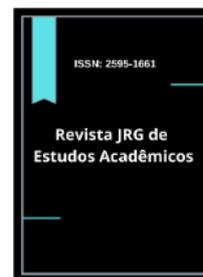
ARTIGO

Listas de conteúdos disponíveis em [Portal de Periódicos CAPES](http://Portal de Periódicos CAPES)

## Revista JRG de Estudos Acadêmicos

Página da revista:

<https://revistajrg.com/index.php/jrg>



### Search Funds como estratégia de empreendedorismo por aquisição: uma revisão das melhores práticas, histórico e desafios no contexto do mercado norte-americano

Search Funds as an acquisition entrepreneurship strategy: a review of best practices, historical evolution, and challenges in the north american market

DOI: 10.55892/jrg.v8i18.2297

ARK: 57118/JRG.v8i18.2297

Recebido: 25/06/2024 | Aceito: 28/06/2025 | Publicado *on-line*: 30/06/2025

Danilo Baptista Moscatelli Boavista

<https://orcid.org/0009-0005-7499-4305>

Email: danilo.boavista@gmail.com

#### Resumo

Os *Search Funds* representam um modelo singular de empreendedorismo por aquisição, originado no contexto acadêmico norte-americano, que tem ganhado relevância como alternativa estratégica para profissionais interessados em liderar pequenas e médias empresas consolidadas. Este estudo tem como objetivo revisar criticamente a literatura sobre o tema, abordando a evolução histórica, a estrutura do modelo, o perfil dos operadores, os principais desafios e as práticas que conduzem ao sucesso. Foram utilizados estudos de instituições como Stanford, Harvard e IESE, bem como artigos científicos e relatórios técnicos. Os resultados evidenciam que o modelo proporciona elevados retornos financeiros e alinha interesses entre empreendedores e investidores, embora enfrente obstáculos significativos, especialmente na replicação internacional. A revisão contribui para o entendimento teórico e prático do modelo, e aponta oportunidades para futuras pesquisas em mercados emergentes.

**Palavras-chave:** Search Funds; Empreendedorismo por aquisição; Private Equity; Modelos de negócios; Sucessão empresarial; Mercado norte-americano.

#### Abstract

*Search Funds* represent a unique model of entrepreneurship through acquisition, originally developed in the North American academic context, and have gained prominence as a strategic alternative for professionals aiming to lead established small and medium-sized enterprises. This study aims to critically review the literature on the topic, addressing the historical evolution, structural components, operator profiles, main challenges, and best practices for success. Research included studies from institutions such as Stanford, Harvard, and IESE, along with peer-reviewed articles and technical reports. The findings indicate that the model offers high financial returns and effectively aligns the interests of entrepreneurs and investors, although it faces significant obstacles, particularly when applied in international contexts. This review contributes to both the theoretical and practical understanding of the model and highlights future research opportunities in emerging markets.



**Keywords:** *Search Funds; Entrepreneurship through acquisition; Private Equity; Business models; Business succession; North American market.*

## 1. Introdução

O empreendedorismo por aquisição (*entrepreneurship through acquisition – ETA*) tem se consolidado como uma estratégia alternativa promissora no campo da gestão e finanças, permitindo que indivíduos com formação em negócios assumam o controle de empresas já consolidadas, sem a necessidade de criar um empreendimento do zero. Essa modalidade tem atraído significativa atenção acadêmica e prática, sobretudo nos Estados Unidos, onde o modelo dos *Search Funds* vem ganhando destaque como um veículo estruturado para operacionalizar o ETA (Ruback & Yudkoff, 2017).

Os *Search Funds* consistem em um mecanismo de investimento por meio do qual um ou dois empreendedores, denominados *searchers*, levantam capital junto a investidores para financiar a busca, aquisição e operação de uma única empresa de pequeno ou médio porte com bom desempenho financeiro. O modelo foi introduzido por H. Irving Grousbeck na Stanford Graduate School of Business em 1984, como uma resposta à escassez de oportunidades práticas de empreendedorismo para graduandos de MBA com aspirações de gestão empresarial (Grousbeck, 1984).

A consolidação do modelo nos EUA se deve à sua lógica de alinhamento de incentivos entre operadores e investidores, ao foco em empresas com forte geração de caixa e à possibilidade de alavancagem de valor a partir de melhorias operacionais e estratégicas. Segundo o *Search Fund Study* da Stanford GSB (2022), mais de 90% dos fundos que completaram aquisições nos últimos 20 anos obtiveram retornos positivos, com taxa interna de retorno média (IRR) de 32,6%, superando benchmarks tradicionais de private equity e venture capital.

O interesse por esse tipo de veículo tem aumentado não apenas entre investidores, mas também em instituições acadêmicas que reconhecem os *Search Funds* como uma alternativa de carreira viável e impactante para graduandos de MBA (Yudkoff & Ruback, 2020). A literatura destaca ainda que, ao permitir a aquisição de empresas com base instalada, o modelo mitiga parte dos riscos associados à fase inicial de startups (Stanford GSB, 2022; IESE, 2021).

Contudo, os desafios são expressivos. A fase de busca pode ser longa e incerta, a negociação com os vendedores exige habilidade técnica e interpessoal, e a gestão pós-aquisição demanda forte capacidade de liderança, planejamento estratégico e adaptação cultural. Além disso, a replicabilidade do modelo fora dos Estados Unidos é limitada, devido a diferenças nos ambientes regulatórios, disponibilidade de capital e maturidade dos mercados-alvo (Davis et al., 2021).

Apesar dessas barreiras, iniciativas em países da América Latina, Europa e Ásia vêm promovendo adaptações locais do modelo, acompanhadas de redes de apoio, programas de mentoria e fundos regionais voltados ao fomento do ETA (IESE Business School, 2021). Esse movimento global reflete o potencial do modelo não apenas como alternativa de carreira, mas também como mecanismo de continuidade empresarial e geração de valor econômico em contextos de sucessão ou estagnação.

Diante disso, o presente estudo tem como objetivo realizar uma revisão narrativa da literatura sobre *Search Funds*, abordando sua evolução histórica, estrutura operacional, fatores críticos de sucesso e principais obstáculos enfrentados, com ênfase no desempenho observado no mercado norte-americano.



Espera-se que esta análise contribua para ampliar a compreensão sobre a aplicabilidade do modelo em ecossistemas empreendedores emergentes.

## 2. Metodologia

Este estudo adota o formato de revisão narrativa da literatura, com enfoque descritivo e exploratório, tendo como objetivo principal sistematizar o conhecimento existente sobre os *Search Funds* com base em fontes teóricas e empíricas produzidas nos últimos vinte anos. A opção por uma revisão narrativa justifica-se pela necessidade de contextualizar historicamente o modelo, identificar suas principais práticas e analisar criticamente os desafios operacionais associados à sua adoção.

Foram selecionadas fontes primárias e secundárias, incluindo artigos científicos publicados em periódicos indexados (Google Scholar, JSTOR, Scopus), relatórios institucionais produzidos por centros acadêmicos de referência (Stanford GSB, Harvard Business School, IESE Business School), dissertações acadêmicas e estudos de caso de fundos já operacionais. O recorte temporal considerou publicações entre 2000 e 2024, com prioridade para materiais publicados após 2010, período de expansão do modelo para outros mercados além dos Estados Unidos.

Os critérios de inclusão envolveram: (i) estudos que tratam especificamente do modelo *Search Fund*; (ii) trabalhos que abordam o empreendedorismo por aquisição de forma estruturada; e (iii) publicações com dados empíricos, avaliações de performance e discussões sobre práticas operacionais. Foram excluídas fontes opinativas sem embasamento empírico e materiais não revisados por pares ou sem identificação institucional clara.

A análise dos conteúdos foi conduzida por meio de leitura exploratória, extração de dados relevantes e categorização temática. As informações foram organizadas em seis eixos analíticos: (1) origem e evolução dos *Search Funds*; (2) estrutura típica do modelo; (3) perfil do operador; (4) desafios enfrentados; (5) desempenho e melhores práticas; e (6) internacionalização e limitações.

Essa metodologia permitiu construir uma síntese crítica e atualizada sobre os *Search Funds*, contribuindo para a compreensão teórico-prática do modelo e oferecendo subsídios para sua aplicação em ecossistemas empreendedores diversos.

## 3. Resultados e Discussão

### 3.1. Origem e evolução dos Search Funds

Os *Search Funds* tiveram sua origem em 1984, quando H. Irving Grousbeck propôs o modelo como alternativa para profissionais interessados em assumir a liderança de uma empresa sem necessariamente fundá-la (Grousbeck, 1984). O conceito rapidamente ganhou adesão entre graduandos de MBA de instituições como Stanford e Harvard, que viam no modelo uma via prática e financeiramente viável para o empreendedorismo (Ruback & Yudkoff, 2017).

Relatórios sucessivos da Stanford GSB demonstram o crescimento do número de *funds* constituídos, sobretudo a partir da década de 2010. A publicação de estudos como o *Search Fund Study* (Stanford, 2022) passou a oferecer dados consolidados sobre retorno médio, tempo médio de busca e setores mais visados. Além disso, a IESE Business School contribuiu com estudos internacionais, indicando a adaptação do modelo a mercados como Espanha, México e Brasil (Davis et al., 2021; Kolarova & Kelchtermans, 2019).



### 3.2. Estrutura típica de um Search Fund

O modelo tradicional de *Search Fund* se organiza em quatro fases distintas: captação de recursos, busca da empresa-alvo, aquisição e operação. A fase inicial envolve a captação de capital junto a um grupo de 10 a 20 investidores individuais ou institucionais, com aportes típicos entre US\$ 300 mil e US\$ 500 mil (Stanford GSB, 2022). Esses recursos são usados para cobrir os custos da busca, incluindo salários, consultorias e viagens.

A fase de busca é caracterizada por uma análise intensiva de mercado, prospecção de empresas com receita entre US\$ 5 e US\$ 30 milhões, EBITDA superior a 10% e baixo nível de capital imobilizado. A aquisição geralmente é estruturada com capital próprio (*equity*) e financiamento por dívida (*senior debt*, *mezzanine*, ou *seller note*), o que confere alto grau de alavancagem à operação (Ruback & Yudkoff, 2020).

A etapa final é a gestão operacional da empresa adquirida, onde o *searcher* assume o papel de CEO. O sucesso dessa fase depende da capacidade de liderança, adaptação cultural e execução estratégica do operador, além do suporte ativo de seus investidores (IESE, 2021; Nash & Stevenson, 2004).

### 3.3. Perfil do operador (searcher)

O perfil típico do *searcher* é de um jovem profissional com formação em Administração, Engenharia ou Economia, frequentemente com MBA por escolas de primeira linha como Stanford, Harvard ou Wharton (Yudkoff & Ruback, 2020). Em geral, possui experiência prévia em consultoria estratégica, bancos de investimento ou *private equity*.

Além de habilidades analíticas, o sucesso do *search fund* depende de competências comportamentais, como resiliência, comunicação interpessoal e capacidade de negociação. Segundo a Stanford GSB (2022), operadores com habilidades de liderança demonstradas e visão de longo prazo tendem a apresentar taxas de sucesso superiores à média. Estudos como os de Zellweger (2007) também apontam que a perspectiva temporal do empreendedor influencia a estratégia adotada e o retorno percebido.

### 3.4. Principais desafios enfrentados

Apesar do modelo bem delineado, diversos desafios são recorrentes. A captação de recursos, especialmente por operadores sem histórico comprovado, é uma barreira inicial crítica. Durante a busca, o processo de *deal sourcing* pode consumir mais tempo e recursos do que o previsto, resultando em desgaste e frustração (Stanford, 2022).

Outro ponto crítico é a negociação com os vendedores, especialmente em empresas familiares. A ausência de governança formalizada, resistências à sucessão e conflitos patrimoniais são entraves frequentes (Aronoff, 1998). Já na fase de operação, o *searcher* enfrenta o desafio de implementar mudanças estratégicas sem comprometer a cultura organizacional existente.

### 3.5. Desempenho e melhores práticas

Estudos como o de Ruback e Yudkoff (2017) indicam que o modelo, quando bem executado, pode gerar retornos significativamente superiores à média do mercado. O relatório da Stanford (2022) mostra que fundos que seguiram boas práticas de governança, mantiveram proximidade com investidores e desenvolveram planos de 100 dias pós-aquisição apresentaram os melhores desempenhos.



Entre as melhores práticas destacam-se: (i) foco em setores estáveis e fragmentados; (ii) diligência rigorosa na avaliação da empresa-alvo; (iii) alinhamento contratual de incentivos; e (iv) uso de conselhos consultivos com mentores experientes. Willoughby (2020) complementa ao afirmar que o apoio ativo dos investidores e a estruturação financeira adequada são determinantes para gerar valor sustentável no *middle market*.

### 3.6. Internacionalização do modelo e suas limitações

Apesar do sucesso nos EUA, a replicação do modelo em outros países enfrenta barreiras culturais, legais e financeiras. Estudos da IESE (2021) indicam que países com menor cultura de investimento em *private equity* ou sem estrutura jurídica para financiamentos híbridos (como *seller notes*) apresentam menor tração no modelo.

Ainda assim, há experiências exitosas na Espanha, México, Colômbia e Brasil. Esses países têm desenvolvido ecossistemas locais de apoio, com fundos especializados, redes de investidores-anjo e programas acadêmicos que formam operadores locais (Kolarova & Kelchtermans, 2019). A adaptação do modelo requer flexibilidade contratual, redes de apoio institucional e compreensão das dinâmicas regionais do mercado de pequenas e médias empresas.

## 4. Conclusão

A presente revisão permitiu identificar os *Search Funds* como um modelo inovador e consolidado de empreendedorismo por aquisição, com potencial significativo de retorno financeiro e valor estratégico tanto para investidores quanto para operadores. A análise dos estudos mais relevantes demonstrou que, além de sua origem em ambientes acadêmicos de excelência, como Stanford e Harvard, o modelo apresenta resultados superiores aos benchmarks tradicionais, desde que estruturado com rigor, seleção criteriosa de empresas-alvo e apoio ativo de investidores experientes.

No entanto, também ficou evidente que a implementação bem-sucedida do modelo exige mais do que conhecimento técnico: requer resiliência, habilidade em negociação, visão de longo prazo e liderança transformacional por parte dos *searchers*. Além disso, a tentativa de expansão internacional do modelo ainda enfrenta barreiras importantes, como diferenças culturais, institucionais e de maturidade do mercado de capitais.

Como contribuição para a literatura, este trabalho organiza e sintetiza as melhores práticas do modelo, oferecendo uma visão abrangente sobre seus pilares estruturais, limitações práticas e potencial de adaptação. Estudos futuros podem se aprofundar em questões como a influência do perfil do operador no desempenho da empresa adquirida, a eficiência dos mecanismos de governança utilizados e o papel das redes institucionais no suporte ao modelo em mercados emergentes.

Com base nos dados analisados, conclui-se que os *Search Funds* têm um papel relevante na promoção da continuidade empresarial e na reativação de pequenas e médias empresas, especialmente aquelas familiares e sem sucessão definida. Sua adoção consciente e adaptada pode representar um vetor estratégico de desenvolvimento econômico, inovação e geração de valor sustentável.



## Referências

- ARONOFF, C. *Family business: not business as usual*. Southwestern Publishing, 1998.
- DAVIS, J.; GASCA, M.; PARDO, C. *The International Search Fund Study*. IESE Business School, 2021.
- GROUSBECK, H. I. *Search Funds—A Modest Proposal*. Stanford GSB Case E-148, 1984.
- INSEAD ENTREPRENEURIAL ECOSYSTEM. *Search Funds Primer: a guide for entrepreneurs*. Fontainebleau: INSEAD, 2019.
- KOLAROVA, L.; KELCHTERMANS, S. *Search Fund Primer: a practical guide for aspiring entrepreneurs*. INSEAD Entrepreneurial Ecosystem Series, 2019.
- NASH, R.; STEVENSON, H. *A Note on the Entrepreneurial Process*. Harvard Business School Note 803-131, 2004.
- RUBACK, R. S.; YUDKOFF, R. *Entrepreneurship Through Acquisition*. Harvard Business School Technical Note 807-085, 2020.
- RUBACK, R. S.; YUDKOFF, R. *HBR Guide to Buying a Small Business: think big, buy small, own your own company*. Boston: Harvard Business Review Press, 2017.
- SMITH, B.; MITCHELL, C. *The Lifecycle of Search Funds*. Journal of Entrepreneurial Finance, v. 19, n. 1, p. 25-42, 2016.
- STANFORD GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS. *2022 Search Fund Study: Selected Observations*. Center for Entrepreneurial Studies, Stanford University, 2022.
- WILLOUGHBY, K. *Private Equity and the Middle Market: driving growth and value*. Journal of Private Equity, v. 23, n. 3, p. 45-53, 2020.
- YUDKOFF, R.; RUBACK, R. *Entrepreneurship Through Acquisition*. Harvard Business School Technical Note 807-085, 2020.
- YUDKOFF, R.; RUBACK, R. *Search Funds at a Crossroads*. Harvard Business Review Digital Articles, 2021.
- YUDKOFF, R.; RUBACK, R. *Search Funds: what has changed over 35 years?* Harvard Business School Working Paper 21-037, 2020.
- ZELLWEGER, T. *Time horizon, costs of equity capital, and generic investment strategies of firms*. Family Business Review, v. 20, n. 1, p. 1–15, 2007.
- ZOTT, C.; AMIT, R.; MASSA, L. *The Business Model: recent developments and future research*. Journal of Management, v. 37, n. 4, p. 1019-1042, 2011.