

O POTENCIAL DOS *SEARCH FUNDS*

Os *search funds* são uma oportunidade para investidores apoiarem profissionais talentosos que buscam empreender por meio da aquisição de pequenas e médias empresas rentáveis e promissoras.

Rodrigo Maciel Rotondaro – Analista da Vitta Capital.

E-mail: rodrigo@vittacapital.com.br

Andrea M. A. F. Minardi – Professora Senior Research Fellow do Insper.

E-mail: minardi@insper.edu.br

Newton M. Campos – Professor da FGV EAESP.

E-mail: newton.campos@fgv.br

Resumo

Objetivo: apresentar o potencial dos *search funds*, um tipo de empreendedorismo que vem crescendo no Brasil.

Estado da arte: *search fund* ainda é um nicho, mas em evolução de empreendedorismo por aquisição. Esse tipo de fundo tem emergido como alternativa de sucessão empreendedora para pequenas e médias empresas em diversos países do mundo, promovendo inovação, ganho de eficiência, governança, profissionalização e crescimento.

Originalidade: o artigo descortina a temática dos *search funds*, mostrando como esse tipo de fundo funciona, a simbiose entre empreendedores e investidores, suas etapas e seu histórico de desempenho.

Impactos: o artigo mostra como os *search funds* têm se tornado uma opção de carreira para profissionais talentosos com perfil empreendedor avessos ao modelo de empreendedorismo via *start-ups*, bem como uma opção de investimento com retorno alto e risco inferior ao dos investimentos em *start-ups*. Além disso, os *search funds* chamam a atenção como saída para empresários de médio porte que desejam ver os negócios que fundaram se perpetuarem.

Palavras-chave: *search fund*, empreendedorismo por aquisição, *private equity*, investimentos alternativos, Brasil.

As pequenas e médias empresas (PMEs) – estimam-se 13,5 milhões no Brasil – são fundamentais para a economia brasileira: geram 30% do produto interno bruto (PIB) e 54% dos empregos formais¹. A maior parte delas são empresas familiares na primeira ou segunda geração, com dificuldade para crescer e inovar em uma época de transformação digital acelerada e pressão por adoção de processos com sustentabilidade socioambiental. Estão sujeitas à restrição de capital, não têm governança robusta, processos, planos de sucessão nem profissionais preparados para levá-las a outro patamar de tamanho².

Uma alternativa para gerar as mudanças necessárias vem crescendo no Brasil: os chamados *search funds*. Trata-se de uma forma de sucessão externa³ para as PMEs, com potencial para trazer revitalização e crescimento, gerar retorno para os investidores e ser uma opção de carreira para profissionais com perfil empreendedor que não querem correr o risco de começar um negócio do zero. Em vez de fundar uma empresa, o empreendedor capta recursos de investidores para adquirir uma PME existente, com o propósito de desenvolver estratégias de criação de valor que remodelam o modelo de crescimento do negócio^{4,5}.

Os *search funds* têm enorme ligação com o meio acadêmico⁶. O modelo foi criado em Stanford e Harvard nos anos 1980 por Irving Grousbeck, difundido em outras universidades americanas de prestígio e em 2010 para universidades europeias. No mundo, estima-se que mais de 400 fundos foram captados até 2020⁷. No Brasil, o primeiro *search fund* tradicional brasileiro foi a Taquia Capital, fundada em 2015⁸. Em 2022, foram mapeados 29 *search funds* tradicionais captados no país⁹, o que representa 11% dos fundos identificados no mundo, exceto nos Estados Unidos¹⁰.

O objetivo deste artigo é trazer informações sobre os *search funds* para empreendedores, estudantes, investidores e organizações voltadas ao fomento do empreendedorismo. O artigo é dividido nas seguintes partes: apresentação do modelo de *search fund*, descrição das etapas de empreendimento por meio desses fundos, análise do desempenho dos *search funds* e perspectivas para o futuro.

O MODELO TRADICIONAL

Em seu formato tradicional, o *search fund* é um veículo de investimento por meio do qual um ou dois potenciais empreendedores, chamados *searchers*, captam recursos com investidores – *search capital* – para financiar a busca de uma PME para aquisição. Uma vez encontrada a empresa, os *searchers* levantam mais capital – *acquisition capital* – para adquirir a totalidade do *equity* ou controle. Em seguida, assumem a posição de *chief executive officer* (CEO), contando com a mentoria dos investidores.

O *search fund* é um empreendedorismo por aquisição⁴ que se apoia nas práticas de investimentos de *private equity* (PE) e *venture capital* (VC). No PE e VC tradicional, o investidor assina um cheque em branco para os gestores do fundo buscarem empresas, em geral de capital fechado, e assim constroem uma carteira de investimento. Os fundos têm vida finita, que dura em torno de dez anos. No caso de PE, podem adquirir tanto participação minoritária quanto controladora, manter a gestão da empresa pré-investimento ou substituí-la por uma nova. Em VC, a participação é sempre minoritária, visando conceder protagonismo aos fundadores. Os gestores dos fundos integram o conselho de administração e têm o poder de interferir na gestão da empresa caso seja necessário, mas os investidores não participam das decisões de investimento e desinvestimento nem do monitoramento das empresas investidas, para não correr o risco de descaracterizar a responsabilidade limitada¹¹.

Já no *search fund*, o *searcher* (o gestor do *search fund*) recebe apoio para buscar, realizar diligências e adquirir uma única empresa, tornando-se seu CEO. Não existe data-limite para saída. Embora a maior parte dos investimentos seja mantida por prazo semelhante ao de PE e VC, entre três e sete anos, há a possibilidade de se manter o investimento por mais de dez anos, caso o potencial de criação de valor pelos *searchers* ainda seja alto. Os investidores inicialmente aportam recursos nos *searchers* para depois terem a opção de investir ou não na aquisição das empresas encontradas por eles. Também mentoram todas as fases, desde a busca até a gestão da empresa encontrada e adquirida, quase sempre participando do conselho de administração. Os investidores de *search fund* precisam montar uma carteira de *searchers* e de companhias para terem diversificação.

O *searcher* típico têm formação acadêmica sólida. Nos Estados Unidos, 84% dos *searchers* que levantaram fundos cursaram prestigiosos cursos de Master of Business Administration (MBA)¹². Eles têm por

volta de 32 anos de idade, experiências profissionais diversas, predominantemente de consultoria, banco de investimentos ou finanças, PE, administração geral e empreendedorismo. Não são propriamente gestores experientes. Por isso, a mentoria dos investidores é essencial para o sucesso da aquisição e da gestão da empresa. No Brasil, assim como foi observado nos Estados Unidos, possuir um título de MBA é o mais usual: em 81% dos fundos que captaram recursos, há pelo menos um *searcher* na equipe com MBA concluído no exterior¹³.

Os *searchers* abrem mão de uma carreira mais tradicional e promissora para se tornarem *searchers*, incorrendo em um custo de oportunidade, mas almejando alto retorno. Para serem bem-sucedidos, precisam ter habilidades gerenciais, confiança e capacidade de se comunicar com investidores, assessores, vendedores, colaboradores, parceiros e clientes. Além disso, pesquisas evidenciam que há mais chances de sucesso se forem otimistas, entusiasmados e resilientes¹⁴.

AS ETAPAS DO SEARCH FUND

O ciclo de um *search fund* tradicional é composto de quatro etapas: levantamento do capital de busca (*search capital*); procura por uma boa companhia, levantamento do capital para aquisição (*acquisition capital*) e aquisição da empresa; operação e geração de valor; e venda da empresa¹⁵. Cada uma dessas etapas é detalhada a seguir.

Levantamento do capital de busca (*search capital*)

Os recursos arrecadados nessa etapa devem cobrir os custos da fase da busca da empresa para aquisição, que inclui itens como salário dos *searchers* e assistentes, aluguel de escritório, viagens e custos para as diligências. A composição de perfis dos investidores é fundamental, pois os *searchers* contam com a mentoria deles durante os processos de busca, aquisição e gestão da companhia. Esses investidores podem ser tanto institucionais como empreendedores e profissionais bem-sucedidos; o importante é avaliar o que cada um pode agregar nas diferentes etapas: rede de contatos, experiência com investimentos e operações, capacidade para dar suporte no aspecto pessoal, entre outros aspectos¹⁶.

Deve-se ainda averiguar se os investidores terão não apenas recursos financeiros para comprar cotas do fundo de busca (entre US\$ 35 mil e US\$ 50 mil por cota), como também capital para aportar na aquisição da empresa encontrada (entre US\$ 100 mil e US\$ 1 milhão por investidor)¹⁷. O número de investidores situa-se entre 10 e 15, e a média do capital total levantado para a busca é de US\$ 400 mil para um *searcher* solo e de US\$ 700 mil para duplas¹⁷. A duração da fase de captação oscila entre dois e seis meses¹⁸.

No Brasil, em 2022, a participação de investidores locais ainda era pequena – somente 16% eram brasileiros, contra 48% de norte-americanos e 24% de europeus. Sobre a categoria dos investidores, 52% eram recorrentes em *search fund*; 24%, *family offices*; e 24%, fundos alternativos, ou seja, que alocam capital em outros fundos ou ativos ilíquidos que não são negociados nem em bolsas de valores nem em mercado de balcão.

Procura, levantamento do capital para aquisição (*acquisition capital*) e aquisição de uma empresa

Essa etapa dura em média dois anos. O alvo de um *search fund* é uma empresa de médio porte sem complexidade de gestão. A empresa-alvo tem em média valor de firma de US\$ 11 milhões, receita de US\$ 8 milhões e margem de *earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization* (EBITDA) de 23%, sendo adquirida a um múltiplo FV/EBITDA de cinco ou seis vezes. Alvos bastante cobiçados são empresas dos setores de serviços, *software* e indústrias com pouca ciclicidade como de saúde, que possuem características inelásticas de demanda, são *asset light*, estão em um mercado com potencial de alto crescimento e têm, na maior parte das vezes, receitas recorrentes e margem alta¹⁹.

A busca pode ser ou não especializada em determinado setor econômico. A especialização permite aprofundar conhecimento sobre o segmento, mas restringe o número de empresas-alvo. A busca também pode ser proprietária, com os *searchers* usando suas redes de contato para encontrar negócios potenciais, como *via advisors*, como boutiques de fusões e aquisições e bancos de investimento.

Nessa etapa, a rotina dos *searchers* envolve reuniões com empresários e assessores, avaliação de teses e do valor de empresas e conversas com investidores para verificar a atratividade da tese e possibilidade

de levantar o capital necessário para a aquisição¹⁸. Caso encontrem uma companhia para investir, os *searchers* devem apresentar a tese para os investidores, que têm o direito de recusar participar da aquisição. Os investidores que decidirem não seguir em frente recebem 150% do capital inicial investido (*step up*). Os investidores que decidirem pela aquisição recebem esse montante em forma de participação acionária, completando-a com o capital que desejam aportar na aquisição.

Se o capital necessário para a aquisição não for levantado em sua totalidade pelos atuais investidores, abre-se a possibilidade de aporte de recursos por novos investidores no chamado *equity gap* (capital faltante para viabilizar a aquisição). Caso a fase de busca não seja bem-sucedida, os investidores assumem a perda total dos recursos alocados¹⁶.

Operação e geração de valor

Nessa etapa, os *searchers* tornam-se CEOs da companhia e constituem um conselho de administração formado sobretudo pelos principais investidores. O conselho tem papel fundamental em aconselhar e apoiar o *searcher*, com contatos e *expertise*.

As empresas adquiridas são, na maior parte das vezes, familiares, com gestão e cultura que espelham os valores dos fundadores. Para que a transição de gestão seja suave, logo após a aquisição, é elaborado um plano de ação para os primeiros 100 dias, no qual são contemplados a forma de comunicação com os colaboradores, a transição de governança e o plano de aprendizado sobre o mercado de operações. É recomendado que não sejam tomadas decisões bruscas no primeiro ano, para que os erros e riscos associados a ser recém-chegado a uma empresa e a um setor desconhecidos sejam minimizados.

Nessa etapa são colocadas em prática as alavancas de crescimento que foram identificadas durante a diligência. Esses direcionadores são inseridos no plano de criação de valor, frequentemente com apoio e orientação dos vendedores, que recebem parte de seu pagamento a prazo (*seller notes*)¹⁸.

Venda da empresa

Os ganhos obtidos pela geração de valor na companhia são realizados sobretudo na venda, gerando retorno para os investidores e para os *searchers*, mas, como mencionado anteriormente, não há prazo-limite para a saída.

Além do salário como executivos, os *searchers* recebem, normalmente, de 15 a 30% das ações da empresa, o que promove maior alinhamento de interesse com os investidores. A participação acionária também aumenta em fases, em função de uma aquisição bem-sucedida, do tempo que passam gerindo a companhia e do desempenho da empresa – percentual que varia de acordo com o nível de retorno atingido. No momento da aquisição são definidas as tranches de retorno sobre o capital investido que incrementarão o percentual de *equity* dos *searchers* na empresa. Também é estipulado o período de *vesting* para o recebimento das ações²⁰.

DESEMPENHO DOS SEARCH FUNDS

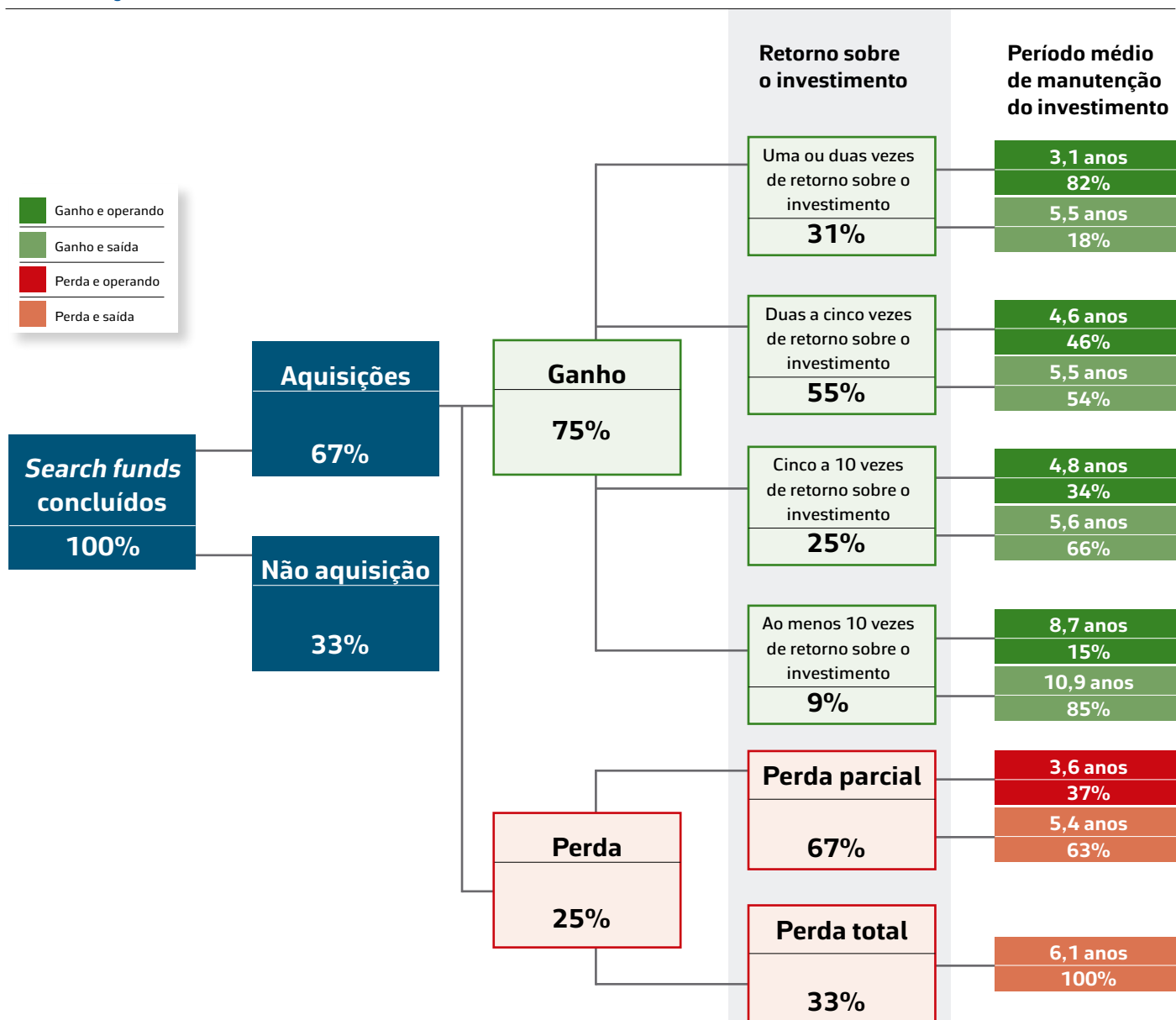
Os *search funds* vêm obtendo, em média, altos retornos financeiros, pois são focados em empresas com receitas recorrentes, baixa intensidade de capital, histórico de crescimento de rentabilidade e de mercados com potencial de expansão.

A Figura 1 contém a distribuição de retorno de 401 *search funds* levantados nos Estados Unidos e Canadá entre 1984 e 2019, de acordo com levantamento de Stanford⁷. Dos 305 fundos que concluíram a fase de busca (90 ainda estavam procurando uma empresa-alvo), 33% não conseguiram encontrar uma empresa para investir, resultando em perda total do *search capital* aportado pelos investidores. Das 204 aquisições efetuadas, 34 ainda não tinham tido saída. Dos 170 investimentos vendidos, 75% geraram retorno positivo. O múltiplo de capital investido (MOIC) médio foi de 5,5, e a taxa interna de retorno (TIR) média, de 32,6% ao ano. Segundo o estudo, os *searchers* receberam em média US\$ 6,47 milhões na venda de suas participações, além dos salários durante o processo de busca e gestão da empresa.

Em outra análise de *search fund* realizada em diferentes países²¹, observou-se uma TIR para os investimentos nos Estados Unidos de 36,7% ao ano, levemente superior à de 33,4% ao ano sobre os investimentos em outros países. Tanto nos Estados Unidos quanto em outros países os resultados excederam o retorno médio de fundos de PE, com TIR de 13,7%, e de VC, com TIR de 8%.

Figura 1.

Distribuição de retornos de search funds



FONTE: Kelly e Heston⁷

PERSPECTIVAS

O modelo de *search fund* ainda é recente no Brasil, mas está em franco desenvolvimento. Em outubro de 2022, foram mapeados 29 fundos no Brasil: dois ainda na etapa de captação, dois com a etapa de busca concluída sem aquisição de empresa, 12 ainda em etapa de busca, e 13 na etapa de operação e gestão da companhia. Não houve até o momento nenhuma saída, mas a taxa de sucesso da etapa de busca foi de 87% (13/15)⁹,

superior aos 77% encontrados nos Estados Unidos e Canadá. Uma explicação para essa diferença é que o nicho em que os *search funds* atuam, PME, é negligenciado por investidores no Brasil, com muito mais demanda do que oferta de capital, indicando a possibilidade de se encontrarem empresas-alvo interessantes.

Como ainda não houve saídas, a tese de que os investidores terão retorno alto no Brasil ainda não foi comprovada. O nível de desenvolvimento do ecossistema brasileiro é um dos fatores que podem impactar o retorno dessa classe de ativos. Quanto maior o número de investidores locais, mais os *searchers* receberão mentoria de profissionais habituados a navegar nas peculiaridades do ambiente de negócio local, dando maior segurança a investidores internacionais e, conseqüentemente, atraindo mais capital. Quanto mais *searchers* surgirem, maior será a possibilidade de diversificação de teses nas carteiras de *search fund* dos investidores e, por conseguinte, menor será o risco para o investidor. Quanto mais prestadores de serviço entenderem esse setor, melhor será o serviço de due diligence legal e contábil e assessoria que caibam no bolso da fase de busca. Quanto maior o número de instituições de ensino promovendo *search fund*, mais esse modelo será difundido e compreendido, aumentando o interesse de potenciais *searchers*, investidores, empresários e prestadores de serviço.

As taxas de juros altas no Brasil são um obstáculo para o desenvolvimento da indústria de *search funds*, pois o custo de oportunidade da alocação em investimentos ilíquidos é elevado, entretanto muitos investidores que já têm política estabelecida de investimento em ativos ilíquidos enxergam os *search funds* como ótima complementação na carteira, por atuarem em tipo e faixa de tamanho de empresa não abrangidos pelos fundos de PE e VC. Além disso, em um momento em que investidores estão mais avessos ao risco, é mais fácil levantar recursos para um cheque especificado para aquisição de uma PME comprovadamente lucrativa do que para um cheque em branco.

NOTAS

1. Endeavor (2020). Como a digitalização das PMEs pode desenvolver o mercado brasileiro. Endeavor. <https://endeavor.org.br/open-innovation/pmes-transformacao-pais/>
2. Teixeira, A. (2014). *Problemas na sucessão de uma empresa familiar: estudo de caso*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Politécnico do Porto, Porto.
3. Poeschl, A., & Freiling, J. (2020). The way toward a new entrepreneurial balance in business succession processes: the case of management buy-ins. *Journal of Organizational Change Management*, 33(1), 157-180. <https://doi.org/10.1108/JOCM-04-2019-0107>
4. Hans, V. (2022). *A constitutive view of entrepreneurship through acquisition: towards a conceptual framework*. Executive PhD Thesis, Antwerp Management School.
5. Fund, B. R., & Hunt, R. A. (2012). Reassessing the practical and theoretical influence of entrepreneurship through acquisition. *Journal of Entrepreneurial Finance*, 16(1), 29-56.
6. Shoemaker, M. (2022). *Search funds: a new way to find returns*. LAVCA. <https://lavca.org/2012/09/27/search-funds-a-new-way-to-find-returns/>
7. Kelly, P., & Heston, S. (2020). *Search fund study: selected observations*. Stanford School of Business.
8. Gomes, F. (2021, Outubro 19). Modelo de *search funds* ganha tração no Brasil. <https://www.segs.com.br/seguros/315221-modelo-de-search-funds-ganha-tracao-no-brasi>
9. Searchfunder. (n.d.). *SEARCHFUNDER - Search Fund Community Hub*. <https://www.searchfunder.com>
10. Campos, N. M., Abreu, P. R. M., & Gila, C. (2023). *Latin American search fund study 2022: industry overview*. Amazon.
11. Minardi, A. M. A. F., Bortoluzzo, A. B., Rosatelli, P., & Ribeiro, P. F. (2019). Market conditions and the exit rate of private equity in private equity investments in an emerging economy. *Brazilian Administration Review*, 16(2). <https://doi.org/10.1590/1807-7692bar2019180070>
12. Pohlmeier, S., & Rosenthal, S. (2016). *Search fund study*. Selected observations. Stanford GSB.
13. Searchfunder. (n.d.). *SEARCHFUNDER - Search Fund Community Hub*. <https://www.searchfunder.com>
14. Ruback, R. S., & Yudkoff, R. (2017). *HBR Guide to Buying a Small Business*. HBS.
15. Freiling, J., & Oestreich, M. (2022). Is business succession by the search fund model an option for Central Europe? *Entrepreneurial Business and Economics Review*, 10(2), 81-96. <https://doi.org/10.15678/EBER.2022.100205>
16. Johnson, R. (2014). *Search funds: what has made them work?* IESE Business School.
17. Kelly, P., Yoder, A., & Conn, J. (2020). A primer on searchfunds: a practical guide for entrepreneurs embarking on a search fund. Stanford School of Business.
18. Laseca, E., & Dennis, J. (2016). *The evolution of entrepreneurship through acquisition*. Chicago Booth.
19. Kolarova, L., Kelly, P., Dávilla, A., & Johnson, R. (2021). *International Search Funds – 2020 Selected Observations*. IESE Business School.
20. Johnson, R., & Simon, J. (2017). *Re-thinking search fund incentive structures*. IESE Business School.
21. Riehle, J. (2022). *Search fund performance comparison*. <http://www.risingventure.com.br/2017/03/18/performance.html>