



ÁRTICA

EMPRESAS INVESTIDAS POR FUNDOS DE  
PRIVATE EQUITY NO BRASIL:  
Lições aprendidas

endeavor  
BRASIL

Insper

## PESQUISADORES

## CONTATOS



ÁRTICA

Luiz Penno

[luiz.penno@articainvest.com.br](mailto:luiz.penno@articainvest.com.br)

Diego Batista

[diego.batista@articainvest.com.br](mailto:diego.batista@articainvest.com.br)

---



endeavor  
BRASIL

Guilherme Fowler A. Monteiro  
(Cátedra Endeavor - Insper)

[guilhermefam@insper.edu.br](mailto:guilhermefam@insper.edu.br)

---



Insper

Andrea Maria Accioly Fonseca  
Minardi  
(Centro de Finanças - Insper)

[minardi@insper.edu.br](mailto:minardi@insper.edu.br)

# PREFÁCIO

---

O número de empresas que recebem aporte de fundos de private equity (PE) está crescendo no Brasil. Normalmente os fundos são investidores ativos. Ou seja, além de recursos financeiros, auxiliam a empresa a implementar a sua tese de criação de valor, através de participação em conselho, melhoria dos processos, profissionalização, governança, etc.

São sócios temporários, têm vida finita. Depois de alguns anos na sociedade, participando das decisões estratégicas e influenciando a gestão, os fundos precisam vender sua participação e devolver o capital para seus investidores.

Embora o modelo de investimento de PE tenha potencial para criar bastante valor para as empresas brasileiras, ainda não é bem compreendido por muitas. Talvez em função disso, a relação entre os gestores de fundos de PE e os empresários nem sempre é um “mar de rosas”.

Tendo como pano de fundo esse contexto, o Ártica entrevistou 46 empresários que foram sócios de fundos de private equity e, juntamente com o Centro de Finanças e a Cátedra Endeavor do Insper, analisou as informações e as compilou no presente estudo.

O objetivo deste documento é compartilhar as várias experiências, procurando identificar os fatores críticos de sucesso ou fracasso na convivência entre empresário e fundo.

Com isso, espera-se fornecer um guia para auxiliar empresários no ajuste de suas expectativas sobre a contribuição dos fundos de PE, selecionando e melhor se preparando para a convivência com o novo sócio. Também se espera contribuir para o desenvolvimento desta indústria no Brasil e consequente aumento da probabilidade e magnitude de criação de valor dessa relação.

# SUMÁRIO EXECUTIVO

---

- Com exceção de 1 entrevistado, todos recomendaram o investimento de private equity para outros empresários, na maior parte das vezes com algumas ressalvas. As principais foram:
  - a necessidade de encontrar um perfil de fundo adequado,
  - que o empresário tenha ambição para crescer,
  - que a empresa esteja preparada para um fundo e
  - que a entrada do fundo seja bem negociada.
- 83% dos entrevistados considerou que a tese de criação de valor foi total ou parcialmente satisfeita. As principais causas citadas para explicar a não realização da tese, ou a sua realização parcial, foram problemas de implementação decorrentes da maneira de agir do fundo e/ou piora das condições de mercado.
- Os empresários em geral adotaram procedimentos considerados “padrão” para selecionar um fundo de private equity: conversaram com vários fundos, contrataram advogados experientes e assessores financeiros, e negociaram as cláusulas usuais desse tipo de investimento. Ainda assim, houve um número considerável de empresários que não fez um processo estruturado de seleção do fundo\* e, tão pouco, uma diligência sobre quem seria seu novo sócio (por exemplo, menos da metade dos entrevistados conversou com outras empresas investidas pelo fundo antes de fechar negócio). Durante a negociação de entrada do fundo, foram poucos os casos em que a tese de criação de valor foi construída em conjunto pela empresa e pelo investidor.
- Embora mais de 2/3 dos entrevistados tenha julgado que a relação com o fundo foi boa, a maior parte relatou a ocorrência de conflitos. Sendo assim, o empresário que deseja ter um fundo de investimento como sócio deve estar preparado para discordâncias e debates, os quais nem sempre tem consequências ruins. De fato, vários entrevistados apontaram que conflitos resultaram no seu amadurecimento profissional, bem como numa melhor tomada de decisão.
- As principais divergências narradas dizem respeito à (i) visão do negócio, (ii) desalinhamento quanto ao momento e forma de saída do fundo, (iii) troca de equipe do fundo, (iv) interferência na gestão e (v) divergência entre co-investidores. Dessas experiências, os entrevistados aprenderam que franqueza e transparência na relação

---

\* Por processo estruturado, entende-se um processo competitivo com a busca proativa de fundos interessados para posterior seleção do fundo com perfil que melhor se adequa à empresa

---

com o fundo são fundamentais, e que se deve ter em mente que o lado da empresa deve sempre prevalecer em relação às agendas individuais de cada sócio.

- A maior parte dos empresários entrevistados julgou que os conselheiros indicados pelo fundo não detinham conhecimento específico do negócio, mas contribuíram, pelo menos parcialmente, para a implementação da tese de investimento. A indicação de executivos também contribuiu pelo menos parcialmente, sendo que a posição mais frequentemente indicada foi a de CFO.
- As grandes contribuições que os fundos trouxeram, segundo os empresários, foram:
  - a profissionalização da gestão e do processo,
  - a estruturação da governança e
  - a atração de talentos.
- A frustração mais recorrente foi o sentimento de que o fundo não detinha conhecimento suficiente para interferir na gestão do negócio. Curiosamente, entretanto, alguns empresários reclamaram da pouca proximidade dos fundos com a gestão da empresa. Isso indica que a seleção criteriosa do fundo, com especial atenção ao seu perfil de atuação, e o alinhamento, no acordo de acionistas, de como ele irá contribuir para a empresa são fundamentais para o bom funcionamento da parceria.
- A maior parte dos entrevistados opinou que a saída ocorreu num bom momento para eles e para o fundo. Relataram que é importante que o empresário esteja preparado para a saída, seja a sua ou a do fundo, e que participe ativamente desse momento.



# CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA

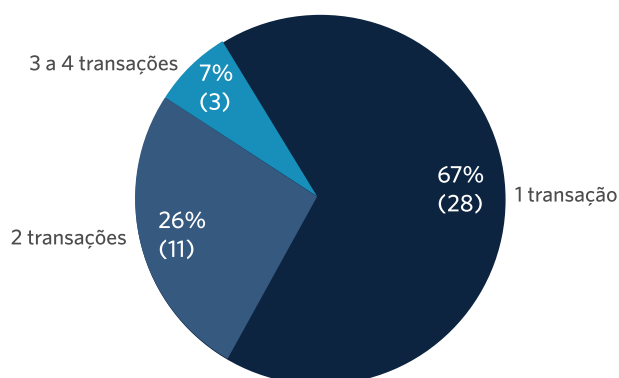
Foram realizadas 46 entrevistas com empresários que receberam fundos de private equity e que tiveram a relação encerrada – seja com a venda da participação do fundo, com a venda da participação do empresário ou através de um IPO.

A amostra resultante representa cerca de 220 anos de experiência consolidada de relacionamentos e um montante total de ao menos R\$6,4 bilhões<sup>2</sup> em investimentos (em valores nominais).

Como indicado nas Figuras 1 a 5, a amostra é heterogênea, representativa das diversas alternativas de escolha de fundos de private equity para empresas brasileiras e com diferentes modelos de relacionamento em termos de prazo e vínculo do empresário com a empresa após a saída do fundo.

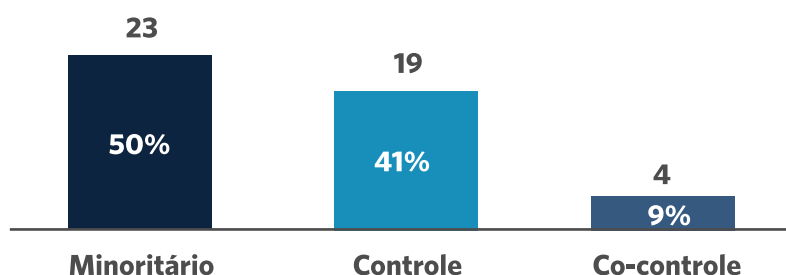
As 46 empresas entrevistadas receberam capital de 42 diferentes gestoras de fundo de private equity, sendo que mais da metade das gestoras participou de apenas uma transação.

Figura 1 - Distribuição das gestoras por número de transações na base  
( # gestores e % total de gestoras)



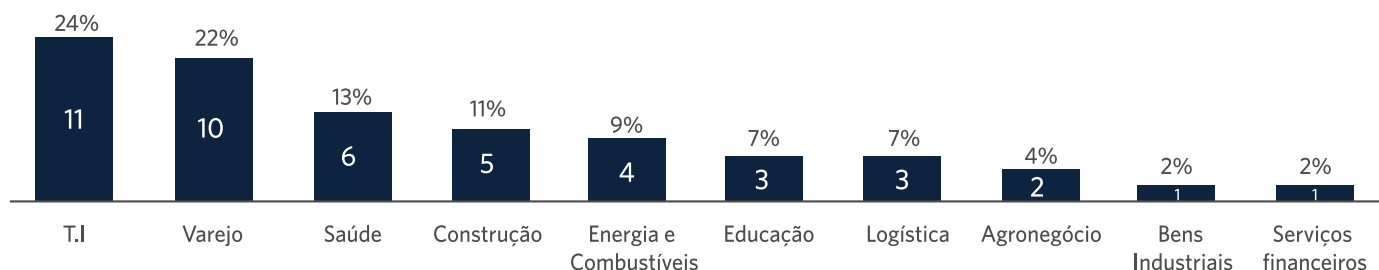
Como ilustram as figuras 2 e 3, também há equilíbrio entre investimento minoritário e controle, e as empresas pertencem a diversos setores industriais, embora observe-se uma maior concentração das empresas em TI (24%) e varejo (22%).

Figura 2 - Caracterização da participação acionária dos fundos  
# empresas e % total de empresas



<sup>2</sup>Quatro empresários não informaram o valor do investimento

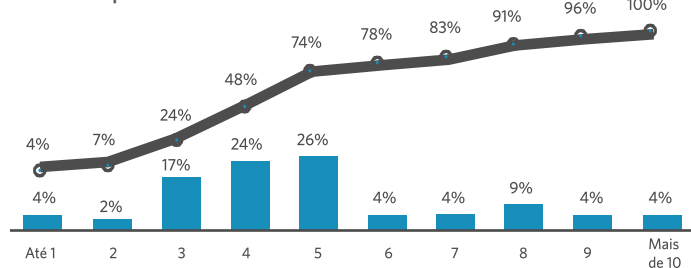
Figura 3 - Distribuição das empresas investidas  
# empresas e % total de empresas



O período médio de permanência dos fundos nas empresas foi de 5 anos, sendo que em 50% dos casos o fundo ficou entre 4 e 5 anos na empresa.

Houve casos em que a permanência do fundo foi muito curta (em 6% das observações o fundo ficou 2 anos ou menos) e muito longo (em 8% dos casos o fundo ficou 9 anos ou mais).

Figura 4 - Prazo de permanência dos fundos nas empresas da amostra  
% de empresas

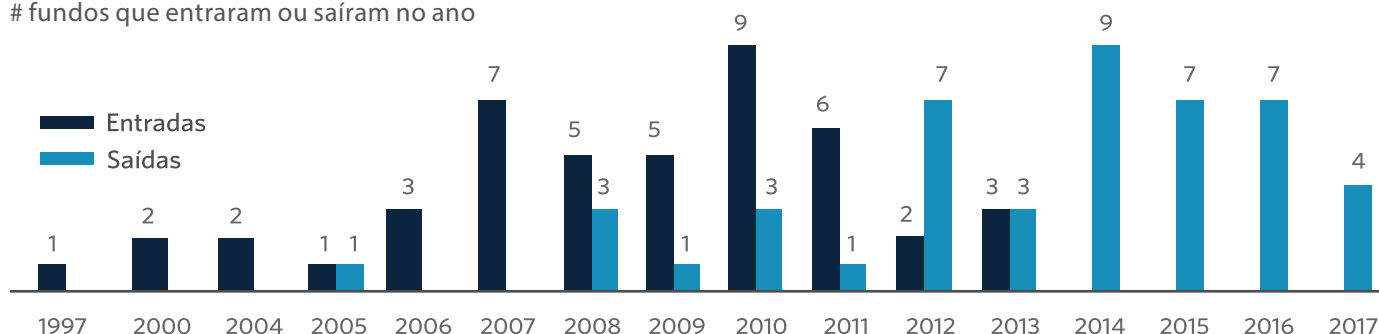


Dos entrevistados, quase a metade (46%) não permanece mais como acionista da empresa. Desses 21 empresários que deixaram de ser acionistas apenas 10% ainda permanece como gestor ou conselheiro.

Como ilustra a figura 5, a amostra contempla investimentos realizados entre 1997 e 2012, sendo que em 93% deles a entrada dos fundos ocorreu a partir de 2004. Por investimento realizado, entende-se casos em que já houve a saída do empresário ou do fundo da empresa.

As saídas ocorreram a partir de 2005, sendo que mais da metade (59%) ocorreu nos últimos 4 anos. Isso significa que a experiência do relacionamento com os fundos ainda está razoavelmente recente.

Figura 5 - Safras das transações da base  
# fundos que entraram ou saíram no ano



# NO GERAL, COMO A PARCERIA É AVALIADA?

Em 83% dos casos, os empresários entrevistados consideraram que a tese de investimento foi total ou parcialmente realizada. As principais causas citadas para explicar a não realização da tese, ou a sua realização parcial, foram problemas de implementação decorrentes da maneira de agir do fundo e/ou piora das condições de mercado.

Figura 6 - Materialização da Tese de Investimento  
(# empresas e % total de empresas)

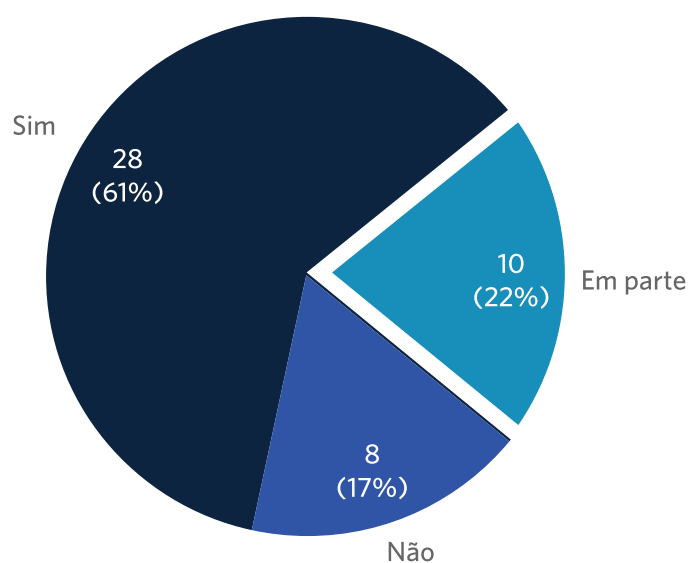
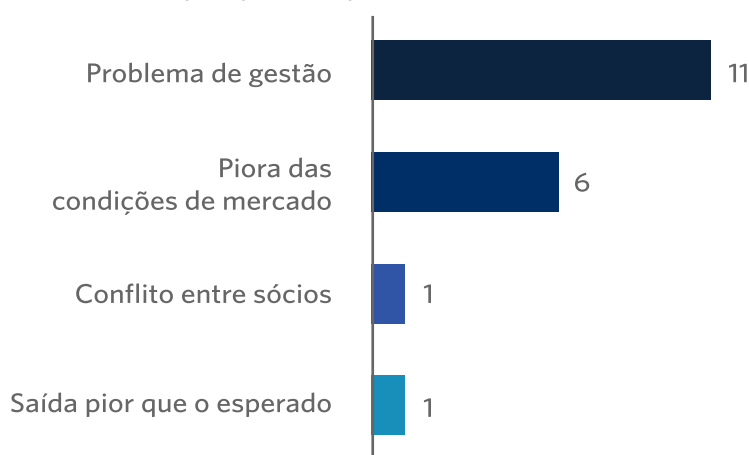


Figura 7 - Razões para materialização parcial  
(# menções pelos empresários)



Quando questionados se recomendariam o investimento de PE para outros empresários, a resposta positiva foi quase unânime: apenas 1 entrevistado não recomendaria. Todavia, 57% dos entrevistados indicou alguma ressalva, destacando que a decisão de prosseguir ou não com a transação depende do perfil do fundo selecionado, as ambições do empresário e as condições da empresa, bem como aspectos de negociação.



Figura 8 - Recomendação Final = Você recomendaria uma sociedade com um fundo para outros empresários?  
 (# empresários e % empresário)



Os entrevistados também atribuíram notas para três dimensões distintas: o comprometimento do fundo com o investimento, o seu relacionamento com o fundo e a sua percepção sobre a contribuição do fundo para o aumento de valor da empresa.

Figura 9 - Resumo da avaliação dos entrevistados

**Comprometimento do fundo com o investimento** % empresários (46)



**Relacionamento com o fundo** % empresários (46)



**Contribuição do fundo para aumento do valor da empresa** % empresários (44, 2 não souberam responder)




# EXAME DETALHADO DAS ETAPAS DO INVESTIMENTO

---

## ENTRADA

---

A fase de entrada compreende a decisão de trazer um fundo como sócio, o processo de seleção do fundo seguido do processo de avaliação da empresa pelo fundo e da negociação da venda de participação acionária propriamente dita.



# Motivação para conversa com fundo e tese de investimento

Foram diversas as motivações que levaram os entrevistados a se engajarem em conversas com fundos de investimento: a necessidade de capital para crescimento, de estruturar ou melhorar a governança, profissionalizar a gestão e até a necessidade de um parceiro com alguma experiência específica, como condução de um processo de IPO. Houve ainda casos em que o empresário não cogitava essa alternativa de investimento até ser abordado por um fundo.

Constatou-se que essas necessidades são geralmente incorporadas à tese de investimento apresentada ao fundo.

Em 87% da amostra, a tese de investimento correspondia totalmente às necessidades da empresa, sendo na maior parte dos casos suporte financeiro para crescimento – seja

orgânico, por aquisição e/ou consolidação setorial.

Verificou-se ainda que a participação do fundo na elaboração da tese é pouco comum: em apenas 28% dos casos, o entrevistado declarou que a tese foi elaborada conjuntamente (empresa e fundo).

## Processo de seleção do fundo

A maior parte dos entrevistados adotou procedimentos recomendáveis para selecionar e negociar com os fundos: 74% dos empresários ouvidos conversou com mais de um fundo, 76% contratou advogados com experiência relevante em Fusões & Aquisições e 72% contratou assessores financeiros, em sua maioria boutiques de investimento e bancos de investimento.

Ainda assim, um número significativo não fez um processo estruturado para selecionar um fundo de private equity. Por processo estruturado, entendemos uma busca ativa e sistemática do empresário pelo futuro sócio, procurando compreender, por exemplo, o perfil de investidor que melhor se adequa à

Figura 10 - Teses de investimento (# menções, % recorrência entre os 46 entrevistados)



firma (e.g., minoritário ou controle), que tipo de contribuição por parte do fundo é necessária para a implementação da tese de investimento e quais são os fundos no mercado com um perfil e experiência adequados para isso. Inclui-se nesse processo avaliar, até mesmo, se há empatia entre o empresário e os gestores do fundo.

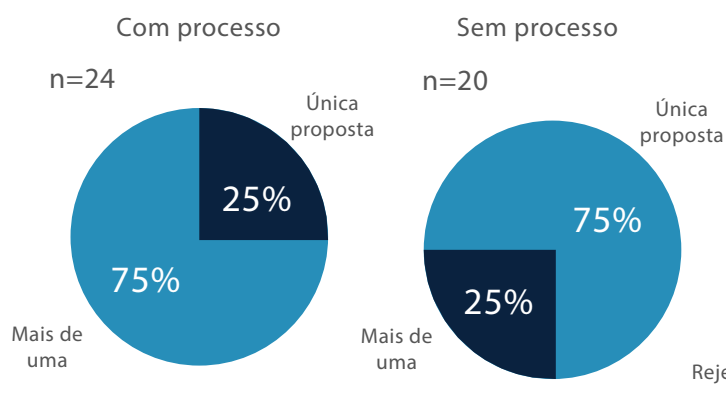
Como ilustra a Tabela 11, a maioria dos empresários que fizeram um processo estruturado recebeu proposta de mais de um fundo (75%). Por outro lado, dentre os que não conduziram um processo estruturado, apenas 25% recebeu mais de uma proposta.

Isso indica que a busca ativa e sistemática de

um fundo pelo empresário pode desempenhar um papel relevante no número de propostas recebidas e, conseqüentemente, na obtenção de propostas mais atrativas.

Por outro lado, apenas uma minoria dos entrevistados aparenta ter feito uma due diligence mais profunda sobre o futuro sócio, incluindo a trajetória dos gestores do fundo, objetivos e empresas já investidas. A consulta a outras empresas investidas pelo fundo também ainda não é uma prática muito adotada: menos

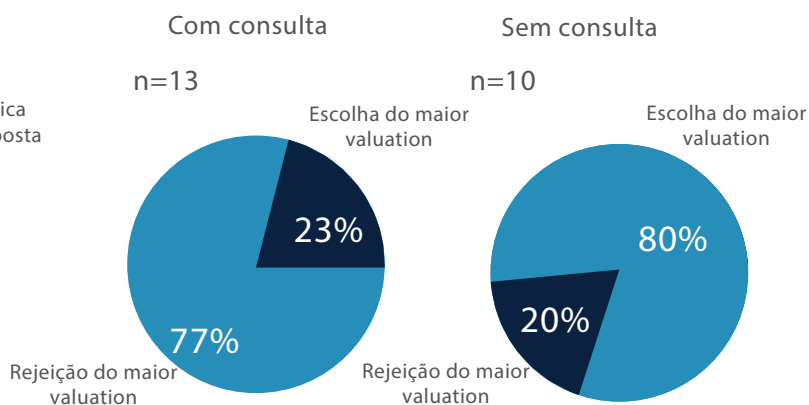
Figura 11 – Impacto da realização de um processo estruturado no número de propostas recebidas  
n = casos aplicáveis



da metade do grupo (39%) a realizou.

Como se nota na figura 12, 77% dos empresários que consultou empresas investidas dos fundos não optaram pelo maior valuation, contra apenas 20% daqueles que não tiveram acesso a outras empresas investidas. É um forte indício de que quando se busca informações com empresários que já passaram por investimentos do fundo, o valuation deixa de ser o fator determinante na escolha.

Figura 12 – Impacto da consulta de empresas investidas na seleção do fundo pelo maior valuation  
n = casos aplicáveis



## Processo de avaliação da empresa: valuation e diligência

As avaliações das empresas foram feitas utilizando métodos tradicionais em finanças (“métodos de valuation”), sendo na maior parte dos casos empregados o método do fluxo de caixa descontado (“Discounted Cash Flow”) e avaliação por múltiplos (utilização de múltiplos de mercado aplicados a uma métrica da empresa, como receita ou lucro operacional antes de depreciação e amortização).

O valor final a ser pago pelo fundo é obtido a partir da combinação da avaliação financeira e diligência (due diligence), etapa em que são identificados ajustes de preço e potenciais contingências, por vezes com a contratação de auditores e contadores. Em negócios complexos ou pouco usuais, alguns fundos também utilizam a diligência para validar aspectos operacionais técnicos.

Embora não seja obrigatória, a extensa maioria dos entrevistados passou por uma diligência do fundo. Entre eles 71% declarou que estavam totalmente preparados para o processo de due diligence feito pelo fundo, 9% parcialmente preparados e 20% despreparados. Entre os motivos recorrentemente mencionados para o despreparo se destacam a ausência de uma contabilidade organizada e a baixa sofisticação da equipe administrativa.

# Negociação

Durante a negociação, são definidos não só o preço, como também aspectos importantes de governança. As cláusulas solicitadas pelo fundo durante a negociação são as comumente exigidas pela indústria de Private equity, sendo as principais tag along, direito de indicar a gestão, direito de veto e drag along, como indica a figura 10:

Figura 13 - Direitos solicitados pelo fundo  
(# menções, % recorrência entre os 46 entrevistados)



## Outros direitos citados

- Antidiluição
- Cláusula Texas Shoot Out
- Drag somente no segundo aporte
- Escolha de auditoria
- Mecanismo de desempate em votações do Conselho
- Non compete
- Restrições a transações com partes relacionadas
- Call option
- Prerrogativa de indicar os bancos em caso de IPO
- Indicação da presidência do Conselho
- Rentabilidade mínima sujeita a ajuste de participação
- Stay on

Em 28% das transações, o tempo de negociação foi superior a 12 meses. Contra-intuitivamente, é nas negociações mais demoradas que se encontram as piores percepções da parceria:

Algumas hipóteses que precisariam ser testadas seriam: a empresa não estar preparada para o investimento, indecisão para fechar negócio ou até mesmo o desgaste entre sócios durante o processo negocial.

Tabela 1 – Impacto do período negocial na avaliação da parceria  
Escala de 1 a 5, sendo 1 péssimo e 5 ótimo

Período negocial	# de casos	Valor médio da participação	Comprometimento	Relacionamento	Tese se efetivou totalmente
Até 12 meses	33	4,1	4,1	4,2	73%
Superior a 12 meses	13	2,5	3,3	3,3	31%

# Lições aprendidas: Entrada

Das lições aprendidas na fase de seleção e negociação, os entrevistados destacam que, para trazer um fundo de private equity, é necessário ter um bom motivo além da necessidade de recursos financeiros per se. A escolha do parceiro é fundamental, por isso é aconselhável conversar com vários fundos, fazer uma boa diligência antes de tomar a decisão e garantir o alinhamento desde o princípio, pois a relação será longa. Não se deve ter pressa em fechar o negócio, mas se as negociações começarem a se arrastar por demais, vale uma reflexão se ainda faz sentido fazer a transação. Uma boa assessoria e um advogado experiente são fundamentais para proteger o empresário e evitar o desgaste da relação entre os futuros sócios. A Tabela 2 contém maiores detalhes das lições aprendidas.

Tabela 2 – Principais Lições Aprendidas na Seleção e Negociação com o Fundo de PE

■ Lição  
■ Depoimento

Momento e Motivação	
Tenha um bom motivo para trazer um fundo e se mantenha fiel aos seus ideais	“Ter mais dinheiro em caixa para acelerar crescimento não é um motivo suficiente para se trazer um fundo” “Eu sinto que há uma inquietude de como conciliar necessidade de capital e integridade da companhia. A minha recomendação é que os empreendedores não pratiquem o autoengano, que eles não deletem o resto em prol da necessidade financeira.”
Tenha a certeza de que é um bom momento para trazer um fundo	“Recomendo esperar o máximo que puder para fazer negócio com o fundo. Foi o dinheiro mais caro que já peguei na minha vida” “Vejo muita gente vendendo muito no início e perdendo o upside que poderia ganhar esperando a empresa crescer.
Garanta o alinhamento dos objetivos com os sócios atuais da empresa	“Deve haver alinhamento dos sócios fundadores que estão no negócio sobre o que eles desejam. Se os sócios não estiverem alinhados problemas podem ser criados. Se não houver alinhamento você tem que comprar ou negociar a saída dos desalinhados da empresa.”

Escolha do fundo	
Faça um processo competitivo e estruturado	“Se puder, faça um processo competitivo e estruturado. Tenha clareza do que você quer do fundo e deixe sua empresa organizada”
Faça uma diligência no fundo antes de tomar a decisão	“Recomendo que observem a história do fundo e a longevidade da trajetória dos seus executivos” “Faça uma diligência completa de quem vai entrar na sua empresa (pesquisar sobre gestora e gestores dela) e na dinâmica entre gestores e cotistas” “Eu deveria ter procurado empresas investidas”

## Escolha do fundo

Garanta o seu alinhamento com o fundo desde o princípio	<p>“É fundamental o alinhamento desde o início com seus assessores e com o fundo ”</p> <p>“A coisa mais importante para nós foi trazer a pessoa correta para a função correta e o fundo correto para o objetivo correto. Faça um planejamento de como deve ser o relacionamento: na escolha do fundo verifique se ele sabe a sua área e se é sinérgico com você e se sabe fazer o que você pretende fazer.”</p>
---	---

## Postura na negociação

A pressa em fechar o negócio pode prejudicá-lo	“Primeiro, tem que ser feito com planejamento mais de longo prazo, de forma antecipada e sem pressa. A pressa de tomar a decisão e botar recurso para dentro, resolveu um problema de curto prazo, mas cria outro de longo prazo”
Se for ficar na gestão, não adote uma postura agressiva	“Aprendemos que a pior coisa é o empreendedor ficar negociando. É bom você não se desgastar para não prejudicar a relação futura de sociedade com o fundo”
Não foque apenas no preço, governança é igualmente importante	“Eu acho que a gente deu peso mais ao valuation do que a governança. Estávamos focados muito em preço e deixamos passar pontos que poderiam ter travado nosso plano de crescimento”
Formalize tudo o que for combinado com o fundo por escrito	<p>“Escreva tudo o que foi combinado - no futuro o fundo vai se apegar ao que está no papel para cobrar e fazer valer sua posição. Isto é ainda pior quando se troca o gestor no meio do investimento e não existe o histórico do que foi combinado”</p> <p>“Deveria ter registrado por escrito tudo o que for combinado”</p>

## Assessoria

Gerencie o alinhamento dos assessores financeiros e legais com os seus objetivos	<p>“Desconfie de advogado/assessor que esteja querendo empurrar a transação às custas de um prejuízo ou desvantagem para você”</p> <p>“O banco que é advisor, não pode ser seu investidor porque há conflito de interesses”</p>
Busque bons assessores	<p>“Eu senti que fui mal assessorado, mas quando você quer fechar o negócio deixa isso um pouco de lado e acaba fragilizado”</p> <p>“Não economize em assessoria legal. A contraparte que investiu em um advogado com experiência em M&amp;A e interesse na transação foi a que saiu mais vitoriosa da negociação”</p>



# Período de investimento

A fase de relacionamento com o fundo, por sua vez, compreende o período de convivência entre fundo e empresário, incluindo aspectos de conselho e gestão, bem como contribuições e conflitos vivenciados



# Desalinhamentos entre fundos e empresários

A maior parte dos entrevistados (74%) julgou que o relacionamento durante o período de investimento foi bom, embora uma parte significativa desse grupo tenha relatado conflitos e desalinhamentos ao longo da convivência. Mesmo que a relação seja boa, sempre há momentos de tensão, que demandam diálogo e negociação.

A causa de conflitos mais citada foi a divergência de visões em algum momento, mencionada por 66% dos 32 empresários que passaram por algum tipo de desalinhamento. Também foram recorrentes desalinhamentos na saída, que incluem divergências quanto a forma de saída e momento ideal, questão mencionada por 31% dos empresários.

A troca de equipe do fundo foi a terceira causa de conflito mais mencionada, tendo sido vivenciada por 19% dos empresários. Esta troca inclui tanto a saída de gestores com quem negociaram o investimento, quanto de pessoas em cargos mais juniores, que faziam o acompanhamento operacional-financeiro do investimento. A Figura 14 detalha as fontes de conflito e desalinhamentos identificadas.

Pode-se observar, ainda, que os entrevistados que tiveram fundos minoritários como sócios apresentaram um grau maior de satisfação com o relacionamento em comparação com aqueles que tiveram uma estrutura de co-controle e de fundo controlador.

87% dos empresários que se associaram a fundos minoritários julgaram como bom ou ótimo o

Figura 14 - Fontes de conflito e desalinhamentos entre fundos e empresários

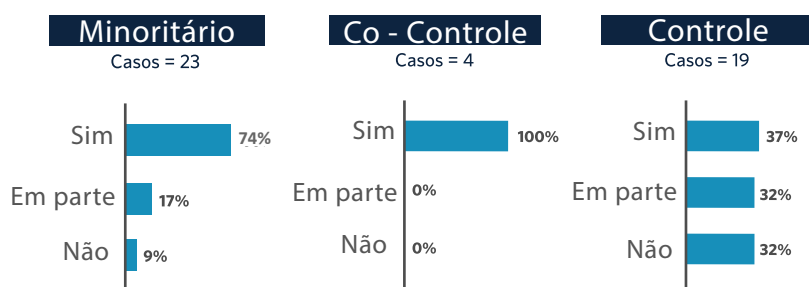
# menções, % recorrência entre os entrevistados que vivenciaram desalinhamentos (32)



relacionamento com o fundo, contra 75% dos que adotaram o modelo de co-controle e 58% daqueles em que o controle da empresa ficou com o fundo. Uma hipótese a ser verificada é que a insatisfação seja reflexo da perda da voz final na tomada de decisões na companhia, bem como da dificuldade dos empresários em compartilharem um poder gerencial que antes lhes era exclusivo.

Talvez como um reflexo disso, a percepção dos entrevistados sobre a concretização da tese de investimento foi menor em empresas investidas por fundos que detinham o controle, como ilustra a figura abaixo.

Figura 15 - Percepção de concretização da tese de investimento pelos empresários com a posição do fundo % de empresários



# Conselheiros e executivos indicados pelo fundo

Os fundos de PE monitoram as empresas investidas através do Conselho de Administração.

A maior parte dos empresários ouvidos que conviveram com conselheiros indicados pelo fundo (63%) considerou que eles não tinham conhecimento do negócio.

Mesmo assim, uma porcentagem muito próxima de entrevistados (72%) considerou que os conselheiros contribuíram, pelo menos em parte, para a realização da tese de investimento.

Em mais da metade da amostra (52%), o fundo indicou executivos para a empresa investida. Quando isso ocorreu, a posição mais comumente assumida foi a de CFO (18 dos 46 casos analisados), sendo que em 12 empresas foi a única posição recomendada. A segunda posição mais indicada foi a de CEO, em 9 empresas da amostra. Em 6 casos, houve troca de toda a diretoria ou de mais de 3 diretores.

Considerando-se apenas essas empresas em que o fundo indicou executivos, em 63% dos casos o empresário considerou que os gestores indicados contribuíram pelo menos parcialmente para a realização da tese de investimento.

Figura 16 - Os conselheiros indicados contribuíram para a realização da tese de investimento?  
% de empresários que receberam conselheiros indicados (43)

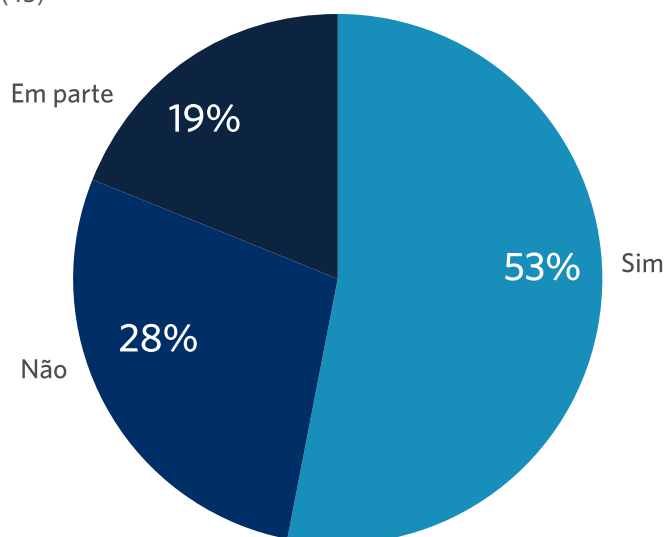
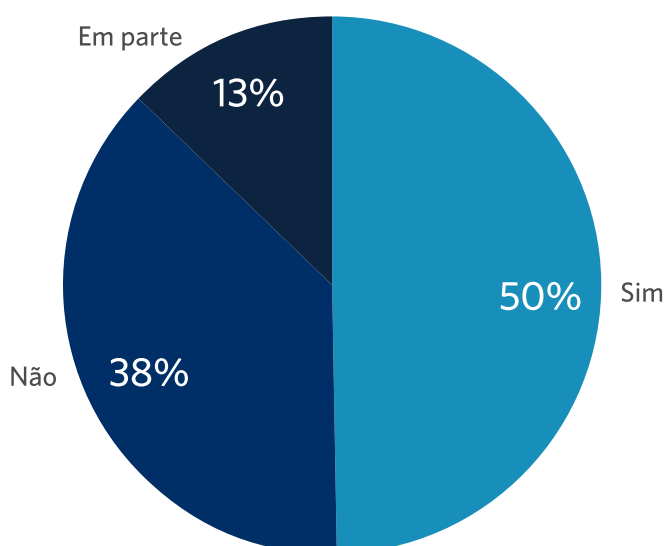


Figura 17 - Os gestores indicados contribuíram para a realização da tese de investimento?  
% de empresários que receberam gestores indicados (24)



# Contribuições e expectativas frustradas

Do total de entrevistados, 67,5% reconheceram que os fundos trouxeram outras contribuições além do capital. Entretanto, o grupo que considera que os fundos não trouxeram nada além de capital não relataram frustração. Alguns realmente desejavam sócios financeiros mais passivos, pois julgavam que já estavam estruturados para executar a tese de investimento. Há também empresários descontentes com a relação por entenderem que o fundo foi excessivo na sua interferência na gestão.

As principais contribuições citadas foram a profissionalização da gestão e dos processos, a melhora dos padrões de governança, bem como a atração de talentos como executivos e conselheiros. A frustração mais recorrente foi o sentimento do empresário de que o fundo não tinha conhecimento suficiente do negócio para interferir na gestão de modo produtivo.

Constatou-se que algumas expectativas merecem maior atenção dos fundos por figurarem tanto no rol de principais contribuições quanto de principais frustrações (quando não entregues) com destaque para: visão estratégica, o acesso a outras fontes de recurso financeiro e parceria com empresas investidas do fundo e networking.

Figura 18 - Principais contribuições além do capital (# menções)



Figura 19 - Principais frustrações (# menções)



# Lições aprendidas: na convivência com o fundo

Vários empresários comentaram sobre a importância de manter uma relação franca e aberta, sem medo de se opor ao fundo em decisões que sabe que irão destruir valor. Outros entrevistados reconheceram que a relação criou oportunidades de crescimento profissional. Uma outra lição compartilhada foi a importância de alinhar expectativas e combinar regras antes da entrada do fundo. A tabela 3 detalha as lições compartilhadas.

Tabela 3 – Lições Aprendidas na Fase de Convivência com o Fundo

■ Lição  
■ Depoimento

Governança	
O reporting para o Conselho deve ser adequado e realista	<p>“A coisa mais importante quando você sai da gestão e gerencia por conselho é criar um reporting adequado. É muito fácil você passar um ano vendo relatórios que não mostram a verdade”</p> <p>“Era melhor falar uma coisa mais realista e surpreender do que mostrar uma projeção alta e frustrar”</p>
Quem gerencia o dia a dia é a diretoria. O Conselho deve monitorar e interferir apenas se necessário.	<p>“Uma coisa que acho que erramos é que a diretoria executiva ficou com poucos poderes e o conselho de administração totalmente apoderado. Isso foi muito ruim para a companhia porque não havia uma diretoria que decidia e sim um conselho que decidia, e o conselho não era composto por pessoas com qualificação para operar o dia a dia da companhia”</p> <p>“Também percebi que o investimento deu certo porque eles eram próximos da empresa, mas não se intrometiam na operação. Cada sócio soube fazer o seu papel”</p>
Esteja preparado para possíveis trocas de equipe do fundo	<p>“Eu teria negociado cláusulas prevendo proteções em caso de saída dos gestores do fundo” Eu teria documentado melhor as discussões”</p>
Sempre que possível se documente	<p>“Eu teria documentado melhor as discussões”</p>

Gestão	
Mostre para o fundo a importância da sua visão de negócio	“Durante o investimento, deveríamos ter sido mais objetivos e menos complacentes com eles. Ficamos um pouco assustados com a entrada deles e não sabemos nos impor e mostrar que nós conhecíamos o negócio e eles não” “Às vezes, o fundo fica muito focado no alvo e esquece os riscos que ficam no caminho. Sempre que identificar riscos, faça o contraponto”
Trabalhe com o fundo	“É muito importante ter um grau de confiança no fundo para trabalharem juntos”
Não deixe as demandas de informações atrapalharem o dia a dia da empresa	“É importante que a demanda de informações pelo fundo entre no fluxo de trabalho da empresa de forma equilibrada” “Se eu preparasse todos os relatórios que eles queriam fazer, a empresa ficaria muito lenta”

Conflitos e frustrações	
Saiba que as perspectivas são diferentes	“O produto do empresário é o produto da empresa; enquanto o produto do fundo é a empresa. É importante que o empreendedor perceba isso para evitar decisões que beneficiem só a empresa como produto” “Saiba que a conta do fundo é diferente da sua”
Franqueza, transparência e diálogo são fundamentais	“Relacione-se abertamente com o fundo. Não se beneficie da postura obscura. Mentira e omissão têm perna curta” “Fale sempre a verdade. Quando o fundo percebe que foi enganado perde a confiança ”
Evite o conflito, mas saiba se impor quando necessário	“É preciso saber jogar um jogo político. Não bater tanto diretamente, buscar evitar o conflito e sempre tentar apaziguar os ânimos” “Aprendi a evitar trazer o contrato para a mesa e a controlar a empolgação do fundo com alguns movimentos muito agressivos”

Oportunidades de aprendizado	
Aproveite as oportunidades de desenvolvimento profissional trazidas pelo fundo	“Eu tive a oportunidade como um cara jovem empreendedor de me desenvolver como gestor graças ao convívio com essa turma” “O fundo poderia permitir o contato entre empreendedores das investidas para compartilharmos experiências”
Aproveite a prestação de contas para amadurecer a gestão	“O fundo traz uma série de demandas por informação e questionamentos de estratégia e isso é importante para o amadurecimento da companhia porque força a busca por respostas e melhorias”

The background of the slide is a high-angle, top-down view of a large pile of US coins and stacks of banknotes. The coins, including quarters and dimes, are scattered across the top half of the image. Below them, several stacks of banknotes are visible, including US \$100 bills and Euro banknotes in various denominations like 500 and 1000. The overall scene is a dense collection of cash, symbolizing wealth and exit.

# Saída

A fase de saída abrange aspectos como forma de saída do fundo ou empresário, percepção do momento como bom ou ruim, desejo e obtenção de liquidez pelo empresário, dentre outros

# Análise da saída do fundo e/ou empresário

A saída é um fator fundamental para fundos de PE, e os empresários precisam estar preparados para essa fase, pois vários conflitos de interesse e potenciais desalinhamentos podem surgir.

Na amostra analisada, a maior parte das saídas (13 empresas) ocorreu através da venda para um agente estratégico (outra empresa com negócios concorrentes ou complementares), seguido por venda para o acionista (10 empresas) e venda para outro fundo (8 empresas). Em 87% dos casos, o fundo de PE saiu antes ou ao mesmo tempo que o empresário. Em apenas 13% dos casos o empreendedor saiu antes que o fundo.

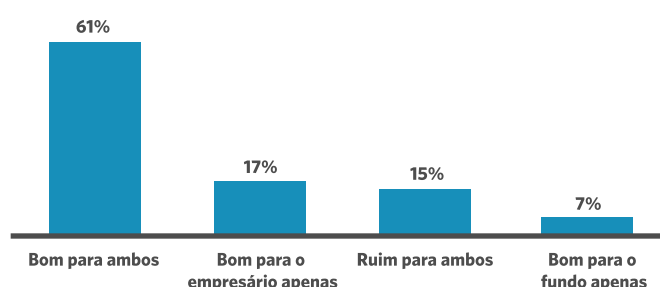
Figura 20 - Formas de saída do fundo ou empresário  
(# empresas e % total de empresas)



É interessante notar que, mesmo sendo reconhecidamente uma potencial fonte de conflitos, o momento de saída é avaliado pela maior parte dos entrevistados como bom para o empresário e para o fundo. Apenas 7% dos entrevistados apontaram que a saída foi boa apenas para o fundo.

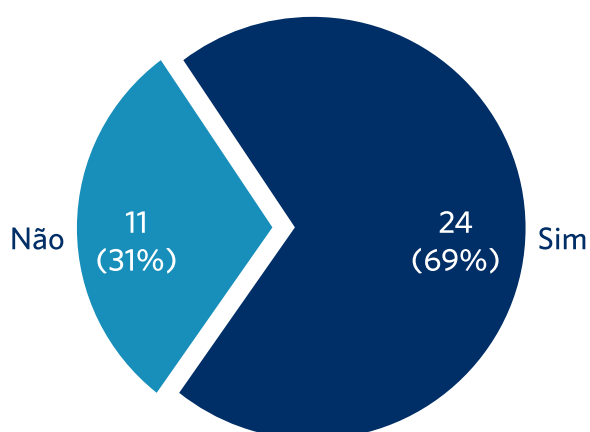
Em 5 das 46 empresas foram invocadas cláusulas de governança, distribuídas da seguinte forma: 2 casos de opção de venda, 1 direito de preferência do fundo, 1 drag along e 1 tag along.

Figura 21 - Percepção sobre o momento de saída para o fundo e empresário # empresas e % total de empresas



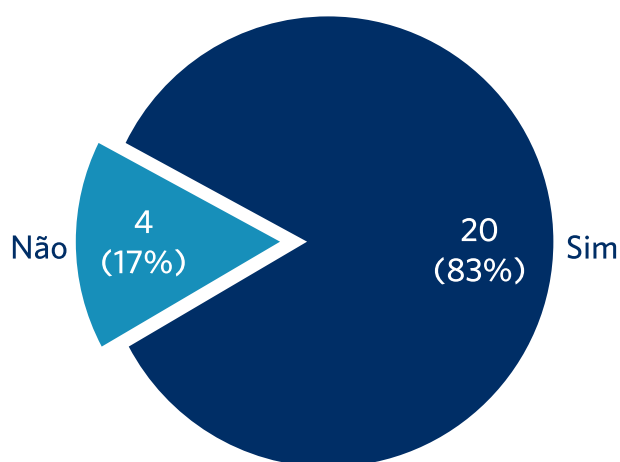
A maior parte dos empresários desejaram ter liquidez quando os fundos saíram, e em geral foram bem sucedidos na obtenção dessa liquidez.

Figura 22 - Desejava liquidez simultânea ao fundo?  
# e % de empresários<sup>(1)</sup>



(1) Não aplicável em 11 casos

Figura 23 - Obteve a liquidez desejada?  
# e % de empresários que desejavam liquidez



Os métodos de avaliação financeiros mais adotados na saída foram os mesmos predominantes na entrada: Múltiplos (35%) e Fluxo de Caixa Descontado (14%)

Os empresários recomendam que quem deseja investimento de PE esteja preparado para a saída do sócio, e participe ativamente desse processo. Acima de tudo, os entrevistados observam que é importante não perder o foco do negócio durante a negociação da saída. O quadro abaixo sintetiza as lições para a fase de saída.

Tabela 4 – Lições Aprendidas na Saída

Lição  
Depoimento

Planejamento	
Esteja preparado para a saída do fundo	<p>“Se tivesse antecipado o plano de saída ia ser melhor para negociar”</p> <p>“O empreendedor deve se preparar psicologicamente para a saída. Alguns têm muito apego às pessoas e ao negócio. Eu por exemplo evitei ir na empresa por 2 meses após a transação para completar o ciclo de saída”</p>



Planejamento	
Saiba identificar o melhor momento para a saída	"A ganância do fundo pode fazê-lo perder o timing da saída. Perdemos excelentes oportunidades de fazer mais dinheiro"
Participe ativamente da saída do fundo	"Você tem que monitorar e ajudar a saída do fundo. Isso ajuda muito. O problema do fundo é também um problema dos outros sócios, já que eles vão ficar casados com os novos sócios que virão" "Acompanhei de perto a saída do fundo porque era parte interessada. O fundo foi bem parceiro na saída, me informavam sobre o andamento do processo. Por consequência me dispus a ajudá-los conversando com potenciais investidores. Foi uma saída normal e bem-sucedida. Eu acho que se o negócio no começo não der certo é melhor o empresário sair logo, não se desgastar"
Negociação	
Priorize os pontos mais sensíveis para você	"Saiba priorizar as cláusulas que você quer ganhar, escolha as que vai perder porque é impossível ganhar todas"
Tome cuidado para não perder o foco do negócio durante a negociação	"Perdemos o foco do negócio para cuidar desta negociação; o fundo não tinha muita flexibilidade para negociar, sempre argumentavam que era "padrão" ou "normas" do investidor"
Antecipe riscos futuros	"Nessa época, eu não me preocupava muito com o percentual que iria ficar. Hoje, tenho medo de um take-over hostil após a queda da ação de R\$35 para R\$2"
Conflito	
Esteja preparado para desalinhamentos	"Tome cuidado com tentativas de saída que estejam desalinhadas com o seu futuro e o da empresa"
A relação durante o período de investimento é um bom termômetro de previsão de conflitos na saída	"Como nossa sociedade foi harmoniosa não tivemos grandes problemas. Acho que foi bom termos alinhado a saída juntos, pelo apoio que o fundo me deu para que o estratégico comprasse também a minha parcela" "Flexibilizamos a governança para ajudar o fundo a vender e isso só foi possível porque tivemos um bom relacionamento com eles" "Fundo falou que não iria vender para alguém que não quiséssemos, foi muito justo neste ponto"
Assessoria	
Não deixe os assessores travarem a transação	"Nada contra os advogados, mas para fazer negócio as vezes você precisa tirar eles da sala. Fiz uma viagem sozinho com o comprador no hotel e fechei o negócio com sucesso"
Não desautorize seus assessores na frente da parte contrária	"Relação com o banco advisor não foi boa, mas evitamos desautorizar as pessoas que contratamos. Fazer isso te enfraquece, seja pragmático"

# CONCLUSÃO

---

As entrevistas salientaram diversos aprendizados sobre a relação entre empresários e fundos. São exemplos:

- Deve-se ter uma motivação forte e coerente para firmar uma parceria com o fundo, que não seja apenas financeira.
- Não se deve ter pressa em fechar o negócio.
- A franqueza e transparência de diálogo devem prevalecer durante o relacionamento;
- A empresa deve se preparar desde o início para o fato de que o fundo irá sair.

A grande lição, porém, é que o empresário que deseja esse tipo de sócio deve realizar um processo estruturado e diligente de seleção do fundo.

Os fundos são sócios temporários, e após alguns anos na sociedade, participando das decisões estratégicas e influenciando a gestão, precisam vender sua participação e devolver o capital para seus investidores.

Já é conhecido antes da realização do investimento, tanto para o empresário quanto para o fundo, que o momento da saída ocorrerá. A diferença é que o fundo do PE realiza diferentes transações, e a cada transação com um empresário diferente, aprende sobre o processo de investimento.

Como os fundos estão constantemente aprendendo, ampliam suas competências e habilidades de negociação. Os empresários, por outro lado, participam na maior parte das vezes apenas dessa transação, e aquele investimento representa a “empresa de sua vida”.

A questão-chave é o empresário ter consciência de que o fundo de PE detém maior conhecimento sobre o processo, e existem diferentes perfis de fundos de PE: mais agressivos, mais conciliadores, que desejam controle, que desejam participar como minoritário.

Se os fundos têm perfis diferentes, o empresário deve deliberadamente buscar informações sobre os seus potenciais sócios. Deve, sobretudo, conversar com empresas investidas.

É por isso que é tão relevante que o empresário realize um processo estruturado de seleção do fundo. Através desse processo, o empresário pode reunir informações importantes que o permitam ocupar uma posição de negociação privilegiada e, acima de tudo, um melhor alinhamento inicial com o fundo – abrindo caminho para a maximização do valor do negócio.

Nessa mesma linha, o empresário deve investir tempo e atenção na contratação de assessores financeiros e jurídicos que tenham experiência na área (contribuindo para melhorar a posição de barganha) e que não tenham conflitos de interesses na negociação.

Figura 24 - Diferenças de Conhecimento sobre Transações do tipo Empresário e Investidor

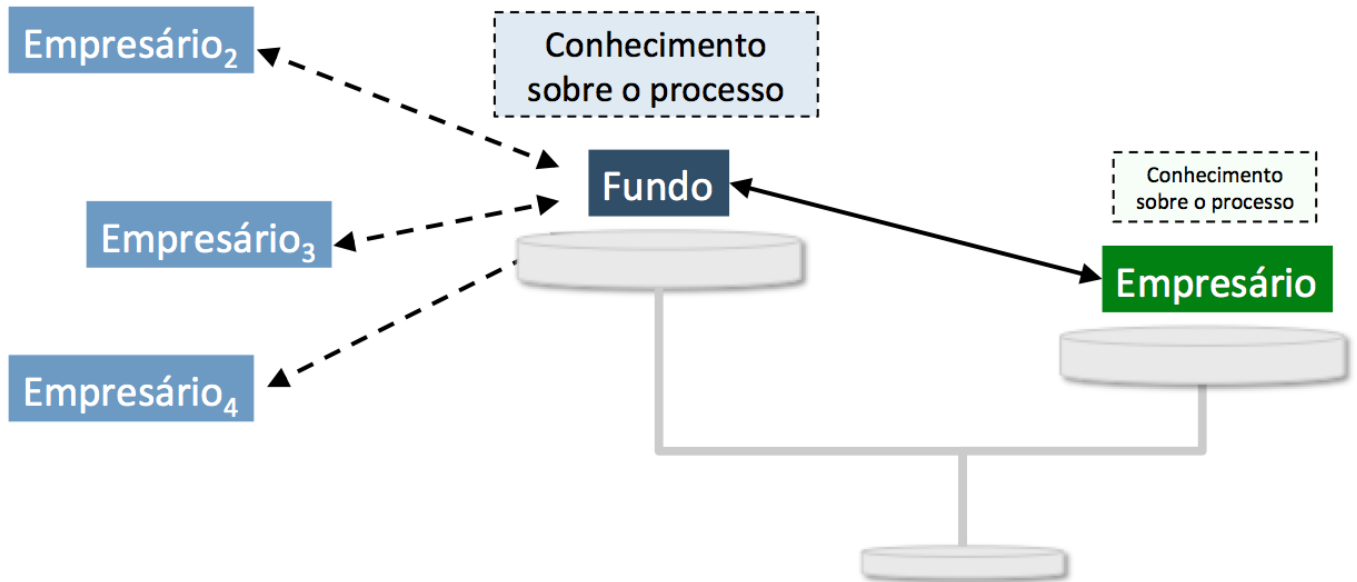
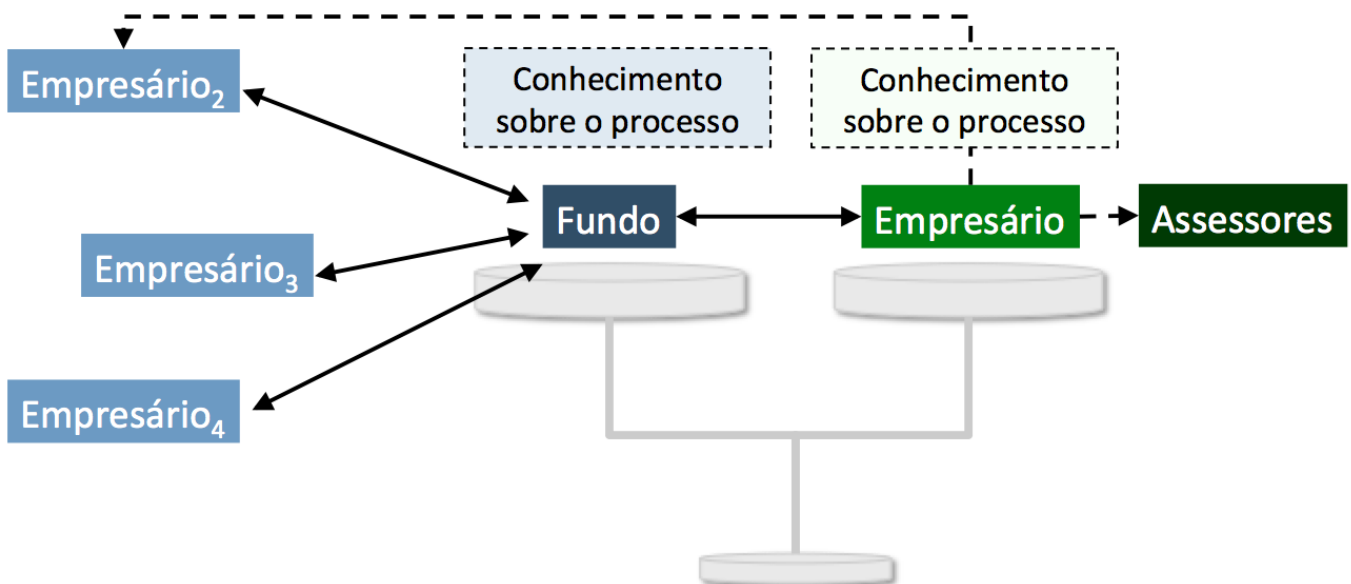


Figura 25 - Impacto do processo estruturado na relação entre Fundo e Empresário



# SOBRE A ENDEAVOR

A Endeavor é uma das principais organizações de fomento ao empreendedorismo no mundo. Atua na mobilização de organizações públicas e privadas e no compartilhamento de conhecimento prático e de exemplos de empreendedores de alto impacto para fortalecer a cultura empreendedora do país.

No Brasil desde 2000, já ajudou a gerar mais de R\$ 2 bilhões em receitas anualmente e mais de 20.000 de empregos diretos através de programas de apoio a empreendedores; e a capacitar mais de quatro milhões de brasileiros com programas educacionais presenciais e a distância.

Mais informações e conteúdos para empreendedores em: [www.endeavor.org.br](http://www.endeavor.org.br)

**endeavor**  
BRASIL

# SOBRE O ÁRTICA

Escritório independente de assessoria financeira em Fusões & Aquisições e Captação de Recursos. Auxilia investidores e empresários a tomar decisões e executar transações como: venda de participação societária, aquisição de empresas, fusões, joint ventures e captação de recursos junto a fundos de investimento, fundos soberanos e instituições de fomento. Extensa experiência em transações internacionais e operações de alta complexidade, nos mais variados setores da economia.

Em 2016, o Ártica ocupou a liderança na América Latina entre as boutiques financeiras, segundo ranking da Bloomberg.

Para mais informações, visite: [www.articainvest.com.br](http://www.articainvest.com.br)

**ÁRTICA**

# SOBRE O INSPER

Somos uma instituição de ensino superior e de pesquisa sem fins lucrativos que reverte todo o resultado operacional para a realização de nossa missão.

Visamos ao desenvolvimento de líderes e profissionais inovadores, da graduação às demais etapas de suas vidas, por meio de um forte engajamento do corpo docente e discente no processo de ensino e aprendizagem, habilitando-os a lidar com as complexidades do ambiente em que atuarem.

Para mais informações visite: [www.insper.edu.br](http://www.insper.edu.br)

**Insper**