

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

RODRIGO DIEGO DE MATTOS COSTA

**PROCESSO DE TOMADA DE DECISÃO EM FUNDOS DE PRIVATE EQUITY NO  
BRASIL**

SÃO PAULO - SP

2014

RODRIGO DIEGO DE MATTOS COSTA

**PROCESSO DE TOMADA DE DECISÃO EM FUNDOS DE PRIVATE EQUITY NO  
BRASIL**

Dissertação apresentada à Escola de  
Administração de Empresas de São Paulo, da  
Fundação Getúlio Vargas, em cumprimento aos  
requisitos para obtenção do título de Mestre em  
Administração Empresas.

**Linha de Pesquisa:** Estratégia Empresarial e  
Mercadológica

**Orientador:** Prof. Dr. Sérgio Túlio Prado Júnior

SÃO PAULO - SP

2014

De Mattos Costa, Rodrigo Diego.

Processo de Tomada de Decisão em Fundos de Private Equity no Brasil /  
Rodrigo Diego de Mattos Costa. - 2014.

77 f.

Orientador: Sérgio Túlio Prado Junior

Dissertação (MPA) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Planejamento empresarial. 2. Marketing. 3. Private equity. 4. Capital de  
risco. 5. Administração de empresas - Processo decisório. I. Prado Junior,  
Sérgio Túlio. II. Dissertação (MPA) - Escola de Administração de Empresas  
de São Paulo. III. Título.

CDU 658.012.2

RODRIGO DIEGO DE MATTOS COSTA

**PROCESSO DE TOMADA DE DECISÃO EM FUNDOS DE PRIVATE EQUITY NO  
BRASIL**

Projeto de dissertação apresentado à Escola de Administração de Empresas de São Paulo, da Fundação Getúlio Vargas, em cumprimento parcial dos requisitos para obtenção do título de Mestre em Administração Empresas.

**Linha de Pesquisa:** Estratégia Empresarial e Mercadológica

**Data de avaliação:** 22/09/2014

**Banca examinadora:**

---

Prof. Dr. Sérgio Túlio Prado Júnior (Orientador)  
FGV-EAESP

---

Prof. Dr. Prof. Antonio Gelis  
FGV-EAESP

---

Prof. Dr. Ricardo Rochman  
FGV-EESP

À minha irmã Angélica Costa (*in memoriam*),  
pelo apoio incondicional e inspiração ao  
longo de toda minha vida.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus, pois sem seu apoio nada teria conquistado em minha vida.

Aos professores da FGV pela dedicação e conhecimento transmitido em todo o período do mestrado, em especial ao Prof. Sérgio Túlio Prado Júnior pela sua orientação nessa dissertação, trazendo profundas contribuições que possibilitaram a conclusão do trabalho.

Aos membros da banca de qualificação, Prof. Dr. Marcelo Pereira Binder e Prof. Dr. Ricardo Rochman pelas críticas e sugestões dadas na defesa do projeto de dissertação.

A todos aqueles que dedicaram parte do seu valioso tempo para responder com paciência as inúmeras perguntas das entrevistas.

Aos meus colegas de classe que colaboraram ao meu desenvolvimento elevando o nível das discussões, incentivando em momentos difíceis e fomentando momentos de aprendizado em grupo e networking, em especial à Tatiana Grecco, Julia Personini e Fábio Dutra Sarti.

Aos meus irmãos Alex, Lene, Alessandra e Rogério, aos meus pais Neusa e Manoel e a minha querida esposa Daniela, que foram fonte de inspiração e suporte em diversos momentos desta jornada.

## RESUMO

Apesar dos princípios da indústria de *Private Equity (PE)* datar-se do início do século, foi apenas há algumas décadas que este segmento da indústria financeira tomou grandes proporções no mundo e voltou seus olhos para o Brasil, onde vem crescendo substancialmente nos últimos anos. Neste cenário, além de grandes volumes financeiros e expressivos retornos, está inserido também um elevado nível de risco e uma forte presença de assimetria de informação. É neste contexto, portanto, que este trabalho buscou analisar o processo de tomada de decisão de fundos de PE no Brasil. Para tal, o estudo foi conduzido com quatro representativos gestores brasileiros de *Private Equity* onde a coleta de dados deu-se por entrevistas abertas e presenciais no período de agosto a dezembro de 2013. Encontrou-se um processo de tomada de decisão semelhante ao visto na literatura estudada, com algumas particularidades em cada gestor. Notou-se também que existem diferenças em algumas partes específicas do processo de decisão entre os gestores que adotam estratégia de investimento majoritária e os de estratégia predominantemente minoritária. Por fim, encontrou-se uma particularidade relevante entre a tomada de decisão dos gestores que possuem em seus fundos cotistas locais e àqueles unicamente com cotistas estrangeiros.

### **Palavras-chaves**

Private equity; capital de risco; processo de tomada de decisão.

## **ABSTRACT**

Although the principles of the Private Equity industry (PE) date from the beginning of the century, it was only a few decades ago that this segment of the financial industry has taken enormous proportions in the world and turned his eyes to Brazil, which has grown substantially in recent years. In this scenario, in addition to large volumes and significant financial returns, a high level of risk and a strong presence of information asymmetry are also inserted. It is this context, therefore, that this study sought to analyze the process of decision making of PE funds in Brazil. To this end, the study was conducted with four representative Brazilian Private Equity managers where the data was collected by open-face interviews from August to December of 2013. It was found a decision making process similar of that studied in the literature, with some particularities in each general partner. It was also noted that there are differences in specific parts of the decision process among managers that adopt majority investment strategy and predominantly minority strategy. Finally, we found a significant particularity decision making of managers with local limited partners and those with foreign ones.

### **Key-words**

Private equity; risk capital; decision making process of private equity funds.

# SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b>	<b>12</b>
1.1 APRESENTAÇÃO DO TEMA	12
1.2 DEFINIÇÃO DO OBJETO DE PESQUISA E FORMULAÇÃO DA QUESTÃO DE PESQUISA	14
1.3 OBJETIVOS DO TRABALHO PROPOSTO	15
1.4 JUSTIFICATIVAS E CONTRIBUIÇÕES	15
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO</b>	<b>17</b>
2.1 CAPITAL DE RISCO – PRIVATE EQUITY NO BRASIL E NO MUNDO	17
2.2 TOMADA DE DECISÃO DE INVESTIMENTO EM FUNDOS DE PE	24
<b>3 METODOLOGIA</b>	<b>32</b>
<b>4 ANÁLISE DE ENTREVISTAS</b>	<b>36</b>
4.1 O PROCESSO DE TOMADA DE DECISÃO – CONFRONTO COM TEORIA ESTUDADA	39
4.2 CRITÉRIOS PARA TOMADA DE DECISÃO	59
4.3 BRASIL X EUA	64
<b>5 CONCLUSÃO</b>	<b>67</b>
<b>6 REFERÊNCIAS</b>	<b>71</b>
<b>7 ANEXOS</b>	<b>75</b>

## LISTA DE ESQUEMAS

<b>Esquema 1</b> – Evolução da indústria de PE/VC no Brasil.....	17
<b>Esquema 2</b> – Evolução do tempo de vida de uma empresa e os estágios de investimento.....	18
<b>Esquema 3</b> – Ciclo de investimento em Private Equity e Venture Capital.....	19
<b>Esquema 4</b> – Processo de formulação de oportunidades de investimento .....	22
<b>Esquema 5</b> – Fluxo do processo de tomada de decisão em investimento de PE/VC.....	24
<b>Esquema 6</b> – Modelo conceitual da teoria estudada.....	27
<b>Esquema 7</b> – Processo de tomada de decisão de investimento encontrado na teoria.....	38
<b>Esquema 8</b> – Processo de tomada de decisão de investimento encontrado nas entrevistas.....	38
<b>Esquema 9</b> – Processo de tomada de decisão de investimento encontrado na teoria. Destaque para a fase de originação.....	39
<b>Esquema 10</b> – Processo de tomada de decisão de investimento encontrado na teoria. Destaque para as fases de filtro específico e filtro genérico.....	44
<b>Esquema 11</b> – Processo de tomada de decisão de investimento encontrado na teoria. Destaque para as fases de avaliação.....	47
<b>Esquema 12</b> – Processo de tomada de decisão de investimento encontrado na teoria. Destaque para a fase de fechamento.....	53
<b>Esquema 13</b> – Processo de tomada de decisão de investimento encontrado na teoria. Destaque para a fase de Rejeição.....	55
<b>Esquema 14</b> – Aplicação do modelo conceitual.....	68

## LISTA DE GRÁFICOS

<b>Gráfico 1</b> – Evolução da indústria de Private Equity no Mundo – Asset Under Management - AUM (2000-Jun/2013).....	14
<b>Gráfico 2</b> – Evolução da indústria de Private Equity nos EUA – (2006-2013).....	15
<b>Gráfico 3</b> – Evolução da indústria Private Equity na Europa – (2006-2013).....	16

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1</b> – Critérios de seleção de investimento dos gestores de PE/VC.....	23
<b>Tabela 2</b> – Comparação entre teoria e prática. Procedimentos de avaliação realizados pelos gestores entrevistados.....	48

**Tabela 3** – Contrates entre teoria e prática. Critérios utilizados pelos gestores entrevistados.....56

## 1. INTRODUÇÃO

### *1.1 Apresentação do tema*

Nas últimas décadas o segmento de Venture Capital e Private Equity (PE/VC) vem ganhando notoriedade não apenas pela rentabilidade expressiva de seus investimentos, mas principalmente pela capacidade de impulsionar pequenos empreendedores e empresas de pequeno e médio porte para negócios em outro patamar de consolidação e visibilidade de mercado. Em muitos casos estes investimentos se transformam em companhias de grande porte com capital aberto, contribuindo tanto para a consolidação do mercado de capitais, como para o processo de inovação, gerando outras perspectivas para o ciclo de desenvolvimento econômico do país.

A importância deste segmento dar-se-á não somente pela capacidade de transformação econômica, mas também pelos volumes financeiros envolvidos a nível mundial. Segundo o último relatório global divulgado pela Bain Company, somente no ano de 2013 o volume de investimento realizado pelo segmento de PE a nível global foi de aproximadamente US\$ 800 bilhões, com uma captação de novos fundos na ordem de US\$ 450 bilhões. O capital comprometido mas não utilizado, denominado internacionalmente como *dry powder*, ficou em US\$ 1,046 trilhão, próximo ao pico histórico de US\$ 1,075 trilhão, em 2008. No Brasil, por sua vez, apesar dos números não serem tão expressivos como a nível internacional, eles vem se tornando cada mais expressivos nas últimas décadas. O país conta atualmente com 144 gestores de PE, com cerca de US\$ 36,1 bilhões em capital comprometido e investidos em mais de 500 empresas. Em dezembro de 2004 este capital comprometido era pouco mais de US\$ 5,5 bilhões (Furtado et al, 2010). Segundo o Brazil Startup Report somente em 2013 a indústria de PE/VC no Brasil captou US\$ 2,34 bilhões, um volume praticamente idêntico ao captado pela indústria em toda América Latina (US\$ 2,53 bilhões).

Este tipo de investimento é conhecido como capital de risco porque diferentemente de outras formas de financiamento esta modalidade assume um risco maior ao investir na empresa tornando-se sócio do negócio e, conseqüentemente, exigindo maior retorno sobre o investimento. Por outro lado, este segmento da indústria financeira tem grande participação no desenvolvimento econômico de um país. Segundo Ribeiro (2005) as empresas norte-

americanas que receberam recurso dos fundos de PE/VC responderam por 10% da geração de empregos formais em 2003 nos EUA. Estudo recente realizado pela National Venture Capital Association (NVCA) concluiu que empresas que receberem capital de risco nos EUA tiveram mais de US\$ 3,1 trilhões em receita e foram responsáveis por mais de 12 milhões de empregos em 2010. Segundo Bygrave e Timmons (1992) esta não é uma característica recente da indústria de PE, visto que a política de prover recursos financeiros para empresas nascentes foi extremamente importante para o desenvolvimento inicial de áreas como Boston e Vale do Silício. Segundo os autores *“isto provou a importância e o payoff econômico potencial em prover capital de risco privado e assistência ativa para empresas nascentes”*.

A exemplo dos EUA, a Europa e diversos outros países emergentes contam com estes importantes intermediários financeiros especializados na identificação, seleção, acompanhamento e venda de empresas de pequeno e médio porte de capital fechado com grande potencial de crescimento. Dentre muitas características distintas nas diversas fases do negócio, em sua maioria estes investimentos são feitos não apenas em empresas com produtos ou serviços inovadores, mas também naquelas que inovam nos processos produtivos e que trazem oportunidade para introduzir ou aumentar o grau de profissionalismo de sua gestão (RIBEIRO; TIRONI, 2007). Os investimentos são de longo prazo, permanecendo na carteira destes fundos por um período de cinco a dez anos até sofrerem o evento de liquidação (saída). Estes retornos de longo prazo, baixa liquidez e um ambiente repleto de assimetria de informação fazem com que este segmento exija altos retornos sobre o capital investido.

Apesar desta atividade ser uma alternativa à outras fontes de financiamento, principalmente para empreendedores que não possuem as características e garantias necessárias exigidas pelos bancos, Carvalho, Ribeiro, e Furtado (2006) destacam que os gestores de PE/VC avaliam centenas de oportunidades de investimentos a cada ano, mas que os investimentos ocorrem em apenas 1% dos casos depois de um criterioso processo de seleção. Segundo o autor isto ocorre principalmente pela característica de baixíssima liquidez deste tipo de investimento. Da mesma forma, Sahlman (1998) argumenta que um dos principais desafios do empreendedor é a busca pelo capital necessário à implementação de sua ideia. Ou seja, como destaca Hsu (2004), existe um grande desafio para o investidor concordar com o investimento, uma vez que a reputação do empreendedor não é conhecida.

## *1.2 Definição do Objeto de Pesquisa e Formulação da Questão de Pesquisa*

É neste contexto que este estudo tentará identificar os elementos centrais no processo decisório em um conjunto representativo dos principais gestores de PE operando no Brasil. Mais especificamente buscar-se-á responder à seguinte pergunta de pesquisa: **Quais os elementos centrais do processo de tomada de decisão de investimentos dos fundos de PE no Brasil?**

Alguns trabalhos se destacam nesta área de avaliação de critérios e processos de seleção realizados pelos gestores de PE/VC como Tyebjee e Bruno (1984), Sanderberg, Schweiger e Hofer (1988), Hisrich e Jankowicz (1990) e Hall e Hofer (1993). Entretanto, foi o trabalho de Fried e Hisrich (1994) que trouxe uma perspectiva diferente à literatura dando foco ao processo de tomada de decisão de investimentos dos fundos de PE/VC e será, portanto, a principal referência usada pelo autor para organizar a discussão do que foi relatado pelos gestores entrevistados.

O processo de tomada de decisão vai além de critérios e métodos de seleção dos investimentos. Sabe-se que a avaliação financeira, o setor econômico e os próprios empreendedores estão entre os principais critérios do processo decisório de um fundo de PE, mas tentar-se-á descobrir neste estudo as características do processo de tomada de decisão de alguns fundos de PE brasileiros e se existe uma metodologia comum entre estes investidores, a fim de compará-la com as características apontadas nas evidências apontadas nos estudos internacionais. Dentre alguns estudos sobre o tema no Brasil, destacam-se os trabalhos de Pavani (2003), Ribeiro (2005), Carvalho, Ribeiro, e Furtado (2006) e Riberio e Tironi (2007).

Segundo Ribeiro e Tironi (2007) os gestores de PE exercem um papel importante de sinalizadores provendo informações importantes para o mercado indicando a qualidade das empresas em que investem, proporcionando oportunidades para que, entre outras coisas, estas empresas adentrem o mercado acionário, sejam adquiridas, acessem crédito, realizem parcerias e novos relacionamentos comerciais. Ou seja, entender o processo de tomada de decisão destes fundos é de extrema relevância não apenas para os empreendedores e empresas que buscam recursos para financiar seus projetos, mas também para um melhor entendimento de como essa indústria contribui para o ciclo de desenvolvimento do país.

### ***1.3 Objetivos do trabalho proposto***

O objetivo geral deste trabalho é identificar elementos que permitam conhecer melhor a maneira com que os gestores de PE realizam o processo de tomada de decisão de investimentos no Brasil.

Os objetivos específicos são:

1) Por meio de uma Revisão Bibliográfica, entender o processo de tomada de decisão de investimento dos gestores de Private Equity (PE).

2) Por meio da análise comparativa das entrevistas:

2.1) Descobrir se os gestores de PE entrevistados possuem um processo de tomada de decisão estruturado.

2.2) Buscar entender se este processo de tomada de decisão dos gestores de PE entrevistado se assemelha ao encontrado na Revisão Bibliográfica.

2.3) Descobrir se os critérios presentes no processo de tomada de decisão dos gestores de PE entrevistados se assemelham aos critérios encontrados na teoria e qual a relevância de cada um deles para os diferentes gestores.

### ***1.4 Justificativas e Contribuições***

A escolha deste estudo se dá por diferentes motivos, mas o principal deles está ligado ao fato desta indústria estar se tornando cada vez mais relevante no Brasil. Nos últimos anos cada vez mais empresas tiveram acesso a capital oriundo destes investidores, possibilitando não apenas o acesso ao mercado de capitais, mas principalmente maior competitividade e consequente contribuição para a economia do país. Afinal, o país já conta com mais de U\$ 36 bilhões em investimentos no setor, tendo captado U\$ 2,43 bilhões em investimento somente em 2013, um volume praticamente idêntico ao captado por toda a indústria de PE na América Latina (U\$ 2,53 bilhões).

Outro importante motivo está relacionado à disseminação do conhecimento desta indústria não apenas para investidores, mas para seus diferentes *stakeholders*, incluindo aqueles que poderão se beneficiar destes investimentos no futuro, como empresários que estão avaliando a entrada de um PE em sua companhia.

Por fim, este trabalho também permitirá uma comparação mais detalhada de alguns fatores específicos da indústria de PE no Brasil com a indústria internacional, especialmente a indústria americana, no que tange principalmente aos aspectos de tomada de decisão em cada um destes mercados.

Esta dissertação será composta de sete capítulos, incluindo esta Introdução. No capítulo 2 haverá um breve histórico e descrição da indústria de Private Equity (PE), no capítulo 3 será apresentado uma discussão sobre os modelos de tomada de decisão de investimento em fundos de PE, no capítulo 4 discute-se o método de pesquisa empregado. Por fim, haverá a apresentação dos dados (capítulo 5), resultados obtidos (capítulo 6) e conclusão do estudo (capítulo 7).

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### *2.1 Capital de risco – Private Equity no Brasil e no Mundo*

O capital de risco tem por princípio o investimento em oportunidades de negócio com vantagens competitivas e com produtos ou serviços inovadores em mercados que proporcionem elevada perspectiva de crescimento. Pavani (2003) destaca que a inovação é o tema central para toda nação que visa o desenvolvimento e que uma das condições mais importantes para este processo é o seu financiamento.

Em seu estudo, Ribeiro e Tironi (2007, apud Kortum e Lerner, 2000, p. 14) mostram que investimentos de PE/VC têm impacto positivo na geração de inovação. Esta constatação aconteceu por meio de um estudo que examinou durante três décadas a influência dos investimentos de PE/VC no aumento do número de patentes nos EUA, em 20 setores industriais. Os resultados do estudo sugeriram que os investimentos de PE/VC estão amplamente correlacionados a altas taxas de solicitação de patentes. Em um estágio de consolidação empresarial mais avançado, Brav e Gompers (1997) confirmaram que empresas que tiveram participação significativa de fundos de PE tiveram melhor performance pós-IPO.

A inovação tecnológica está muito ligada a este tema, contudo este tipo de investimento não se restringe apenas a novas tecnologias, mas também a empresas em diferentes estágios de consolidação, mas que apresentem oportunidade para que através de uma reestruturação ou diferenciação alcancem outro patamar financeiro.

No que tange ao contexto histórico, Anson (2006) afirma que a base para estrutura de investimento em PE/VC que conhecemos hoje iniciou-se em 1800 com a Revolução Industrial, no Reino Unido, mas pode-se dizer que investimentos em capital de risco existem há muitos séculos, apesar de características muito diferentes das atuais. Um exemplo deste tipo de investimento foi feito pela coroa espanhola na expedição de Cristóvão Colombo em 1492, quando os reis investiram capital para se tornarem sócios do projeto e dividirem os ganhos futuros. Por outro lado, alguns autores afirmam que os investimentos em PE/VC com características similares as que conhecemos atualmente iniciaram-se na década de 1940 nos EUA com recurso das famílias Rockefeller e Dupont, que mantinham alguns investimentos em empresas nascentes com expectativa de retornos de longo prazo (Meade, 1977; Félix, 2005).

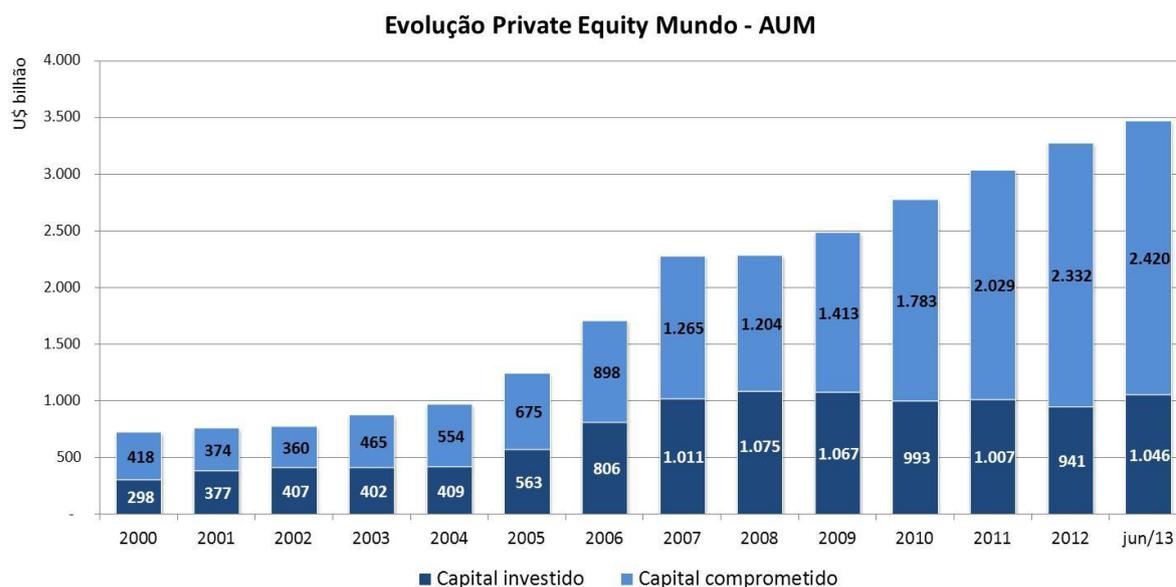


Gráfico 1 – Evolução da indústria de Private Equity no Mundo – Asset Under Management - AUM (2000-Jun/2013)

Fonte: Adaptado de PitchBook 2014 Annual Report

Entretanto, o período de grande desenvolvimento do setor teve início apenas em 1979 com a redução dos impostos sobre ganhos de capital regulamentado pelo governo americano, e foi a partir da segunda metade da década de 1990, marcado pela rápida expansão das empresas “pontocom”, que o setor tomou proporções gigantescas, tendo passado dos US\$ 800 bilhões investidos em 2007, um pico histórico. Apesar disso, o mercado americano não pôde quebrar este recorde nos anos subsequentes devido, principalmente, à crise financeira de 2008, que impactou significativamente o setor fazendo com que o volume de investimentos caísse para US\$ 156 bilhões em 2009.

Ainda assim, a realidade atual do mercado de PE/VC nos EUA está longe de ter as mesmas proporções pré-crise. Segundo a PEGCC – Privaty Equity Growth Capital Council, somente no ano 2013 os fundos de PE/VC investiram US\$ 426 bilhões em mais de 2 mil empresas. O mercado americano contava com 2.797 gestoras de PE/VC em 2013.

O Esquema 2 abaixo traz a evolução dos investimentos, recursos captados e desinvestimentos do mercado de PE/VC nos EUA de 2006 a 2013. É nítida a retração do mercado pós-crise financeira de 2008.

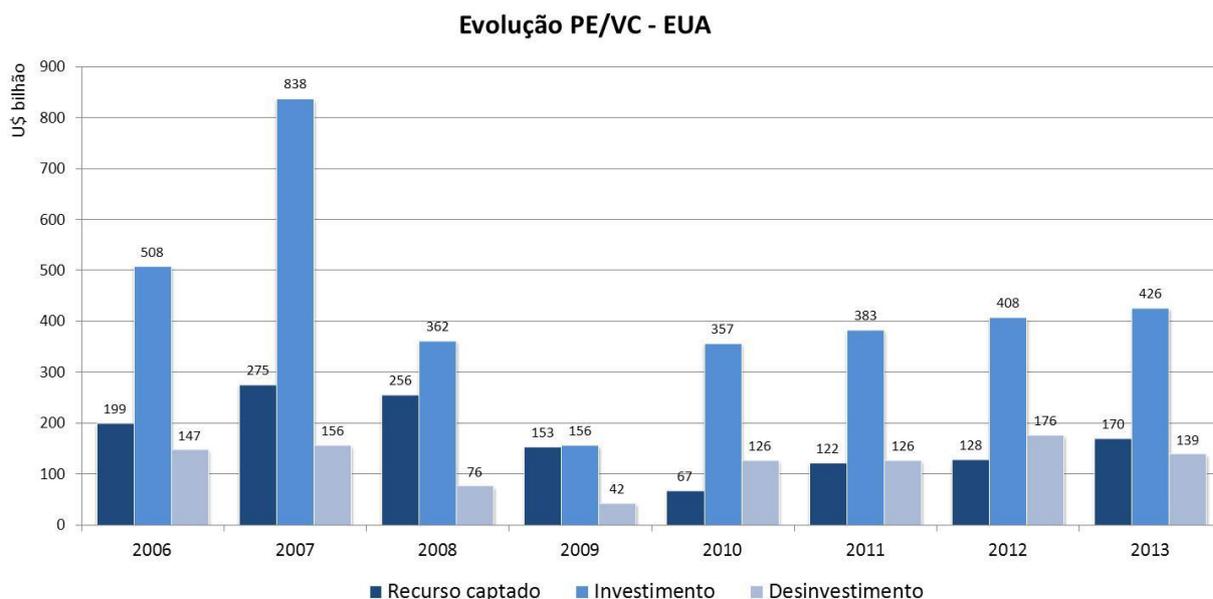


Gráfico 2 – Evolução da indústria de Private Equity nos EUA – (2006-2013)

Fonte: Adaptado de PitchBook 2014 Annual Report

Na Europa os fundos de investimentos em PE/VC tiveram início na década de 1980, tendo a Inglaterra como o país de maior destaque neste setor. Segundo a “European Venture Capital Association” (EVCA) uma das características da Europa é a expressiva participação de bancos, fundos de pensão e companhias seguradoras como investidores, além da baixa participação de capital estrangeiro. A EVCA apontou que em 2013 haviam 1.200 gestores de PE/VC na Europa com € 555 bilhões de capital comprometido. Neste mesmo ano € 54 bilhões foram captados por novos fundos, comparado a € 25 bilhões em 2012. Deste total, os fundos de pensão foram responsáveis por cerca 40% dos investimentos. O volume de novos investimentos feito pelos gestores se manteve no mesmo patamar de 2012, em € 38 bilhões, mas menor do que 2011, com € 47 bilhões. Estes volumes de investimentos são ainda menores se comparados ao auge da indústria no continente europeu, nos anos de 2006 e 2007, com € 71 bilhões e € 73 bilhões investidos, respectivamente (Bygrave and Timmons, 1992; Martin, Sunley and Turner, 2002; Félix 2005).

No que tange à característica destes investimentos, o Reino Unido é responsável por 43% do total investido, seguido por França (21%) e Alemanha (17%). Cerca de 5 mil empresas receberam investimentos em 2013, sendo que mais de 40% nunca tinha recebido investimentos de fundos de PE/VC. Deste total, cerca de 3 mil empresas se enquadravam no estágio de Venture Capital, seguido por 1.131 empresas no estágio denominado Growth

(Crescimento), e 812 empresas no estágio Buyout. A faixa de investimento mais representativa no mercado europeu enquadra-se no que a EVCA denomina “mid-market”, investimentos entre € 15 milhões a € 150 milhões. Somente em 2013 mais de 260 empresas receberam os mais de € 13 bilhões de investimentos desta faixa.

O Gráfico 3 abaixo traz a evolução dos investimentos, recursos captados e desinvestimentos do mercado de PE europeu de 2006 a 2013.

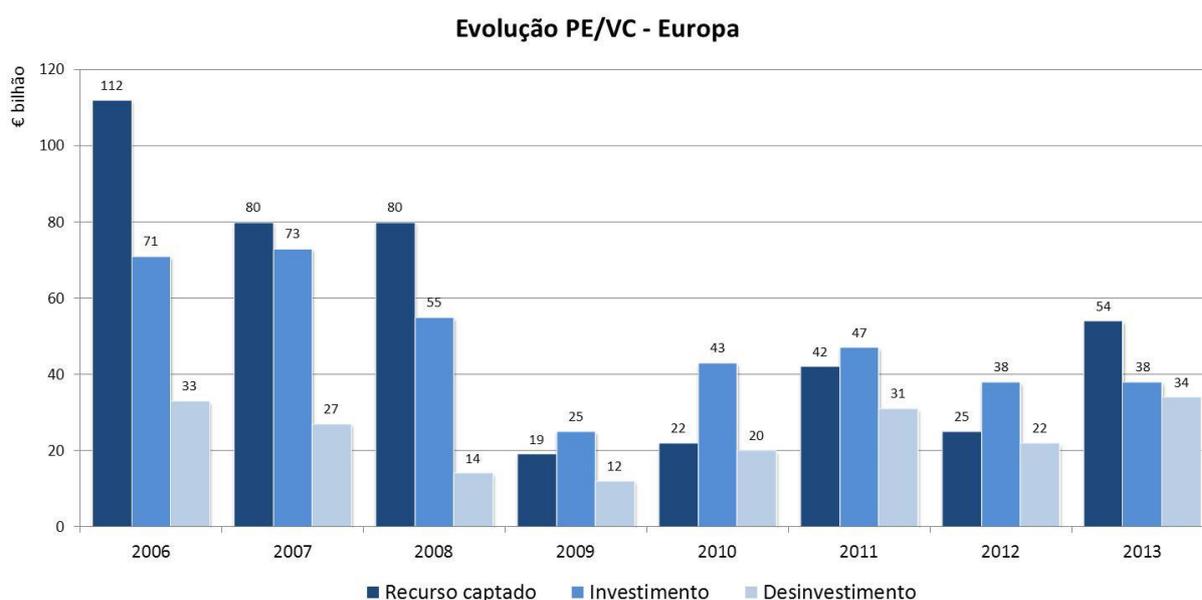
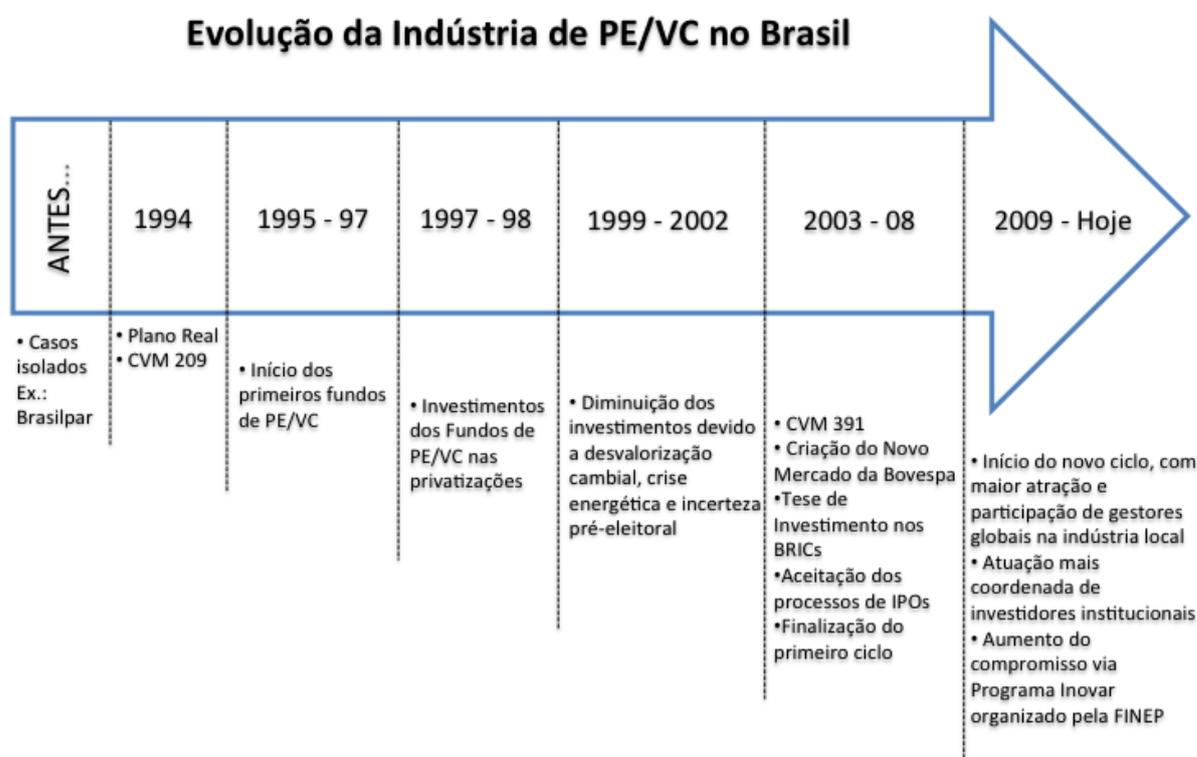


Gráfico 3 – Evolução da indústria Private Equity na Europa – (2006-2013)  
Fonte: Adaptado de PitchBook 2014 Annual Report

No Brasil, muitos autores datam o início das atividades do setor de PE/VC em meados da década de 1970 e início dos anos 80 (Freitas e Passoni, 2006; Sousa, 2008), mas Furtado *et al.* (2010) apontou em estudo recente que uma das primeiras iniciativas do setor no Brasil deu-se em 1964 com a criação da Adela Investment Company S.A., que teria como objetivo investir em empresas nascentes e PMEs brasileiras para posteriormente vendê-las e reiniciar o fluxo do investimentos. Segundo Ribeiro (2005), a primeira gestora privada de VC/PE no país foi a Brasilpar, fundada em 1976, e a grande expansão do setor deu-se após o período de estabilização monetária, na segunda metade da década de 1990. Atualmente o país conta com 144 gestores de PE/VC, com cerca de US\$ 36,1 bilhões em capital comprometido e investidos em mais de 500 empresas. Em dezembro de 2004 este capital comprometido era pouco mais de US\$ 5,5 bilhões (Furtado et al, 2010). Segundo o Brazil Startup Report

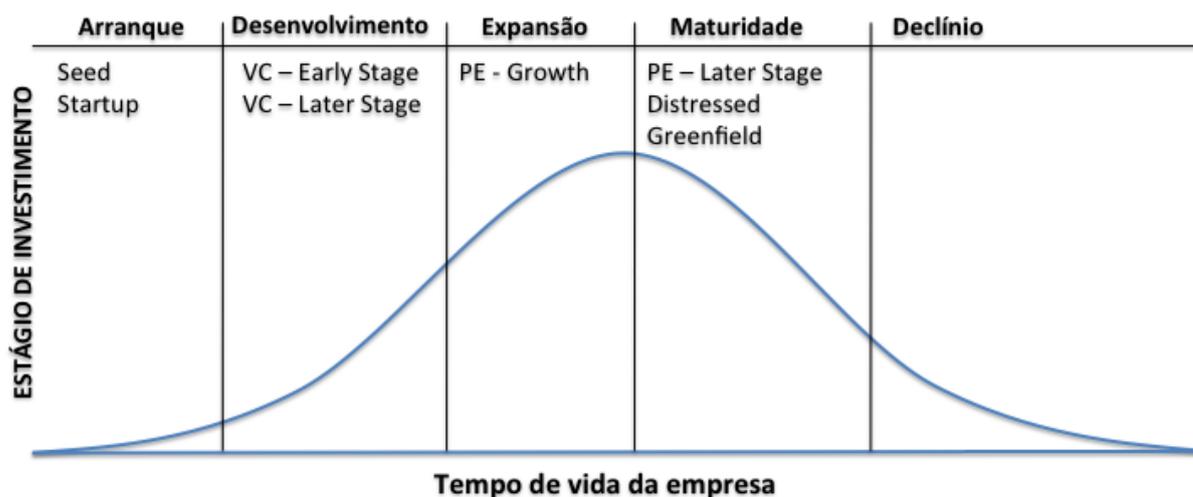
somente em 2013 a indústria de PE/VC no Brasil captou U\$ 2,34 bilhões, um volume praticamente idêntico ao captado pela indústria em toda América Latina (U\$ 2,53 bilhões).

O Esquema 1 abaixo permite uma ideia mais abrangente da evolução deste setor no país.



Esquema 1 – Evolução da indústria de PE/VC no Brasil  
Fonte: Adaptado de ABVCAP

A definição em torno destes temas também não é um consenso na literatura. Algumas definições inserem o *Venture Capital* (VC) dentro dos investimentos de *Private Equity* (PE), mas a grande maioria dos trabalhos faz uma divisão destas modalidades de investimento segundo o estágio de maturação da empresa das empresas investidas, conforme apresentado no Esquema 2 por Furtado et al (2010).



Esquema 2 – Evolução do tempo de vida de uma empresa e os estágios de investimento  
 Fonte: Adaptado de Furtado *et al* (2010)

Apesar de não ser um consenso na literatura esta divisão atende a maioria dos estudos na área de VC/PE. O primeiro estágio deste tipo de investimento é conhecido como Capital Semente (*Seed Capital*), caracterizado por capitalizar ideias muitas vezes não transformadas em um negócio formal. Os estágios mais avançados (*Distressed* e *Greenfield*), por sua vez, diferem não somente pelo tempo de vida da empresa, mas também na sua condição financeira e estrutural. O *Distressed* consiste em um investimento destinado à reestruturação de empresas em estágio, ou em vias de, dificuldade financeira. Já o *Greenfield* é o investimento em uma estrutura física, nova ou já existente – normalmente ligado a investimentos nos setores imobiliários, florestais ou energia.

Sendo assim, uma definição que vai de encontro com o senso comum é feita por Ribeiro e Tironi (2007). Para eles o termo *Venture Capital* (VC) é sinônimo de investimento em empresas que se encontram em fase inicial de desenvolvimento da ideia ou do plano de negócios (capital semente ou *seed capital*) e de estruturação inicial do negócio (*start-up*). Em geral empresas com perfil inovador, principalmente aquelas ligadas a área de tecnologia. O objetivo deste tipo de investimento também é alavancar seu crescimento para então vendê-la a novos sócios. Diferente do *Private Equity* este investimento não tem como objetivo tornar a empresa pública, ou seja, com ações negociadas no mercado de capitais.

*Private Equity* (PE) pode ser definido por investimentos em empresas de grande potencial de crescimento não listadas em bolsa com o objetivo de alavancar seu desenvolvimento e, em alguns casos, tornar parte do seu capital listado em bolsa de valores.

Seu retorno é consideravelmente maior quando comparado a outras modalidades de investimento devido a sua característica ilíquida e de longo prazo (Anson, 2006; Metrick, 2007; Mathonet e Meyer, 2008). O alto potencial dos investimentos de PE/VC pode ser visto em alguns casos de empresas que receberam este tipo de investimento e obtiveram posição de destaque em seus segmentos: Apple Computers, Intel Corporation, Compaq Computers Corporation, Amazon Corporation, Microsoft, Yahoo, Oracle, Cisco, Fedex. No Brasil, alguns casos de destaque também podem ser citados: Odontoprev, Natura, Diagnósticos da América (Dasa), Marcopolo, ALL, Anhanguera, Gol, entre outros.

Apesar de ser apontado como uma alternativa às fontes tradicionais de financiamento, estes fundos de PE/VC possuem um fluxo mais longo e particular de investimento. O Esquema 3 abaixo mostra este ciclo de investimento.



Esquema 3 – Ciclo de investimento em Private Equity e Venture Capital  
Fonte: Adaptado de ABVCAP

Este ciclo muitas vezes é apontado com nomes diferentes ou com fases que englobam algumas destas descritas acima, como o apresentado por Furtado et al (2010), mas na essência toda estas etapas fazem parte de um investimento de PE/VC, seja em maior ou menor grau.

A etapa inicial denominada originação é a fase onde estes investidores encontram as oportunidades e recebem propostas de investimento, na maioria das vezes através da extensa rede de contatos que possuem. A fase seguinte é composta por todo o processo de análise e avaliação do negócio, é aqui que será realizada a checagem das informações do plano de negócio, entrevistas com os empreendedores e gestores do negócios, os cálculos financeiros

etc. No final desta fase os investidores sabem se o negócio vale ou não aquilo que o empreendedor pediu na proposta, mas antes de entrar na fase de negociação os investidores realizam uma avaliação completa da empresa, na fase chamada de *Due Diligence*. Esta etapa é importante para colher informações detalhadas de diferentes áreas da empresa, bem como para checar a adequação nos aspectos legais (contratos, legislações etc.). A última fase, chamada de “desinvestimento” é aquela onde os investidores terão o retorno do investimento propriamente dito, seja ele através de um IPO, da venda para um outro investidor ou até mesmo para os outros sócios que compõem o capital social da empresa. Estes prazos abaixo são apenas referência para este tipo de investimento, eles podem variar bastante dependendo da característica de cada negócio.

## ***2.2 Tomada de decisão de investimento em fundos de PE***

No que tange à tomada de decisão de investimentos, há mais distinção à similaridade nos modelos apresentados na literatura. Alguns estudos apenas destacam os critérios utilizados pelos investidores, enquanto outros abordam o processo de tomada de decisão de forma mais abrangente, com poucos detalhes, como Craig e Lindsay (2002).

Neste trabalho, Crai e Linday (2002) englobam a tomada de decisão no que eles chamam de “processo de formulação de oportunidade”, e buscam avaliar as diferenças deste processo entre empreendedores experientes e fundos de PE.

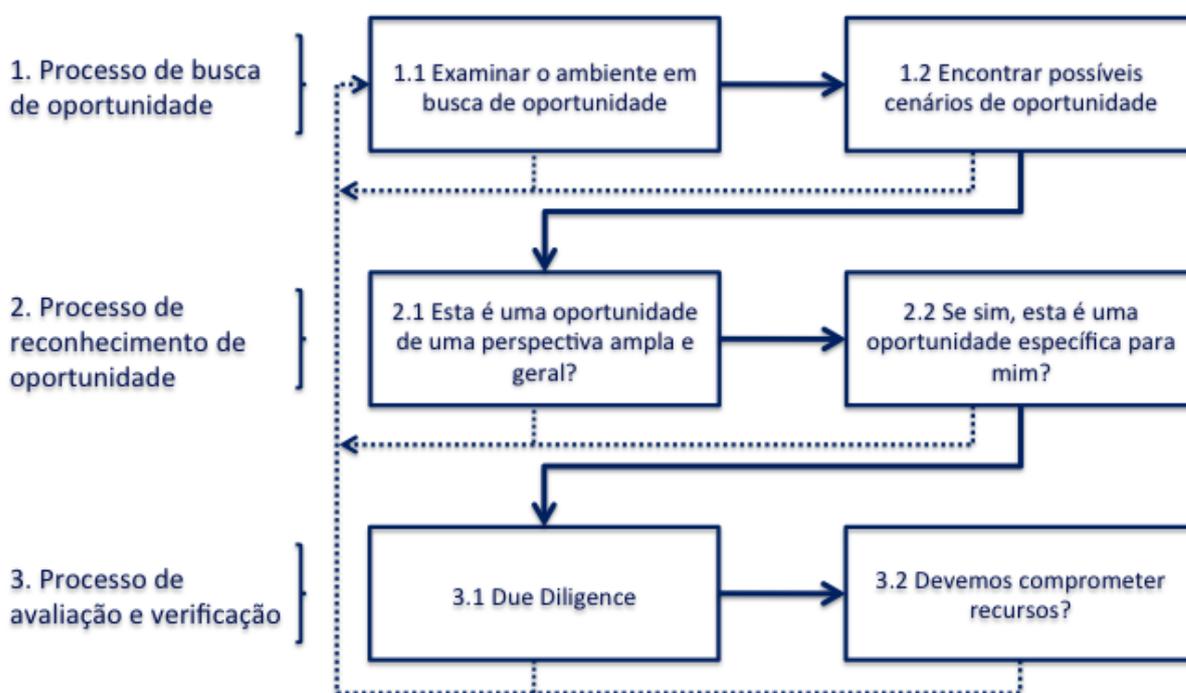
Na fase inicial de reconhecimento de oportunidade os empreendedores as identificam usando diferentes tipos de informação e tem o hábito de explorar o ambiente por informações que podem levá-los à novas oportunidades de negócios (Craig e Lindsay 2002, apud Kaish e Gilad, 1991, p.14). Os gestores de PE, por sua vez, parecem utilizar critérios similares na identificação potenciais de oportunidades de negócio, como informações sobre o mercado que irão atuar, os empreendedores e a tecnologia em questão.

Em relação ao processo de tomada de decisão, o estudo destaca que se os empreendedores tiverem que esperar até que todas as informações estejam disponíveis para iniciar seu negócio eles provavelmente não o inicializarão. Por isso, entende-se que é característica dos empreendedores utilizar-se de princípios não estritamente racionais na tomada de decisão, ou seja, baseados em experiências passadas (Craig e Lindsay (2002, apud

Busenitz e Barney, 1997, p.15)). Características similares de tomada de decisão são encontradas em investidores de negócios mais embrionários (*angel funds*), pois se encontram em um ambiente de maiores incertezas, com informações complexas e incompletas. Por isso, tais gestores tendem a investir em mercados e tecnologias que se familiarizam ou que tiveram experiências passadas. Entretanto, eles são mais suscetíveis a serem influenciados pelos empreendedores (Craig e Lindsay 2002, apud Kelly e Hay, 1997, p.15). Segundo os autores, apesar de critérios similares serem utilizados por diferentes tipos de investidores, haverá diferenças entre eles devido à características peculiares de cada um, como a preferência pelo risco, experiências, objetivos etc. Craig e Lindsay (2002, apud Kelly e Hay, 1996, p.15).

De um modo geral, a triagem (*screening*) e avaliação das oportunidades de negócio apresentados pelos empreendedores são os mais importantes componentes do processo de tomada de decisão empregados pelos investidores de PE/VC (Craig e Lindsay (2002, apud Mitchell et al, 2002, p.1)). O Esquema 4 abaixo mostra este processo de formulação de oportunidade descrito pelos autores.

#### Overview do Processo de Formulação de Oportunidade



Esquema 4 – Processo de formulação de oportunidades de investimento  
Fonte: Adaptado de Craig e Lindsay (2002)

Fica clara a analogia à teoria de investimentos em PE no processo formulado por Craig e Lindsay (2002): busca pela oportunidade (originação), reconhecimento da oportunidade (análise), avaliação e verificação da oportunidade (avaliação/negociação).

O trabalho de Fried e Hisrich (1994), por sua vez, não se limita apenas à discussão dos critérios. Segundo os autores, o trabalho foca no entendimento de como os gestores tomam decisão de investimento, analisando o processo do início ao fim.

Esta discussão é feita de forma detalhada para cada uma das fases que compõe o processo de tomada de decisão. Foi realizada uma pesquisa com 18 fundos de VC em três regiões diferentes dos EUA, e através de entrevistas e questionários chegou-se nos critérios comuns utilizados pelos fundos, detalhando-se o processo de decisão de investimento e elaborando um modelo que o exemplificasse. A Tabela 1 abaixo traz os 15 critérios comuns encontrados pelos autores nesta pesquisa.

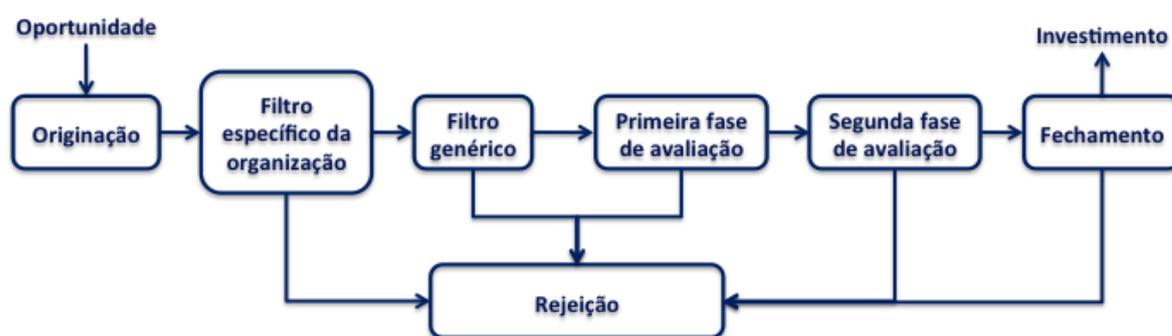
<b>Critérios de seleção de investimentos dos gestores de PE/VC</b>	
<b>Categorias</b>	<b>Critérios de Seleção</b>
Conceito	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Potencial de crescimento</li> <li>• Crescimento do mercado</li> <li>• Produto/serviço existente ou inovação capaz de ser implantada em até três anos</li> <li>• Produto/serviço com significativa vantagem competitiva</li> <li>• Sensatez na necessidade de capital</li> </ul>
Gestão	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Integridade pessoal</li> <li>• Experiência anterior positiva</li> <li>• Habilidade para identificar e gerir riscos</li> <li>• Estar disposto a trabalhar pesado</li> <li>• Flexibilidade</li> <li>• Domínio do negócio</li> <li>• Liderança sob qualquer situação</li> <li>• Experiência de gestão</li> </ul>
Retorno Financeiro	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Oportunidade de saída (desinvestimento)</li> <li>• Potencial para alta taxa de retorno</li> <li>• Potencial para elevado retorno absoluto</li> </ul>

Tabela 1 – Critérios de seleção de investimento dos gestores de PE/VC  
 Fonte: Adaptado de Fried e Hisrich (1994) e Ribeiro e Tironi (2007)

De um modo geral estes critérios mostram como estes investidores buscam e selecionam as oportunidades de negócio. A categoria Conceito tenta identificar além do potencial da tecnologia e do mercado em que está inserida, a adequação da necessidade de capital do negócio, afim de evitar aportes de capital não previstos que poderiam comprometer

o patrimônio e a rentabilidade do fundo. No aspecto de gestão de negócios há uma grande preocupação com o perfil dos empreendedores e sua capacidade de gerir o negócio em diferentes situações. Na categoria relacionada ao aspecto financeiro do negócio os investidores estão preocupados não somente com o retorno relativo e absoluto, mas também com a perspectiva de desinvestimento no negócio, quando o retorno será obtido de fato.

Além dos critérios para seleção dos investimentos os autores também desenvolveram um modelo que contextualiza este processo de tomada de decisão de investimento. O Esquema 5 abaixo mostra estas etapas.



Esquema 5 – Fluxo do processo de tomada de decisão em investimento de PE/VC  
Fonte: Adaptado de Fried e Hisrich (1994)

Segundo os autores este processo é trabalhoso e consome muito tempo. O tempo médio dedicado pelos investidores para que um investimento passe por todas as etapas do processo e receba o aporte é de 97,1 dias, com um desvio padrão de 45 dias.

A primeira fase do processo consiste em levantar possíveis oportunidades de investimentos, que acontecem muitas vezes através da rede de contatos dos gestores. Segundo os fundos entrevistados há outras formas de levantamento de oportunidades, mas a maioria das propostas que recebem investimento chegam através de referências. Craig e Lindsay (2002) apontam duas razões para este alto índice de indicação de oportunidades. Primeiro, se os investidores tiverem confiança naquele que fez a indicação, o negócio tem maiores chances de passar pelos 15 critérios acima mencionados. Segundo, como há um relacionamento entre as duas partes, há maiores chances das indicações estarem dentro daquilo que os fundos julgam atrativos. Os autores ainda apontam que pouquíssimos investidores fazem buscas agressivas por oportunidades ou ajudam a tirar o negócio do papel.

A fase de “filtro específico da organização” é a primeira etapa de seleção da oportunidade identificada na originação. Como muitos fundos de VC/PE possuem critérios específicos de investimentos que podem estar relacionados ao tamanho do negócio, indústria, região geográfica etc., esta fase serve para eliminar propostas que não se enquadram nestes critérios, evitando assim um investimento de tempo e recurso nas fases seguintes.

Passada esta fase, a proposta vai para a fase “filtros genéricos”, onde as oportunidades são avaliadas juntamente com outras informações que os investidores julgam relevante para a proposta. A maioria das propostas que passam pela fase anterior são rejeitadas nesta fase. As que continuam passam então pela fase chamada de “primeira fase de seleção”, onde os investidores fazem um monitoramento completo do negócio, cruzando informações de diferentes fontes com aquelas mostradas no plano de negócio. Nesta fase acontecem inúmeras reuniões com os donos e gestores de alto nível da empresa. Este é um processo que visa não apenas entender de forma mais aprofundada o conhecimento destas pessoas sobre o negócio e a indústria, como também efetuar uma avaliação de seus perfis e comportamento. Alguns gestores relataram, inclusive, que costumam visitar a casa dos empreendedores para conhecer sua família, pois isto pode dizer muito sobre eles. Esta também é a fase onde os investidores buscam informações e referências dos empreendedores, e onde estes são avaliados sob pressão. Em termos de mercado, é nesta fase que os investidores procuraram consumidores atuais e em potencial para avaliar o produto ou serviço. Apenas em 30% dos casos os gestores revelaram terem feito estudos de mercados formais, com a contratação de consultores externos, e apontaram três razões para isso: (i) a maioria das informações está contemplada no plano de negócios; (ii) o contato com consumidores atuais e potenciais traz informações adicionais valiosas; (iii) algumas vezes o mercado de atuação não é bem definido. Por último, é feito uma análise detalhada das projeções financeiras feitas pelos empreendedores.

Por fim, antes da fase de negociação e fechamento, a “segunda fase de avaliação” inicia-se depois que o tempo dispendido pelos investidores aumenta drasticamente em relação à anterior para a avaliação do negócio. Fried e Hisrich (1994), citam, inclusive, que a segunda fase inicia-se depois que os investidores criam um certo “vínculo emocional” com a oportunidade. O objetivo nesta fase é determinar quais são os obstáculos para o investimento e como eles podem ser superados. Muitas vezes o maior tempo é gasto avaliando as propostas de investimento feita pelos empreendedores.

O negócio entra na fase de fechamento quando há um consenso nos valores

negociados. Nesta fase são acordados os detalhes finais da estrutura de gestão, governança e apresentação legal dos documentos que formalizarão o negócio entre as partes. Surpreendentemente, mesmo tendo dispensado uma enorme quantidade de tempo e recurso nas fases anteriores, os investidores relataram que cerca de 20% das negócios que chegam a esta fase não são fechados.

Mesmo tendo apresentando um processo de tomada de decisão estruturado, detalhando as etapas e suas características, o estudo mostra que estas três fases finais não são facilmente distinguidas em todos os fundos de VC.

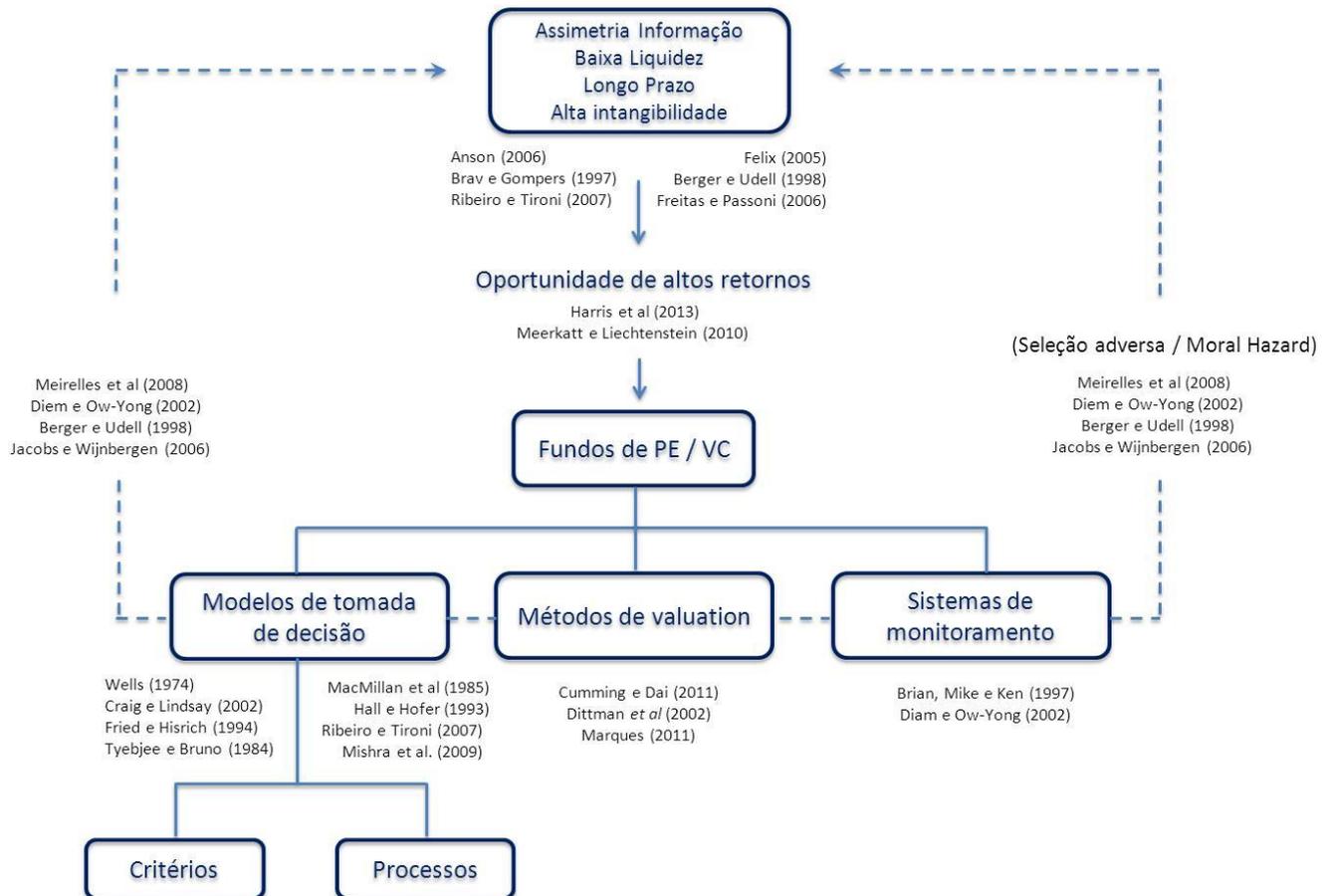
Por fim, é importante mencionar que muitos estudos relacionados à decisão de investimento em fundos de PE destacam a importância do processo de tomada de decisão devido não somente à característica de baixa liquidez, mas principalmente pela grande incidência de assimetria de informação, responsável pela seleção adversa e pelo alto risco de *moral hazard* no pós-investimento. Meirelles et al (2008, apud Christensen, 1992, p.12) destaca que investimentos em inovação tecnológica implicam em maiores incertezas, quando comparados a outros tipos de investimento. Amit, Glosten e Muller (1990) destacam que a seleção adversa acontece porque os empreendedores mais promissores não procurarão financiamento através deste tipo de capital, ou o farão como última alternativa. Jacobs e Wijnbergen (2006) destaca que o risco de *moral hazard* acontece não somente na sobreavaliação da companhia para uma maior *fee* de estruturação da operação, mas principalmente no uso inadequado de informação privilegiada, ou *inside information*, para realizar movimentos estratégicos no preço das ações próximo às ofertas públicas destas companhias.

Por outro lado, Fried e Hisrich (1994) argumentam que os fundos de PE/VC tem menores custos de obtenção de informação devido à: (i) economia de escala – buscam informação para um número limitado de investidores; (ii) economia de escopo – oriundo de investimento em diferentes empresas e de uma extensa rede de contatos e prestadores de serviços; (iii) curva de aprendizado – muitas vezes a informação gerada para um investimento é utilizada em investimentos futuros, especialmente para os fundos que se especializam em apenas um ou dois setores da indústria. Na mesma linha, Ribeiro e Tironi (2007) afirma:

*“Os longos prazos envolvidos nesta atividade propiciam o acúmulo de conhecimento e o aprendizado gradativo que tendem a afinar, cada vez mais, as técnicas de avaliação e monitoramento de investimento.”*

Ou seja, fica claro que um dos principais objetivos do processo de tomada de decisão dos fundos de investimento em PE é reduzir os riscos de seleção adversa (Fried e Hisrich, 1994).

O modelo conceitual abaixo (Esquema 6) tem por objetivo contextualizar a bibliografia estudada sobre tema.



Esquema 6 – Modelo conceitual da teoria estudada  
Fonte: Elaborado pelo autor

Este modelo conceitual foi elaborado para demonstrar que a bibliografia sobre o tema retrata um cenário desafiador, repleto de assimetria de informação, ativos com baixa liquidez, prazos longos para obtenção de retorno sobre o investimento, além de produtos/serviços muito difíceis de serem avaliados financeiramente, devido à alta intangibilidade. Por outro lado, como o cenário traz oportunidades de ganhos anormais para o padrão de mercado, os fundos de PE surgiram como agentes que se especializaram neste tipo de investimento. Para isso,

desenvolveram e aprimoraram processos que buscam minimizar os riscos inerentes a este cenário, principalmente aqueles ligados à assimetria de informação.

O maior número de trabalhos está ligado aos métodos de avaliação de investimento dos fundos de PE e aos critérios de tomada de decisão, como, por exemplo, os trabalhos de Wells (1974), Tyebjee e Bruno (1984), MacMillan *et al* (1985), Sanderberg, Schweiger e Hofer (1988), Knight (1994) e Cumming e Dai (2011), entre outros. Na sequência alguns trabalhos buscaram descrever o processo de tomada de decisão como um todo, em maiores ou menores detalhes, como, por exemplo, Hall e Hofer (1993), Riberio e Tironi (2007), Mishra *et al* (2009) e Fried e Hisrich (1994). Por fim, apesar da característica rotulada de assimetria de informação neste sistema, ainda há poucos trabalhos dedicados à análise do monitoramento feito pelos investidores ao longo da vida do investimento, e neste âmbito podemos destacar os trabalhos de Brian, Mike e Ken (1997) e Diem e Ow-Yong (2002). Este trabalho, por sua vez, tem como foco tanto os critérios considerados relevantes pelos gestores, assim como todo o processo de tomada de decisão de investimento.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 Abordagem do Estudo

Como buscar-se-á responder o problema através de uma análise qualitativa ao invés da utilização de técnicas estatísticas para análise de dados, este estudo refere-se a uma pesquisa qualitativa, com caráter exploratório e focada em uma amostra pequena, voltada para o levantamento da percepção dos entrevistados para maior compreensão do problema.

Alguns autores afirmam que a pesquisa qualitativa é utilizada para entender ou explorar alguma situação, seja ela de ordem social ou humana, através de um processo investigativo. Busca-se neste tipo de pesquisa explorar um conjunto complexo de fatores relacionados a um tema central, apresentando as diferentes perspectivas dos participantes (Kirk e Miller, 1996).

Klopper (2008, apud Morse, 2003, p.62) afirma que a pesquisa qualitativa é utilizada quando um ou mais destes fatores são encontrados: pouco é conhecido sobre o tema, o contexto de pesquisa é pobremente entendido, as barreiras de domínio são indefinidas, o fenômeno sobre investigação não é quantificável, a natureza do problema não é clara, ou quando o pesquisador acredita que algum fenômeno precisa ser reexaminado. Segundo o autor, os pesquisadores que utilizam este tipo de método precisam ter uma clara visão dos problemas e questões que eles se determinaram a investigar e estarem sempre preparados para improvisar, revisar e ajustar a abordagem de investigação. Por isso, o autor afirma que não existe um framework pré-definido para uma pesquisa qualitativa.

Com relação à abordagem específica, trata-se de um estudo de caso dado a investigação empírica para compreender um fenômeno em um contexto mais específico. Como se buscará construir uma teoria através de um fenômeno dentro de um contexto maior e a partir de várias unidades de análise, optou-se pelo estudo de casos múltiplos em função da possibilidade de comparação dos resultados que serão encontrados em cada um dos gestores de PE analisados (Klopper, 2008).

O principal objetivo deste trabalho é a identificação e compreensão do modelo de avaliação e tomada de decisão de investimento de cada um dos gestores de PE/VC analisados. Neste contexto, foi elaborado uma revisão teórica sobre o tema para verificar quais os

principais critérios e fatores que influenciam nesta tomada de decisão, os quais foram posteriormente validados com cada um dos gestores entrevistados.

### **3.2 Procedimento de coleta, análise e interpretação de dados**

A coleta dos dados foi baseada na realização de entrevistas semiestruturadas. Vergara (2006) e outros autores classificam as entrevistas como estruturadas e semiestruturadas, sendo as primeiras aquelas que não há qualquer tipo de flexibilidade de alteração da questão ao longo da entrevista, e a segunda permite maior adaptabilidade do questionário ao longo da entrevista. Neste método, o entrevistado pode, inclusive, discorrer sobre determinado tópicos de forma mais aprofundada ou superficial, dependendo do seu interesse. Pode, também, incluir ao longo da entrevista algum tópico que não estava previamente estabelecido, mas que na sua visão tem relação com o tema abordado. Segundo Hair et al (2005, p. 163), apesar de algumas limitações, com este método o entrevistador tem maior domínio sobre a entrevista, podendo conduzi-la de forma que os objetivos sejam alcançados. Desta forma, dado o perfil dos entrevistados e o nível de informação confidencial deste mercado, optou-se pela realização de entrevista semiestruturada.

O roteiro de entrevistas foi elaborado a partir do referencial teórico sobre o processo de tomada de decisão de investimentos em PE/VC e serviu exatamente para guiar o entrevistado ao longo da discussão sobre o tema. Neste contexto, foi pedido que pelo menos um gestor de cada fundo descrevesse o processo de investimento em um dos últimos negócios fechados. O fato de selecionar investimentos recentes elimina problemas associadas a respostas hipotéticas e não-contingenciais. Além disso, como o resultado do investimento nesses negócios recentes ainda não será conhecido, eliminar-se-á o viés de relato apenas de investimentos acertados.

As entrevistas foram realizadas entre outubro e dezembro de 2013 na sede de cada uma das empresas, face a face e individuais com cada um dos gestores. Utilizou-se o roteiro de pesquisa (Anexo 1) para realização de cada uma das entrevistas. Seus resultados foram registrados através de anotações manuscritas, tabelados e classificados para interpretação e análise posterior.

Para a análise dos dados foi muito importante o estudo aprofundado do tema realizado

pelo autor antes das entrevistas com os gestores. O segmento de PE é muito complexo e utiliza-se de diferentes terminologias e siglas que já são muito comuns entre seus participantes. Esta complexidade e algumas particularidades do segmento foram algumas das razões para a utilização de perguntas abertas no roteiro de entrevistas (Anexo 1). O objetivo era capturar o máximo deixando o participante discorrer o maior tempo possível sobre o tema, trazendo assim maior número informações e riqueza ao trabalho. A organização e segmentação das anotações e trechos das entrevistas em tópicos foi muito importante para uma análise mais precisa dos dados.

Por fim, os resultados das entrevistas foram relatados em texto narrativo onde o pesquisador pôde explorar as principais informações extraídas e confrontá-las com a teoria estudada a fim de responder a pergunta de pesquisa e os demais objetivos deste trabalho.

### **3.3 Limitações do Trabalho**

O tamanho e complexidade do mercado de PE trazem algumas limitações ao escopo do trabalho, visto que o estudo foi realizado com apenas uma pequena amostra da indústria, por isso ele não pode ser visto como uma generalização ao tema.

Além disso, apesar da utilização de um amplo referencial teórico sobre o tema, observou-se que não existe um consenso sobre modelos e processos de tomada de decisão. Pelo menos nesta indústria em específico. Este trabalho não tem como objetivo encontrar uma definição única sobre o assunto, mas sim abordar algumas destas definições para uma compreensão mais ampla sobre o tema.

Adicionalmente, como em muitos trabalhos de natureza qualitativa, o papel do pesquisador pode ser visto como uma limitação e fonte de influência na coleta de informações, podendo, portanto, trazer algum tipo viés na interpretação e conclusão dos resultados. Para reduzir esta limitação, o autor buscou triangular muitas das respostas às perguntas das entrevistas com dados externos, explorando, principalmente, com maior detalhe alguma resposta do participante que fugisse muito da teoria previamente estudada sobre o tema.

Por fim, vale ressaltar como provável limitação do trabalho possíveis particularidades específicas de cada entrevistado no que tange à respostas que não irão ferir suas reputações. Afinal, trata-se de um segmento de detalhes com valores muito expressivos envolvidos em

cada transação, por isso, o entrevistado pode já ter criado um modelo mental que evite qualquer informação à fontes externas que abale sua reputação. Neste aspecto, coube ao pesquisador tentar minimizar tal limitação explorando os tópicos da entrevista muitas vezes de forma aleatória, permitindo que o entrevistado concluísse determinado raciocínio, e muitas vezes voltando no mesmo tópico de forma mais indireta em perguntas de temas diferentes.

#### 4 ANÁLISE DE ENTREVISTAS

Esta seção tem por objetivo confrontar o resultado das entrevistas com a teoria previamente estudada sobre o tema. Para cada um dos principais tópicos estudados ao longo do trabalho será feita uma relação com os resultados encontrados nas entrevistas.

Estas entrevistas foram realizadas com quatro gestores brasileiros de Private Equity (PE). Todas as entrevistas foram realizadas com algum membro do *senior management* destes gestores, ou seja, pessoas com uma longa experiência na indústria e que fizessem de fato parte do processo de tomada de decisão do investimento. Em um dos casos tivemos presente na entrevista dois executivos de um mesmo gestor, mas preferimos por não separar a entrevista dada a complementaridade das respostas e o papel muito similar de ambos os executivos na empresa.

No que tange a escolha dos gestores entrevistados, ela baseou-se primeiramente no tipo estratégia de investimento destes gestores, ou seja, quanto à participação societária mínima exigida em suas transações (majoritário ou minoritário), tese de investimento e tipo de cotistas. Isso nos permitiu avaliar o processo de tomada de decisão em gestores não apenas com estratégias diferentes em seus investimentos, mas também com outros agentes (cotistas) que compõe este mercado.

Escolheu-se então, dois gestores com estratégias de investimento claramente majoritária, ou seja, na qual o controle acionário do negócio a ser investido é fundamental para que o investimento ocorra. Da mesma forma, escolheu-se um gestor com estratégia de investimento minoritária e outro com uma estratégia de investimento mista, ou seja, onde não há grandes restrições para investimentos em negócios com ou sem controle. Adicionalmente, levou-se em consideração para escolha dos gestores a relevância destes players para a indústria de PE, ou seja, seus respectivos patrimônios sob gestão, denominado na indústria de *asset under management* (AUM). Dado a dificuldade de obtenção de informação nesta indústria, também considerou-se o acesso do pesquisador e orientador a estes gestores.

Todas as entrevistas foram realizadas face a face com os participantes, mas devido às características da indústria de PE manteremos a confidencialidade de seus nomes e das respectivas gestoras que cada um dos entrevistados estava representando. Desta forma, ao longo do trabalho nos referiremos aos gestores entrevistados como Gestor 1, Gestor 2, Gestor

3 e Gestor 4.

No que tange à relevância destes gestores para a indústria de PE no Brasil, o AUM somado dos quatro gestores entrevistados no final de 2013 era de aproximadamente U\$ 7,8 bilhões (não considerando AUM em outros veículos de investimento, como fundos imobiliários, por exemplo). No ranking divulgado pela Revista Participação em junho de 2012 estes quatro gestores representavam juntos cerca de 21% de todo o capital comprometido da indústria de PE no Brasil.

Como vimos na teoria estuda, a tese de investimento define a estratégia de escolha a ser seguida pelo gestor frente às oportunidades de investimento que aparecem e dentre os gestores entrevistados, três deles possuem a tese de investimento denominada na indústria como *growth*, ou crescimento, ou seja, investimento em companhias com alto potencial de crescimento. Abaixo o relato de um destes gestores:

“Nossa tese é claramente *growth*. Investimento em companhias de alto crescimento, que é típico de mercados emergentes, com clara possibilidade de expansão de EBITDA e de multiplicador de compra. Temos tendência a olhar para empresas que são líderes em seus segmentos.” (Gestor 4)

Somente um dos gestores declarou não possuir nenhuma tese de investimento definida, pois acredita que a alta competitividade deste mercado não permite aos gestores escolherem apenas um tipo de estratégia.

“Não temos uma única tese de investimento. Temos tese de investimento para *targets* e indústrias específicas. Por exemplo, no nosso maior fundo hoje temos tese de *growth* (crescimento) com a (nome preservado). Temos tese de *turn around* como foi a (nome preservado), e que vem sendo muito bem executado, e a gente também tem tese de *greenfield*, como no caso do (nome preservado), coisa que pouquíssimos fundos têm.” (Gestor 3)

Quanto aos cotistas, dois dos gestores entrevistados possuem apenas cotistas estrangeiros, um deles possui um misto entre estrangeiros e cotistas locais, e o outro possui apenas cotistas brasileiros. Veremos com mais detalhes na análise das entrevistas que a escolha dos cotistas tem um papel fundamental no processo de tomada de decisão. Cotistas

locais, em especial os fundos de pensão, tendem a exigir a participação nos comitês de investimentos, trazendo uma dinâmica diferente ao processo de decisão se comparado aos gestores que contam apenas com cotistas estrangeiros.

Da mesma forma, as estratégias de participação societária também se dividem entre os entrevistados. Dois deles são predominantemente majoritários, ou seja, só realizam o investimento se tiverem o controle da companhia. Um dos gestores possui uma estratégia mista, ou seja, realizam investimentos onde são controladores e também investimentos onde possuem apenas participação minoritária. Por fim, o outro gestor tem como estratégia de investimento apenas em participação minoritária das companhias que fazem parte do seu portfólio.

Esta estratégia de participação majoritária e minoritária é comentada por um dos gestores:

“Não tem melhor nem pior, são apenas estratégias diferentes. Somos completamente diferentes do Gávea, por exemplo, mas acho eles um excelente fundo (o Gávea é conhecido por uma estratégia de participação minoritária). Eles procuram companhias diferentes, agregam um valor de forma diferente. [...] A gente é aquele fundo que coloca a mão na massa, uma vez que investimos na companhia, ou haverá um profissional nosso alocado como um dos executivos da companhia ou indicaremos o CEO ou CFO. Participamos da indicação e temos reuniões semanais de acompanhamento da evolução da estratégia desenhada para a companhia. No caso da (nome preservado), por exemplo, eu tenho reunião semanal para participação da decisão da abertura de cada loja, qual o retorno esperado, localização etc.[...] O Gávea consegue fazer mais *deals* que a gente porque eles não colocam tanto a mão na massa, a negociação e execução é um pouco mais fácil. Eles são um *player* mais de *beta* (acompanhar a tendência de crescimento de um setor, por exemplo). Nós somos um *player* mais de alfa, eu diria.” (Gestor 4)

A grande diferença não está apenas na participação ou não destes cotistas no processo de tomada de decisão, mas também na frequência com que eles monitoram seus investimentos e cobram informações dos gestores. Segundo relato de um dos entrevistados, “a melhor parte de um cotista estrangeiro é que ele está acostumado a este tipo de investimento, é um dinheiro passivo e ele vem aqui (no Brasil) uma vez por ano, ou no máximo duas, para acompanhar o que está acontecendo.”

Será visto nos capítulos a seguir que estas características diferentes entre os gestores entrevistados trouxeram informações muito relevantes ao trabalho. A seguir serão feitas análises detalhadas das entrevistas para cada uma das fases do processo de tomada de decisão visto na teoria, assim como uma análise dos critérios que foram identificados na literatura como relevantes para este processo de decisão.

#### ***4.1 O processo de tomada de decisão – confronto com teoria estudada***

Antes do detalhamento de cada em cada uma das fases do processo de tomada de decisão solicitamos aos gestores entrevistados que descrevessem de uma forma mais ampla seus processo de tomada de decisão levando em consideração o último investimento realizado. A descrição de um dos gestores foi bastante rica em detalhes e nos permite fazer importantes comparações com a teoria:

“Toda segunda-feira fazemos uma reunião com todos os membros do time, de estagiário ao sócio, em que repassamos todo o pipeline, o que cada um tem visto, o que está aparecendo de novas oportunidades. [...] Os sócios que foram alocados nas empresas para monitorar aquele investimento fazem um *update* semanal sobre o investimento, eles dividem com o grupo informações da companhia que estão acompanhando. [...] O mesmo acontece para novas oportunidades. Vou te dar um exemplo, quando fomos entrar no (nome preservado), a primeira vez que este nome apareceu para nós foi em uma dessas reuniões de segunda-feira. Um dos sócios foi apresentado a essa oportunidade por um gestor estrangeiro e trouxe para nós.. [...] Já nessa primeira reunião é dado alguns grandes números da empresa como faturamento, EBITDA etc, e já temos ali mesmo na reunião o “*go*” ou “*no go*” para iniciar as conversas com a empresa e assinar um acordo de confidencialidade para obter informações mais precisas. [...] O “*go*” ou “*no go*” já nessa reunião parece rápido mas quem traz um novo nome (empresa) fez uma lição de casa antes, o cara não vem aqui jogar um nome e pronto...tem que trazer alguns números, competidores, perspectiva do setor etc. É esse “*go*” ou “*no go*” é um sinal verde para somente iniciar as conversas, nada de gastar dinheiro ainda [...] Aqui não temos uma divisão industrial, mas nossa dinâmica é que quem originou o *deal* fica responsável até o final, sempre respeitando o *background* de cada um, claro. No início o “originador” geralmente escolhe um analista mais júnior para acompanhar com ele a evolução no *deal*. Aqui sempre trabalhamos no mínimo em duplas, nunca sozinho. [...] O processo de

investimento é um processo longo. Não é como em companhias listadas que você vai lá aperta o botão e compra. Depois desse “go” ou “no go” nós assinamos um acordo de confidencialidade com a companhia e inicia-se a troca de informações, damos um segundo passo se as informações iniciais fizerem sentido e aí sim assinamos um documento que é quase como um *term sheet*, ou um memorando de entendimento. [...] Cada passo dado é discutido nessas reuniões de segunda-feira. O próximo passo é começar a *due diligence* de fato. É aí que contratamos advogados e uma das *big four* ou *big five* para nos ajudar no processo de auditoria contábil-financeira. Quantos processos chegam nessa fase? Pouquíssimos. Não temos problema de geração de *pipeline*, a rede de relacionamento dos sócios é muito grande, mas se esses *deals* vão ser executados ou não, isso depende muito do momento da empresa, do encaixe com o que a gente quer investir etc. Por exemplo, nosso fundo hoje já tem uma exposição grande a varejo, então, poxa, se pintar um outro *deal* de varejo aqui, tem que ser muito bom pra que a gente decida fazer toda a avaliação, porque eu não quero estar muito exposto ao mesmo setor de forma tão concentrada no fundo. A mortalidade, portanto, é bem alta. Os que chegam na fase de *due diligence* são pouquíssimos. Até porque nessa fase eu começo a gastar dinheiro e não tem algo que a gente odeie mais do que gastar dinheiro. Então a gente só começa a auditoria quando aprovamos uma proposta indicativa ou memorando de entendimento com o grupo inteiro. [...] Depois que investimos todo esse tempo e dinheiro sentamos em mais uma dessas reuniões com todo o time para discutir se vale a pena uma proposta financeira para donos do negócio.” (Gestor 4)

Este roteiro relatado por um dos gestores foi muito similar ao demonstrado pelos demais gestores entrevistados. Mesmo havendo particularidades que são únicas a cada gestor vimos que o fluxo de compartilhamento informações e as fases deste processo seguem uma dinâmica muito parecida entre eles.

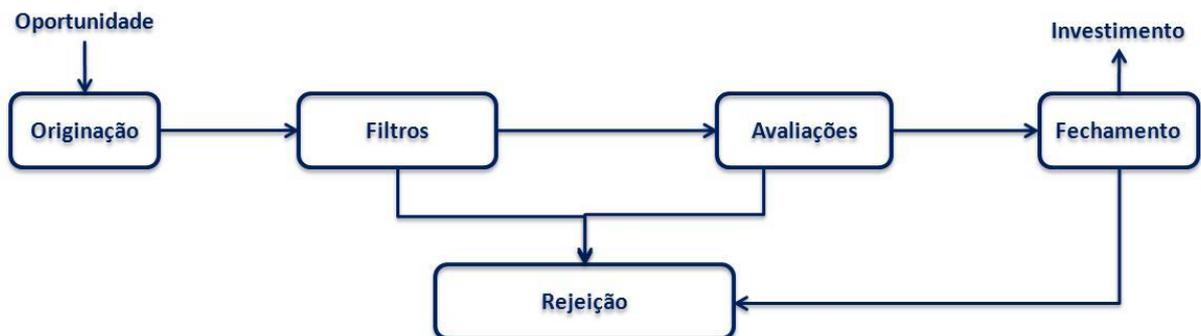
Como abordado na revisão bibliográfica, o trabalho de Fried e Hisrich foi o grande precursor de uma abordagem mais detalhada do processo de tomada de decisão de investimentos em PE/VC, e será, portanto, o grande balizador das análises deste capítulo.

Neste contexto, a principal diferença entre as fases do processo de tomada de decisão descrito por Fried e Hisrich (1994) e o encontrado nas entrevistas está em suas “etapas intermediárias”. Os gestores entrevistados enxergam este processo de uma forma mais consolidada e direta, onde não é possível, por exemplo, fazer uma subdivisão clara entre “filtro genérico” e “filtro específico”. O Esquema 7 traz o processo de tomada de decisão

descrito pelos autores, já o Esquema 8 retrata a visão dos gestores entrevistados sobre as fases do processo.



Esquema 7 – Processo de tomada de decisão de investimento encontrado na teoria  
Fonte: Adaptado de Fried e Hirich (1994)



Esquema 8 – Processo de tomada de decisão de investimento encontrado nas entrevistas  
Fonte: Elaborado pelo autor

Diferentemente do que vimos no processo de investimento descrito por Fried e Hisrich, o tempo médio entre o primeiro contato com um potencial investimento e o “bater do martelo” pelo gestor brasileiro se mostrou muito maior do que os 97 dias descrito pelos autores. Os entrevistados relataram que este prazo entre a prospecção e o investimento chega, em média, a

seis meses, ou 180 dias. Entretanto, houve convergência no elevado desvio padrão entre investimento e outro, como relata um dos entrevistados:

“Tipicamente este processo inteiro demora entre seis a oito meses, mas lembrando que o desvio padrão é enorme. Teve casos em que fechamos um *deal* em três meses e outros que demoramos mais de dois anos.” (Gestor 3)

Para facilitar o entendimento do leitor e, principalmente, esta comparação com a revisão bibliográfica e o modelo conceitual desenvolvido pelo autor, optou-se por dar seqüência na análise das entrevistas seguindo as fases processo de decisão de investimento apresentado na teoria estudada.

Lembrado que este trabalho se limita a analisar o processo de tomada de decisão de investimento, ou seja, até o momento que se decide por realizar ou não uma oferta pela empresa-alvo. O processo de investimento em PE vai um pouco além dos fluxogramas acima demonstrados, eles ainda contam com a fase de monitoramento do investimento ao longo de todo o período do investimento e a fase final de desinvestimento ou *exit*, como é internacionalmente conhecida. Segundo Ribeiro e Tironi (2007), todo este processo dura, em média, entre 8 e 10 anos.

Em seguida, realizaremos uma análise detalhada das entrevistas para cada uma das fases do processo de decisão descrito em seu artigo. As fases analisadas serão destacadas em vermelho nas figuras que seguem.

### **Fase: Originação**

Como visto no processo de tomada de decisão descrito por Fried e Hisrich, a primeira fase do processo, originação, consiste em levantar possíveis oportunidades de investimentos. E assim como na teoria os gestores entrevistados também relataram diferentes formas de levantamento de oportunidades, tanto ativa quanto passiva, entretanto, ficou claro nas entrevistas que a maioria das propostas que recebem de investimento chegam através de referências.



Esquema 9 – Processo de tomada de decisão de investimento encontrado na teoria. Destaque para a fase de originação.

Fonte: Adaptado de Fried e Hirich (1994)

Como relatado por Craig e Lindsay (2002), isto acontece porque os investidores têm mais confiança naquele que indicou a oportunidade e também porque como há um relacionamento entre as duas partes, há maiores chances das indicações estarem dentro daquilo que os fundos julgam atrativos. Neste contexto, o relato de um dos gestores vai de encontro com a teoria:

“Fazemos os dois tipos de originação. Realizamos o mapeamento de oportunidades em setores específicos que acreditamos terem maior viés de crescimento (ativa), e também recebemos transações que já estão no mercado com outros agentes, como bancos, consultores ou *brokers*, mas estes já conhecem o nosso DNA.” (Gestor 1)

“Na originação ativa é muito comum que o analista mais júnior da nossa equipe se dedique a estudar determinadas indústrias que o grupo acredita serem promissoras. Vou te dar um exemplo. Achávamos que há alguns anos atrás a indústria de cerâmica e de fornecedores das incorporadoras imobiliárias tinham um *driver* macro interessante, então colocamos alguém para estudar especificamente esta indústria para ver quais eram os fatores relevantes, quais os fatores da economia que impulsionaria a indústria, quais eram as barreiras de entrada e lista dos principais *players* etc. Desta lista, se não temos uma rede de contatos que nos leve até eles, fazemos *cold call* para tentar marcar uma reunião.” (Gestor 2)

“Te diria que estamos divididos meio a meio (entre originação ativa e passiva). Já para *deals* que acabam sendo realizados (investidos) te diria que o percentual de ativa é de 80% contra 20% da passiva.” Isso se dá também por preço, pois quando eu foco na originação ativa eu faço uma negociação *one-o-one* e acabo pagando menos pelo investimento.” (Gestor 4)

Uma constatação interessante de um dos gestores é que o tipo de originação, ativa ou passiva, é uma variável importante na determinação do tempo entre a identificação de um potencial *target* e a realização do investimento. Segundo os gestores isto acontece porque muitas vezes a originação passiva apresenta algumas oportunidades que inicialmente se mostravam com alto potencial e dentro das suas características de investimento, mas uma análise mais detalhada por parte dos gestores acaba provando o contrário.

Nesta fase de originação chamou bastante atenção como a originação passiva vem ganhando espaço nos últimos anos e também a relevância dos bancos neste processo, principalmente os bancos de investimento. Segundo alguns gestores estas oportunidades acontecem muito pelos mandatos de M&As (fusões e aquisições) conseguido por estes bancos, que os procuram para serem um potencial investidor na transação. O Gestor 2 traz um exemplo desta realidade:

“O banco faz o papel dele. Com um mandato (da empresa) eles empacotam, montam todos os materiais e batem aqui na porta. Às vezes no primeiro contato eles não abrem o nome da empresa, (dizem apenas) que têm o mandato de uma empresa agrícola, tamanho tal, bem gerida... às vezes quando não há muita sensibilidade com relação ao nome da empresa, eles falam, às vezes deixam a entender qual é. Exemplo, tenho uma empresa aqui do setor de aviação, avião laranja [...] O contato com os bancos é bem frequente e imagino que nos gestores gringos (estrangeiros) seja muito maior.” (Gestor 2)

“Há cinco anos a competição por ativos no Brasil era menor, então as companhias que compõem o que podemos dizer de *middle market*, entre R\$ 30 a 150 milhões de EBITDA, não sofriam a competição de bancos de investimento se aproximando delas para fazer IPO. Hoje essa realidade é bastante diferente, os bancos já estão presentes nestas empresas, inclusive bancos internacionais de placa extremamente renomadas. [...] Então, com isso, como o universo de companhias que prospectamos é limitado, e a competição é muito maior, a prospecção ativa ficou mais difícil, e muitos destes mandatos já estão com os bancos.” (Gestor 1)

“Muitas vezes na originação nós acabamos competindo com o banco, [...] nós chegamos na empresa e perguntamos se eles precisam de dinheiro e na maioria das vezes pedimos exclusividade desde o início. No outro lado está o banco dizendo que se a empresa negociar apenas comigo ela não vai maximizar seu valor, e que ele (banco) faz o processo de venda para vários investidores. É aí que entram nossos diferenciais, [...] 20 anos de Brasil, mostrar

nosso *know how*, praticas de gestão consolidadas, enfim...” (Gestor 3)

“A turma de IB (banco de investimento) não gosta muito da gente porque não pagamos *fee*. Eu não contrato banco para gerar negócio para mim ou para chegar em uma companhia porque eu não preciso, mas eles trazem algumas oportunidades porque eles precisam da gente, e isso acontece muito quando eles (bancos) têm algum mandato da companhia. E obviamente quando a empresa chega aqui através de um banco ela chega mais estruturada (com a documentação mais em ordem), mas aí quem paga o banco é companhia e não a gente.” (Gestor 3)

Além dos bancos, verificou-se em todos os entrevistados que a originação de potenciais companhias para investimento vem de diferentes formas, como consultores, eventos, parentes, jornais e revistas especializados, e apesar de relatarem a baixa incidência, todos confirmaram utilizar-se de *cold calls*.

“Também fazemos *cold call*. A cada 100 *cold calls* que fazemos posso dizer que conseguimos 10 reuniões e talvez duas conseguimos discutir de fato com companhia sobre movimentos estratégicos relacionado a novos investidores. Ou seja, o *cold call* toma muito tempo e sua efetividade tende a zero.” (Gestor 1)

Foi perguntando também aos entrevistados se existem oportunidades que aparecem “batendo na porta”. Todos confirmaram que este tipo de abordagem acontece com frequência, mas enfatizaram sua baixa eficácia, como relato abaixo de um dos entrevistados.

“Acontece muito, mas a mortalidade é 99%. Temos um site de relação com investidores, e por ali entra muita coisa. Venda de terreno, *business plan* de startup etc. [...] Você não tem noção do que aparece.” (Gestor 2)

Os entrevistados relataram que o pagamento de *finder fees* para as originações passivas acontece, mas é mais frequente quando estes intermediadores conseguem colocá-los em uma condição de exclusividade, onde só um gestor discutirá a possibilidade de transação com a companhia por um determinado período de tempo.

“Grande parte desta originação passiva parte de bancos, consultorias ou boutiques especializadas (exemplos, G5, IGC,

Vencor, Latin Finance, entre outros). Em alguns casos existe *finder fee*, mas isso acontece quando conseguem nos colocar em uma situação de exclusividade no *deal*, onde só um gestor irá discutir uma transação em potencial com a companhia por um determinado período de tempo.” (Gestor 1)

A importância da originação no processo de decisão de investimento é tão grande que os entrevistados foram unânimes quanto a esta ser a fase que mais consome tempo no processo de investimento.

“A (etapa) que mais consome tempo é a originação. O processo em si, depois que a oportunidade está dentro de casa é bastante padronizado. Com certeza entre 30% a 40% do tempo é gasto na originação.” (Gestor 4)

“São etapas diferentes, mas sem dúvida gastamos muito mais tempo com originação do que com qualquer outra coisa. Se você pegar meus 12 meses do ano, mais de 40% estou gastando em originação. Também porque se você não gastar este tempo você também não gera negócio.” (Gestor 3)

“Não tenho como te precisar um tempo médio por fase, mas arrisco dizer que a originação é a mais demorada delas.” (Gestor 1)

“Sem dúvida a originação. Mesmo os sócios tendo uma extensa rede de contatos dentro e fora do país eu te diria que o maior investimento de tempo está aqui.” (Gestor 2)

Vale destacar o quanto os gestores estão preocupados em se diferenciar dos demais para garantir um sucesso maior nesta fase tão importante do processo.

“Eu vou além, se o gestor não tentar se diferenciar, se ele simplesmente chegar para o empresário dizendo que tem um capital para ajudá-lo a crescer, dificilmente ele vai ter sucesso em alguma transação. (O gestor) tem que ter alguma coisinha a mais que você leva para o empresário do que apenas “olha, eu tenho uma empresa aqui que pode te interessar para você adquirir ou eu também te financiar”... Temos que dizer que vamos pensar juntos em uma expansão internacional, abrindo uma subsidiária fora do Brasil, ou vamos pensar em uma consolidação dele aqui dentro do país etc. O gestor tem que levar alguma coisa a mais, e essa é a parte difícil.” (Gestor 4)

Por fim, um aspecto que chamou bastante atenção nas entrevistas foi o nível de informalidade das companhias que são alvo destes investidores. Abaixo o relato de dois dos gestores entrevistados sobre este nível de informalidade:

“No Brasil se você quiser fazer negócio com companhias que pagam 100% dos impostos, é redondinha, auditada etc., você não vai fazer negócio. Você tem que estar disposto a entrar para arrumar as companhias e é isso que fazemos bem.” (Gestor 3)

“Cerca de 70% das empresas que avaliamos não há praticamente qualquer índice de informalidade, ou se tiver é muito baixo, no entanto, existem setores específicos no Brasil, como por exemplo os segmentos associados a turismo, onde o nível de informalidade ainda é altíssimo, é como se estivesse olhando o setor de varejo há 10 anos, [...] e estou falando de empresas grandes, com R\$ 50 milhões de EBITDA. Ou seja, em alguns setores no Brasil o índice de informalidade ainda é alto, e quando se depara com essa realidade fica mais difícil o gestor olhar a transação com olhos de investimento.” (Gestor 1)

### **Fases: Filtro “genérico” e “específico”**

Na revisão bibliográfica foi visto que o “filtro específico da organização” é a primeira etapa de seleção da oportunidade identificada na originação, visto que muitos fundos de PE possuem critérios específicos de investimentos que podem estar relacionados ao tamanho do negócio, indústria, região geográfica etc., ou seja, um filtro praticamente baseado na tese de investimento de cada gestor. Assim, esta fase serve para eliminar propostas que não se enquadram nestes critérios, evitando assim um investimento de tempo e recursos nas fases seguintes. Já o segundo “filtro genérico” é onde a oportunidade é avaliada juntamente com outras informações que os investidores julgam relevantes para a proposta e então descartada se alguma destas informações não estiver dentro dos seus “padrões”.



Esquema 10 – Processo de tomada de decisão de investimento encontrado na teoria. Destaque para as fases de filtro específico e filtro genérico.

Fonte: Adaptado de Fried e Hirich (1994)

Entretanto, nas entrevistas identificamos que o observado difere um pouco do que é descrito por Fried e Hirich. Dentre algumas diferenças, os gestores entrevistados entendem que estas fases de “filtro específico” e “filtro genérico” se combinam, ou seja, não existe uma divisão clara entre elas.

Estes filtros acontecem de diferentes maneiras, e o primeiro deles é realmente a própria tese de investimento do gestor. Mesmo assim, as entrevistas mostram que na originação ativa esta etapa de filtro pela tese de investimento tem uma incidência menor, visto que os gestores conhecem profundamente a sua tese de investimento e evitam abordar oportunidades que não estejam dentro deste perfil. Por outro lado, originações passivas, ou seja, aquelas que são apresentadas por terceiros ou que chegam até os gestores tem uma maior probabilidade de serem barradas neste filtro, visto que estes intermediadores ou os próprios empreendedores que buscam os gestores não sabem de forma clara sobre esta tese de investimento antes de buscar a oportunidade.

Um dos gestores entrevistados traz sua visão sobre a diferença entre o que seria o “filtro específico da organização” e “filtro genérico”:

“Para mim (filtro específico) é aquela mapeada inicial e a identificação daquelas oportunidades que fazem sentido com a tese de investimento do gestor. Já no filtro genérico, faz-se algumas avaliações prévias sobre a companhia antes de leva-la para o comitê de avaliação de oportunidades, como o posicionamento da empresa no setor que atua, saúde financeira e idoneidade dos

controladores. [...] O filtro específico vem na medida que você já tem o “de acordo” do comitê de que os pilares do filtro genérico param de pé para então gastar tempo para se dedicar mais à potencial transação, mas não acho que é tão claro assim essa diferença.” (Gestor 1)

De forma prática, um dos gestores descreve exatamente como acontecem estes filtros em seu processo de decisão:

“Toda segunda pela manhã os times se reúnem para discutir oportunidades que colhemos e aquelas que chegaram até nós. [...] aqui não estamos falando de uma reunião para decisão de investimento, avaliar se faz sentido seguir discutindo a oportunidade, ainda que de forma mais superficial, uma ou outra oferta, entende?” (Gestor 2)

Identificou-se nas entrevistas que muitas vezes uma mesma oportunidade é colocada nestas “reuniões de segunda-feira” diversas vezes, pois neste fórum é abordado como estão evoluindo cada uma das oportunidades.

Verificou-se também que antes de iniciar as fases que a teoria denomina como “primeira e segunda fase de avaliação”, os gestores realizam uma proposta indicativa sob algumas condições, que serão validadas exatamente nestas etapas. O relato abaixo de um dos gestores deixa esta característica um pouco mais clara:

“[...] próxima fase é colocar uma oferta não vinculante, ou *non-bidding offer* em que damos preços e condições para iniciarmos uma análise mais profunda, o processo de diligência de fato. [...] Em alguns casos esta oferta está dentro de um intervalo, ou seja, entre U\$ 100 e U\$ 200 milhões. É nesta etapa que pedimos exclusividade.” (Gestor 2)

Esta mudança de fase é marcada por uma reunião formal entre os membros mais *seniors* de cada um dos gestores, pois é nesta reunião que será determinada cada uma das características da *non-bidding offer*.

Entre os quatro gestores entrevistados, o tempo médio que uma oportunidade fica “sob análise” nas fases de “filtro” variou entre dois e quatro meses. Houve relato de um dos gestores que algumas oportunidades chegam a levar mais de um ano nesta fase.

“[...] a decisão até o *non-bidding offer* dura em média três meses e

tem algumas que demoram dois anos. É muito difícil te responder em tempo. Por exemplo, eu nunca fiz duas que demoraram o mesmo tempo. Tem um negócio (oportunidade) que a gente está nessa de faz ou não ou uma *non-bidding* a dois anos, e tem outros que a gente fechou em dois meses.” (Gestor 2)

### **Fases: Primeira e segunda avaliação**

Na sequência do processo de investimento, a revisão bibliográfica nos mostra que as oportunidades que não foram rejeitadas continuam pela fase denominada de “primeira fase de seleção”, onde os investidores fazem uma avaliação completa do negócio, cruzando informações de diferentes fontes. Nesta fase acontecem inúmeras reuniões com os donos e gestores de alto nível da empresa-alvo. Segundo a teoria, este é um processo que visa não apenas entender de forma mais aprofundada o conhecimento destas pessoas sobre o negócio e a indústria, mas também efetuar uma avaliação de seus perfis e comportamento.

Por fim, antes das fases de negociação e fechamento, o trabalho de Fried e Hisrich indica que a “segunda fase de avaliação” inicia-se depois que os investidores já criaram um vínculo mais forte com a oportunidade. O tempo dispendido pelos investidores nesta fase aumenta drasticamente em relação à fase anterior. O objetivo é determinar quais são os obstáculos para o investimento e como eles podem ser superados.



Esquema 11 – Processo de tomada de decisão de investimento encontrado na teoria. Destaque para as fases de avaliação.

Fonte: Adaptado de Fried e Hirich (1994)

Verificou-se nas entrevistas que antes de iniciar as fases denominadas como “primeira e segunda fase de avaliação”, os gestores realizam uma proposta indicativa sob algumas condições, que serão validadas exatamente nestas etapas. O relato abaixo de um dos gestores deixa esta característica um pouco mais clara:

“[...] próxima fase é colocar uma oferta não vinculante, ou *non-biding offer* em que damos preços e condições para iniciarmos uma análise mais profunda, o processo de diligência de fato. [...] Em alguns casos esta oferta está dentro de um intervalo, ou seja, entre U\$ 100 e U\$ 200 milhões. É nesta etapa que pedimos exclusividade.” (Gestor 4)

Depois da decisão de realizar a oferta não vinculante e ela ter sido aceita pela empresa-alvo, iniciam-se de fato as fases de avaliação, comumente chamadas de *due dilligence* no mercado de PE. Nesta fase os gestores citaram que há três frentes clássicas de avaliação: diligência legal ou jurídica – os gestores entrevistados contratam escritórios de advocacia independentes e especializados neste mercado para fazer esta avaliação; diligência financeira-contábil – os quatro entrevistados relataram que na maioria das vezes contratam grandes escritórios de auditoria para realizar este papel; e diligência do negócio – esta, por sua vez, é realizada pelo próprio time dos gestores analisados.

O trabalho de Fied e Hisrich também trouxe outro aspecto relevante sobre as fases de avaliação: os procedimentos realizados pelos gestores para uma avaliação mais profunda da oportunidade de investimento. A Tabela 2 abaixo traz cada um destes procedimentos e uma perspectiva quanto a sua utilização ou não por cada um dos gestores brasileiros entrevistados neste trabalho.

Procedimentos - Avaliação	Gestor 1	Gestor 2	Gestor 3	Gestor 4
Checagem por referência	•	•	•	•
Contratação de um estudo de mercado independente		•		
Conhecimento mais profundo e <i>in loco</i> da vida pessoal do sócio/empresário		•	•	•
Entrevista com todos os membros do time de gestão	•	<i>sênior</i>	•	<i>sênior</i>
<i>Tour</i> pelas instalações / fábricas	•	•	•	•
Contato com empresas passadas da vida do sócio		•	•	•
Contato com investidores anteriores da empresa	•	•	•	•
Contato com clientes atuais	•	•	•	•
Contato com potenciais clientes	•	•	•	•
Análise dos concorrentes	•	•	•	•
Discussões com experts do produto/serviço	<i>caso a caso</i>	•	<i>caso a caso</i>	
Condução de uma análise profunda dos dados financeiros enviados pela empresa	•	•	•	•
Contato com concorrentes	•	•	•	•
Contato com os bancos	•	•	•	•
Contato com fornecedor	•	•	•	•
Opinião de outro gestor (concorrente)				
Contato direto com o contador da empresa	•	•	•	•
Contato direto com o advogado da empresa	•	•	•	•
Profunda análise sobre o setor/negócio	•	•	•	•

Tabela 2 – Comparação entre teoria e prática. Procedimentos de avaliação realizados pelos gestores entrevistados.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Fica claro pelo quadro acima que existe uma grande congruência de procedimentos realizados pelos gestores brasileiros e aqueles encontrados no trabalho de Fried e Hirich. Destaca-se, entretanto, alguns procedimentos específicos como, por exemplo, a “contratação de um estudo de mercado independente”. Apenas um dos gestores entrevistados relatou a utilização deste procedimento:

“Na grande maioria dos casos usamos nosso expertise interno, mas para alguns setores específicos achamos importante contar com uma visão independente e mais especializada.” (Gestor 2)

Outro procedimento de destaque nesta análise entre teoria e prática é a “discussões com experts do produto/serviço”. Dois dos gestores entrevistados disseram realizar este

procedimento apenas em situações específicas, como explica o Gestor 3:

“Agora mesmo tem uma oportunidade que estamos analisando que possui uma tecnologia bastante específica e é nela que está grande parte do valor do negócio, aí obviamente vamos contratar alguém para nos ajudar. Mas se pegar um investimento em uma rede de varejo, um setor que meu time tem grande *know how*, não tem porque contratar alguém de fora.” (Gestor 3)

No procedimento de “entrevista com todos os membros do time de gestão” encontramos uma divergência nas respostas dos gestores entrevistados. Enquanto alguns gestores descreveram realizar este procedimento com todos os membros do time de gestão, outros confirmaram que isto é feito apenas com o nível mais alto da companhia-alvo. Esta diferença pode ser explicada pela estratégia de investimento de cada um dos gestores. Aqueles com estratégia de investimento predominantemente majoritária foram exatamente os que disseram realizar entrevistas apenas com o *senior management* da empresa-alvo, o que pode ser explicado pela metodologia destes investidores majoritários de nomearem os gestores para os cargos mais importantes da companhia investida, algo que nem sempre acontece com os investidores com estratégia de investimento minoritária. Abaixo o relato de cada um deles:

“Entrevistamos todo o *senior management* e, em alguns casos, até mesmo os níveis gerenciais. Na média, em um processo de diligência, falamos com 15 a 20 membros da gestão da empresa.” (Gestor 1)

“Não tem porque falar com todo mundo. Entrevistamos o *senior management* e tiramos nossa conclusão. Vou colocar gente minha lá dentro.” (Gestor 4)

Outro procedimento que mostrou uma ligeira divergência está relacionado ao “conhecimento mais profundo e *in loco* da vida pessoal dos sócios”. Apesar de três dos gestores entrevistados terem confirmado que realizam uma checagem da vida pessoal dos sócios da empresa-alvo, nenhum deles descreveu ir tão longe nesta avaliação, como é descrito por um dos gestores entrevistados no trabalho de Fried e Hisrich:

*“I like to go out and meet the spouse and the kids and try to see if their home is in chaos or if it's pretty orderly. Rather than me passing judgment on how they live, what I want to understand is*

*what kind of environment that entrepreneur's coming out of."*

Apesar de nenhum dos gestores entrevistados ter feito um relato semelhante, três dos quatro entrevistados confirmaram fazer uma pesquisa profunda da vida do sócio/empreendedor, como relata dois dos gestores:

“Sim. Até o DNA do cara se der para tirar a gente tira. [...] As vezes contratamos empresas externas para fazer essa avaliação.”  
(Gestor 2)

“Nós não aposentamos empreendedor. Isso faz parte da nossa cultura. Raramente compramos 100% de qualquer empresa. Matemos o empreendedor como nosso sócio, e como sócio queremos conhecer tudo daquela pessoa. Além da auditoria da empresa a gente faz quase uma auditoria das pessoas-físicas que vão sentar com a gente na mesa no dia seguinte.” (Gestor 3)

O Gestor 1, por sua vez, foi o único dos entrevistados a dizer que não realiza uma checagem da vida pessoal do sócio/empreendedor:

“Vida pessoal não. (Para mim) o que é problemático, mas não sei se caracterizaria como vida pessoal, seria o seguinte, o empresário que tem processos cíveis, como, por exemplo, lavagem de dinheiro, evasão de divisa, imagem dele na mídia, corrupção ativa e passiva etc., [...] se encontramos este tipo de coisa não avançamos.”  
(Gestor 1)

Esta diferença na profundidade de avaliação da vida pessoal dos sócios pode ser explicada pela fase e/ou porte do investimento que o fundo de PE está avaliando. Um fundo de PE que realiza investimentos em estágios mais iniciais da vida da companhia é naturalmente mais dependente da capacidade de gestão e execução deste empresário. Outro fator que poderia explicar esta diferença está relacionado à filosofia de cada gestor quanto a manter ou não o sócio/empresário na gestão da companhia após a realização do investimento.

O procedimento “contato com empresas passadas da vida do sócio”, que diz respeito principalmente a uma pesquisa sobre negócios anteriores já criados ou geridos pelo sócio da empresa-alvo, também não foi unanimidade entre os entrevistados, como relata o Gestor 1:

“Quando queremos aprovar o nome de um CEO para um *business* investigamos o que ele já fez no passado. Mas em relação ao

empreendedor não. [...] o que interessa é aquele negócio que estamos analisando (no momento).” (Gestor 1)

Muitos critérios, por sua vez, além de terem ido de encontro com o que foi apresentado no trabalho de Fried e Hirich foram unanimidade entre os gestores entrevistados, como, por exemplo, “contato com clientes atuais”, “contato com potenciais clientes”, “análise dos concorrentes”, entre outros. Sobre estes três em específico, há abaixo o relato de algum dos gestores entrevistados:

“Falamos com clientes e fornecedores e julgamos isso muitas vezes mais importante do que falar com a própria empresa.” (Gestor 1)

“Sim, porque a gente entende que estes potenciais clientes, enfim, o que ele está vendo de competição no mercado, como ele vê a empresa como uma boa prestadora de serviço, qualidade dos produtos, qualidade de atendimento etc.” (Gestor 3)

“Não tenha dúvida. Não só quanto ao produto e serviço, mas até para nos posicionarmos e fazermos a avaliação da companhia. [...] Do ponto de vista de margem, retorno, crescimento, [...] tentamos posicioná-la com aquelas que são mais comparáveis até para saber como essa empresa poderia ser avaliada em um possível abertura de capital lá na frente.” (Gestor 2)

Contrariando esta convergência, por sua vez, o procedimento “opinião de outro gestor” foi unanimidade entre todos os entrevistados. Nenhum dos gestores realiza este procedimento, como explica com mais detalhes um dos entrevistados:

“Essa interação de gestor para gestor para avaliação e fechamento de transação não existe porque no final do dia o cara é meu competidor. Ela existe quando se forma um consórcio. [...] Na maior parte dos casos ninguém quer dividir *deal* com ninguém por duas razões, a primeira delas reputacional, [...] se der tudo certo, você vai ter que dividir todos os louros da transação com os demais (gestores). Então quando você sentar na frente de um potencial cotista, quando você tiver que falar daquele *deal* ele vai te perguntar se você fez sozinho e você vai ter que dizer não, fiz com fulano, sicrano e beltrano. A segunda razão, é que para o gestor quanto mais capital ele investe melhor é. Então você me pergunta de onde parte esta divisão da transação (consórcio entre gestores), parte quando tem uma alta competição pelo ativo e ninguém quer

pagar caro, então se existe três ou quatro fundos “bidando” (fazendo ofertas), eles entendem que alguém vai acabar pagando a mais para levar a transação, ou seja, mais do que deveríamos pagar, então vamos diminuir o tamanho do cheque para pagar mais barato. Então essa visão (de consórcio) parte do gestor quando ele quer minimizar a competição em uma determinada transação.” (Gestor 1)

Por fim, entendeu-se que um grande contraste entre o trabalho de Fried e Hirich e o encontrado nas entrevistas foi o entendimento dos gestores entrevistados de que não há uma separação clara entre a “primeira e segunda fase de avaliação”, como relata um dos gestores entrevistados:

“Não acho que seja possível separar (a primeira e segunda etapa de avaliação). Pra mim *non-biding* é o *gateway* para uma avaliação mais profunda, uma *due dilligence*, por exemplo.” (Gestor 4)

### **Fase: Fechamento**

O negócio entra na fase de fechamento quando há um consenso nos valores negociados. Nesta fase são acordados os detalhes finais da estrutura de gestão, governança e apresentação legal dos documentos que formalizarão o negócio entre as partes. Surpreendentemente, mesmo tendo dispensado uma enorme quantidade de tempo e recurso nas fases anteriores, os investidores relataram no artigo de Fried e Hisrich que cerca de 20% das negócios que chegam a esta fase não são fechados.



Esquema 12 – Processo de tomada de decisão de investimento encontrado na teoria. Destaque para a fase de fechamento.

Fonte: Adaptado de Fried e Hirich (1994)

Para se chegar a esta etapa muito tempo e dinheiro já foi gasto pelos gestores, o que a torna ainda mais importante para o sucesso do negócio. Como disse um dos entrevistados, é aqui que o gestor irá “bater o martelo” não apenas no preço, mas em parte do seu sucesso, afinal, como qualquer outro investimento, o retorno lá na frente será medido pelo preço pago neste momento.

Ao ser questionado sobre o percentual de negócios que chegam a esta fase e não são fechados os gestores entrevistados tiveram uma opinião muito similar, com um número muito próximo do encontrado na teoria:

“Diria uns 15%. [...] nesta fase o negócio só não vai ser fechado por algum detalhe, porque além de já termos gasto muito tempo e dinheiro na transação nós viemos alinhando os principais pontos do que será feito como proposta final para o dono.” (Gestor 4)

“É difícil dizer o percentual, mas vou te dizer que é baixo. Eu descarto mais negócio na *due dilligence*. Aqui é pra fechar negócio. Não sei, talvez 10%, mas não quero me prender num número.” (Gestor 2)

“Acho que 10% a 15%. A maioria das transações que eu não fecho aqui é porque o dono percebeu que o negócio tem potencial para mais e acha que pode fazer sozinho, ai muda de opinião ao longo da minha avaliação, entende? Se ele entende que quem vai agregar valor sou eu dificilmente não fechamos negócio.” (Gestor 1)

Uma característica comum a todos os entrevistados está na maneira pela qual eles chegam nesta etapa. O preço que será ofertado pela empresa alvo é definido em um comitê formado pelos sócios da gestora e seu time mais sênior. Três dos gestores entrevistados relataram que pelo menos um dos membros do conselho também está presente nesta reunião que definirá a oferta de compra de participação no novo negócio.

Os gestores entrevistados também comentaram que esta etapa não conta apenas com a decisão do preço a ser pago e a oferta em si, mas também com toda a negociação do contrato de compra e venda e amarrações futuras para o que será o evento de saída, ou desinvestimento.

“É aqui que está grande parte do sucesso da transação. Os detalhes do contrato são fundamentais para um *exit* lá na frente. [...] Se eu bobear aqui (fase de fechamento) posso comprometer todo o

rendimento da transação daqui a oito ou dez anos. Detalhe custa dinheiro e ponto. Se não estiver como eu quero não fecho.” (Gestor 4)

### Fase: Rejeição

A última das fases do processo de tomada de decisão analisada é aparentemente a mais simples delas. Como relata um dos gestores entrevistados não há dificuldade alguma em se rejeitar uma oportunidade:

“Se tem algo que fazemos bem é rejeitar transação. Tem casa (gestor) que fica tentando encontrar alternativa para contornar um problema pra fechar o negócio que lá na frente vai trazer ainda mais dor de cabeça. Aqui não, encontrou algo rejeita e vai pra próxima.” (Gestor 4)



Esquema 13 – Processo de tomada de decisão de investimento encontrado na teoria. Destaque para a fase de Rejeição.

Fonte: Adaptado de Fried e Hirich (1994)

A revisão bibliográfica deixa claro que, após a orinigaçã, a oportunidade pode ser rejeitada em qualquer uma das fases do processo, inclusive na última delas, onde faltariam apenas alguns detalhes para a transação ser concluída. Neste contexto, os gestores foram questionados se uma transação que foi rejeitada em algum momento do processo de investimento pode ser reavaliada no futuro. A exemplo do Gestor 1, três dos gestores entrevistados disseram que essa possibilidade não existe. O Gestor 3, por sua vez, relatou que

apesar de não ser comum, essa reavaliação pode acontecer.

“Não volta. [...] cria-se uma marca no negócio que não foi fechado e me dá ainda mais trabalho ter que explicar em cada fórum interno porque estamos voltando com esse nome.” (Gestor 1)

“Acontece. Não é comum mas te diria que acontece porque as coisas mudam. É muito comum uma companhia vir aqui dizendo que está disposta a vender uma participação, a gente olha, mas não faz muito sentido naquele momento.” (Gestor 3)

#### ***4.2 Critérios para tomada de decisão***

Como sugestão da banca qualificadora o autor deu maior ênfase aos critérios adotados pelos gestores para a tomada de decisão. Buscou-se aqui ir um pouco além da teoria estudada e verificar não somente quais critérios faziam parte ou não do processo de decisão de investimentos, mas também entender quais destes critérios são considerados como “primários” pelos gestores entrevistados, ou seja, são primordiais em uma oportunidade para que ela seja alvo de uma oferta, e quais são “secundários”, podendo não estar presente em uma oportunidade e mesmo assim fazê-la alvo de uma oferta. Além disso, perguntou-se também aos gestores entrevistados se o critério fazia ou não parte do seus critérios de decisão.

Alguns trabalhos fizeram referência a uma lista de critérios para tomada de decisão de investimento em fundos de private equity, como, por exemplo, o destacado trabalho de Riding, Haines e Feeney (1999). Entretanto, foi o trabalho de Fried e Hisrich (1994) que de forma mais original foi responsável por trazer esta lista de critérios para tomada de decisões divididos em três dimensões.

Neste contexto, a tabela 3 abaixo traz a compilação das respostas de cada um dos gestores entrevistados para estes 15 critérios.

Critérios	Gestor 1		Gestor 2		Gestor 3		Gestor 4	
	Primário	Secundário	Primário	Secundário	Primário	Secundário	Primário	Secundário
<b>Estratégia do Negócio</b>								
Inovação existente ou que possa ser trazida a mercado em até três anos		•		•		•		•
Potencial significativo para crescimento dos lucros	•		•		•		•	
Vantagem competitiva	•		•		•		•	
Necessidade de Capital	•		•			•	•	
<b>Gestão</b>								
Integridade Pessoal	•		•		•		•	
Experiência anterior bem sucedida	•		•			•		•
Habilidade para identificar riscos e mitigá-los	•		•		•		•	
Vontade de trabalhar	•			•	•			•
Flexibilidade	•			•		•		•
Domínio do negócio	•		•		•		•	
Liderança sob qualquer situação		•	•		•			•
Experiência de gestão	•		•			•		•
<b>Retorno Financeiro</b>								
Expectativa de saída	•		•		•		•	
Potencial para elevada taxa de retorno	•		•		•		•	
Potencial para elevado retorno absoluto	•		•		•		•	

Tabela 3 – Contrastes entre teoria e prática. Critérios utilizados pelos gestores entrevistados.  
Fonte: Elaborado pelo autor.

É possível verificar que todos os critérios encontrados no trabalho de Fried e Hisrich estão presentes no processo de decisão dos gestores entrevistados, seja de forma primária ou secundária. Nota-se, também que das três dimensões citadas no trabalho de Fried e Hisrich a única que houve convergência completa das respostas dos entrevistados foi a dimensão de “Retorno Financeiro”.

Um dos gestores ainda fez questão de mencionar as variáveis que utiliza para mensurar estes retornos financeiros, que vão de encontro com aquelas mencionadas no trabalho de De Moraes e Prado Júnior (2014):

“Esse resultado pra mim tem que vir de três formas possíveis: expansão do EBITDA, expansão do múltiplo (seja de faturamento, lucro operacional ou lucro líquido). É preciso enfatizar ainda que

em mercado emergentes é obrigatório ter a expansão de múltiplo, praticamente não há a terceira variável – e alavancagem, o que é mais complicado na realidade brasileira dado nosso custo de dívida.” (Gestor 3)

Ainda na dimensão de retorno financeiro, outro gestor dá ênfase a uma dessas métricas e também a traz à perspectiva do mercado brasileiro:

“Tem que ter expansão de múltiplo, não é simplesmente comprar uma companhia por sete vezes o EBITDA e vendê-la pelos mesmos sete vezes. E porque obrigatoriamente tem que haver esta expansão? Aqui você não tem como gerar retorno no endividamento de longo prazo com taxas baixas para você usar como forma de comprar o ativo a custo de oportunidade menor, o que chamamos de compra alavancada. [...] No Brasil, para se emitir uma debênture de cinco anos paga-se CDI + 3% ou 4%, tendo que dar em troca muita garantia. Então, se você está pagando 13% ou 14% de juros ao ano isso te come parte grande do retorno. Isso é muito diferente de (emitir) um *bond* americano onde a empresa pagará 3% ou 4% ao ano.” (Gestor 4)

Um dos gestores entrevistados ainda ressaltou a importância do critério “expectativa de saída” e algumas características que precisam estar presentes ainda no processo de negociação pois que terão impacto direto no retorno futuro do investimento.

“Nós aqui olhamos algumas variáveis que impactarão este retorno lá na frente. Os mecanismos de saída são muito importantes, seja *drag along* (forçar a venda de 100% da companhia), seja a *put* (forçar a venda de volta para o empresário). Nos negócios que já temos a *put* em tese podemos demandar um retorno menor, porque seu risco de saída já está em partes mitigado. Ou seja, toda vez que temos esses mecanismos como parte da negociação, conseguimos flexibilizar o retorno exigido.” (Gestor 1)

Por fim, um dos gestores fez uma observação importante sobre a interação entre dois dos critérios presentes na dimensão de retorno financeiro, “potencial para elevada taxa de retorno absoluto” e “potencial para elevada taxa de retorno relativo”:

“Eu aceito retornos menores para tickets maiores. Desde que aquele retorno menor for, obviamente, mais seguro.” (Gestor 3)

Na dimensão de “Estratégia do Negócio” verificamos que a convergência também foi bem elevada, tendo apenas um dos gestores classificado o critério de “necessidade de capital” como secundário, ou seja, não é primordial sua presença para que haja o investimento na companhia-alvo. O Gestor 2 explica esta visão:

“Se eu acredito na companhia e ela não precisa do dinheiro, mas o sócio precisa de dinheiro, compro um pedaço de participação e não coloco um centavo de alavancagem na empresa.” (Gestor 3)

Os relatos abaixo de dois outros gestores mostram, mesmo que de forma objetiva, uma visão um pouco diferente a respeito da necessidade de capital por parte da empresa-alvo:

“Precisa ter porque senão o interesse do empresário em fazer aquele negócio ali é zero.” (Gestor 1)

“Este é o princípio básico do nosso negócio. É por isso que a gente existe (investir em empresas com necessidade de capital).” (Gestor 2)

Ainda nesta dimensão de estratégia do negócio, um dos gestores trouxe uma visão interessante sobre o critério de “vantagem competitiva”:

“Primário. Vemos esse critério como fundamental para a estratégia de saída, principalmente quando a companhia investida está no limite inferior (comparada a suas concorrentes) e que não seria viável acessar o mercado de capitais. Ou seja, conseguiremos atrair o interesse de outros *players* estratégicos.” (Gestor 2)

Na sequência da análise dos critérios presentes na tomada de decisão, a dimensão de “Gestão” foi a que mais apresentou divergência de resposta entre os gestores entrevistados. Apesar de todos os critérios desta dimensão estarem presentes no processo de decisão destes gestores muitos deles foram classificados de forma diferente, ou seja, primários para uns e secundários para outros.

O único critério que foi unanimidade entre os gestores entrevistados foi “integridade pessoal”, sendo visto por todos como um critério primário, ou seja, fundamental para o investimento. Todos os demais, por sua vez, tiveram uma ou mais respostas diferentes entre os gestores.

Ao explorarem os critérios presentes na categoria de “Gestão” os gestores trouxeram uma visão mais abrangente deixando claro que a maior ou menor importância desta categoria está ligada à sua estratégia de manutenção ou substituição do time de gestão da companhia-alvo de investimento.

O Gestor 1 é um gestor de estratégia de participação minoritária e pelas respostas presentes no quadro acima podemos entender que o time de gestão tem uma importância significativa para sua tese de investimento ser bem sucedida.

“A experiência prática é fundamental. Não tem porque eu achar que eu entendo mais que o dono daquele negócio. [...] Não acho que liderança seja primário, tem que fazer acontecer. Já investimos com empresários de renome, conhecido, que em tese tem todo o ferramental de gestão, e o projeto foi um fiasco. E já investimos com “empresariozinho” lá do interior, matuto, mas que conhece o negócio, que faz a conta no papel, que não sabe falar da tendência disso (negócio) fora do Brasil, que não tem todo esse vocabulário, mas nos demos muito bem e foi um negócio de sucesso. Ou seja, não tem regra nesse aspecto. Você não pode se deixar enganar, achando simplesmente porque está investindo com um empresário que é o “bam bam bam” que o investimento vai ser bem sucedido.” (Gestor 1)

Os Gestor 3 e 4 tem uma estratégia de investimento com participação majoritária e na maioria das vezes optam por substituir o empresário e seu time de gestão.

“Como eu faço *deals* de controle, em geral eu tenho a prerrogativa de mudar o rumo sem precisar que ele (sócio atual) concorde com isso. Obviamente eu compro um pedaço e deixo ele na companhia porque eu quero que ele contribua.” (Gestor 3)

“A gestão a gente troca sempre. Isso não significa que em 100% das vezes a gente troca as pessoas. No (nome preservado), por exemplo, mantivemos o CEO porque entendemos que não tem ninguém melhor que o cara para tocar o negócio, mas trocamos todo o time abaixo dele. Agora, se a gente achar que tem que trocar o CEO a gente também troca.” (Gestor 4)

Pelo quadro de respostas dos gestores entrevistados é possível identificar claramente que o Gestor 1 foi o que mais avaliou os critérios de gestão como primários, colocando apenas o critério “liderança sob qualquer situação” como secundário. O Gestor 4, por sua vez, teve o

maior número de critérios da categoria de “Gestão” classificados como secundário.

Fica claro que as respostas dos gestores para esta categoria, ou dimensão, como assim coloca a teoria, estão claramente ligadas à suas estratégias de investimento e participação na companhia-alvo. Gestores com estratégias de participação minoritárias tem por característica não substituir o empresário ou time de gestão, pois acreditam que estas são as pessoas que realmente entendem do negócio e que precisam apenas de um direcionamento e estratégia mais claras. Já os gestores com estratégias de participação majoritária, por sua vez, tendem a mudar completamente o time de gestão. Quando entendem que o empresário é importante para o negócio, o colocam em uma posição mais estratégica, mas raramente como o responsável pela execução.

#### ***4.3 Brasil x EUA***

Roberto e Tironi (2007) comentam que apesar da indústria de PE no Brasil ter se desenvolvido de forma significativa nos últimos anos ainda há diferenças importantes entre estes mercados e que estas diferenças estão relacionadas, principalmente, ao tamanho da indústria, oferta de transações e demanda por investimentos alternativos. Outro ponto de destaque é a maturidade do mercado financeiro do mercado americano para dar suporte a este tipo de transação, como o acesso a capital de terceiro (bancos) em condições competitivas. Nenhuma delas, entretanto, esteve relacionada à abordagem descrita por alguns dos gestores entrevistados.

Neste contexto, decidimos, portanto, dedicar a última análise desta sessão a estes diferentes entendimentos e visões de um dos gestores entrevistados no que tange ao processo de tomada de decisão entre o mercado de PE no Brasil e EUA.

Um dos gestores destaca, por exemplo, que a principal diferença no processo de decisão entre os dois países está no comitê de decisão.

“O processo de decisão em países desenvolvidos é completamente diferente do processo de decisão no Brasil. Você pega EUA, por exemplo, a decisão está concentrada na mão do gestor. O que quero dizer especificamente com isso? No comitê de investimento de um determinado fundo não participa cotista, quem participa é membro do gestor. Então, nos comitês lá fora, [...] você tem dois elementos

onde se toma decisão, o comitê de investimento composto por membros do gestor, e um outro comitê anexado a ele que não toma decisão, mas que o auxilia, que é chamado de advisory board [...] este comitê não pode decidir, mas ele auxilia o comitê de investimento, mas o ponto aqui é: a decisão está na mão do gestor. Na hora que você vem pra Brasil a realidade é outra. Não há a figura do advisory board, e no comitê de investimento participam tanto membros do gestor como membro dos cotistas. Normalmente os cotistas que tem mais capital no fundo, e esse cotista tem um veto na operação. Então, por exemplo, [...] você apresenta uma transação no setor aéreo e um grande cotista acha que não faz sentido o investimento neste setor, se for um comitê de sete membros, bastam dois votos para o comitê não aprovar e o investimento não nunca mais volta a ser pauta de discussão. Então este é um grande diferencial do processo de decisão entre o Brasil e países como EUA.” (Gestor 1)

Na sequência, o gestor comenta sobre a possível origem deste modelo de tomada de decisão no Brasil e faz uma comparação com alguns gestores que não possuem este tipo de tomada de decisão.

“Esse modelo de comitê de investimento onde participa cotista acontece se o capital é nacional. Ou seja, se no fundo há capital nacional. Não sei te dizer se isso é obrigatoriedade no estatuto dos cotistas, mas o que acontece...[..]. Você precisa entender um pouco mais sobre o histórico de Private Equity no Brasil. Quando os fundos de pensão investiram com alguns gestores, não vou mencionar nomes para não ficar deselegante, eles tiveram uma série de problemas de gestores não aportando capital, mas cobrando taxa de gestão, ou demorando muito tempo e não investindo o dinheiro, investindo e investindo mal, ou investindo em empresa que tinha muito problema etc. (Ou seja), esses grandes fundos de pensão ficaram muito machucados, e como investidores falaram que para dar dinheiro (a partir daquele momento) eles teriam que participar do comitê de investimento. Isso vem desde a década de 90. Ou seja, eles são uma grande polícia em cima do gestor, para fiscalizar o que está acontecendo.

[...] os fundos que são “gringos”, se você pegar por exemplo um Advent, um 3i, um Carlyle, o formato dele é de um fundo internacional, ou seja, o comitê dele é formado só por membros do gestor. A decisão fica em cima do gestor e não dos cotistas.

[...] da mesma forma você encontra gestores que só operam com capital próprio, a exemplo do Artésia, onde você não encontrará esse formato (cotista participando do comitê de decisão). Não são muitos, mas existe.

[...] outra coisa que prejudicou muito o mercado no passado é o fato de alguns gestores não se utilizarem (há época) de regras de saída, e muitos fundos de pensão sofreram muito com isso, [...] alguns ainda possuem investimentos lá de trás na carteira. Então a cláusula de saída, *put*, *drag along* etc., são instrumentos muito importantes para o mercado brasileiro.” (Gestor 1)

Por fim, o gestor faz uma análise da perspectiva do mercado brasileiro para os próximos anos destacando o aumento da competitividade e redução dos retornos na indústria de PE.

“Outro ponto importante que eu destacaria sobre o mercado, acredito que olhando em um horizonte de cinco anos posso dizer que estaremos muito mais parecidos com o mercado americano em termos de retorno (especificamente para o aspecto retorno). [...] Diria que um mercado americano piorado para o gestor e para o cotista, na minha visão...piorado em função do quê? O ativo hoje (o mercado de PE) já é uma commodities, você não consegue oferecer para os investidores o mesmo retorno que conseguia oferecer lá atrás. E esses retornos serão decrescentes em função do aumento da competitividade. O universo de empresas que o gestor analisa é limitado. Não existe 500 empresas que você pode fazer a transação aqui no Brasil...e pelo fato de taxa de juros ser muito baixa em EUA e Europa, [...] Brasil, principalmente, atrai muito capital ainda. Então você tem muito dinheiro entrando com ativos limitados...o preço do ativo vai cada vez crescendo mais, o que significa que o cotista vai pagar mais para entrar e, conseqüentemente o retorno será menor. Aí tem a pressão do cotista em cima do gestor. Eu (cotista) estava disposto a pagar 1,75% de taxa de administração quando você me entregava 20%, 25% de retorno, mas agora vou te pagar menos.” (Gestor 1)

Fica claro, portanto, que no Brasil o processo de tomada de decisão é influenciado não somente pelos critérios adotados, tese de investimento, estratégia de participação (minoritária ou majoritária), entre outros, assim como nos mercados internacionais, mas também pelos cotistas que compõe os fundos e, conseqüentemente, o modelo de composição do comitê de investimento do gestor.

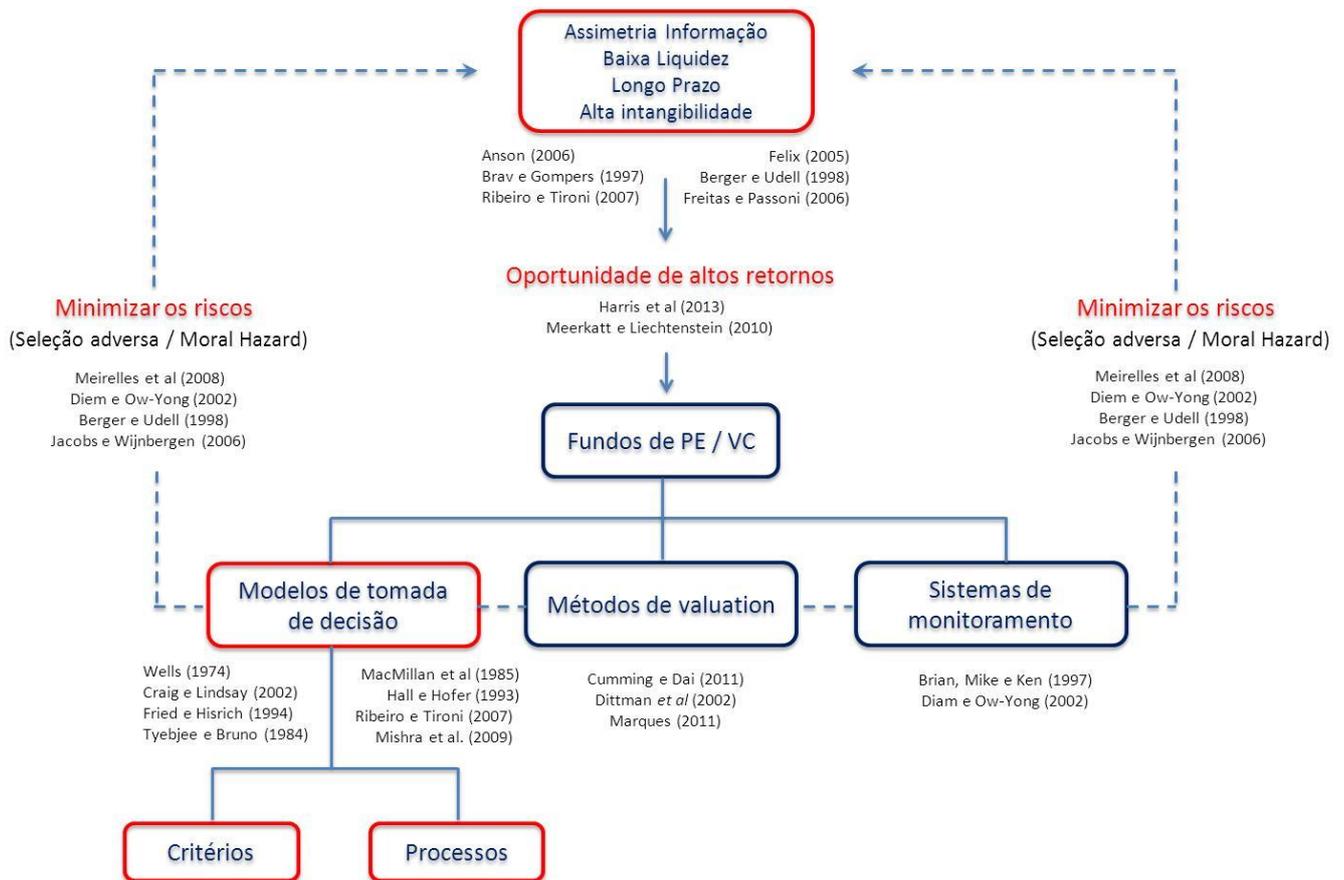
## 5 CONCLUSÃO

A indústria de PE passou por importantes transformações nas últimas décadas e diversos autores abordados neste estudo mostraram que estas evoluções ocorreram a nível local e mundial. Da mesma forma, a teoria nos mostrou que o processo de tomada de decisão de investimento desta indústria acontece de forma bastante estruturada em países desenvolvidos e que vem sendo cada vez mais aprimorado pelos gestores, com processos cada vez mais padronizados e critérios que vão muito além do aspecto econômico-financeiro.

Neste contexto, este trabalho buscou entender de forma objetiva como se dá o processo de tomada de decisão de investimento em fundos de PE brasileiros e como este processo seria comparado ao encontrado na teoria internacional. Para tanto, foi realizado um estudo teórico sobre a indústria de PE a nível global e nacional, assim como as características do processo tomada de decisão de seus investimentos.

Foram realizadas entrevistas semiestruturadas com profissionais que fazem parte do processo de tomada de decisão de quatro relevantes gestores brasileiros de PE, objetivando capturar informações que pudessem corroborar ou contrapor a teoria estudada.

Através da base teórica estudada criou-se um modelo conceitual para sintetizar a teoria estudada e auxiliar na comparação com o que posteriormente encontramos nestas entrevistas.



Esquema 14 – Aplicação do modelo conceitual.

Fonte: Desenvolvido pelo autor

As partes destacadas no modelo conceitual evidenciam os temas abordados pelos gestores em suas entrevistas. Apesar do foco central do trabalho ser o processo de tomada de decisão de investimento, as respostas mostraram como este processo de decisão como um todo é importante para minimizar os riscos inerentes deste tipo de investimento, como, por exemplo, a seleção adversa e o *moral hazard*. Estes são motivos pelos quais vimos na análise das entrevistas que alguns gestores preferem a originação ativa à passiva, e também porque outros gestores só aceitam realizar o investimento se houver a substituição de um ou mais membro do time de gestão da companhia por pessoas de sua confiança.

Em suma, neste trabalho foi possível identificar que o desenvolvimento da indústria de PE no Brasil nas últimas décadas foi também responsável por um amadurecimento e evolução no processo de tomada de decisão de investimento por parte dos gestores e que processo está muito próximo daquele utilizado por gestores de PE em países desenvolvidos, como EUA.

Entendeu-se, porém, que existem algumas características particulares ao mercado brasileiro que são muito relevantes ao processo de tomada de decisão. A mais relevante destas particularidades diz respeito a gestores de PE que contam com investidores/cotistas brasileiro em seus fundos, em especial os Fundos de Pensão. Estes gestores possuem um processo de tomada de decisão mais longo e burocrático, pois estes cotistas participam ativamente das decisões de investimento dos fundos que possuem investimento. Esta é uma característica estatutária dos fundos de pensão brasileiros, ao serem membros votantes dos comitês de investimento dos fundos de PE em que são cotistas eles participam da decisão dos investimentos que serão realizados pelo fundo que estão investindo, reduzindo, assim, a assimetria de informação e, possivelmente, o *moral hazard*. Ou seja, no Brasil processo de tomada de decisão não passa apenas pela característica individual de cada gestor, mas também pelo perfil dos cotistas que fazem parte de seus fundos.

Além disso, buscou-se compreender também quais critérios eram levados em consideração pelos gestores brasileiros neste processo de tomada de decisão e como eles convergiam com os critérios encontrados na literatura.

Verificou-se uma convergência muito grande no que tange aos critérios utilizados, mas chamou a atenção do autor a diferença de importância dada pelos gestores para critérios da mesma categoria, ou dimensão. Ou seja, enquanto um gestor definiu um determinado critério como primordial para sua tomada de decisão, outro gestor o classificou como secundário, ou seja, que sua relevância para a tomada de decisão era menos prioritária. Entendeu-se por meio das entrevistas que estas diferenças podem estar ligadas à características de investimento de cada um destes gestores, como, por exemplo, sua estratégia de participação majoritária ou minoritária nas empresas que investe.

Os gestores com características majoritárias em seus investimentos, por exemplo, não veem como critério primordial as características de liderança, gestão e flexibilidade nos empreendedores e seus times. Esta característica deve estar atribuída ao fato destes gestores nomearem seu próprio time para gerir a empresa investida. Os critérios de gestão são mais importantes no processo de tomada de decisão, ou seja, foram identificados como primários, para os gestores com características de investimento minoritários do que para os gestores característica de investimento majoritário.

Pelo seu caráter qualitativo e exploratório, este estudo possui algumas limitações.

Apesar da representatividade dos investimentos da indústria brasileira de PE dos gestores entrevistados, com mais de um quarto destes investimentos, não é possível generalizar seu resultado para a indústria brasileira como um todo.

Sendo assim, devido às limitações e delimitações deste trabalho recomenda-se a realização de estudos posteriores sobre o tema para que seja ampliado o conhecimento sobre uma indústria que está em grande expansão no país. As sugestões seriam (1) entender quais são os principais fatores que influenciam em cada uma das fases do processo de tomada de decisão, sejam eles internos ou externos; (2) avaliar o processo de tomada de decisão em gestores de diferentes fases de investimento, ou seja, desde o investidor anjo ao investidor *later stage* ou *greenfield*; (3) por fim, explorar de forma mais ampla o aspecto tributário envolvido nos negócios realizados pela indústria. Vê-se que muitos negócios são realizados pela capacidade de sinergia e consequentes ganhos tributários para o investidor. Estudos como estes poderiam dar sustentação às conclusões apresentadas neste trabalho.

Por fim, acredita-se que este trabalho contribuiu de forma considerável para a ampliação do conhecimento sobre o tema e tenha, de forma geral, atingido os objetivos propostos.

## 6 REFERÊNCIAS

- Amit, R., L. Glosten, and E. Muller, 1990a, "Does Venture Capital Foster the Most Promising Entrepreneurial Firms?", *California Management Review* (Spring), 102-111.
- ANSON, M. (2006) *Handbook of Alternative Assets*, John Wiley & Sons, New York.
- Brav, Alon and Gompers, Paul A., "Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture capital and nonventure-capital backed companies", *Journal of Finance*. 52, 1997, 1791-1822.
- BYGRAVE, W. e TIMMONS, J. (1992) *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press, Boston.
- CUMMING, D. J.; DAI, N. Fund size, limited attention and valuation of venture capital backed firms. *Journal of empirical finance*, v. 18, p. 2-15, 2011.
- De CARVALHO, A., RIBEIRO, L. e FURTADO, C. (2006) *A Indústria de Private Equity e Venture Capital*, Primeiro Censo Brasileiro, Saraiva, São Paulo.
- DE MORAES, T. S. L. (2014). MÉTODOS DE CRIAÇÃO DE VALOR EM INVESTIMENTOS DE PRIVATE EQUITY: *Evidências do Contexto Brasileiro*. Fundação Getúlio Vargas. Dissertação de Mestrado, UFMG.
- EVCA, 2013 European Private Equity Activity. Statistics on Fundraising, Investments & Divestments, p. 7-56, 2014.
- FELIX, E. G. S. Caracterização do mercado de venture capital/private equity na Europa. *Revista de Economia Global e Gestão*, v. 10, n. 3, p. 53-75, 2005.
- Ferreira, E. S. (2008). et al. Comparação entre os modelos residual income Valuation (RIV), abnormal earnings growth (AEG) e fluxo de caixa livre (FCF): um estudo empírico no mercado de capitais brasileiro. *Brazilian Business Review*, Vitória, v. 5, n. 2, p. 152-172.
- Feeney, L., Haines, G. H., & Riding, A. L. (1999). Private investors' investment criteria: Insights from qualitative data. *Venture Capital*, 1(2), 121-145.
- Figueiredo, J. N. (2008). UNIQUE CHARACTERISTICS OF CROSS-BORDER EMERGING MARKET PRIVATE EQUITY: IMPLICATIONS FOR INVESTORS AND MANAGERS. *International Finance*, 8(3), 42-56.
- Fried, V.H. e R.D. Hisrich, 1994, "The Venture Capitalist: A Relationship Investor", *California Management Review*.
- FRIED, V.; HISRICH, R. Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making. *Financial Management*, Tampa, v. 23, n. 3, p. 28-37, Autumn 1994.
- FREITAS, R. e Passoni, P. (2006) *Brazilian Capital Markets and Private Equity: a New Reality or Just a Fad?* Dissertação de MBA, Harvard Business School.
- FURTADO, C. V.; CARVALHO, A. G.; LIMA, L. L. A indústria de Private Equity e Venture

Capital: 2º Censo Brasileiro. São Paulo. 2010.

HALL, J.; HOFER, C. Venture Capitalist's Decision Criteria and New Venture Evaluation. *Journal of Business Venturing*, v. 8, n. 1, p. 25-43, Jan. 1993.

Harris, R., Jenkinson, T., & Kaplan, S. (2012). *Private Equity Performance: What Do We Know?* Cambridge, MA.

HISRICH, R.; JANKOWICZ, A. Intuition in Venture Capital Decisions: An Exploratory Study Using a New Technique. *Journal of Business Venturing*, v. 5, n. 1, p. 49-62, Jan. 1990.

HSU, David H. What do Entrepreneurs pay for Venture Capital Affiliation? *The Journal of Finance*, v.59,n.4, aug.. Wharton School, Pensilvânia: 2004.

Jacobs, B., & van Wijnbergen, S. J. G. (2007). Capital-Market Failure, Adverse Selection, and Equity Financing of Higher Education. *FinanzArchiv: Public Finance Analysis*, 63(1), 1–32.

Lisa Feeney, George H. Haines, Allan L. Riding. Private investors' investment criteria: Insights from qualitative data. Vol. 1, Iss. 2, 1999

Kamm, J. B., & Nurick, A. J. (1993). The stages of team venture formation: A decision-making model. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 17(1979), 17–17. HANKAMER SCHOOL OF BUSINESS AT BAYLOR UNIV.

Kelly, R. (2012). Drivers of private equity investment activity: are buyout and venture investors really so different? *Venture Capital*, 14(4), 309–330.

Knight, R. M. 1994, "Criteria Used by Venture Capitalists: A Cross Cultural Analysis," *International Small Business Journal*, Vol. 13, pp. 26-37.

KLOPPER, H.. The qualitative research proposal. *Curationis, North America*, 31, sep. 2008.

Lindsay, N. J., & Craig, J. B. (2002). A framework for understanding opportunity recognition. *The journal of private equity*, 6(1), 13–24. *Institutional Investor Journals*.

MacMillan, I. C., Siegel, R. & Subba Narasimha, P. N. 1985, "Criteria Used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals," *Journal of Business Venturing*, Vol. 1, pp. 119-128

Marques, V. A. (2011). A INFLUÊNCIA DOS MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS (VALUATION) NO PROCESSO DECISÓRIO DOS FUNDOS DE VENTURE CAPITAL. UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS.

- MARTIN, R., SUNLEY, P. e TURNER, D. (2002) Taking Risks in Regions: the Geographical Anatomy of Europe's Emerging Venture Capital Market, *Journal of Economic Geography* 2, p. 121-150.
- MATHONET, P. e MEYER, T. (2008) *J-Curve Exposure: Managing a Portfólio of Venture Capital and Private Equity Funds*, John Wiley & Sons, New York.
- MEADE, N. The decline of Venture Capital. *The International Journal of Science Management*. v. 5, n. 6, p. 663-672, 1977.
- Meerkatt, Heino; Liechtenstein, H. (2010). Time to Engage — or Fade Away. What All Owners Should Learn from the Shakeout in Private Equity.
- Meirelles, J. L. F., Júnior, T. P., & Rebelatto, D. A. do N. (2008). Venture capital e private equity no Brasil : alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. *Gestão de Produção*, 11-21.
- METRICK, A. (2007) *Venture Capital and the Finance of Innovation*, John Wiley & Sons, New York
- MISHRA, S.; KEMMERER, B.; SHENOY, P. P. Managing venture capital investment decisions: a knowledge-based approach. Working Paper. 2009.
- N. Berger, Allen & F. Udell, Gregory, 1998. "The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle," *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 22(6-8), pages 613-673.
- Ow-Yong, K. (2002). The information deficiency problem of private equity fund-of-funds: a risk and monitoring management perspective.  
[http://www.eif.org/attachments/news/about/news21\\_1.pdf](http://www.eif.org/attachments/news/about/news21_1.pdf)
- Pavani, C. *O Capital de Risco no Brasil: conceito, evolução e perspectivas*. Rio de Janeiro: E-papers, 2003. 99 p.
- RIBEIRO, L. e TIRONI, L. (2007) Ativos Intangíveis: Avaliação e Mensuração no Contexto de *Private Equity* e *Venture Capital*, IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Discussion Paper 1280 [Online] Disponível: [http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/publicacoes/tds/td\\_1280.pdf](http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/publicacoes/tds/td_1280.pdf) [15 Out 2010].
- RIBEIRO, L. L. O modelo brasileiro de private equity e venture capital. 139f. 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.
- SAHLMAN, W. A. The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, v. 27, p. 473-521, out. 1990.
- SAHLMAN, W. A. Como redigir um projeto de negócios excelente com todas as informações realmente necessárias? *HSM Management*, jul.-ago, p. 91-100, 1998.
- SANDBERG, W.; SCHWEIGER, D.; HOFER, C. The use of Verbal Protocols in Determining Venture Capitalists' Decision Process. *Entrepreneurship Theory and Practice*, p.

8-20, 1988.

SOUSA, S. (2008) Capital Empreendedor. *Venture Capital & Private Equity – Capital de Risco*, Juruá Editora, Curitiba.

TYEBJEE, T.; BRUNO, A. A Model of Venture Capitalist Investment Activity. *Management Science*, p. 1.051-1.066, Sept. 1984.

Wells, W. A. 1974, “Venture Capital Decision Making,” unpublished doctoral dissertation, Carnegie- Mellon University.

WRIGHT, Ken, WRIGHT, Mike and CHIPLIN, Brian (1997), “The Monitoring of Venture Capital Firms”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 21 (4), pp. 9-28.

## 7 ANEXOS

### ROTEIRO DE ENTREVISTA

#### Apresentação

- Falar um pouco sobre o objetivo do trabalho de dissertação e seus objetivos;
- Pedir uma breve apresentação do entrevistado e seu histórico profissional;
- Entender melhor o histórico da gestora, há quanto tempo está no mercado, qual o AUM atual em PE etc.

#### Processo de Investimento

- Descreva o processo de investimento mais recente realizado por vocês, do qual o resultado ainda não é conhecido. Descreva-o desde o início, desde a originação até a decisão do investimento (seja o mais detalhista possível).
  - Entender se possuem um “filtro específico” e um “filtro genérico” e se esta divisão é clara. O mesmo para as fases de “avaliação”;
  - Neste processo, qual a fase que consumiu mais tempo?
  - Quanto tempo levou do primeiro contato até o investimento? E qual é a média considerando todos os projetos?
  - Qual o aporte feito neste investimento?
  - Um deal que foi rejeitado pode voltar a ser analisado? É comum?
  - Vocês possuem uma tese de investimento?
- Originação
  - Fontes de oportunidades
    - Consultores (com ou sem *finder`s fee*?)
    - Eventos
    - Rede de contatos
    - Parentes e amigos próximos
    - Pesquisa interna
    - *Cold call*
    - Jornais e revistas especializadas
    - Bancos (IB, área comercial etc)
    - Batendo na porta (passiva)
      - Com material estruturado
      - Sem material estruturado
  - Qual o percentual de planos de negócios que chegam e vocês leem?
  - Qual o nível de informalidade que se encontra nos projetos apresentados? (caixa dois, por exemplo)
  - Vocês ajudam a desenvolver negócios do “zero“?

## Procedimentos de avaliação

- Checar qual destes procedimentos é realizado (diferenciar qual é realizado apenas quando o gestor é o investidor líder)
  - Checagem por referência
  - Contratação de um estudo de mercado independente
  - Conhecimento mais profundo e *in loco* da vida pessoal dos empresários
  - Entrevista com todos os membros do time de gestão
  - Tour pelas instalações / fábricas
  - Contato com empresas passadas da vida do sócio
  - Contato com investidores anteriores da empresa
  - Contato com clientes atuais
  - Contato com potenciais clientes
  - Análise dos concorrentes
  - Discussões com experts do produto/service
  - Condução de uma análise profunda dos dados financeiros enviados pela empresa
  - Contato com concorrentes
  - Contato com os bancos
  - Contato com fornecedor
  - Opinião de outro gestor de PE (concorrente)
  - Contato direto com o contador da empresa
  - Contato direto com o advogado da empresa
  - Profunda análise sobre o setor/negócio

## Crítérios

- Comente sobre os critérios utilizados por vocês para avaliação de um novo investimento em cada uma das fases abaixo:
  - Estratégia do negócio
  - Gestão
  - Financeiro
- Quais destes critérios DEVEM estar presentes para que o investimento seja realizado? Diferenciar quais são primários e secundários quais são secundários.
  - Estratégia do negócio
    - Inovação existente ou que possa ser trazida ao mercado em até três anos
    - Potencial significativo para o crescimento dos lucros
    - Vantagem competitiva
    - Necessidade de capital
  - Gestão
    - Integridade pessoal
    - Experiência anterior bem sucedida

- Habilidade para identificar riscos e mitigá-los
- Vontade de trabalhar
- Flexibilidade
- Domínio do negócio
- Liderança sob qualquer situação
- Experiência de gestão
- Retorno financeiro
  - Expectativa de saída
  - Potencial para elevada taxa de retorno
  - Potencial para elevado retorno absoluto

### **Empreendedor / Sócios**

- Entender os procedimentos adotados pelo gestor para avaliação do empreendedor, como se privilegiam manter o gestor no business ou substituí-lo, etc.
- Entender se a estratégia de participação majoritária e minoritária influencia nesta avaliação.