

The logo for ARTICA, featuring a stylized sailboat icon to the left of the word "ARTICA" in a serif font. The background of the entire page is a photograph of a sailboat's deck and mast against a blue sky and sea.

ARTICA

# ATRAINDO INVESTIMENTOS DE PRIVATE EQUITY

O que é mais valorizado  
pelas gestoras?

# ARTICA

O Ártica é um escritório independente de assessoria financeira e gestão de recursos, que auxilia empresários e investidores a realizarem transações de compra ou venda de empresas e a captarem recursos para seus negócios.

**Luiz Penno**

luiz.penno@articainvest.com.br

# Insper

O Insper é uma instituição sem fins lucrativos, dedicada ao ensino e à pesquisa, referência em cursos de graduação, pós-graduação *lato* e *stricto sensu*, além de educação executiva e customizados.

**Andrea M.A.F. Minardi**

minardi@insper.edu.br

# PREFÁCIO

No Brasil, existe uma predominância de pequenas e médias empresas familiares geridas por seus fundadores ou pelas primeiras gerações de herdeiros. Esses gestores conhecem bem o seu negócio e estão sendo capazes de aproveitar oportunidades e de sobreviver em um ambiente econômico turbulento. Apesar disso, podem se beneficiar muito de uma sociedade com uma gestora de fundos de Private Equity (por exemplo, em uma pesquisa publicada pelo Ártica em 2017<sup>1</sup>, 90% dos empresários que já foram sócios de gestoras de Private Equity recomendaram esse tipo de sociedade). Essa classe de investidores, além de aportar capital, pode auxiliar a empresa na organização, preparação e implementação de crescimento orgânico e/ou por consolidação, e até mesmo solucionar problemas de sucessão.

As gestoras captam recursos financeiros através de Fundos de Private Equity (PE) para investirem na aquisição de participação acionária minoritária ou majoritária de empresas. Em geral, uma gestora opera com um fundo ativo por vez, tendo vários fundos ao longo de sua história. Existem diversos perfis de gestoras, sendo que algumas delas se especializam em setores específicos da economia, outras por montante do investimento e tamanho das empresas investidas, ou mesmo por maturidade do mercado de atuação. A maioria das gestoras procura implementar práticas que melhoram a eficiência operacional, a governança corporativa e profissionalização da empresa e ampliam a rede de contatos e o acesso a mais recursos financeiros.

Tem crescido o volume de recursos disponível para esse tipo de investimento e vários empresários se questionam sobre como ter acesso a fundos de Private Equity. A preparação de uma empresa para eventual captação com gestoras de PE pode levar vários meses e exige uma série de decisões de alocação de recursos, tanto de tempo de equipe como financeiros. Em muitos casos, a preparação “ideal” não é possível, sendo necessário priorizar e decidir o que será feito. Para isso, é importante saber quais fatores são mais valorizados sob a ótica das gestoras de PE.

Há poucos estudos acadêmicos a respeito dos critérios mais importantes avaliados por gestoras de Private Equity na hora de avaliar uma potencial empresa para investir. As gestoras de PE, por sua vez, não costumam dar feedback estruturado para empresas que analisaram quando decidem não realizar o investimento. Em geral, limitam-se a comunicar apenas aspectos como montante investido e rentabilidade esperada com o investimento, e dedicam pouco tempo à discussão de fatores qualitativos considerados na avaliação da empresa-alvo. Esse tipo de informação poderia auxiliar muito o empresário na sua preparação.

<sup>1</sup> Empresas investidas por Fundos de Private Equity no Brasil: Lições Aprendidas, disponível em: <http://articainvest.com.br/2019/11/14/estudo-private-equity/>

# SUMÁRIO EXECUTIVO

O objetivo deste *whitepaper* é orientar o empresário que busca investimento de fundos de Private Equity a se preparar melhor para aumentar a probabilidade de ser bem-sucedido na obtenção do capital e ajudá-lo a entender quais perfis de gestoras existem e quais seriam as mais adequadas para uma sociedade. Para isso, foram entrevistadas 42 gestoras de Private Equity estabelecidas no Brasil, representando 45% do total em atividade no momento do estudo, uma amostra bastante significativa. As gestoras participantes do estudo possuem, conjuntamente, R\$ 105 bilhões de capital comprometido no país, correspondendo a 58% do total estimado da indústria brasileira de Private Equity.

## PERFIS DE GESTORAS

As gestoras entrevistadas foram classificadas em dois grupos: 25 gestoras de menor ticket (com investimentos de até R\$ 400 milhões por empresa) e 17 gestoras de maior ticket (que realizam investimentos acima de R\$ 400 milhões por empresa). O estudo mostra que há uma distinção de perfil bastante evidente em função do tamanho do investimento médio realizado. Em geral, gestoras de menor ticket buscam investimentos minoritários em pequenas e médias empresas, que atuam em mercados mais incipientes e com grande potencial de crescimento. Por outro lado, gestoras de maior ticket predominantemente preferem investimentos majoritários em empresas de maior porte e que atuam em mercados mais maduros.

As empresas de porte médio, que estão na faixa entre R\$ 100 milhões e R\$ 200 milhões de faturamento e EBITDA entre R\$ 20 milhões e R\$ 80 milhões, são as mais procuradas por gestoras de Private Equity, sendo alvo para mais de 70% das gestoras pesquisadas. O percentual de gestoras que têm como alvo empresas pequenas, com faturamento entre R\$ 25 milhões e R\$ 50 milhões e EBITDA entre R\$ 5 milhões e R\$ 10 milhões, se reduz bastante, para cerca de 30%. Esse patamar se mantém para empresas grandes, com faturamento acima de R\$ 1 bilhão.

O percentual de gestoras que preferem investimentos minoritários (52% das entrevistadas) é levemente superior ao das que preferem investimentos majoritários. Existe, porém, flexibilidade na maior parte dos casos: vários fundos ditos controladores realizaram investimentos minoritários apoiados em forte governança, enquanto alguns fundos preferencialmente minoritários indicaram que estariam dispostos a adquirir 100% do capital de uma empresa em determinadas circunstâncias. Da mesma forma, há um equilíbrio no número de gestoras que preferem empresas que atuam em mercados incipientes, com grande potencial de crescimento, e aquelas que preferem investimentos em mercados mais maduros, com potencial de crescimento menor. Em comum, ambos os perfis têm uma clara preferência em apoiar a gestão existente ao invés de impor uma nova.

As gestoras de PE são bastante reticentes a investir em empresas que têm o governo como cliente: 79% declararam possuir alguma restrição. Se, entretanto, as vendas para governo representarem menos que 25% do faturamento total, 82% dessas gestoras considerariam investir.

Quanto aos setores da economia, os três que atraem maior interesse de investimento e são considerados como alvo por mais que 85% das gestoras são: Transporte & Logística, Educação e Tecnologia, Telecom & Mídia. Já os três menos procurados são: Alcool & Tabaco, Aeroespacial, Defesa & Governo e Mineração, que possuem rejeição superior a 50% entre os gestores que participaram do estudo.

## PREPARAÇÃO

Para auxiliar o empresário a se preparar para atrair um fundo de Private Equity como sócio, o estudo procurou identificar as características e os atributos mais valorizados pelos fundos, que foram agrupados em grandes temas de caráter financeiro, de governança e práticas gerenciais.

Em relação à dimensão financeira, a grande maioria das gestoras de PE valorizam empresas que tenham um histórico de crescimento consistente, com alta rentabilidade (ROIC<sup>2</sup>) e que apresentem oportunidades de crescimento orgânico. Na dimensão governança, ter informações gerenciais confiáveis e bem organizadas é crucial, e a falta disso pode ser um *dealbreaker* para mais de 80% das gestoras. Corroborando com esse ponto, na dimensão de práticas gerenciais, foi constatado que o monitoramento de KPIs foi o item considerado mais importante, seguido por ter um ERP implementado na empresa.

Quando feita a análise segregando gestoras de maior e menor ticket, novamente encontramos diferentes perspectivas na avaliação de um investimento. Para tickets menores que R\$ 400 milhões, as empresas mais valorizadas devem apresentar uma estrutura de capital saudável, ainda que a geração de caixa não seja relevante. Foi considerada mais importante para o investidor a reputação da empresa e do empresário do que a companhia ter um plano de negócios e ser auditada.

O cenário se inverte para gestoras com tickets acima de R\$ 400 milhões, que tipicamente buscam investimentos em empresas mais maduras. Neste caso, uma forte geração de caixa é fator predominante na decisão, enquanto a estrutura de capital é menos importante. Além do mais, ter um plano de negócios sólido, ser auditada e ter identificado potenciais melhorias operacionais são itens bastante valorizados pelos gestores.

Por fim, ao questionar sobre os riscos que mais preocupam as gestoras de PE, destacaram-se a informalidade na receita e o descumprimento de determinações regulatórias. Em específico, foi abordado o tema corrupção, e mais de dois terços das gestoras não considerariam investir em empresas que tiveram episódios de corrupção no passado. Existem, entretanto, fatores atenuantes que podem flexibilizar essa posição, como, por exemplo, em casos em que a prática tenha ficado restrita a poucas pessoas, já afastadas da companhia.

<sup>2</sup> ROIC, em inglês: Return on Invested Capital (retorno sobre o capital empregado)

# I. Que tipo de gestora é mais propensa e mais adequada para investir em minha empresa?

Para entender os diferentes perfis existentes, foram analisadas as preferências e restrições das gestoras nos seguintes aspectos:

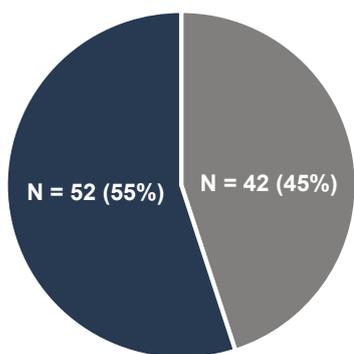
- **Participação acionária**
- **Interferência na gestão da empresa**
- **Porte da empresa**
- **Maturidade do mercado de atuação**
- **Relacionamento com o governo**
- **Setor de atuação da empresa**

## CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA

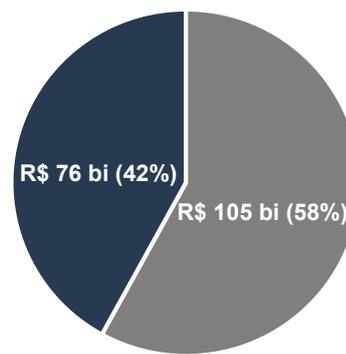
Foram realizadas entrevistas on-line, através de um formulário digital, com 42 gestoras de Private Equity com atuação no Brasil. Conjuntamente, essas gestoras possuem R\$ 105 bilhões de capital comprometido no país, representando 58% do total estimado da indústria de PE no Brasil (Figura 1).

Trata-se de uma amostra representativa da indústria de PE no Brasil, corresponde a 45% do universo de 94 gestoras com atuação em investimentos de Private Equity no país, mapeadas em conjunto pelo Ártica e pela ABVCAP (Figura 1). A amostra também contém a heterogeneidade característica da população: engloba desde gestoras que realizam investimentos inferiores a R\$ 25 milhões, quanto as que realizam investimentos superiores a R\$ 2 bilhões; das gestoras focadas em empresas pequenas (faturamento inferior a R\$ 25 milhões) as focadas em grandes empresas (faturamento superior a R\$ 2 bilhões); tanto as que possuem preferência por investimentos minoritários, quanto as que preferem ter controle; das gestoras que apoiam e auxiliam a gestão atual as que preferem impor nova gestão, promovendo choque de cultura.

**Representatividade da amostra**  
(em número de gestoras)



**Representatividade da amostra**  
(em capital comprometido)



■ Gestoras Entrevistadas ■ Demais Gestoras de Private Equity

■ Gestoras Entrevistadas ■ Demais Gestoras de Private Equity

*Figura 1 - Caracterização da amostra.*

É importante destacar que o estudo não engloba a prática de Venture Capital, isto é, investimentos em empresas menores, tipicamente disruptivas (“startups”) e com modelos de negócios não estabilizados (portanto, um investimento com maior grau de risco). A amostra se ateve a cobrir a prática de Private Equity.

## I.1. PREFERÊNCIA POR PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA

O número de gestoras que preferem adquirir controle é bastante próximo ao das que preferem investir em participação acionária minoritária (48% e 52% das entrevistadas, respectivamente – Figura 2). Embora não sejam maioria, um percentual alto de gestoras (43%) aceita realizar aquisição da totalidade da empresa.

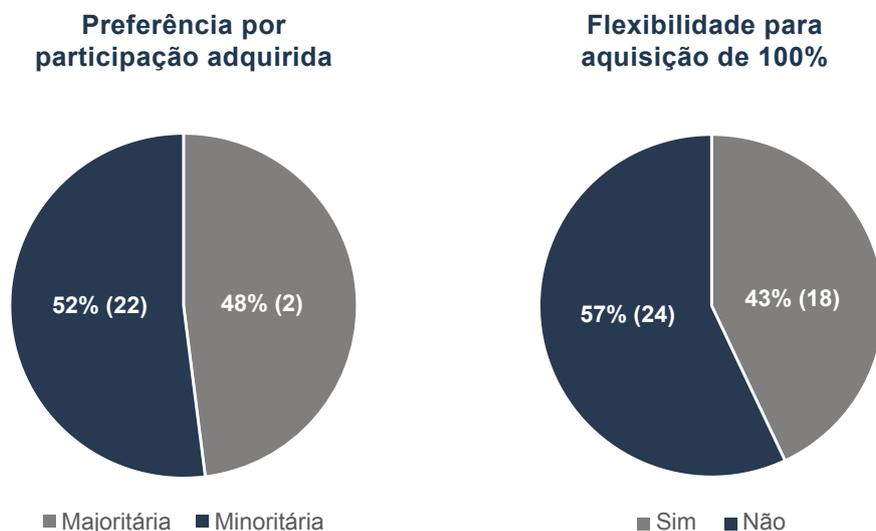


Figura 2 - Percentual de gestoras em relação ao grau de participação e à flexibilidade em adquirir 100%.

Independentemente de preferência majoritária ou minoritária, as gestoras de PE possuem certa flexibilidade em relação à participação acionária final no investimento. Se as gestoras acham o investimento interessante, estão dispostas a tentar acomodar suas preferências às do empresário.

Quando se analisa a relação dos dados de preferência por controle ou participação minoritária com os de aceitar ou não realizar aquisições de 100% da empresa, identifica-se que 14% das gestoras que preferem o modelo minoritário poderiam, dependendo da situação, adquirir 100% da participação acionária (Figura 3). Por outro lado, 25% das gestoras que preferem adquirir controle responderam não realizar aquisição de participação de 100% da empresa, isto é, só realizam o investimento se o empresário continuar como sócio.

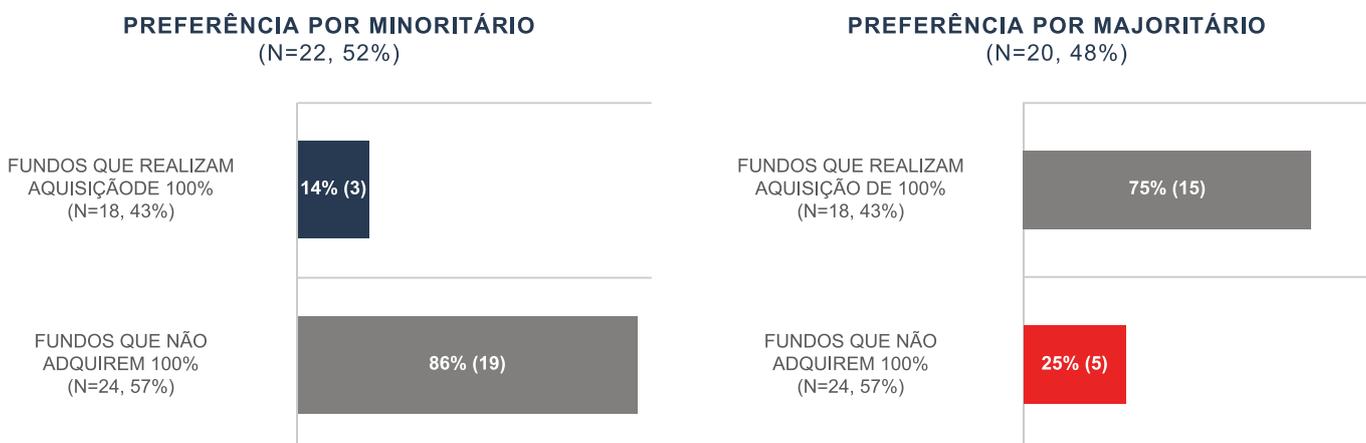


Figura 3 - Relação entre aceitar ou não realizar aquisição de 100% da empresa e a preferência por adquirir controle ou participação acionária minoritária.

## I.2. INTERFERÊNCIA NA GESTÃO DA EMPRESA

A crença comum de que gestoras de Private Equity em geral possuem um perfil agressivo, impondo um novo time de gestão e interferindo diretamente nas decisões do dia a dia da empresa não é confirmada pela pesquisa. Pelo contrário, a maioria das gestoras de PE (88%) manifestou preferência por apoiar a gestão corrente ao invés de impor uma nova gestão.

Mesmo o empresário que aceita entregar o controle acionário à gestora, vendendo parcial ou totalmente a empresa, tem espaço para permanecer gerindo a empresa. Das gestoras de PE que têm preferência por adquirir participação acionária majoritária, apenas uma declarou preferir impor uma gestão. Curiosamente, nenhuma gestora que realiza aquisição de 100% da empresa expressou preferência por impor uma gestão (Figura 4).



Figura 4 - Preferência das gestoras de PE em apoiar a gestão corrente ou impor uma nova gestão após o investimento, e interação com preferência por aquisição majoritária e aquisição de 100% da empresa.

Portanto, empresários que tenham interesse em captar investimentos com gestoras de PE, mas que não estejam dispostos a renunciar à gestão da empresa, podem negociar esse modelo, mesmo com gestoras que preferem adquirir controle da empresa e com aquelas que desejam comprar 100% da companhia. Por outro lado, empresas que possuem acionistas e/ou familiares como executivos, e que possuem o interesse em deixar a gestão dos negócios após uma transação, podem encontrar dificuldade em convencer uma gestora a investir.

## I.3. OFERTA DE GESTORAS DE PE DE ACORDO COM O TAMANHO DA EMPRESA

Condizente com a economia brasileira, existe um maior número de gestoras de PE que têm como alvo empresas médias. Mais da metade das entrevistadas realiza investimentos entre R\$ 50 milhões e R\$ 400 milhões. O percentual de gestoras que investem montantes maiores se reduz bastante: 21% realizam investimentos entre R\$ 600 milhões e R\$ 800 milhões, e esse percentual diminui para 10% no caso de montantes superiores a R\$ 2 bilhões (Figura 5).

Empresas com faturamento entre R\$ 50 milhões e R\$ 1 bilhão e com EBITDA entre R\$ 10 milhões e R\$ 120 milhões estão no radar de mais de 50% das gestoras. Estreitando mais essa faixa, observa-se que 74% das gestoras investem em empresas com faturamento entre R\$ 100 milhões e R\$ 200 milhões, e EBITDA entre R\$ 20 milhões e R\$ 80 milhões (Figuras 6 e 7).

### Faixa de tamanho de investimento (em R\$ milhões)

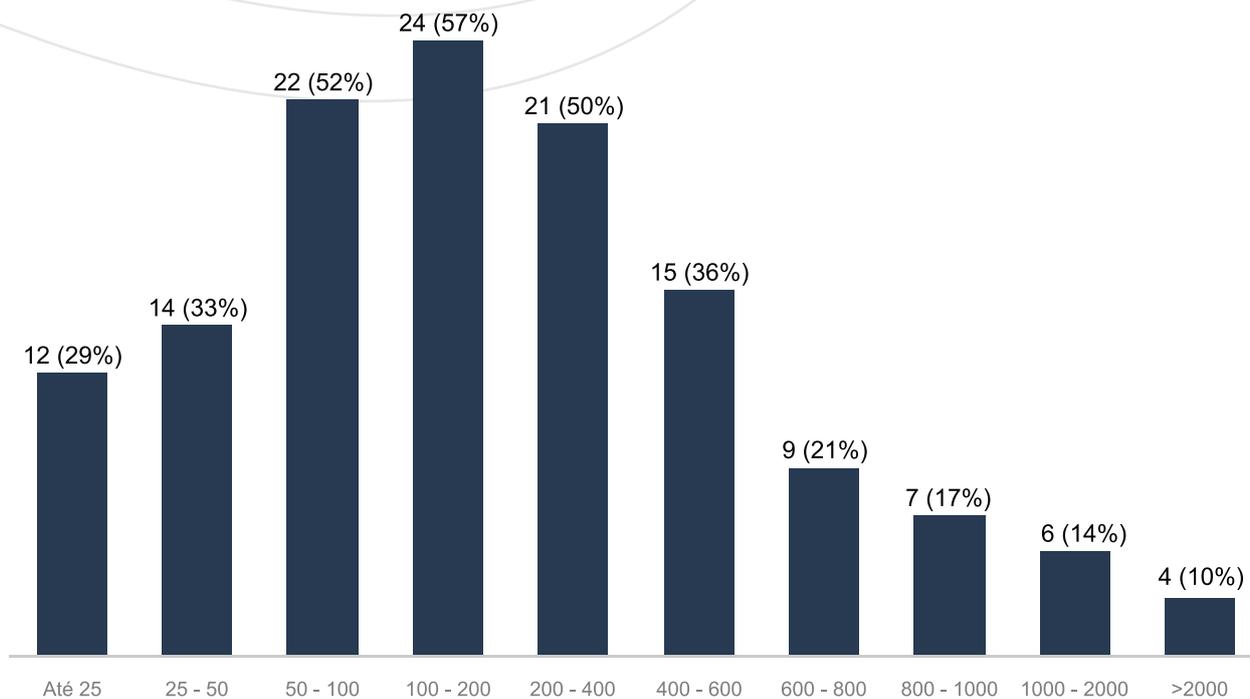


Figura 5 - Percentual de gestoras entrevistadas que investem montantes na faixa de valor.

### Faixa de faturamento (em R\$ milhões)

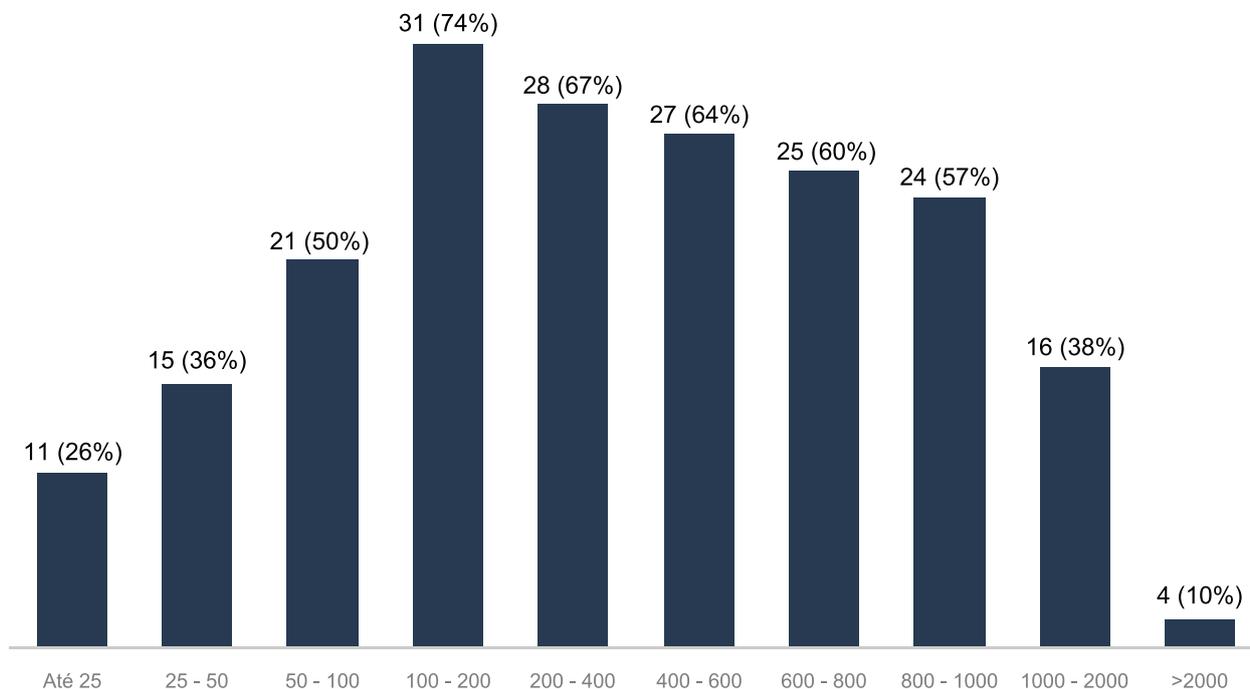


Figura 6 - Percentual de gestoras entrevistadas que investem em empresas que se enquadram na faixa de faturamento.

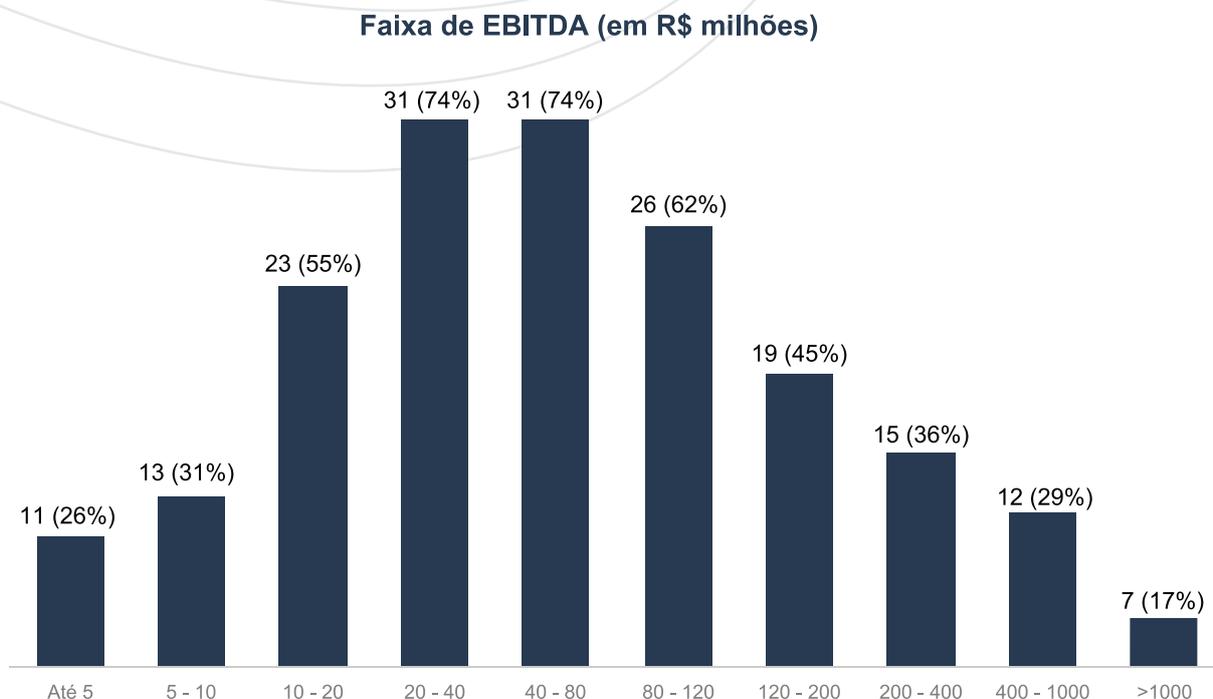


Figura 7 - Percentual de gestoras entrevistadas que investem em empresas que se enquadram na faixa de EBITDA.

O tamanho do investimento está diretamente relacionado com o percentual de participação acionária almejado pela gestora (Figura 8). Gestoras que investem montantes inferiores a R\$ 100 milhões preferem participação minoritária e, à medida que o tamanho do investimento supera esse valor, a dominância da preferência por controle é evidente, passando a ser 100% nos casos de investimentos superiores a R\$ 1 bilhão.

Portanto, donos de empresas menores que desejam vender o controle acionário terão maior dificuldade em encontrar gestoras que tenham essa flexibilidade. A mesma dificuldade poderá ser encontrada por donos de grandes empresas que buscam investimentos elevados e que queiram manter o controle.

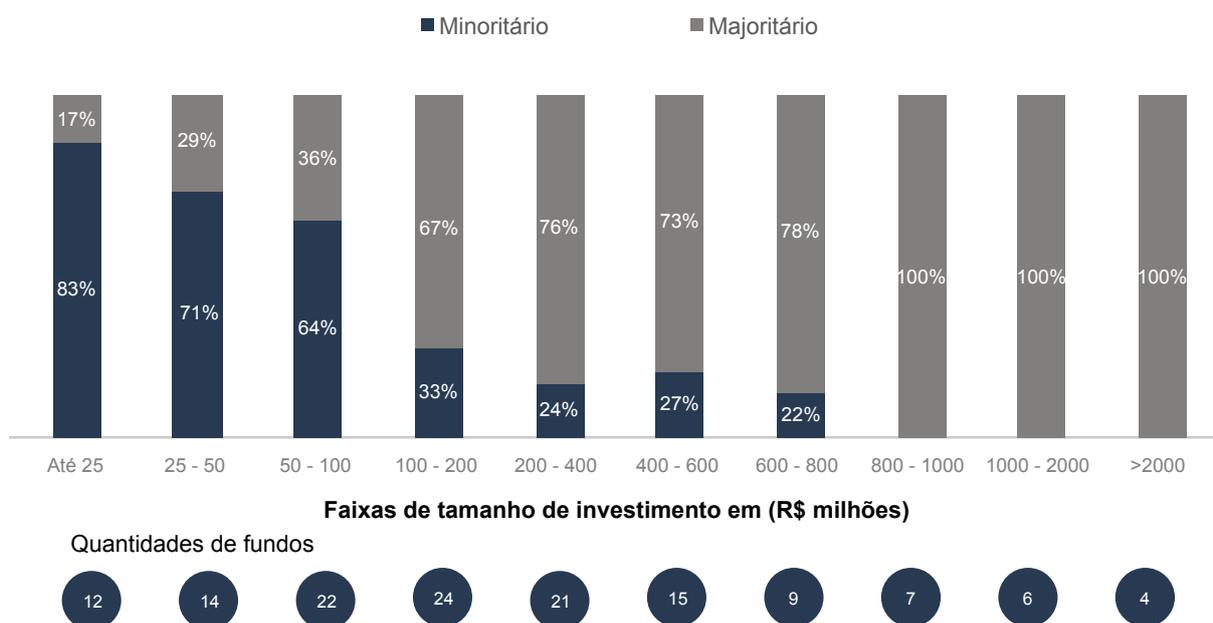


Figura 8 - Percentual de gestoras com preferência por investimentos de caráter majoritário ou minoritário (%) com base na faixa de tamanho do investimento.

## I.4. OFERTA DE GESTORAS DE PE DE ACORDO COM A MATURIDADE DO MERCADO

Em uma escala de 0 a 100, na qual 0 corresponde ao mercado incipiente de grande potencial e 100 corresponde ao mercado maduro e de menor potencial de crescimento, uma parcela representativa das gestoras de PE (40%) indicou preferir o mercado incipiente de alto crescimento, enquanto a maioria (60%) indicou preferir mercados mais maduros, mas com potencial de crescimento menor, porém, ainda não totalmente estabilizados. Diferentemente do que ocorre nas regiões em que a indústria de Private Equity está mais desenvolvida, como Estados Unidos e Europa, há poucas gestoras que tenham como alvo mercados fortemente maduros e com crescimento estabilizado (apenas 2% das entrevistadas). Portanto, identificam-se claramente dois grupos distintos de gestoras (Figura 9): aquelas que preferem mercados ainda incipientes e com alto potencial de crescimento (*growth*) e as que têm como alvo um mercado mais maduro, com crescimento menor, embora ainda não estabilizado (*value*).

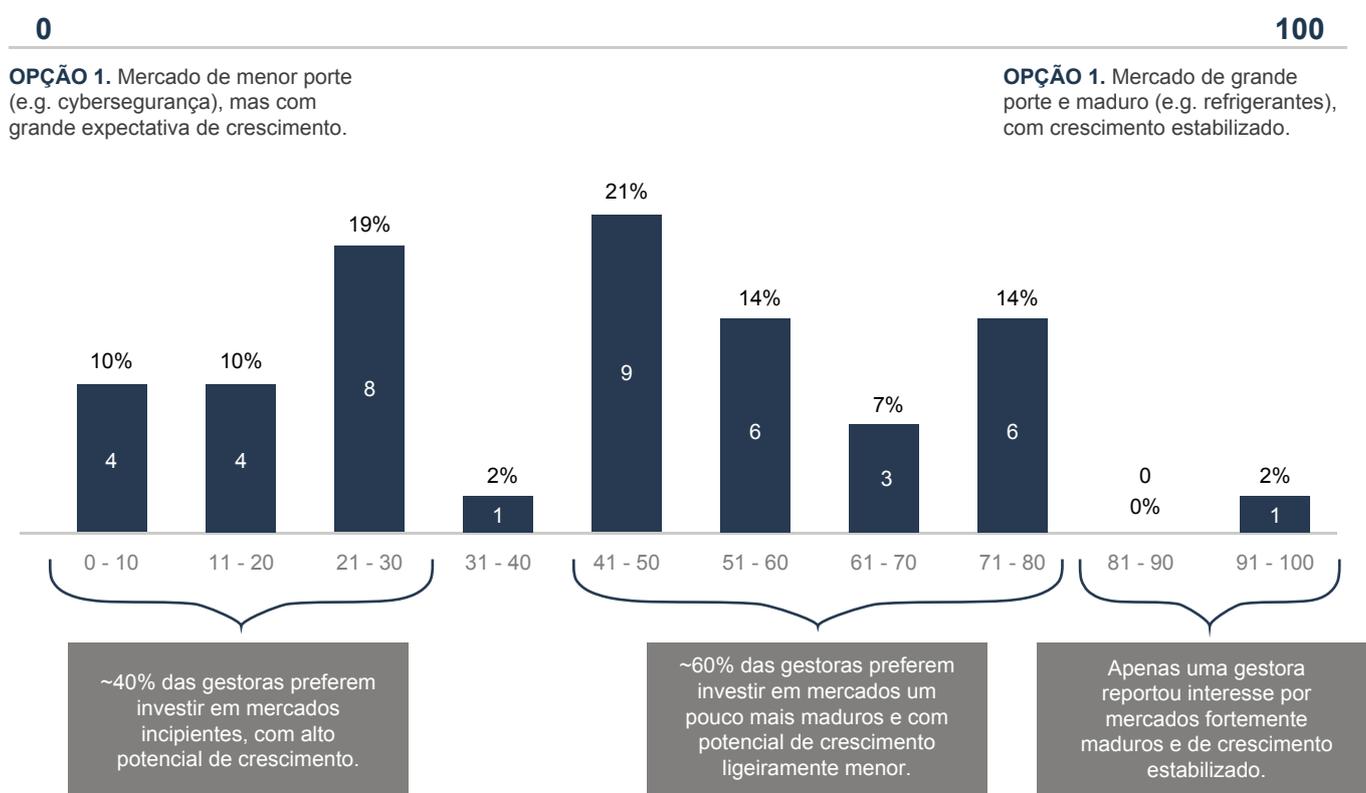


Figura 9 - Preferência das gestoras de PE pela maturidade do mercado da empresa-alvo.

A classificação em *growth* e *value* tem grande relação com a faixa de investimento em que a gestora atua: quanto menor o tamanho do investimento, maior o percentual de gestoras classificadas como *growth*, e quanto maior o tamanho, maior o percentual das classificadas como *value*. Mais da metade das gestoras que realizam investimentos abaixo de R\$ 200 milhões buscam *growth*, e mais da metade das que investem acima de R\$ 200 milhões por empresa procuram *value* (Figura 10).

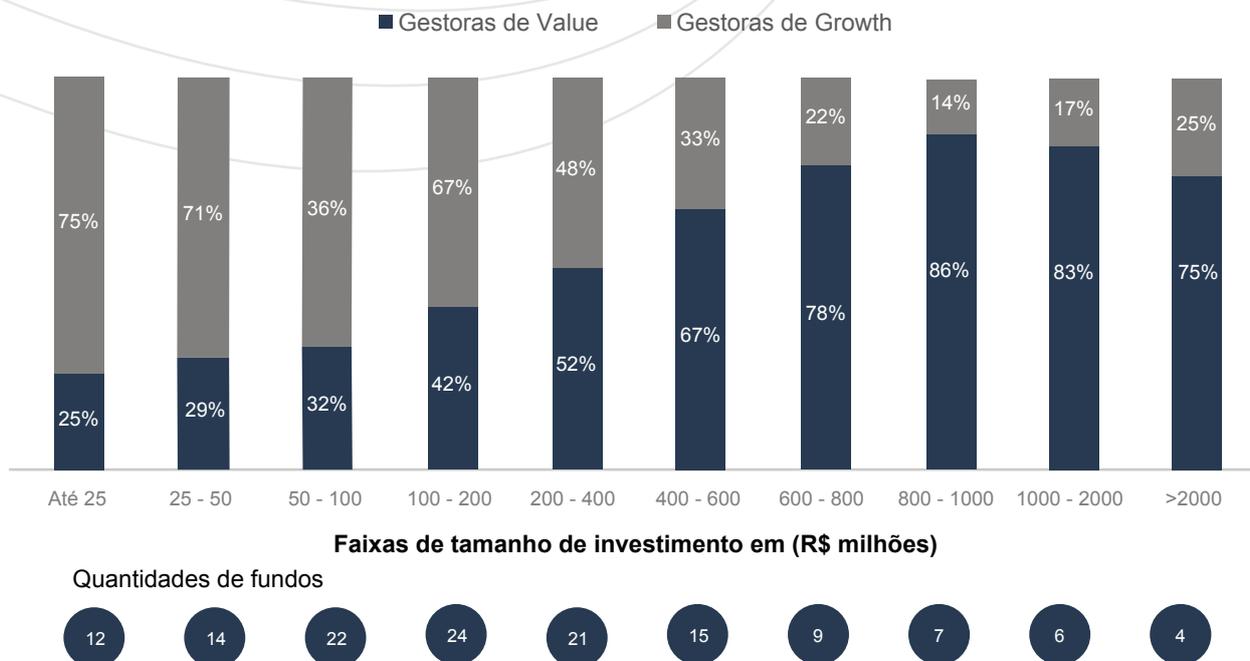


Figura 10 - Percentual de gestoras de growth e de value com base nas faixas de tamanho do investimento.

Essa relação faz sentido, dado que, em geral, empresas em setores incipientes e com alto potencial de desenvolvimento são de menor porte e requerem montantes de investimento menores, enquanto empresas em setores mais estabelecidos tendem a ser maiores, mais robustas e a requerer investimentos mais altos em uma captação com uma gestora.

## I.5. RESTRIÇÃO A FONTES DE RECEITAS GOVERNAMENTAIS

As gestoras mostraram forte restrição a investir em empresas que têm governo como cliente: 14% declararam não investir em empresas que tenham receitas advindas de negócios com o governo, enquanto 79% declararam ter alguma restrição (Figura 11). Porém, 86% podem considerar o investimento caso o governo não represente mais que 25% da receita das vendas.

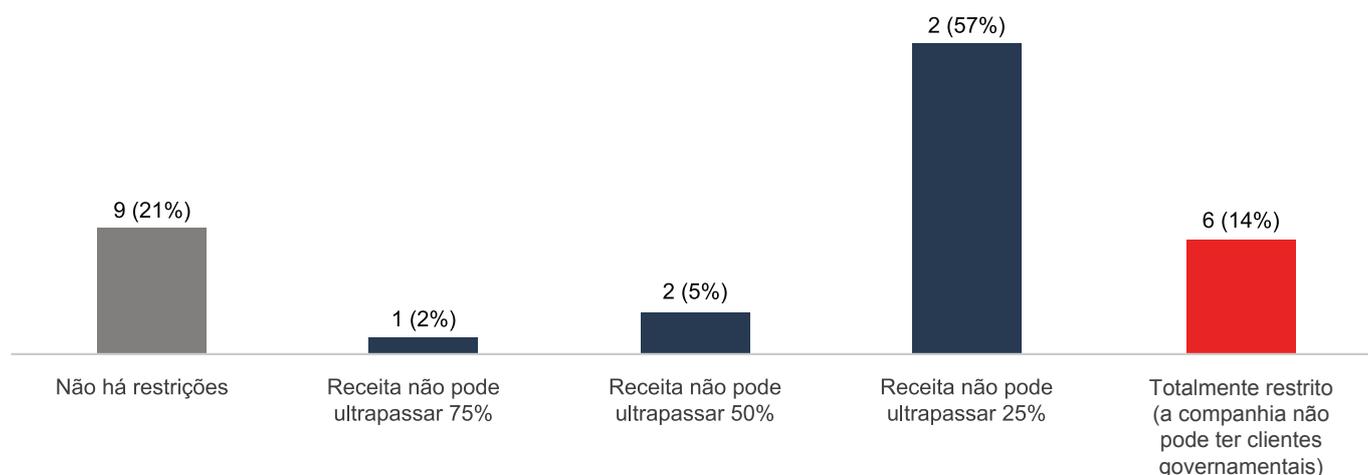


Figura 11 - Restrição das gestoras de PE a fontes de receita advindas do governo.

## I.6. RESTRIÇÃO A FONTES DE RECEITAS GOVERNAMENTAIS

O setor de mercado de atuação da empresa costuma ser um fator restritivo para as gestoras na avaliação de um investimento. Nas entrevistas feitas, 41 das 42 gestoras de PE indicaram apresentar alguma restrição quanto ao setor da empresa-alvo.

Álcool & Tabaco, Aeroespacial, Defesa & Governo e Mineração foram os três setores que apresentaram o maior nível de restrição (+50%) entre as 42 gestoras entrevistadas. Já os setores de Tecnologia, Telecom & Mídia, Educação e Transporte & Logística foram os três que apresentaram o menor nível de rejeição, seguidos de Saúde e Serviços Financeiros (Figura 12).

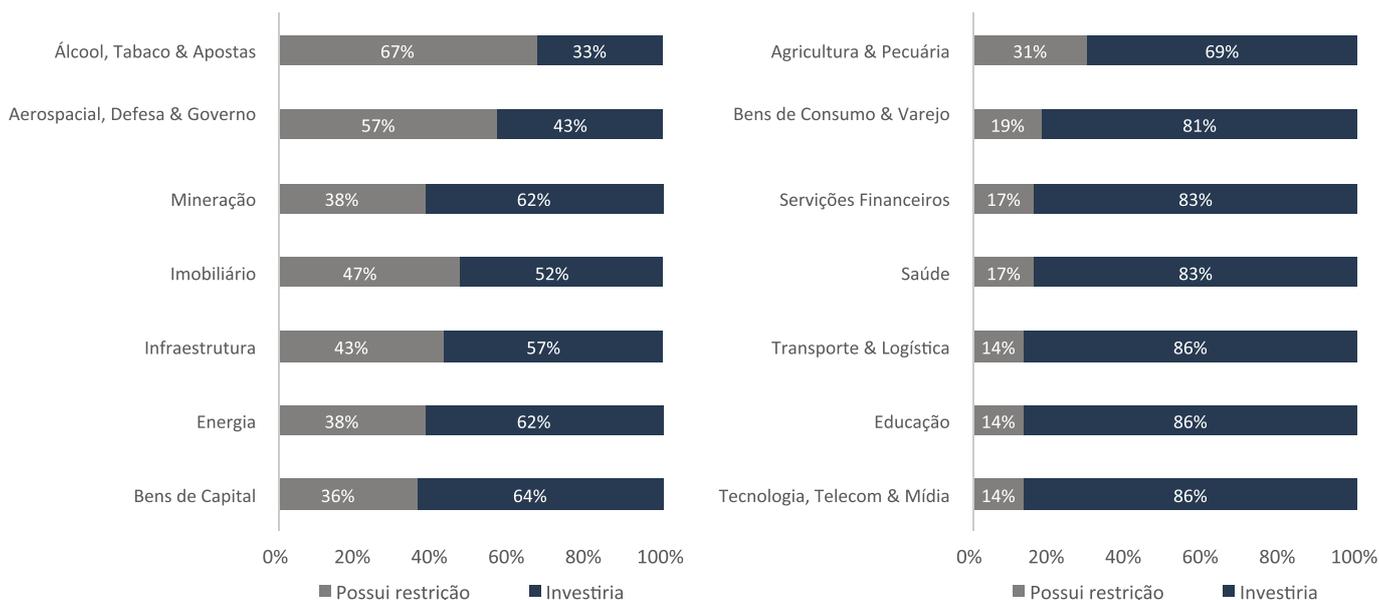


Figura 12 - Restrição das gestoras de PE quanto ao setor da empresa-alvo.

A figura 13 contém um heatmap de restrição aos 14 setores de mercado de acordo com o tamanho do investimento. Observa-se que, quanto menor o montante investido, maior a quantidade de setores evitados. Gestoras que investem até R\$ 25 milhões demonstram maior interesse pelos setores de Tecnologia e de Serviços Financeiros, rejeitados somente por 8% e 17% das entrevistadas, respectivamente. Ainda nessa faixa de investimento, oito setores são rejeitados por mais da metade das gestoras. Para investimentos entre R\$ 50 milhões e R\$ 100 milhões, entretanto, o número de setores rejeitados pela maior parte dos gestores cai para três. A queda é ainda mais brusca para investimentos superiores a R\$ 800 milhões, faixa na qual apenas o setor de Mineração atrai pouco interesse. Uma possível explicação é que gestoras de menor ticket tendem a excluir setores intensivos em capital, como, por exemplo, Infraestrutura, Imobiliário e Aeroespacial. Também tendem a ser mais especializadas, e por isso, talvez excluam um maior número de setores que se afastam do foco de atuação.

Por outro lado, gestoras de maior ticket têm uma escassez maior de alvos elegíveis, dado o baixo número de empresas de grande porte no Brasil, por isso, tendem a ser menos restritivas a setores da economia.

Portanto, empresários que buscam investimentos menores em setores pouco atrativos para Private Equity devem encontrar uma maior dificuldade na captação de recursos e, talvez, considerar também outras fontes de capital.

	Até 25	25 a 50	50 a 100	100 a 200	200 a 400	400 a 600	600 a 800	800 a 1000	1000 a 2000	>2000
Álcool, Tabaco & Apostas	83%	64%	77%	67%	52%	33%	22%	14%	17%	0%
Aeroespacial, Defesa & Governo	75%	71%	68%	54%	43%	47%	33%	29%	33%	0%
Mineração	58%	36%	50%	46%	48%	60%	44%	57%	67%	50%
Bens de Capital & Industriais	58%	43%	36%	29%	29%	33%	33%	29%	33%	0%
Infraestrutura	50%	36%	45%	46%	38%	47%	33%	29%	33%	25%
Imobiliário	58%	50%	45%	42%	38%	47%	33%	43%	50%	50%
Energia	50%	43%	41%	38%	29%	40%	22%	29%	33%	25%
Agricultura & Pecuária	58%	36%	32%	21%	19%	27%	22%	29%	33%	25%
Bens de Consumo & Varejo	33%	29%	23%	17%	14%	13%	11%	14%	17%	0%
Saúde	25%	29%	23%	13%	10%	13%	0%	0%	0%	0%
Serviços Financeiros	17%	14%	27%	13%	10%	13%	0%	0%	0%	0%
Educação	25%	21%	18%	8%	10%	13%	0%	0%	0%	0%
Transporte & Logística	33%	14%	9%	8%	10%	13%	0%	0%	0%	0%
Tecnologia, Telecom & Mídia	8%	14%	9%	8%	5%	7%	0%	0%	0%	0%

Figura 13 - Relação entre o percentual de gestoras que apresentam restrição ao setor e o tamanho do investimento (em R\$ milhões).

Por fim, a pesquisa identificou que, ao contrário de mercados desenvolvidos, existem poucas gestoras de Private Equity “especializadas” no Brasil, isto é, gestoras que delimitam sua atuação a alguns poucos setores (aqui definidos como até três setores de características semelhantes). Os setores de especialização identificados foram: (i) Agronegócios, (ii) Imobiliário e (iii) Tecnologia, Mídia & Telecom, sendo que apenas quatro gestoras da amostra de 42 pesquisadas se enquadrariam neste conceito de “especializadas”. Isso, provavelmente se explica pelo fato de que poucos setores da economia brasileira possuem uma quantidade suficiente de empresas passíveis de investimento.

## II. Como se preparar para atrair uma gestora de Private Equity?

O estudo buscou entender quais fatores são mais relevantes para as gestoras e em quais itens não há muita percepção de valor ou importância. Espera-se que esse entendimento auxilie os empresários a se preparem de modo mais efetivo para conseguirem atrair investimentos de gestoras de Private Equity. As gestoras avaliaram a importância de aspectos das empresas nas seguintes dimensões:

- **Desempenho financeiro**
- **Potencial de criação de valor**
- **Governança corporativa**
- **Práticas gerenciais**
- **Aspectos societários**
- **Fatores de risco**
- **Assessoria financeira e jurídica**

## II.1. DESEMPENHO FINANCEIRO

Em uma escala de 0 a 10, as duas variáveis de desempenho financeiro às quais as gestoras de PE atribuíram maior peso como atributos desejáveis de um investimento foram “crescimento consistente”, com nota ponderada de 8,33, e “rentabilidade alta (ROIC)”, com nota de 8,29 (Figura 14). Quando se separa as gestoras de menor ticket (com investimentos de até R\$ 400 milhões por empresa) e de maior ticket (que investem montantes superiores a R\$ 400 milhões por empresa), observa-se que a preferência se mantém, em que mais de 70% das gestoras de menor ticket e 59% das gestoras de maior ticket consideram importantes os atributos citados.

O histórico de aquisições bem-sucedidas foi o atributo que apresentou menor nota: 1,27. Foi considerado pouco importante tanto por gestoras de menor ticket, quanto de maior ticket (mais de 80% das gestoras dos dois grupos). Para eventuais aquisições futuras, as próprias gestoras estariam presentes para orientar nas transações, o que descartaria a necessidade de a própria empresa ter desenvolvido essa capacidade anteriormente.

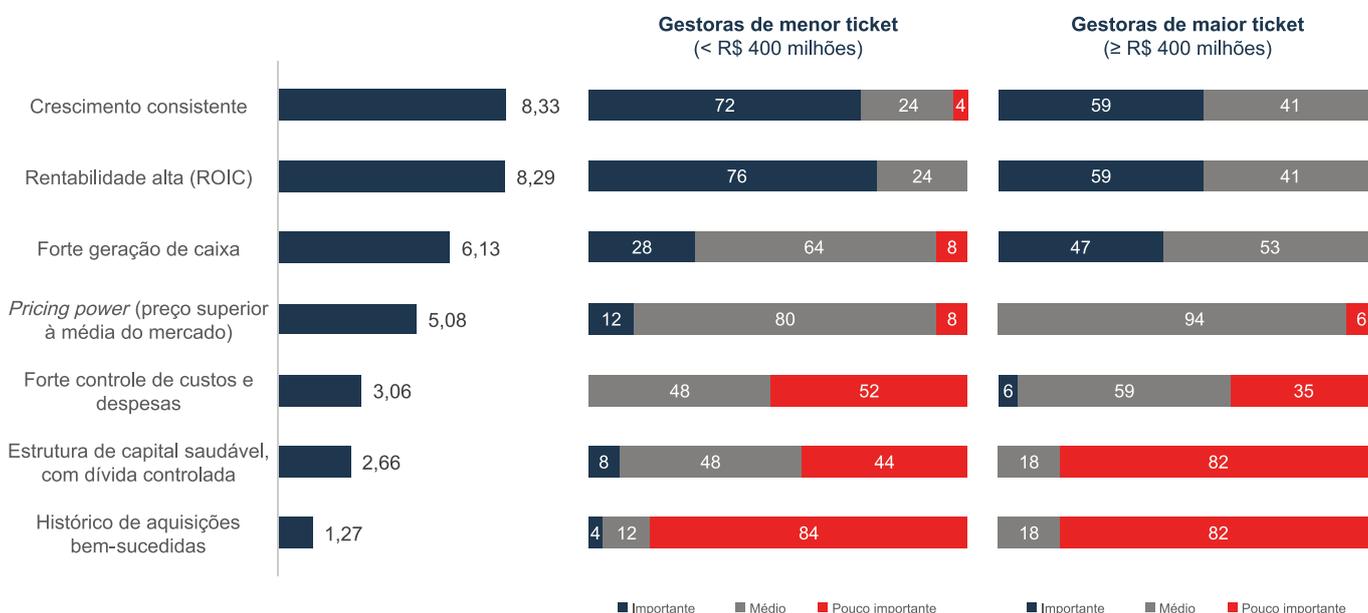


Figura 14 - Preferência das gestoras de PE em relação a variáveis de desempenho financeiro.

Os dois grupos de gestoras apresentaram diferenças em relação a outros atributos. Para as gestoras de maior ticket, forte geração de caixa foi considerada importante por 47% do grupo, e por apenas 28% das gestoras de menor ticket, o que reforça o que foi visto no item I.4, em que gestoras de maior ticket tipicamente investem em mercados mais maduros (*value*), nos quais geração de caixa é um atributo crítico, enquanto gestoras de menor ticket são mais propensas a investirem em mercados em crescimento e que demandam capital para sua expansão (*growth*) (Figura 10).

“Estrutura de capital saudável” foi considerada pouco importante para 82% das gestoras de maior ticket, e por 44% das gestoras de menor ticket. Gestores de Private Equity possuem experiência na gestão de balanços e consideram que uma estrutura de capital não saudável consiste em oportunidade para otimização e um ganho adicional à gestora, seja distribuindo o capital excedente aos acionistas, aplicando-o de maneira mais rentável ou, em caso de alto endividamento, utilizando os recursos da gestora para aumentar a base de capital

próprio da empresa e/ou reduzir o endividamento. Essa oportunidade deve ser mais viável de ser explorada em empresas maiores, que têm mais alternativas de fontes de capital para viabilizar essa otimização.

Portanto, para o empresário interessado em captar com uma gestora de PE, os dados indicam que é mais importante que os esforços sejam direcionados a garantir níveis altos de crescimento e rentabilidade do que em controlar custos, otimizar estrutura de capital ou em executar aquisições.

## II.2. POTENCIAL DE CRIAÇÃO DE VALOR

Quando questionados a respeito de aspectos de potencial de criação de valor, diferentemente dos itens de desempenho financeiro, as gestoras de PE mostraram não haver um distanciamento tão claro entre os itens mais relevantes. “Potencial de crescimento orgânico” foi o atributo com maior nota: 6,87, e foi considerado importante por mais que 40% das gestoras, tanto de menor ticket, quanto de maior ticket (Figura 15).

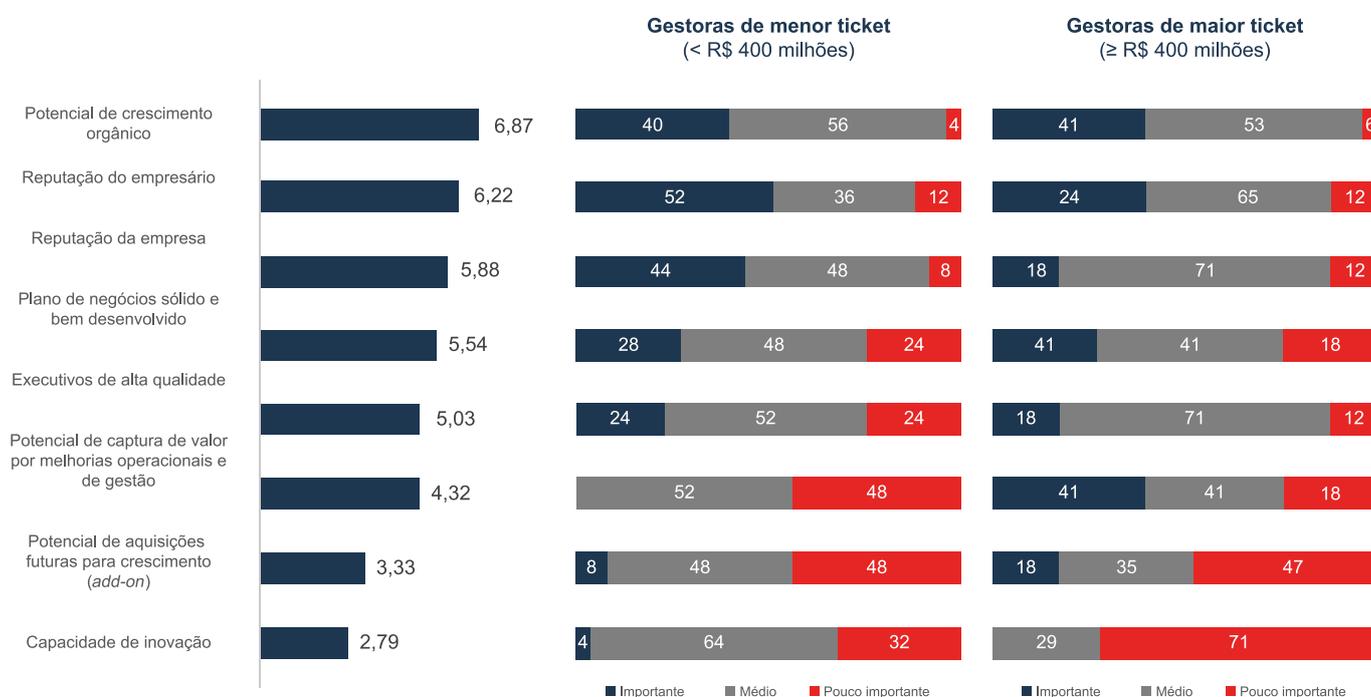


Figura 15 - Preferências das gestoras de PE em relação a atributos de potencial de criação de valor.

Para gestoras de menor ticket, os outros atributos considerados importantes por mais de 40% do grupo foram “reputação do empresário” e “reputação da empresa”. Para elas, esses dois itens se mostraram mais importantes até mesmo do que ter um plano de negócios sólido ou potencial de crescimento (orgânico ou inorgânico). Esse resultado faz sentido se considerarmos que gestoras de menor ticket possuem preferência por investimentos de caráter minoritário e, portanto, de certa forma dependem mais do empresário após a realização do investimento, tanto para estar à frente do negócio quanto para conviver em sociedade.

Já no caso de gestoras de maior ticket, os atributos considerados importantes por mais de 40% do grupo foram “plano de negócios sólidos e bem desenvolvidos” e “potencial de captura de valor por melhorias operacionais e de gestão”. Para elas, essencialmente, o

que mais importa é que a empresa possua oportunidades de criação de valor. Apresentar o potencial de crescimento, em especial substanciado por um plano sólido, somado a apresentar oportunidades de melhoria capazes de serem capturadas por meio de alterações na gestão, indicam às gestoras que a empresa-alvo possui potencial de rentabilizar o investimento nos altos níveis desejados.

### II.3. GOVERNANÇA CORPORATIVA

As gestoras foram unânimes em afirmar que “Informações gerenciais confiáveis e bem organizadas” é o item mais importante dentre todos os listados no tópico governança: 84% das gestoras de menor ticket e 94% das que possuem maior ticket citaram esse item como importante. (Figura 16). Quase a totalidade dessas gestoras também indicaram que a ausência de informações gerenciais confiáveis e bem organizadas poderia ser um *dealbreaker* na avaliação de uma empresa: 80% das de menor ticket e 82% das gestoras de maior ticket (Figura 17).

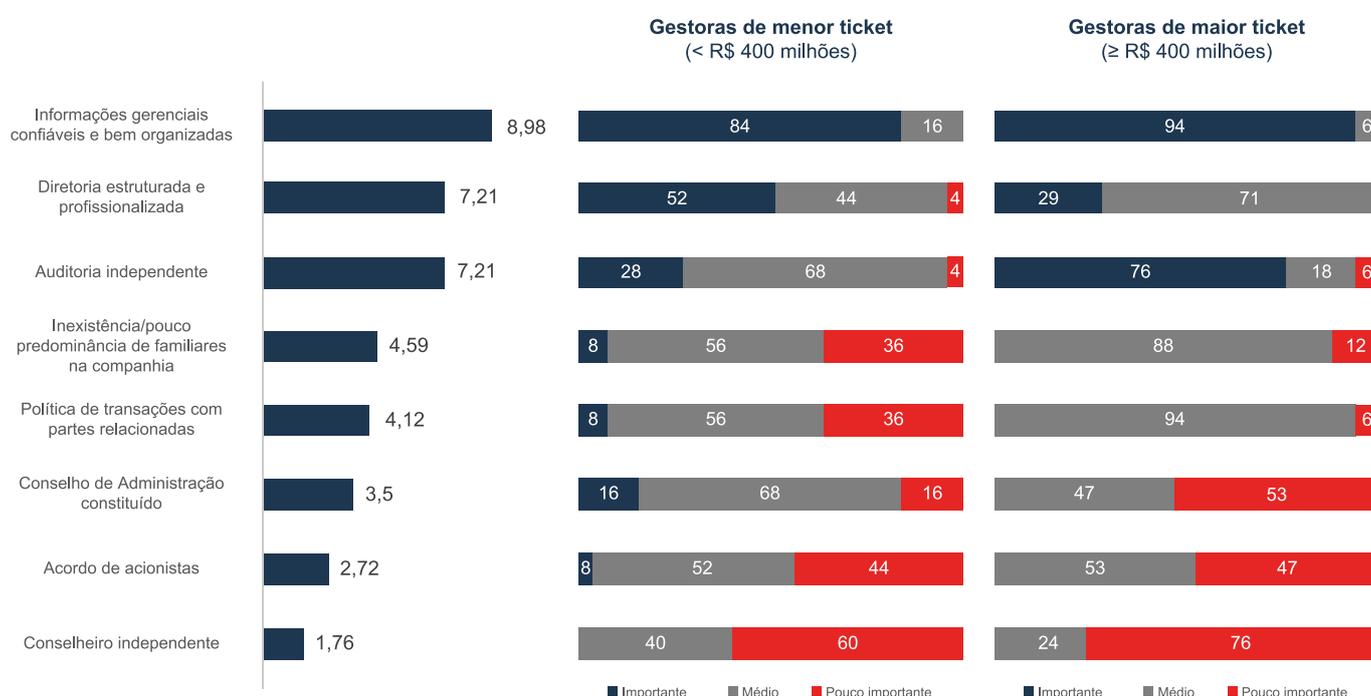


Figura 16 - Preferência das gestoras de PE em relação a variáveis de governança.

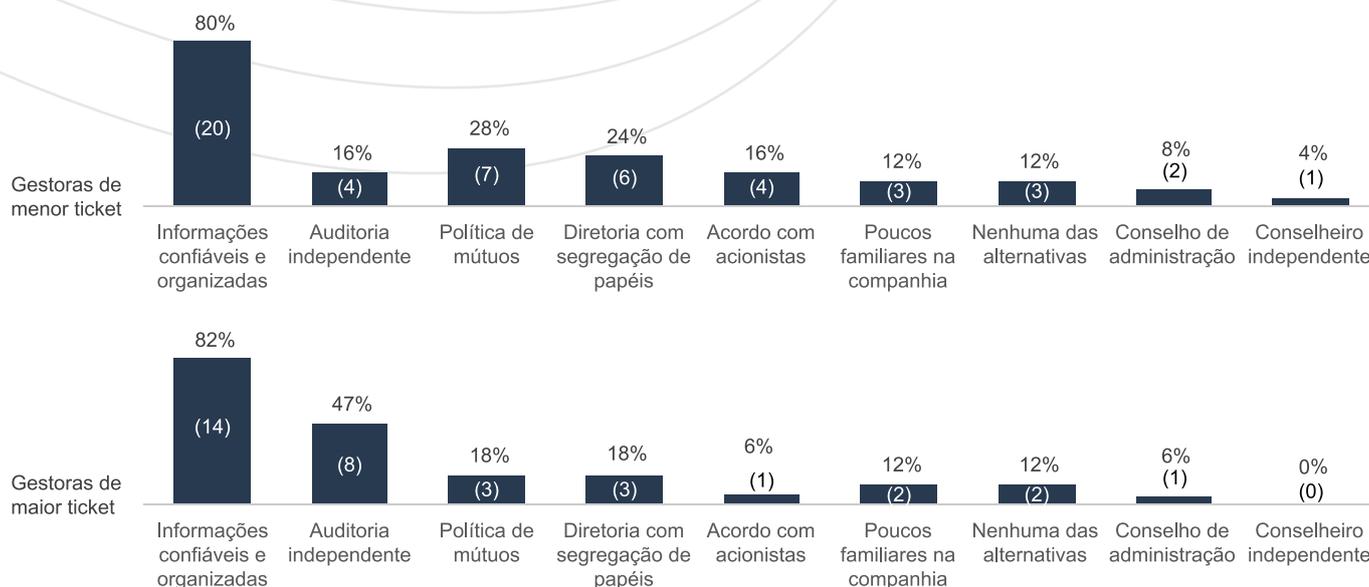


Figura 17 - Itens de governança vistos como potenciais dealbreakers pelas gestoras de PE.

Para 52% das gestoras de menor ticket, o fato de a empresa ter uma “diretoria estruturada e profissionalizada” foi avaliado como um atributo de grande importância. Esta preferência decorre de dois fatores: (i) geralmente, gestoras de menor ticket fazem investimentos minoritários, o que significa menor poder para alterar a diretoria, então, para a gestora, é preferível que a empresa já tenha um corpo de gestão estruturado e profissionalizado em que ela confie; e (ii) substituir a diretoria (muitas vezes composta por sócios ou familiares) após a entrada de uma gestora pode sair bastante caro e comprometer o resultado do investimento. Em geral, com exceção feita às *startups* de tecnologia, empresas menores têm maior dificuldade em atrair talentos, pois não conseguem competir em remuneração com grandes empresas. Quando o executivo também é acionista da empresa, muitas vezes ele aceita um salário menor porque conta também com a valorização de suas ações para compor a evolução do seu patrimônio.

Para gestoras de maior ticket, possuir demonstrações financeiras auditadas por auditoria independente apareceu como o segundo item de maior importância, indicada como importante por 76% delas (Figura 16). Consistentemente, a inexistência desse item foi pontuada como *dealbreaker* por 47% dessas gestoras (Figura 17). Além disso, 94% das gestoras de ticket maior (Figura 18) entendem que há valor na empresa ser auditada por auditoria Big 4 (PwC, KPMG, Deloitte ou EY), sendo que esse valor cai para 71% se for uma auditoria de renome, mas fora do grupo Big 4 (e.g., Grant Thornton, Mazars), ou seja, para tickets maiores, o “selo” de Big 4 é mais relevante.

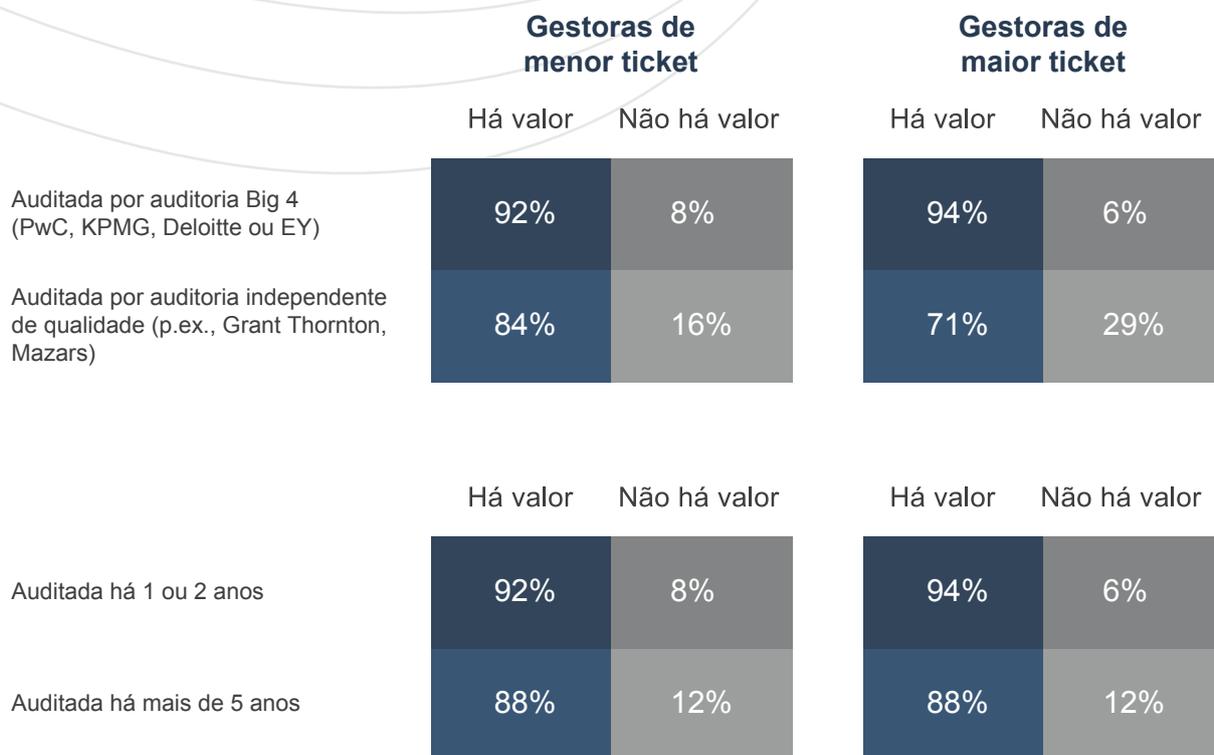


Figura 18 - Percepção de valor quanto a itens de auditoria independente.

Além disso, é interessante observar que, para gestoras de menor ticket, apenas 28% dos respondentes (Figura 16) consideram importante a empresa ser auditada, enquanto apenas 16% indicaram este item como *dealbreaker* (Figura 17). Para empresas de menor porte, o essencial está na empresa ter informações gerenciais confiáveis e diretoria profissionalizada (Figura 16). Esse resultado indica que, caso o empresário esteja na dúvida se deve ou não contratar uma auditoria, deveria entender em que grupo a sua empresa se encaixaria em relação ao porte. Caso seja alvo para gestoras de menor ticket, provavelmente faz mais sentido o empresário focar seus esforços em construir uma empresa “auditável” do que necessariamente ter o selo de alguma auditoria.

Itens de governança em geral, que incluem Conselho de Administração, Acordo de Acionistas e Conselheiro independente, são vistos como de pouco valor para gestoras de ambos os grupos (Figura 16), indicando também que os empresários podem dedicar seu tempo e esforços em outras frentes, caso o objetivo seja atrair uma gestora parceira.

## II.4. PRÁTICAS GERENCIAIS

Dentre os tópicos de práticas gerenciais abordados, as gestoras avaliam o monitoramento de KPIs como o mais importante, atribuindo grau de importância de 7,50 numa escala de 0 a 10 (Figura 19). Uma possível explicação para o nível tão alto de importância para este item é que o monitoramento de KPIs permite que os gestores de Private Equity e outros stakeholders que estão fora do dia a dia operacional tenham visibilidade da execução do planejamento estratégico e possam acompanhar a evolução da performance da companhia. Essa visão é condizente com a baixa importância atribuída ao item de formalização de processos (nota 3,77), isto é, na visão das gestoras, há menos valor em burocracia e mais em proporcionar métricas claras e confiáveis para o acompanhamento externo.

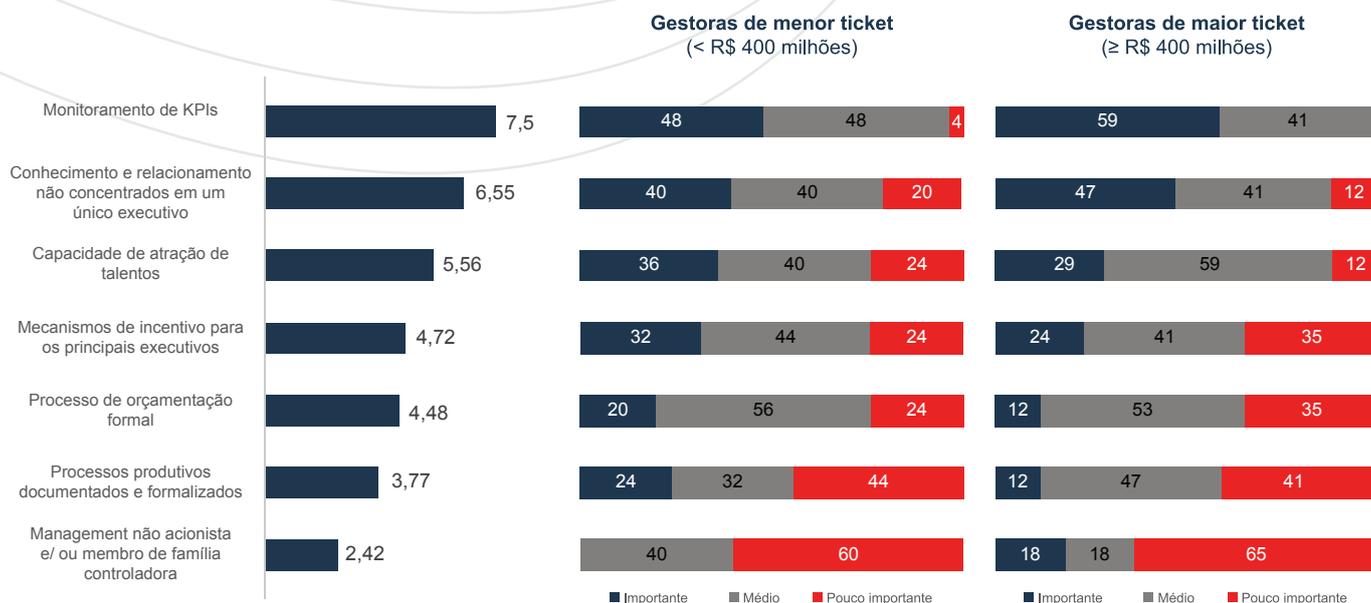


Figura 19 - Preferência das gestoras de PE em relação a variáveis de práticas gerenciais.

Vale ressaltar a baixa importância atribuída a “*management* não acionista e/ou membro de família controladora”, em que mais de 60% das gestoras avaliaram este item como pouco importante. Isso evidencia o conforto que as gestoras em geral têm em trabalhar com empresas familiares, especialmente as gestoras de menor ticket (nenhuma avaliou este item como importante). Por outro lado, as gestoras atribuem alto grau de importância ao fato de a companhia não ter conhecimento concentrado em único executivo, o que é um ponto de atenção sobretudo para empresas familiares, em que não é incomum o dono ter um perfil muito centralizador.

Por fim, as gestoras avaliaram a percepção de valor quanto a itens de controle gerencial (Figura 20). Possuir ERP é visto como elemento de valor por 95% das gestoras. Além disso, ter uma contabilidade interna é valorizada por 85% dos investidores, enquanto há baixa percepção de valor em possuir contabilidade externa, em especial pelas gestoras de maior ticket.

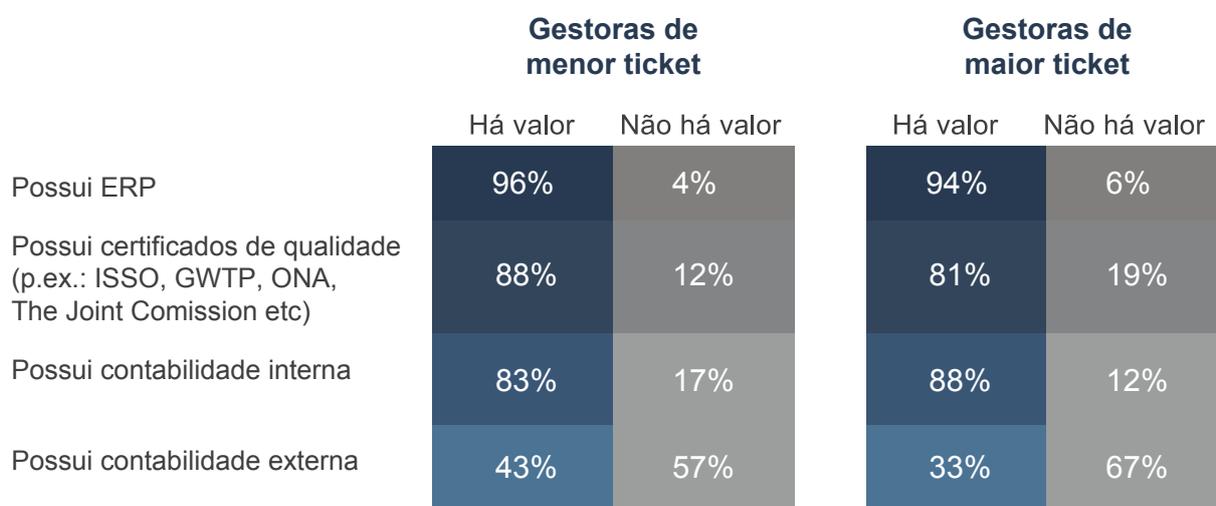


Figura 20 - Percepção de valor quanto a itens de controle gerencial.

## II.5. ASPECTOS SOCIETÁRIOS

Ao avaliarem a importância de aspectos societários relativos à decisão de investimento, as gestoras apontaram o alinhamento entre sócios sobre a venda como fator de maior importância (Figura 21). Isso mostra que as gestoras não querem arbitrar eventuais diferenças de visão entre os sócios, que devem ter clareza e concordância sobre a reconfiguração societária.

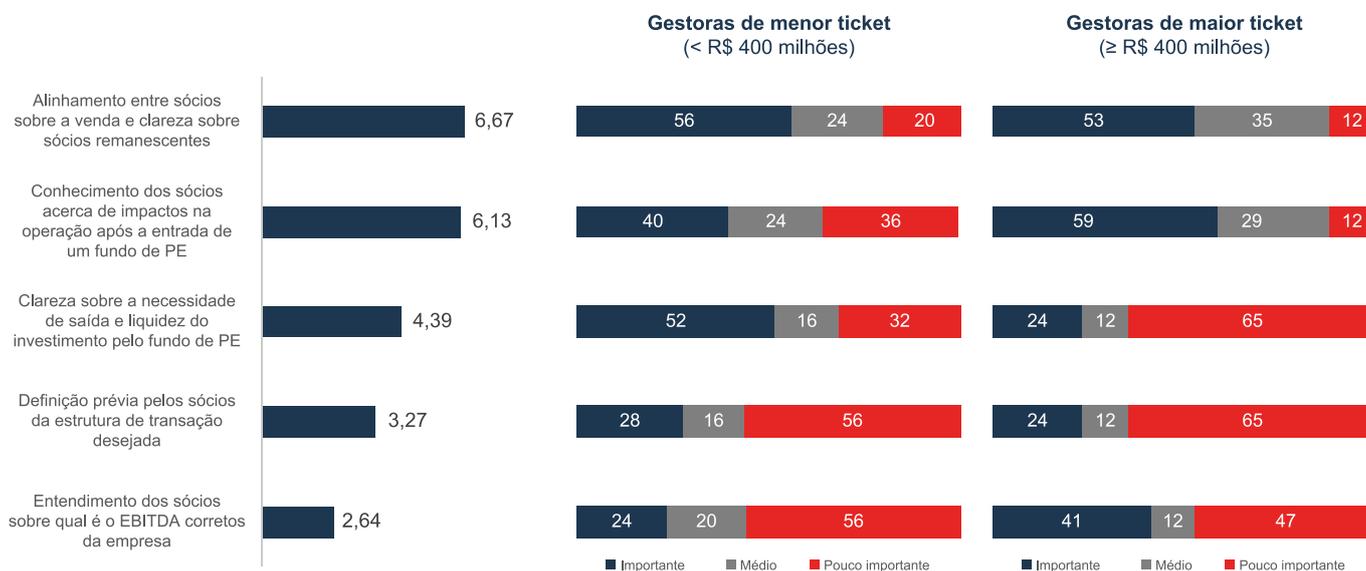


Figura 21 - Preferência das gestoras de PE em relação a aspectos societários.

O segundo item mais relevante para as gestoras é o conhecimento dos sócios acerca dos impactos na operação após a transação. É necessário que os sócios entendam o que significa, na prática, ter como sócio uma gestora de Private Equity, pois um desalinhamento de expectativas pode ser desgastante. Esse fator é especialmente importante para gestoras de maior ticket, tendo em vista que também costumam ser acionistas majoritários.

O item “clareza sobre a necessidade de saída e liquidez do investimento pela gestora de PE” é percebido como importante para 52% das gestoras de menor ticket, mas pouco importante para 24% das gestoras de maior ticket. Esse resultado é condizente com o fato de que as gestoras de maior ticket costumam fazer investimentos majoritários, dando maior liquidez ao acionista na entrada da gestora de PE e tendo maior autonomia de decisão sobre a saída. Já gestoras de ticket menor costumam ser minoritárias, e, com isso, precisam de maior alinhamento com o sócio controlador para viabilizar sua saída futura.

Além disso, os números também apontam para a concordância entre as gestoras ao avaliar a definição prévia pelos sócios da estrutura da transação desejada como fator de importância baixa entre os itens avaliados. Esse resultado faz sentido, haja vista que as gestoras têm experiência e costumam estar abertas para estruturar a transação a quatro mãos ao longo da negociação.

## II.6. FATORES DE RISCO

As gestoras avaliaram os níveis de risco de cinco diferentes práticas empresariais. As respostas foram compiladas e classificadas em uma escala numérica de 0 a 10 (Figura 22). Dentre as práticas listadas, a informalidade na receita e o descumprimento de determinações regulatórias são os itens que mais preocupam as gestoras, recebendo a classificação de risco

predominantemente muito alto. Uma hipótese levantada é que as gestoras temem incorrer em perdas de receita com a futura formalização desta e que, conseqüentemente, os riscos regulatórios possam levar à paralisação da operação.

Já as contingências tributárias e trabalhistas, embora ainda sejam consideradas como “risco alto”, preocupam menos que a informalidade na receita e descumprimento de determinações regulatórias (notas 7,1 e 6,4, respectivamente). Essas contingências têm uma probabilidade menor de inviabilizar uma transação. Uma explicação para isso é que as gestoras de Private Equity já estão acostumadas a encontrar essa situação nas empresas, além de ser uma questão geralmente possível de equacionar após o investimento.

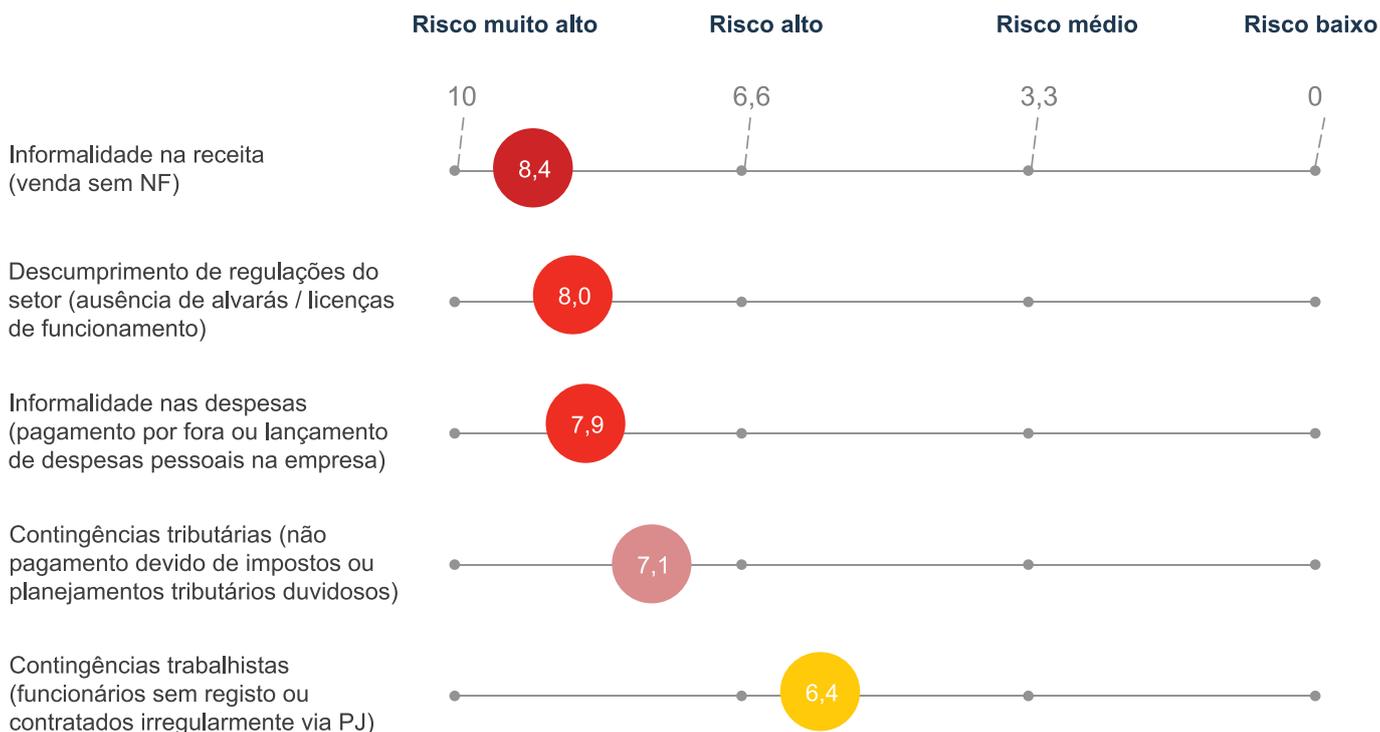


Figura 22 - Classificação de risco das práticas das empresas, segundo as gestoras.

Quando questionadas se considerariam investir em uma empresa após episódios de corrupção, apenas 29% das gestoras avaliaram que sim (Figura 23). Este índice cresce consideravelmente na presença de fatores atenuantes, podendo chegar a 63% caso haja limitação da prática a poucas pessoas, já afastadas da companhia.

## Atenuantes

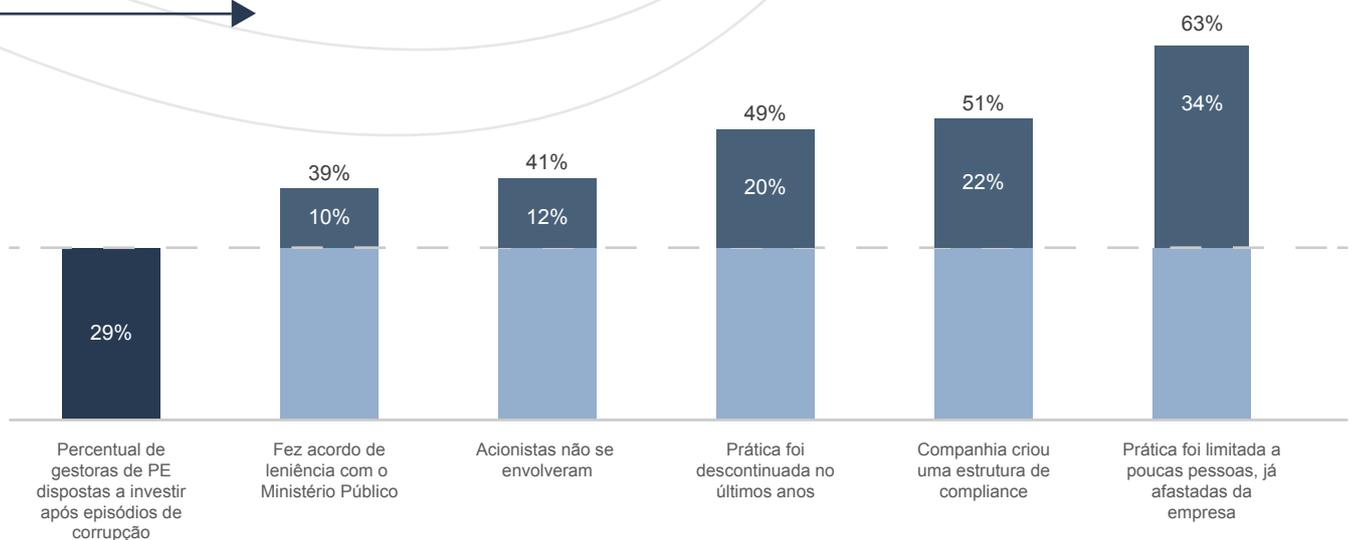


Figura 23 - Percentuais de gestoras dispostas a investir após episódios de corrupção, dado diferentes fatores atenuantes.

Isso mostra que, ainda que relevante, o histórico de corrupção não é necessariamente um *dealbreaker* para boa parte das gestoras, a depender das medidas adotadas pela companhia. A análise aponta que as medidas mais valorizadas são aquelas que afastam totalmente a causa ou, ainda, que criam mecanismos para que a corrupção não ressurja na companhia. Ações compensatórias, como acordo de leniência ou isenção de culpa dos acionistas, têm menor impacto na avaliação do investidor.

## II.7. ASSESSORIA JURÍDICA E FINANCEIRA

As gestoras avaliaram, em uma escala de 0 a 100, a preferência entre duas opções de assessoria jurídica, onde 0 indica preferência absoluta por “Advogado de confiança do dono, que possua acesso a percepções pessoais e que traga *inputs* qualitativos às discussões” e 100 indica a preferência absoluta por “Advogado de banca renomada, que possua ampla experiência em Fusões e Aquisições e que traga *inputs* técnicos às discussões” (Figura 24).

**OPÇÃO 1.** Advogado de confiança do dono, que possua acesso a percepções pessoais e que traga *inputs* qualitativos às discussões.

**OPÇÃO 2.** Advogado de banca renomada, que possua ampla experiência em Fusões e Aquisições e que traga *inputs* técnicos às discussões.

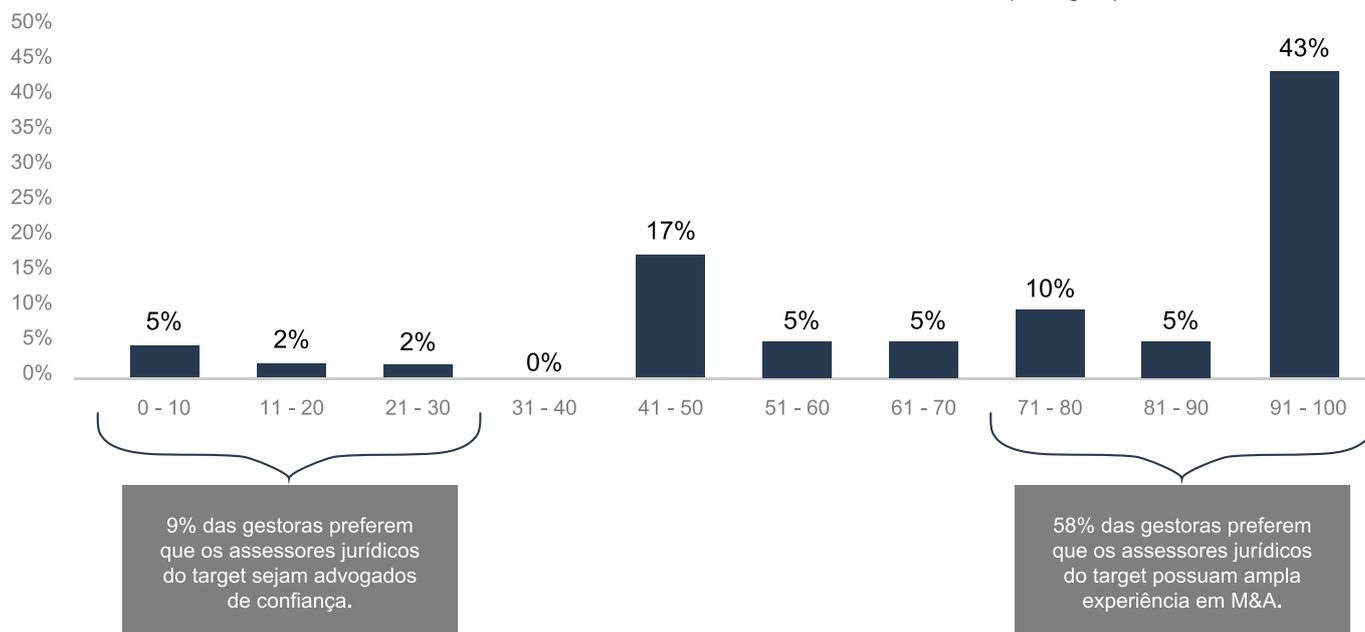


Figura 24 - Preferência das gestoras pelo tipo de assessoria jurídica da empresa-alvo.

Embora 27% das gestoras não tenham apresentado uma preferência clara entre as opções, a maioria (58%) indicou uma preferência forte que o empresário tenha os assessores jurídicos de banca renomada, com ampla experiência em M&A. Vale ressaltar o número expressivo de 43% que apontaram uma preferência absoluta por esta opção.

Além disso, a realização prévia de uma *vendor's due diligence* Contábil/Financeira e Legal foi indicada como uma atividade de valor por mais de 87% das gestoras de ambos os tickets (Figura 25):

	Gestoras de menor ticket		Gestoras de maior ticket	
	Há valor	Não há valor	Há valor	Não há valor
Realização prévia de uma <i>vendor's due diligence</i> contábil/financeira, conduzida por uma auditoria	96%	4%	94%	6%
Realização prévia de uma <i>vendor's due diligence</i> contábil/financeira, conduzida por um escritório de advocacia	88%	12%	81%	19%

Figura 25 - Percepção de valor quanto à realização prévia de *vendor's due diligence* Contábil/Financeira e Legal.

Ao avaliar a preferência de gestoras pelo tipo de assessoria financeira, o estudo seguiu uma estrutura semelhante à anterior. As gestoras avaliaram em uma escala de 0 a 100 a preferência entre duas opções de assessoria financeira, onde 0 indica preferência absoluta por “Conselheiro de confiança do dono da empresa, que possua acesso às percepções” e 100 indica a preferência absoluta por “Assessor de instituição financeira reconhecida, com ampla experiência em Fusões e Aquisições e que traga *inputs* técnicos às discussões” (Figura 26).

**OPÇÃO 1.** Conselheiro de confiança do dono da empresa, que possua acesso às percepções do dono e que traga *inputs* qualitativos às discussões.

**OPÇÃO 2.** Assessor de instituição financeira reconhecida, com ampla experiência em Fusões e Aquisições e que traga *inputs* técnicos às discussões.

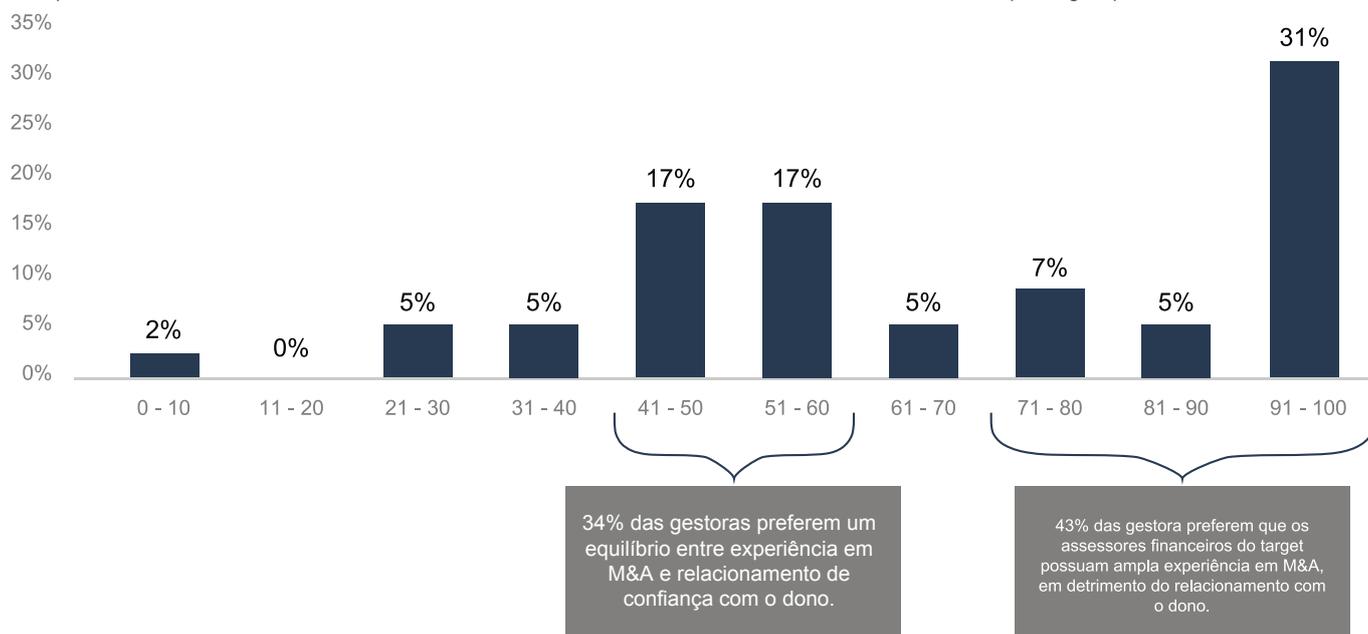


Figura 26 - Preferência das gestoras pelo tipo de assessoria financeira da empresa-alvo.

Apenas 7% das gestoras apresentam uma preferência clara por um conselheiro de confiança do dono da *target*, sendo que somente 2% indicaram uma preferência absoluta por esta escolha. Já 43% das gestoras indicaram por assessores financeiros da empresa que possuam ampla experiência em M&A, e 31% apresentaram uma preferência absoluta por esta opção.

É interessante notar que 34% das gestoras indicaram um grau intermediário entre as duas opções, mostrando a relevância de saber conciliar uma forte experiência em fusões e aquisições com um relacionamento de confiança com os sócios.



**ARTICA**  
articainvest.com.br