Prezado(a),

Este documento está bloqueado para edições. É possível apenas a inserção de balões de comentários no texto. Para isso, siga o procedimento abaixo indicado:

1 - Selecione o trecho que deseja comentar

2 - Clique em: Revisão> Novo comentário

3 - Realize os comentários ao texto nos balões.

4 - Repita o procedimento para cada novo trecho que deseje comentar

Ao terminar seus comentários, ou para interromper o processo e retomá-lo posteriormente, salve o documento em seu computador.

Ressaltamos que o texto ainda está sujeito a alterações e será objeto de revisão gramatical e estilística. Solicitamos que sua atenção seja voltada a apresentar contribuições para o aprimoramento ou enriquecimento do conteúdo do texto.

Caso deseje, identifique-se abaixo (esta parte do documento é editável).

Nome:

Organização/empresa:

E-mail:

Telefone:

Após concluir seus comentários, encaminhe o documento para: [publicacoes@ibgc.org.br](mailto:publicacoes@ibgc.org.br).

O prazo para participação se encerra em **13 de agosto de 2023.**

Agradecemos desde já a sua atenção e colaboração com o nosso documento.

*Private Equity*: Governança Corporativa e Criação de Valor

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

O IBGC

Fundado em 27 de novembro de 1995, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), organização da sociedade civil, é referência nacional e uma das principais no mundo em governança corporativa. Seu objetivo é gerar e disseminar conhecimento a respeito das melhores práticas em governança corporativa e influenciar os mais diversos agentes em sua adoção, contribuindo para o desempenho sustentável das organizações e, consequentemente, para uma sociedade melhor.

**Conselho de Administração**

**Presidente**

Gabriela Baumgart

**Vice-presidentes**

Leonardo Pereira

Leonardo Wengrover

**Conselheiros**

Claudia Elisa Soares

Claudia Pitta

Cristina Lucia Duarte Pinho

Deborah Patricia Wright

João Laudo de Camargo

Sergio Ephim Mindlin

**Diretoria**

Pedro Melo

Adriane de Almeida

Márcia Aguiar

Reginaldo Ricioli

Valeria Café

Sumário

[Apresentação 5](#_Toc139992902)

[1 Private Equity como Agente Econômico 6](#_Toc139992903)

[1.1 Origem e desenvolvimento do private equity 6](#_Toc139992904)

[1.2 Razões para o Private Equity 8](#_Toc139992905)

[1.3 Estrutura do Fundo de Private Equity 11](#_Toc139992906)

[1.4 Estratégias de Private Equity 14](#_Toc139992907)

[2 Preparando a Empresa e a sua Governança 17](#_Toc139992908)

[2.1 Requisitos mínimos de governança 17](#_Toc139992909)

[2.1.1 O plano de negócios 20](#_Toc139992910)

[2.2 Avaliação econômico-financeira da empresa (v*aluation*) 21](#_Toc139992911)

[2.3 Seleção do fundo de private equity 24](#_Toc139992912)

[2.4 Negociação com o fundo de private equity 27](#_Toc139992913)

[2.4.1 O processo de *due diligence* 29](#_Toc139992914)

[2.4.2 Aspectos finais da negociação 31](#_Toc139992915)

[3 A Nova Governança com o Private Equity 33](#_Toc139992916)

[3.1 O acordo de acionistas 33](#_Toc139992917)

[3.2 A Governança durante o investimento 38](#_Toc139992918)

[4 Aspectos da Governança na Saída do Private Equity 40](#_Toc139992919)

[5 Considerações Finais 45](#_Toc139992920)

[6 Referências Bibliográficas 46](#_Toc139992921)

# Apresentação

Muitas empresas buscam expandir as suas atividades, mas não dispõem de capital financeiro ou de conhecimento para viabilizar os seus planos. Uma das soluções para alcançar o desejado crescimento é negociar a participação societária com um fundo de privaty equity, que, além de aportar recursos, colabora para a melhoria operacional, financeira e de governança corporativa da empresa.

Mas esse é um processo longo, desafiador e que envolve várias etapas, da atração do potencial sócio, passando pela a convivência durante o investimento até o momento da saída do private equity. Em todas elas, as empresas terão que lidar com uma série de requisitos e promover adaptações relevantes em suas estruturas e na governança corporativa. Este documento tem como objetivo orientar as organizações que desejam receber o investimento private equity a se prepararem melhor, em todas as fases do processo, com foco na governança corporativa.

A governança é um eixo relevante do investimento de private equity. Antes mesmo da entrada do novo sócio ou acionista, deverão ser costurados vários acordos para tornar possível o objetivo final de alçar a empresa a um novo patamar. Ajustes na governança também devem ser efetuados durante e depois do investimento, preparando a empresa para o novo contexto após o private equity.

No primeiro capítulo deste guia, trazemos um breve histórico do private equity no Brasil e no mundo, abordamos a estrutura dos fundos e suas principais estratégias, assim como os motivos pelos quais este tipo de investimento pode ser interssante para as empresas. No capítulo dois, tratamos da governança prévia à entrada do fundo, que inclui os requisitos mínimos de preperação (envolvendo, por exemplo, transparência e adequação contábil), a elaboração de um plano de negócios e a avaliação econômico-financeira da empresa (*valuation*). Abordamos os aspectos a serem levados em consideração na seleção do melhor parceiro, explicamos como costuma acontecer a negociação com o fundo de private equity e o que esperar do processo de *due diligence*.

O terceiro capítulo explora o “após a entrada do fundo”, período de convivência entre os fundadores e o novo sócio/acionista, e os necessários ajustes na governança que decorrem desta relação. Destacam-se o acordo de acionistas, que desempenha papel fundamental para alinhar as expectativas e reger os direitos políticos e econômicos dos sócios, e a implementação do conselho de administração. Por fim, no capítulo 4, tratamos da última etapa do ciclo do investimento de private equity, que é a venda da participação da empresa investida.

Esperamos que as informações aqui presentes levantem reflexões e sejam proveitosas às empresas que buscam recursos de fundos de private equity.

# 1 Private Equity como Agente Econômico

A atividade de private equity desempenha um papel relevante nas economias dos países desenvolvidos e em mercados emergentes como o brasileiro[[1]](#footnote-1). Além de proverem recursos para financiar o crescimento das empresas, os fundos de private equity contribuem para o aumento da produtividade, da inovação e para o amadurecimento da gestão e da governança corporativa.

Segundo definição da Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP), o private equity é “um tipo de investimento que envolve a participação em empresas com alto potencial de crescimento e rentabilidade, através da aquisição de ações ou de outros valores mobiliários (debênture conversíveis, bônus de subscrição, entre outros), com o objetivo de obter ganhos expressivos de capital a médio e longo prazo” [[2]](#footnote-2). Geralmente, ocorre por meio da compra de uma participação de uma sociedade de capital fechado (daí a origem do nome *private equity*, em contraposição a *public equity*, que se refere a ações listadas na bolsa) com o objetivo de alavancar o crescimento da empresa e revender a participação com lucro.[[3]](#footnote-3)

Neste capítulo, apresentaremos um breve histórico da atividade, assim como conceitos sobre o funcionamento, a estrutura e os tipos de fundos private equity. Também abordaremos os motivos pelos quais esses fundos podem ser interessantes para as empresas.

## 1.1 Origem e desenvolvimento do private equity

O nascimento da atividade de private equity está relacionado ao enriquecimento de famílias após a Revolução Industrial, mas a primeira transação efetivamente caracterizada como tal é a compra de controle (*buyout*) da Carnegie Steel Company por J. Pierpoint Morgan (J.P. Morgan), em 1901, nos Estados Unidos.

A atividade foi se desenvolvendo paulatinamente e ganhou fôlego na segunda metade do século XX: por volta de 1960 surgiram os primeiros fundos de private equity e gestores dedicados à atividade. No início dos anos 1980, houve um boom de operações alavancadas e tomadas de controle hostil de empresas na bolsa, e posterior quebra desse mercado no fim da década.

Nos anos 1990 e 2000, os fundos de private equity passaram a buscar retornos de longo prazo nas sociedades investidas. À época, a preocupação com governança corporativa começava a crescer. A atividade novamente seria impulsionaada pelos juros baixos e a elevada liquidez que prevaleceu até a crise de 2008, quando teve início outra fase de retração. Mas esta durou pouco: a partir de 2011, as transações de private equity voltaram a crescer nos Estados Unidos. Os baixos juros das principais economias mundiais estimulavam os investidores a buscar ativos de risco e os fundos de private equity a fazer operacões alavancadas, tomando recursos no mercado para a atividade.

A situação mudaria mais uma vez a partir da pandemia de Covid-19, ao final da década de 2010, quando a inflação global subiu e os Bancos Centrais elevaram os juros – ocasionando retração do setor. Conforme se percebe, a atividade de private é cíclica e relacionada à liquidez do mercado financeiro.

O mesmo ocorre no Brasil. Como o país é em larga medida dependente de capital externo, os ciclos globais favoráveis ao private equity se refletem também no país. Por aqui, os investimentos remontam à década de 1980. A atividade, porém, só começou a ganhar impulso a partir da década seguinte, graças à estabilidade monetária trazida pelo Plano Real (1994) e ao início do processo de privatização dos setores de siderurgia, mineração, telefonia e energia, dentre outros, que atraiu recursos de investidores estrangeiros dispostos a comprar participações societárias. O crescimento econômico e a atuação do Estado em um novo modelo, que previa a atuação de agências reguladoras, também despertou o interesse de investidores de longo prazo, como os fundos de pensão.

Com a maxi desvalorização do real em 1999 e o estouro da bolha da internet no ano 2000, o private equity passou por um breve período de recuo. A atividade foi retomada e amadureceu com o crescimento do país e as iniciativas para aumentar a segurança dos investidores minoritários e aprimorar a governança corporativa das empresas. Em 2004, por exemplo, os fundos de private equity realizaram as primeiras saídas por meio das ofertas públicas iniciais de ações (IPOs, na sigla em inglês), evidenciando o papel que poderiam desempenhar para o desenvolvimento do mercado de capitais[[4]](#footnote-4). De forma similar, pode-se considerar que o desenvolvimento do mercado de capitais reatroalimenta o mercado de private equity, ao tornar a listagem em bolsa uma alternativa factível para a saída do investimento.

De acordo com levantamento da ABVCAP e TTR Data[[5]](#footnote-5), de 2019 a 2022 foram realizadas 93 transações de private equity em média por ano no Brasil, com volume financeiro médio anual de R$ 17 bilhões. Em 2022, foram contabilizadas setenta e cinco transações que movimentaram cerca de R$ 19 bilhões em investimentos – valor que representa cerca de 0,2% do PIB brasileiro no ano[[6]](#footnote-6).

Gráfico 1. Atividade e Volume Financeiro da Indústria de Private Equity no Brasil

1. Considera investimentos realizados em empresas brasileiras.

2. Considera transações com data de início no período em análise, com status concluído ou em andamento.

3. Os valores totais têm em conta transações com valores não confidenciais.

Fonte: adaptado de ABVCAP e TRR Data, “Private Equity e Venture Capital: Consolidação de Dados da Indústria Investimentos 1º Tri 2023”, 2023.

Apesar de representar valor ainda tímido frente ao PIB, a indústria de private equity possui grande potencial de crescimento e exerce papel relevante no amadurecimento da gestão e da governança corporativa das empresas, provendo capital e aportando conhecimentos que proporcionam o crescimento dos negócios. A atividade é importante também para as operações de fusões e aquisicões e para as saídas via IPOs – representando parcela significativa dos IPOs na B3 (*veja também o item 4.3*).

## 1.2 Razões para o Private Equity

As potenciais fontes de financiamento de recursos são o reinvestimento dos lucros, o capital de terceiros e o *equity* (venda de participação societária). Na primeira forma, o lucro da empresa é reinvestido na expansão de suas atividades. Já o capital de terceiros envolve o financiamento via dívida bancária ou emissão de títulos de dívida. O private equity se encaixa na terceira modalidade, quando um novo sócio ou acionista compra participação societária na empresa. Cada forma tem suas características, que serão detalhadas a seguir.

O crescimento via reinvestimento dos lucros, também conhecido como crescimento orgânico, mantém a estrutura de capital da empresa e não envolve uma obrigação/exigível, uma vez que provém do capital dos proprietários. Porém, trata-se de uma opção “menos ágil” de financiamento, pois o capital pode ser insuficiente para subsidiar os planos de expansão da empresa, especialmente se forem agressivos.

Já o financiamento via dívida bancária pode agregar velocidade aos planos de expansão e apresentar um custo de capital mais baixo, a depender das condições da economia e do risco da empresa. No entanto, a partir de certo nível de endividamento, o custo pode se tornar proibitivo e inviabilizar a sustentabilidade do negócio. Além disso, no Brasil o financiamento bancário de longo prazo é insuficiente para atender à demanda e pouco acessível, por demandar garantias que muitas vezes as empresas não dispõem.

No contexto de lucros insuficientes para financiar o crescimento e custos de dívida proibitivos, a opção pela venda do capital da empresa pode ser interessante – aqui entram os fundos de private equity, por exemplo, mas também a realização de ofertas públicas de ações. Considerando as peculiaridades da volátil economia brasileira, levantar recursos na bolsa ou via emissão de títulos de dívida no mercado de capitais é uma opção geralmente disponível apenas às maiores empresas, que estão mais maduras em termos de governança corporativa e que geralmente fazem ofertas vultosas. Mesmo a emissão de títulos requer da companhia uma estrutura mais robusta para prestar contas a seus investidores e credores.

Os recursos de private equity são acessíveis a empresas em diferentes estágios de maturidade, independente de seu porte. Basicamente, a classificação das empresas se dá em “*early stage*” e “*late state*”. As empresas “*early*” são aquelas em estágio inicial e seus produtos ou negócios ainda estão em fase de maturação. Neste estágio, a gestão está centrada no empreendedor, para que possa corrigir e fazer as mudancas de forma mais livre, com mais agilidade. Os fundos voltados para tais empresas são denominados de fundos de *venture capital*.

Já os fundos de private equity, propriamente dito, são voltados para empresas “*late stage*” ou maduras. Neste estágio, os fundos aportam volume mais robusto de recursos e a geração de valor depende de um conjunto de capacidades do gestor do fundo para expansão da empresa e de sua geração de caixa[[7]](#footnote-7). Ou seja, o objetivo do fundo de private equity é justamente aportar recursos no negócio para alçá-lo a um patamar mais elevado de desempenho, com foco no longo prazo. Geralmente, nos primeiros cinco anos após terem aportado recursos na empresa, preocupam-se com sua melhora financeira e operacional. Após o 5º ano, o foco vai mudando para a venda da participação, de forma que os recursos dos cotistas sejam devolvidos até o 10º ano.

A Figura 1 apresenta as diferentes fontes de recursos em função do ciclo de vida da empresa. Importante destacar que entre empresa em estágio *early* e *late*, há empresas que se encontram num estágio intermediário, com características entre um e outro, com possibilidade de acesso tanto a fundos de venture capital e de private equity. O que definirá o tipo de recurso será a definição clara do estágio de maturidade do negócio, volume de recursos necessário e da necessidade de um conjunto de capacidades necessárias para “destravar” o potencial crescimento e de criação de valor na empresa.

Figura 1. Tipos de recursos em função do ciclo de vida da empresa

Diagrama

Descrição gerada automaticamente

Fonte: Elaboração dos autores do Guia

Nota: Trata-se de simplificação da realidade para fins de compreensão das fontes de recursos disponíveis a depender do ciclo de vida da empresa e identificação do acesso aos recursos de fundos de private equity.

O fundo de private equity requer o respectivo retorno pelo capital de risco. No entanto, para além do capital (e talvez mais importante do que ele), o grande atrativo deste investimento é a *expertise* que os fundos podem aportar na empresa – conhecimentos e experiências sobre o mercado de capitais, sobre gestão e governança corporativa, e sobre o setor de atuação da empresa. Em suma, o fundo de private equity pode agregar valor por meio da melhora na governança, da colaboração para a estratégia, para o modelo de negócios, as táticas comerciais e a formação das lideranças. Todos esses fatores podem contribuir para profissionalizar a empresa e/ou torná-la mais competitiva, acelerando a sua expansão.

A empresa pode se beneficiar também do acesso à rede de relacionamentos do fundo de private equity e do potencial ganho reputacional: ao ter como sócio ou acionista um investidor profissional, após longas rodadas de estudos e diligências, a imagem da empresa tende a se legitimar perante o mercado como um negócio com potencial e gerido de acordo com boas práticas.

No entanto a empresa – especificamente os atuais proprietários – deve considerar que nesse tipo de captação de recursos, a sociedade se desfaz de parte do capital e passará a conviver com um novo sócio ou acionista que interferirá, em maior ou menor grau, na gestão do negócio. Outro aspecto que precisa ser levado em conta é que, dado o caráter do investimento private equity, é provável que os fundos busquem minimizar o *valuation* da empresa na negociação. Investidores estratégicos – empresas do mesmo ramo de atuação – costumam trabalhar com *valuations* mais elevados porque focam nas potenciais sinergias que uma aquisição costuma trazer.

Portanto, assim como ocorre com as demais fontes de financiamento, há que se considerar se o financiamento via private equity é o mais adequado para a empresa e dado contexto. Para identificar se o private equity é uma alternativa interessante de financiamento, algumas questões podem ser úteis:

* A empresa tem um potencial de expansão e/ou geração de valor para os negócios em um período de 4-6 anos?
* O plano de negócios é exequível e ambicioso?
* Quais são as alternativas de levantamento de capital via novos aportes, dívida e/ou equity que a empresa possui para viabilizar essa expansão?
* Além de capital, que competências a empresa precisa para viabilizar o seu crescimento?
* Os sócios entendem que contam com condições para atrair bons profissionais e prestadores de serviço para destravar esse potencial de expansão e/ou geração de valor?
* Os sócios querem acessar o mercado de capitais no curto ou médio prazos e acreditam ter condições de fazer isso sozinhos?
* Existe alguma necessidade de liquidez imediata e/ou alteração no quadro societário que a entrada de um fundo de PE possa viabilizar?
* Os sócios estão preparados para assumir um processo de decisão compartilhado?
* Outros agentes do mercado (investidores de portfólio ou estratégicos, outros fundos de private equity) podem se interessar pela sociedade no futuro?

**Box: Planejamento da sucessão**

Outro motivo para buscar um sócio de private equity diz respeito ao planejamento sucessório, especialmente em empresas familiares: a entrada de um sócio profissional pode ajudar a dar liquidez às participações detidas pelos membros da família, oferencedo uma via de saída.

## 1.3 Estrutura do Fundo de Private Equity

Os investimentos feitos por meio de fundos de investimentos contam com maior eficiência tributária e estruturas de governança corporativa mais robusta do que a compra de participações nas empresas feitas diretamente por investidores. As firmas de private equity atuam como gestoras dos fundos e desempenham um papel bastante amplo: levantam os recursos dos investidores (processo conhecido como *fund-raising*), criam o fundo, selecionam as empresas para o portfólio, negociam e efetuam a compra da participação acionária nessas empresas e promovem melhorias estratégicas, operacionais, econômico-financeiras e de governança nas investidas. No jargão do mercado, os gestores são conhecidos como *general partners* (GPs).

Outros agentes muito importantes são os cotistas que investem nos fundos, conhecidos como *limited partners* (LPs). São investidores de longo prazo, com capacidade financeira para aguardar pelo retorno dos recursos aportados nos fundos. É o caso dos fundos de pensão, fundos soberanos, “*endowments*”, “*family offices*” e outros investidores institucionais, que diversificam seus investimentos incluindo cotas destes fundos. Ao renunciarem à liquidez, esses investidores buscam retornos superiores aos que podem ser obtidos pelas empresas com ações negociadas na bolsa de valores.

Portanto, os recursos que o fundo utiliza para comprar a participação acionária não são próprios, e sim dos investidores (os cotistas). Numa primeira etapa, ocorre o levantamento de recursos (*fund-raising*) por parte dos fundos de private equity. Nessa etapa, os cotistas se comprometem a aportar capital no fundo – ao montante dos aportes, dá-se o nome de capital comprometido. Mas o aporte no fundo efetivamente só ocorre por meio das chamadas de capital, quando o gestor já fechou o acordo de compra da participação acionária da empresa-alvo e solicita aos cotistas que efetivamente aportem os recursos, conforme previamente estipulado.

Geralmente, os fundos adquirem capital em de cinco a dez sociedades. Quando o fundo já obteve os resultados esperados para cada empresa e quando as condições do mercado são propícias, ele vende as suas participações. Então, devolve os recursos para os cotistas – se tudo deu certo, com um retorno que compensou o risco. O tempo que mantêm o investimento nas empresas varia – geralmente, o prazo de duração do fundo é de dez anos[[8]](#footnote-8), o que significa que ele deverá devolver os recursos para os cotistas até o término desse período. Mas as empresas costumam ficar menos tempo no portfólio, de três a seis anos – o tempo depende dos resultados de cada uma e das condições do mercado de capitais e da economia.

Os investimentos de private equity no Brasil são geralmente feitos por meio da estrutura de Fundos de Investimento em Participações (FIPs)[[9]](#footnote-9), regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e autorregulados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) e pela ABVCAP[[10]](#footnote-10). Há, portanto, uma robusta estrutura regulatória que disciplina e fiscaliza a atuação desses fundos. FIPs são fundos fechados, que não aceitam aportes e resgates por parte dos investidores a qualquer momento, e com um prazo determinado de duração.

É comum que os gestores também invistam no fundo – esta é uma forma de alinhar os interesses entre o gestor e os demais cotistas[[11]](#footnote-11). O regulamento do FIP – assim como os regulamentos dos demais fundos de investimento – traz as cláusulas de funcionamento desses fundos, os direitos e deveres de gestores e cotistas. Muitos dos regulamentos especificam quem são os gestores-chave, ou seja, os profissionais da firma de private equity que cuidarão do investimento na empresa. Como o próprio nome indica, a atuação desses profissionais será muito relevante para o desenvolvimento da investida.[[12]](#footnote-12)

Os gestores são remunerados principalmente por duas taxas: a taxa de administração e a taxa de performance, também conhecida como *“carry*”. A primeira serve para custear as despesas do gestor, do administrador e do custodiante do fundo. Ela costuma ser 2% ao ano no total, sobre o capital comprometido (na fase do investimento e, sobre o capital investido, na fase do desinvestimento). Contudo, este percentual depende do patrimônio do fundo, de forma que não fique tão elevada que desalinhe os interasses na busca do retorno ao LP.

A taxa de perfomance ou “*carry*” é onde se dá o alinhamento com o gestor do fundo com o seu cotista. Pois quanto maior for o valor de venda do ativo e menor for o tempo para saída do fundo da participação no capital da empresa, maior será o retorno ao investidor. Trata-se de um percentual, geralmente de 20%, que recai sobre o valor excedente entre o capital integralizado pelo investidor corrido por um “*hurdle reate*” (*benchmark* estabelecido em regulamento do fundo) e o valor de venda da participação do fundo na empresa. Se o valor da venda não ultrapassar esse *benchmark*, o gestor não recebe a taxa de performance.

Importante mencionar que o *benchmark* é somente uma referência a partir do qual o gestor receberá por seu desempenho: o investidor tem interesse no maior retorno possível pelo risco assumido no investimento.

Para os gestores, portanto, quanto melhor for o desempenho da empresa e o montante que eles obtiverem pela venda da participação, maiores serão os seus ganhos. Embora essa estrutura de remuneração seja uma forma de alinhamento de interesses entre as empresas e os gestores – já que ambos ganham mais com a parceria e com a expansão dos negócios – ela também pode ser uma fonte de pressão dos gestores em relação ao desempenho da empresa.

Outra figura legal obrigatória nos FIPs é o administrador, responsável por verificar a adesão do fundo ao seu regulamento, realizar a avaliação da carteira (precificação das cotas) e a interface com a CVM, dentre outras atribuições.[[13]](#footnote-13)

Vários fundos de private equity contam com equipes responsáveis por todas as etapas do investimento: desde a análise dos setores e identificação das empresas-alvo, passando pela avaliação, negociação, o investimento em si e o seu acompanhamento. Firmas de auditoria também costumam ser contratadas pelos fundos para realizar o processo de *due diligence* na empresa-alvo (*mais sobre a due diligence no tópico 2.6*). Já outros fundos trabalham com parceiros em determinadas fases. Ambas as partes – empresa-alvo e fundos – também contam com escritórios de advocacia que os assessoram para a realização das transações.

**Box:** Ciclo de vida de um fundo de private equity

**Fase 1 – Levantamento de capital (*fund-raising*)**

Estratégia e regulamento do fundo

Prospecção de investidores

Comprometimento de capital

**Fase 2 - Seleção e investimento**

Teses de investimento

Seleção das empresas-alvo

Negociação e diligência nas empresas

Investimentos nas empresas

**Fase 3 – Geração de valor**

Aperfeiçoamento na governança corporativa

Melhorias estratégicas e operacionais

Alavancagem financeira

**Fase 4 – Realização de lucros**

Estudo de alternativas para a venda da participação

Desinvestimento

Retorno aos cotistas

## 1.4 Estratégias de Private Equity

Para revender a participação adquirida com lucro no futuro, os fundos de private equity buscam gerar valor na sociedade investida por meio de melhorias – por exemplo na gestão estratégica, operacional, financeira e de governança corporativa[[14]](#footnote-14) – e de uma estratégia definida. A seguir estão dispostas algumas dessas estratégias:

**Compra de controle *(buyout)***– Fundos de private equity podem atuar por meio da compra da maioria das ações com direito a voto ou da totalidade do capital das sociedades, o que lhes garante poder político para executar as mudanças desejadas. Geralmente, esses fundos promovem modificações bastante amplas na gestão das investidas.

***Growth capital*** – Voltado para financiar sociedades com elevado potencial de crescimento, que já estão em estágio mais avançado de maturidade, mas que ainda não têm porte para serem adquiridas nas operações de *buyout*. O *growth capital* é um tipo de private equity no qual o fundo compra uma participação minoritária da empresa e mantém os fundadores (em contraposição ao *buyout*, no qual o fundo compra o controle e geralmente troca o time de executivos). Em comparação com o venture capital, a diferença é que os negócios já estão mais estabelecidos e embutem um risco menor.

***Venture capital***– Partindo-se da definição ampla de private equity (compra de participação em sociedade fechada para posterior venda), pode-se considerar o *venture capital* também como um tipo de private equity, mas cujo investimento é feito em empresas que estão em estágio embrionário ou inicial, com maior potencial de crescimento, porém envolvendo considerável risco. Há vários estágios no venture capital: *seed money* (que financia ideias, antes mesmo de a companhia ser uma startup) provido pelos *angel investors* (investidores-anjo são aqueles que financiam a empresa em seu nascedouro); financiamento de startups[[15]](#footnote-15); capital para companhias já operacionais (*late stage*).

***Leveraged buyout*** – De forma semelhante ao *buyout*, ocorre por meio da compra da maioria das ações com direito a voto ou totalidade do capital da sociedade, com a diferença que os recursos utilizados para a compra são provenientes de empréstimos. É uma compra alavancada. No Brasil, esse tipo de operação não é comum por conta das altas taxas de juros, mas nos Estados Unidos é bastante usual.

***Turnaround/ Special situations*** *(distressed assets)* – A tese é a de investir em empresas em dificuldades, promover uma mudança profunda na gestão e na sociedade e reerguê-la para, posteriormente, vendê-la a preços mais elevados. No caso dos *distressed assets*, a situação é parecida, mas a empresa já enfrenta uma situação mais grave, com endividamento elevado e eventos de inadimplência (*default*) já ocorridos.

***Management Buyout (MBO)*** *–* É a compra do controle da sociedade pelos seus administradores, que pode ocorrer com recursos de private equity. Esse tipo de transação pode ser um meio de resolver a questão sucessória da empresa. Ou ocorre quando uma companhia controladora resolve vender alguma de suas controladas por questões estratégicas a seus administradores, que recorrem a recursos de fundos para efetuar a compra. É, logo, é uma operação alavancada como o *leveraged buyout*.

Box: As diferenças dos modelos de governança nas investidas por fundos de private equity e de *venture capital* (VC)

Fundos de Private Equity

•       Quando a participação é minoritária, o fundo busca auxiliar o time de gestão que desenvolve a estratégia de criação de valor na empresa investida. Normalmente, os recursos são aportados em fundadores de empresas onde seu modelo de negócio já está comprovado e precisa de ajuda para crescer. Os fundos de PE, por exemplo, auxiliam na contratação de executivos chave como financeiro, ao estabelecer sistemas mais centralizados de controle, de melhorias de processos e de conexão com sua própria rede de contatos entre novos fornecedores, clientes, consultorias etc.

•       Na compra de controle (buyout): os fundos de PE estabelecem sua estratégia de forma ativa, alterando o time de gestão atual. Ao executar a estratégia de reestruturação da empresa buscam manter o core business, vendendo as unidades de negócios que não fazem parte do core business, ou mesmo ativos, expandem para novos mercados por meio de M&A ou de forma orgânica.

Fundos de Venture Capital

•       Geralmente a participação é minoritária nas empresas: os fundos VC buscam aconselhar os fundadores, recomendar processos, controles, elaboração de relatórios etc. Esses fundos, ao atuarem nos estágios iniciais, buscam criar valor na definição da estratégia, com a definição do tamanho de mercado a alcançar, seu ritmo de crescimento a direção a seguir, definir um tamanho a ser alcançado de acordo com um determinado ritmo de crescimento, assim como os produtos a serem desenvolvidos e vendidos, o montante de capital a ser levantado, inclusive o coinvestimentos de outros fundos VC.

# 2 Preparando a Empresa e a sua Governança

Governança corporativa pode ser entendida como o “sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”[[16]](#footnote-16). Este sistema é composto por princípios e práticas que alinham interesses e contribuem para a preservação e otimização do valor econômico de longo prazo das organizações.

Partindo desta definição pode-se afirmar que, em sentido amplo, todas as organizações possuem uma governança – ou seja, há uma forma de governo, ainda que simples, implícita ou informal, que guia a empresa e os relacionamentos entre os seus stakeholders (mesmo que baseada em um único sócio, por exemplo). Entretanto, à medida que as melhores práticas de governança corporativa são adotadas, em função do contexto de negócios, da complexidade e do porte da organização, esse sistema se torna mais maduro, sofisticado e preparado para lidar com os desafios atuais e futuros. A governança potencialmente diminui o risco da empresa, elevando o seu valor e contribuindo para o estabelecimento de bases sólidas para o crescimento sustentável e de longo prazo.

No contexto do investimento private equity, o grau de maturidade da governança terá importantes implicações para a empresa: influenciará a sua capacidade de atrair novos sócios/acionistas, a negociação em si e o próprio *valuation*.

A preparação da governança deve começar antes mesmo da entrada do novo sócio. Neste capítulo, abordaremos aspectos como os requisitos mínimos de governança da empresa para atração dos fundos de private equity, abordaremos a construção de um plano de negócios (*business plan*), as questões relacionadas ao *valuation,* à seleção do fundo de private equity, ao processo de auditoria *(due diligence)* e de negociação com o fundo.

## 2.1 Requisitos mínimos de governança

Para a empresa interessada em atrair o capital do private equity, alcançar um determinado estágio inicial de governança terá efeitos na sua atratividade e no *valuation*. Embora haja diversos perfis e teses de investimento dos fundos – desde aqueles que preferem empresas mais estruturadas em termos de governança corporativa e gestão, quanto os que aportam capital em teses menos maduras, porém com potencial de crescimento e lucratividade maiores –, dificilmente o capital será aportado caso a empresa não atinja patamares mínimos de organização e controle. Nesses casos, o risco percebido pelo fundo pode se tornar proibitivo, inviabilizando a operação.

Um dos itens que costumam ser necessários é o balanço auditado há pelo menos dois anos – uma condição básica para que o fundo considere a empresa como potencial alvo.[[17]](#footnote-17) Trata-se de uma das melhores práticas de governança corporativa segundo o Código do IBGC[[18]](#footnote-18), cujo fundamento é:

Apoiado no trabalho da auditoria independente, o conselho de administração e a diretoria são responsáveis por assegurar a integridade das demonstrações financeiras da organização, preparadas de acordo com as práticas contábeis vigentes das respectivas jurisdições em que a organização mantenha suas atividades.

A atribuição principal do auditor independente é emitir, observadas as disposições aplicáveis, opinião sobre se as demonstrações financeiras preparadas pela administração representam adequadamente, em todos os seus aspectos relevantes, a posição patrimonial e financeira da organização. (IBGC, 2015, p. 86)

A depender do perfil do fundo e do porte da empresa, é requisito que o balanço seja auditado por uma das maiores firmas do setor (as conhecidas *big four*) – mas também há fundos que analisam os balanços auditados por outras firmas, menores, desde que com credibilidade no mercado. Além de serem importantes medidas da saúde econômico-financeira, as demonstrações auditadas fornecem dados para o *valuation* e podem evitar maiores surpresas durante o processo de *due diligence*.

Outra questão muito importante é a conformidade da empresa do ponto de vista tributário e uma postura correta com relação ao pagamento dos impostos. Se a relação é de não conformidade com o Fisco, é provável que os resultados da empresa estejam inflados, não refletindo a sua realidade econômico-financeira – além de gerar passivos tributários que se refletem em menor *valuation* e atratividade.

A relação entre o patrimônio do empresário (na sua pessoa física) e da empresa também é um dos pontos analisados: as transferências excessivas da pessoa jurídica para a pessoa física são um dos focos detratores porque podem denotar uma apropriação dos recursos da empresa e até mesmo confusão patrimonial – que ocorre quando as despesas das pessoas físicas são pagas pela pessoa jurídica. Vale lembrar que esse tipo de despesa não é dedutível do ponto de vista fiscal e pode significar contingências fiscais na investida.

Os aspectos citados – auditoria independente no balanço, conformidade fiscal e segregação patrimonial entre empresa e sócios/acionistas – constituem um patamar mínimo de governança corporativa. Em suma, a empresa precisa ter uma estrutura contábil, fiscal e financeira minimamente organizada para atrair recursos de fundos de private equity. Caso ainda não tenha chegado a esse patamar, recomenda-se que busque assessoria para organizar a sua contabilidade e sua estrutura para posteriormente acessar essa fonte de recursos.

A existência de outras estruturas e práticas de governança corporativa, a partir do patamar mínimo, pode contribuir para aumentar a atratividade da empresa. Nesse sentido, são bem-vindas a estrutura de controles internos e compliance, as políticas de gestão de risco, a auditoria interna, dentre outras. A resolução de eventuais conflitos familiares ou societários previamente à entrada do private equity também deve ser buscada.

**Box:** Arrumando a governança dentro de casa

É recomendável que os fundadores resolvam os eventuais conflitos e/ou pendências e celebrem um acordo de sócios/acionistas previamente à entrada do fundo, buscando alinhamento e consenso nas decisões de caráter societário.

No contexto das empresas familiares, um dos aspectos mais importantes para os investidores de private equity é a organização e a governança da família empresária, que pode evitar que desavenças interfiram na condução dos negócios e no valor da empresa.

Na governança familiar, estão incluídos aspectos como o estabelecimento das condições de ingresso e permanência dos familiares na sociedade, o alinhamento das expectativas de seus vários integrantes sobre o futuro dos negócios e a delimitação de assuntos que serão discutidos nos âmbitos familiar e empresarial.

Uma das formas de encaminhar essa discussão é por meio da criação de um conselho de família[[19]](#footnote-19). O aporte de recursos de investidores profissionais pode, também, ser uma forma de programar a sucessão, dando saída aos sócios ou acionistas da família que não têm mais interesse em permanecer na sociedade ou que precisam dar liquidez às suas participações.

A depender do seu porte e complexidade, é recomendável que a empresa avalie a implementação de estruturas de conselho – consultivo ou de administração. Não se trata, na prática do mercado, de um requisito ou exigência para o investimento private equity. Entretanto, estruturas de conselho podem agregar maior qualidade ao processo decisório estratégico, fortalecer o controle e o monitoramento da gestão e preparar a empresa para a entrada do fundo de investimento. Nesse sentido, é preciso considerar que a atuação dos fundadores pode mudar bastante após a entrada do private equity, paulatinamente deixando de exercer funções executivas para agregar experiência e conhecimentos na mesa do conselho de administração.

A criação de um conselho consultivo ou de administração torna mais suave essa transição, ocasião em que o fundador já se exercitaria para a tomada de decisões colegiadas. A experiência pode ser útil para que o fundador perceba como acolhe sugestões e observações de outros conselheiros, preparando-se para exercitar o papel de conselheiro e a tomada de decisões em conjunto, que se tornará uma rotina quando houver o ingresso do novo acionista.

Portanto, a existência de um conselho consultivo ou de administração também incrementa a governança da empresa e é bem-vista pelos fundos. A partir daí, o conselho pode ser aprimorado, com a presença de independentes e processos de avaliação, dentre outras práticas recomendadas de governança corporativa.

### 2.1.1 O plano de negócios

É fundamental que a empresa construa um plano de negócios (*business plan*), alinhado ao seu planejamento estratégico, que justifique a captação de recursos via private equity. Esse plano deve especificar os objetivos da captação, os investimentos previstos, o custo estimado do capital, além de estimativas sobre os retornos. Costuma conter também uma descrição da empresa e do seu contexto, com apresentação do histórico e dos fundadores/administradores. Descreve os produtos e serviços comercializados, o modelo de negócios e as vantagens competitivas da empresa, traz análises do setor e do mercado (incluindo fornecedores e concorrentes), além de projeções de crescimento, estimativas de rentabilidade e cronograma do(s) investimento(s).

É importante ter em mente que o plano de negócios será uma espécie de cartão de visitas da empresa, e que os mercados financeiro e de capitais costumam direcionar seus esforços apenas para a análise de *business plans* que seguem determinados padrões, já que o tempo para estudo é escasso e há uma concorrência grande por capital. Nesse sentido, pode ser interessante contar com a assessoria de terceiros (*advisors*), familiarizados com a linguagem dos mercados, para auxiliar a empresa na preparação do plano.

Deve-se considerar que fundos de private equity buscam planos de negócio ambiciosos, porém exequíveis, de empresas com potencial e que atuam em mercados em expansão. Se não houver interesse em expandir os negócios ou se os planos se basearem em premissas pouco factíveis, a empresa dificilmente conseguirá atrair a atenção de fundos de private equity.

**Box:** O papel do assessor nas etapas iniciais

Para viabilizar aportes de fundos de private equity, é recomendável que a empresa contrate prestadores de serviços, como assessores (*advisors*) e/ou advogados. Os assessores – que podem ser tanto bancos de investimento quanto butiques de investimento – desempenham papel relevante ao longo de todas as etapas que envolvem a captação de recursos de fundos de private equity.

Na fase inicial, de elaboração do plano de negócios, os assessores trazem a perspectiva do mercado para a empresa – ao conhecer a sua estrutura e sua forma de atuação, eles identificam pontos fortes e pontos fracos e avaliam como ela seria recebida por investidores profissionais. Como a percepção de risco dos fundadores pode ser diferente daquela do mercado, o assessor irá se antecipar a possíveis questões que podem ser apontadas no futuro, sugerindo adequações para que o negócio se torne elegível a atrair capital.

Antes mesmo de iniciar o processo de seleção do fundo de private equity, o assessor irá avaliar o estágio da empresa e se essa fonte de recursos seria mesmo a melhor alternativa. Caso a empresa ainda não conte com os requisitos considerados mínimos para buscar recursos com fundos, o assessor irá prepará-la para tanto ou recomendar outra fonte de recursos.

Nas empresas familiares, a figura do assessor também pode agregar bastante ao contribuir para contrabalançar os aspectos emocionais envolvidos na venda da participação acionária.

Vale apontar que o processo de venda de uma parte ou de toda a sociedade costuma demandar bastante empenho e tempo – uma estimativa é que leve cerca de duas mil a quatro mil horas de trabalho em aproximadamente um ano. Portanto, é comum que o empresário, além de não dispor dos conhecimentos específicos envolvidos na compra e venda de participações, não tenha disponibilidade para levar adiante o processo por conta própria, sem o auxílio de profissionais especializados. (*Leia mais sobre o papel dos assessores no item 2.4)*

## 2.2 Avaliação econômico-financeira da empresa (v*aluation*)

A avaliação da empresa é uma etapa fundamental para o empresário e para o fundo de private equity – e, como os interesses de cada um são naturalmente conflitantes, este é um ponto que costuma gerar bastante discussão. A princípio, para o empresário interessa que a sua participação na sociedade seja avaliada pelo valor mais elevado possível; por outro lado, o fundo deseja minimizar o desembolso, para aumentar a rentabilidade da operação e o retorno aos seus cotistas.

Se a negociação avançar, provavelmente ambos terão de ceder para que se chegue a um acordo sobre o preço. E, como veremos mais adiante, a intenção de cada lado de maximizar os seus ganhos pode se tornar uma armadilha no futuro se a empresa não for bem-sucedida (*veja mais no item 3.1*).

A dificuldade em estabelecer o valor da empresa não decorre apenas desse interesse conflitante, mas também da subjetividade envolvida nas técnicas de *valuation*, mediante o estabelecimento de critérios e premissas. É comum que cada lado do negócio – investida e investidor – faça a sua própria avaliação.

Do ponto de vista da governança corporativa, é importante levar em conta que, quanto mais madura estiver a empresa – com a adoção das melhores práticas, de processos e políticas bem-delimitadas –, melhor tende a ser a sua avaliação. Isso ocorre pois o ambiente se torna mais seguro e previsível, com regras e acordos que reduzem potenciais conflitos entre fundadores e o fundo de private equity. Portanto, a governança é um fator que reduz riscos e, independentemente de qual técnica será usada para o *valuation*, acabará influenciando na avaliação, ainda que subjetivamente.

A depender do assessor contratado e de sua credibilidade no mercado, os fundos de private equity podem utilizar aspectos da modelagem financeira feita pela assessoria contratada pela empresa, ou seja, podem levar em conta as projeções de crescimento e lucratividade da empresa, embasadas no histórico. As assessorias também costumam elaborar avaliações considerando diferentes cenários (otimista, realista ou intermediário e pessimista).

As técnicas mais utilizadas para calcular o valor do negócio nas transações envolvendo private equity são o desconto de fluxo de caixa (DCF) e os múltiplos comparáveis. Há também o método do valor patrimonial, embora menos comum. Na prática, as diferentes metodologias podem ser combinadas para realizar o *valuation*.

**a) Fluxo de caixa descontado (discounted cash flow, DCF)**

Por essa metodologia, o valor dos ativos depende do fluxo futuro de resultados trazido a valor presente por meio de uma taxa de desconto (taxa de risco). Vale lembrar que a base para estimar o fluxo futuro de resultados é dada pelas projeções que constam do plano de negócios da empresa.

A subjetividade está presente tanto na projeção dos resultados quanto na determinação da taxa de risco. Para se calcular o fluxo futuro de resultados, por exemplo, é necessário estabelecer as premissas de crescimento do negócio – e as projeções de expansão da empresa e do private equity não necessariamente coincidem.

O mesmo pode ocorrer com relação à taxa de risco, que possui vários componentes macro e microeconômicos. São consideradas no cálculo não apenas a taxa de juros básica da economia, mas variáveis como a taxa de câmbio, o crescimento da economia, a segurança jurídica e as características do ambiente regulatório, além de fatores internos.

No âmbito interno, a qualidade da governança da empresa deve ser levada em consideração, se relacionando de forma indireta ao *valuation*. Uma governança corporativa baseada nas melhores práticas tende a mitigar os riscos do negócio, reduzindo (ainda que teoricamente) a taxa de desconto utilizada no modelo e, consequentemente, melhorando a avaliação da empresa.

O fluxo de caixa descontado costuma ser a metodologia mais usada nas transações de private equity porque está relacionado à renda que o negócio pode gerar. Como ele incorpora a projeção de crescimento da empresa, tende a beneficiar o empreendedor, se cotejada com a metodologia dos múltiplos comparáveis.

**b) Método de múltiplos comparáveis**

Consiste na seleção de indicadores (múltiplos) de negócios comparáveis (com perspectivas e riscos semelhantes) e a sua aplicação na empresa que está sendo avaliada. Alguns dos múltiplos que costumam ser utilizados são o preço/lucro (P/L), o EV/EBITDA [[20]](#footnote-20) e o EV/Receita. O P/L, por exemplo, se adequa melhor às empresas que já têm concorrentes com ações negociadas na bolsa, que passam a servir de parâmetro, e está bastante sujeito às condições setoriais e de mercado como um todo.

Cada um desses indicadores, quando aplicado à empresa avaliada, resultará em valores diferentes, e o avaliador deverá considerar os mais adequados. Como esse método não incorpora as projeções de crescimento da empresa, tende a ser mais favorável para os fundos de private equity.

**c) Método baseado no valor patrimonial**

O que se busca neste método é levantar o valor dos ativos e passivos da empresa, ou seja, o seu patrimônio líquido. Esse valor não incorpora as perspectivas de crescimento e tampouco considera o valor de mercado (como o método de múltiplos) ou alternativas de investimento, mas pode ser adequado para avaliação de imóveis, créditos fiscais, entre outros.

Trata-se de um método pouco utilizado, uma vez que a avaliação da companhia pelo patrimônio implica que a sua geração de caixa futura e as perspectivas para o negócio não são positivas – e, portanto, essas empresas teoricamente não atraem o interesse dos fundos de private equity. Uma exceção seria quando o objetivo é apenas comprar os ativos da empresa (instalações e equipamentos, por exemplo) e no caso do investimento em *distressed assets*.

Independentemente do método utilizado, vale ressaltar que a avaliação também está relacionada à própria dinâmica de oferta e demanda do mercado de private equity. Se o mercado está aquecido, há uma maior concorrência entre os fundos por bons negócios e o momento pode ser mais favorável às investidas. Por outro lado, em mercados pouco dinâmicos, o investidor costuma ter mais poder de barganha.

Com relação à avaliação, alguns pontos podem ser considerados pelo empreendedor/fundador:

* Vale a pena aceitar um valor um pouco menor pela participação, levando em conta o bom histórico do fundo e seu gestor?
* Qual será o impacto de uma avaliação inferior na parcela do capital que a empresa terá de vender ao fundo de private equity?
* É interessante vender uma parcela um pouco superior do capital para ficar mais tempo sem precisar buscar recursos no mercado?

Uma vez que se chegue ao *valuation*, investidor e empresa começam a delinear o acordo de acionistas e a governança corporativa após a entrada do fundo. Mesmo depois de acordado o valor da transação, o seu prosseguimento dependerá, portanto, de novos entendimentos sobre etapas subsequentes.

**Box** Finanças comportamentais: o papel da ancoragem

Um dos pontos que requerem atenção dos empresários na hora de analisar as diferentes propostas de compra de sua participação acionária diz respeito a um conceito de finanças comportamentais: a ancoragem. A âncora é um ponto de referência ou parâmetro, e a ancoragem é o processo de fazer aproximações a partir deste ponto – fruto da dificuldade do sistema perceptivo humano para avaliar magnitudes absolutas[[21]](#footnote-21).

De posse do conhecimento dos valores nominais e/ou múltiplos de transações efetuadas por outras companhias, como os preços de suas ações nos IPOs ou o valor da venda a um sócio estratégico, o empresário pode criar a expectativa de que sua participação seja transacionada por valores semelhantes, estabelecendo uma faixa de preços para o seu negócio e recusando ofertas que não se enquadrem nesses parâmetros.

No entanto, é importante prestar atenção se a ancoragem está sendo ou não fator preponderante para a tomada de decisões, mantendo em mente que a avaliação de cada negócio varia não apenas de acordo com as suas características e o seu potencial, mas também com o cenário econômico. Um assessor financeiro experiente pode auxiliar nesse processo.

## 2.3 Seleção do fundo de private equity

Uma vez que a empresa já conta com um robusto plano de negócios e já tem elementos para realizar a sua avaliação, surge outra questão: como escolher o fundo que mais se adequa ao negócio?

Para o fundador, a seleção do fundo de private equity é fundamental: não raro, a relação entre empresa e fundo é interpretada como um casamento – como tal, demanda cooperação, confiança e regras claras para que seja bem-sucedida. Portanto, recomenda-se que a empresa avalie o histórico e a capacidade dos diferentes fundos de gerar valor por meio de melhorias e aprimoramentos. A escolha do melhor parceiro para faz toda a diferença em todas as fases do investimento private equity.

Do ponto de vista prático, o processo de seleção pode começar com a identificação de fundos de private equity que já levantaram recursos e estão em fase de investimento. A busca pode incluir a participação em congressos ou eventos do setor, a pesquisa na ABVCAP e nos sites dos próprios fundos.[[22]](#footnote-22) Os assessores podem ajudar nessa etapa, como importantes fontes de informação sobre os principais participantes do mercado.

A adequada compreensão do perfil e da tese de investimento desse futuro sócio facilita o alinhamento de expectativas entre o fundo e a empresa. Para tanto, é necessário que o fundador entenda o perfil do fundo e a sua tese de investimento. A empresa deve considerar as estratégias de cada fundo (conforme apontado no tópico 1.4) e selecionar aquele que mais se adequa ao seu estágio no ciclo de vida e porte.

Mesmo considerando que o investimento via private equity é um capital estável, de longo prazo, há variações: enquanto alguns fundos esperam vender suas participações em cinco anos, outros aguardam o retorno em prazos mais longos, até oito anos – no décimo ano, em geral o fundo terá de retornar o dinheiro aos seus cotistas.

Outra questão central é quanto de participação societária os fundadores estão dispostos a negociar com o fundo de private equity. Para financiar a expansão dos negócios, há a disposição de renunciar ao controle da empresa? Ou seria preferível vender uma parcela menor do capital, de forma a não perder o controle? Essa definição é fundamental não somente porque se trata de um critério nas teses de investimento dos fundos – alguns costumam comprar apenas o controle, enquanto outros adquirem participações minoritárias –, mas porque terá implicações diretas no grau de interferência na empresa.

Quanto maior a fatia adquirida, maior o poder decisório e, consequentemente, maior a potencial interferência do fundo na investida. Os fundadores devem refletir se estão dispostos a aceitar transformações profundas em todos os âmbitos da gestão e da governança corporativa, que podem envolver inclusive a troca dos administradores – mudanças que podem ser especialmente sensíveis, por exemplo, no contexto de uma empresa familiar.

Quando os fundos adquirem participações minoritárias, as mudanças também ocorrem, mas geralmente a preferência é pela manutenção do fundador ou da família no negócio – há o entendimento de que a manutenção da administração é importante para o alcance dos objetivos. Fundos de private equity com esse perfil buscam assegurar direitos políticos que lhes garantam a execução das mudanças consideradas necessárias por meio de vetos, ou do direito de indicar um ou mais conselheiros de administração.

A *expertise* do fundo no setor e/ou país de atuação, seu histórico, sua rede de relacionamentos, sua reputação, conhecimentos sobre o segmento de atuação da empresa e o perfil dos executivos ou gestores que irão apoiar ou indicar também precisam ser levados em consideração pela empresa. Há fundos especializados em tecnologia, saúde, infraestrutura, energia renovável, agronegócio, varejo etc.

Check list: Pontos a considerar na escolha do fundo de private equity

* Tipo de participação que costumam comprar: majoritária ou minoritária?
* Quem é o time gestor do fundo
* Estágio e porte da sociedade
* Grau de interferência no dia a dia dos negócios
* Direitos políticos exigidos
* Conhecimento do setor/mercado de atuação
* Reputação e histórico
* Avaliação (*valuation*) da sociedade
* Adequação da cultura da empresa/companhia à cultura do fundo de private equity
* Histórico do fundo na criação de eventos de liquidez (saída)

Para os fundadores, é recomendado conduzir um levantamento do que aconteceu com as empresas que fazem ou já fizeram parte do portfólio do fundo de private equity. A administração foi efetivamente aprimorada? Como foi ou está sendo o relacionamento entre fundo e empresa? E os potenciais conflitos, como foram resolvidos? De que forma ocorreu o desinvestimento, para aquelas que já encerraram o ciclo do investimento? Assim como o fundo de private equity fará um levantamento bastante extenso das potenciais empresas-alvo, os fundadores podem se informar sobre a atuação do fundo por meio de conversas com as empresas investidas.

Além de todos os pontos já citados, é crucial que haja empatia entre os fundadores e os gestores do fundo de private equity – aspecto decisivo para o tipo de relação que será estabelecida. É preciso ter em mente que o convívio com o novo sócio/acionista será quase diário, compartilhando as decisões mais importantes da empresa. Aqui entram a avaliação da cultura do private equity e a adequação com os valores da empresa: se forem divergentes, por melhor que seja a oportunidade, dificilmente a relação se dará de forma respeitosa e/ou harmoniosa no longo prazo.

Nesse sentido, é interessante que a empresa se aproxime dos potenciais gestores dos fundos, buscando conhecer quem faz parte do time que comandaria a gestão e o relacionamento no dia a dia. A confiança e o bom relacionamento entre ambas as partes será construída ao longo do tempo, mas é possível que uma aproximação ainda na fase preliminar já evidencie potenciais conflitos ou incompatibilidades.

O capital do private equity é um capital de longo prazo, que pode ser amigável às empresas, mas os fundos buscam o cumprimento dos planos de ação para que a investida salte de patamar. Também têm obrigação de prestar informações aos cotistas. Portanto, é importante ter em mente que a situação será diferente após a entrada do fundo como acionista.

Pelo ponto de vista dos fundadores, a perspectiva de compartilhar as decisões com o novo sócio/acionista poderá ser desafiadora, mas tende a se tornar mais fácil se há o reconhecimento de que o fundo de private equity é um parceiro de longo prazo também interessado no crescimento da empresa – e que as modificações propostas pelo fundo, aliadas ao histórico, conhecimento e vivência dos fundadores, podem contribuir bastante para a geração sustentável de valor.

Há ainda que se avaliar a capacidade do fundo de efetivamente colaborar para a melhoria da governança corporativa: as melhores práticas são importantes para pautar o ambiente de negócios e as relações de poder na transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa – os princípios básicos da governança. Adicionalmente, pode conferir um processo decisório estratégico mais estruturado, além de contribuir com a redução do custo de capital e opções de financiamento, com a perenidade e sustentabilidade da empresa.

E, por fim – mas não menos relevante –, certamente o valor pelo qual a empresa será avaliada é um dado importante na hora de selecionar o fundo de private equity.

**Box**: O papel do assessor na seleção e na negociação com o private equity

Caso a empresa não tenha contratado um assessor na elaboração do seu plano de negócios, este é o momento. A figura do assessor pode auxiliar muito durante a seleção e a negociação com a firma de private equity, com a função de trazer o olhar de mercado para a empresa, identificando pontos fortes e fracos

Mas há várias outras frentes de trabalho. Bons assessores conhecem os participantes do mercado e o perfil de cada fundo – e podem indicar as opções que mais se adequam a cada caso. Além de poderem colaborar no processo de aproximação entre empresa e fundo, também contribuem de forma decisiva no processo de negociação com o private equity, para o *valuation* e para o levantamento de informações necessárias à *due diligence*.

O assessor se debruçará e avaliará a capacidade do fundo de gerar valor, as suas exigências em termos de direitos políticos, as formas de saída previstas e se a cultura da do fundo se adequa à da empresa. O assessor também costuma preparar o *data room* da empresa – repositório de informações que serão consultadas pelo fundo, a depender do avanço da negociação.

É importante também a contratação de assesores jurídicos, que redigem e analisam documentos extensos sobre o investimento, além de orientar as sociedades sobre as cláusulas que constarão do contrato de investimento e do acordo de acionistas.

## 2.4 Negociação com o fundo de private equity

Um dos primeiros passos para a busca de recursos de private equity é o *valuation*, que pode ser feito pelos assessores ou por empresas especializadas. Partindo do *valuation*, o assessor se aproxima de vários fundos de private equity – num primeiro momento, geralmente o contato é feito sem revelar o nome da empresa que está querendo levantar recursos. O anonimato é uma forma de proteger a empresa de possíveis especulações sobre a sua saúde financeira e de evitar ruídos internos indesejáveis. Nessa etapa, são levados aos fundos dados genéricos da empresa, como porte, setor de atuação, mercados em que atua etc.

Podem ser assinados acordos de confidencialidade (*non-disclosure agreement*, ou NDA) entre a empresa e os fundos. O acordo veda a revelação da negociação em si e o nome da empresa, além de estipular que as informações obtidas no processo de negociação com o gestor de private equity sejam mantidos em sigilo.

Nessa etapa, o papel do assessor jurídico já se mostra importante para que o negócio possa caminhar de forma segura e satisfatória. A assinatura do NDA enseja uma avaliação preliminar sobre o investimento, por exemplo se está sujeito às regras de notificação de direito da concorrência e, logo, à aprovação prévia por parte do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade). Caso a operação esteja sujeita à aprovação prévia do Cade, há limitações para a troca de informações, ainda que preliminares, entre a empresa e o fundo, sob pena de multas.

Após a assinatura do acordo, a empresa apresenta o seu plano de negócios, que é a base das discussões iniciais. A empresa pode assinar acordos de confidencialidade com outros fundos, caso haja interessados – a existência de acordos de exclusividade na negociação é, nesta etapa, bastante incomum.

Quando avançam as tratativas entre o fundo de private equity e a empresa, o fundo formaliza o seu interesse em adquirir a participação na sociedade e a sua disposição para negociar por meio de um memorando de entendimento *(memorandum of understanding* ou MoU), documento também conhecido como *term sheet, letter of intent,* carta de interesse (*lettter of interest*) e *non-binding offer* (NBO).

Mesmo após a assinatura do MoU, caso não haja acordo de exclusividade na negociação, a empresa pode continuar conversando com outros fundos – esta é uma alternativa para perceber com mais clareza o seu valor e a visão do mercado, para avaliar com mais profundidade como cada fundo costuma operar, funcionando como uma experiência prévia de como seria tê-lo como acionista.

O MoU é um documento muito relevante para a transação com o private equity. Contém cláusulas como a de resolução de disputas, que geralmente se mantêm até a assinatura do contrato de investimento. No MoU, já está delimitado o nível de ingerência que o fundo terá na governança da investida, tais como as alçadas de aprovação, os direitos de veto e voto afirmativo. O MoU pode trazer ou não cláusulas do acordo de acionistas.

Ele também estabelece o cronograma do processo de investimento, estimando o tempo necessário na fase de auditoria e na negociação dos contratos definitivos. Esse documento não obriga as partes a concluir a transação, ou seja, não é vinculante.

Nessa fase, o fundo costuma analisar mais detalhadamente o plano de negócios e, a partir do seu conhecimento do mercado, pode sugerir alterações. Também pode demandar mais informações da empresa.

**Box:** As formas de remuneração do assessor

O serviço dos assessores pode ser cobrado por meio de valor fixo (*retainer*) do serviço, por uma taxa (*fee*), ou por uma combinação entre as duas formas. A cobrança de um preço fixo pelo serviço de assessoria minimiza a possibilidade de conflitos de interesse. No entanto, a empresa tem que desembolsar os recursos mesmo se a transação com o private equity não for adiante. Um inconveniente da cobrança da taxa é a existência de possível conflito de interesse do assessor, na medida em que ele só recebe pelo serviço quando o fundador aceita o ingresso do novo sócio.

Por esses fatores, o mais comum é que as duas formas sejam usadas conjuntamente: o valor fixo se destina a cobrir os custos e a estrutura do assessor, enquanto a taxa o remunera de acordo com o sucesso da operação. O *fee* decresce de acordo com valor da transação – a prática do mercado é de uma variação de cerca de 3,5% (para transações vultosas) até 10% (para operações menores). Quando houver êxito e a empresa captar recursos do private equity, outra prática é que o assessor desconte o valor fixo.

Nas duas modalidades, há um comprometimento mínimo da empresa com o trabalho do assessor por conta do auxílio na elaboração do plano de negócios, na seleção de potenciais fundos e na discussão sobre as mudanças que precisam ser implementadas previamente ao investimento.

Linha do tempo do investimento private equity

* Avaliação (*valuation*) da sociedade
* Definição do valor do investimento
* Prévia *(teaser)* – Identificação de interessados pela empresa, sem revelar seu nome
* Assinatura de acordo de confidencialidade (NDA)
* *Road show* (contato com investidores)
* Assinatura do memorando de entendimento (MoU)
* *Due diligence*
* Assinatura do acordo de acionistas e do contrato de compra e venda

### 2.4.1 O processo de *due diligence*

Após a assinatura do MoU, inicia-se a *due diligence* na empresa-alvo. Conceitualmente, a *due diligence* é um mecanismo para minimizar a natural assimetria de informações, já que a empresa conhece mais a própria situação do que o fundo – e essa assimetria impacta no *valuation* e na decisão do fundo de realizar ou não o investimento.

De um ponto de vista prático, a *due diligence* é um processo de avaliação bastante amplo da empresa, que busca validar as premissas da avaliação feita (como os ativos, contratos com clientes etc), bem como encontrar eventuais fragilidades, passivos ou contingências que não tenham sido identificadas – trabalhistas, fiscais, societárias, operacionais, financeiras, contábeis, relativas a imóveis, propriedade intelectual, tecnologia da informação, questões de compliance, criminal e relacionadas à privacidade de dados. Os fundos buscam se certificar de que os ativos da sociedade de fato pertencem a ela e que há adequada contabilização dos ativos e passivos.

Para facilitar a *due diligence*, as empresas costumam montar um *data room* eletrônico e conceder acesso a diversos tipos de documentos. O assessor pode ajudar na preparação e organização do *data room*, embora não seja incomum que a empresa contrate um terceiro – que pode ser um escritório de advocacia, contabilidade ou empresas de auditoria – para este serviço.

A contratação visa não apenas acelerar a montagem do *data room*, mas também evitar o envolvimento de funcionários da investida no processo, tanto por questões de confidencialidade, quanto para poupá-los, já que o processo de auditoria jurídica e contábil (que é parte da *due diligence*) costuma ser desgastante e se estender por alguns meses. A depender do porte e da estrutura da empresa, consumirá bastante tempo e dedicação da equipe – informações adicionais costumam ser solicitadas durante o processo, somando-se ao trabalho cotidiano dos administradores.

Os aspectos ESG (ambientais, sociais e de governança) também vêm paulatinamente sendo incluídos ou enfocados durante as diligências, à medida que os fundos de private equity querem se assegurar sobre a inexistência de possíveis riscos ou passivos socioambientais. Por isso, alguns fundos também procuram mapear quais são as práticas ESG das empresas-alvo por meio de auditorias. Práticas como a coleta seletiva, a existência de programas de redução de desperdício e aumento da eficiência no uso de energia e água, por exemplo, passaram a ser também avaliadas pelo seu potencial de redução de custos e pela responsabilidade ambiental.

Os sócios ou acionistas, pessoas físicas ou jurídicas, também são escrutinados. Os fundos tentam identificar a existência de débitos, responsabilidade ou ações que possam influenciar o seu comprometimento com a empresa, acarretar passivos ou dificultar de alguma forma a possiblidade de alienação da participação no futuro, o que prejudicaria o desempenho do fundo de private equity.

O resultado da *due diligence* irá confirmar ou não as condições acordadas no MoU. Quando há descobertas de dívidas ou passivos relevantes, a negociação entre as partes se torna mais dificil, pois a empresa terá de refazer as suas expectativas de preço pelo percentual de participação. Ou o fundo pode pedir garantias adicionais por parte da empresa e de seus sócios/acionistas. A depender das contingências encontradas, pode haver quebra de confiança, não raro inviabilizando o negócio.

Outra possibilidade é que os passivos encontrados sejam considerados tão relevantes que o private equity desista de aportar recursos na empresa, concluindo que o retorno esperado não compensa o risco. Logo, apenas superada a etapa de *due diligence* é que o private equity irá decidir se aporta ou não os recursos.

**Box:** Garantias dadas aos fundos de private equity

A constituição de uma conta garantia (*escrow account*) é uma das modalidades usadas pelos fundos de private equity para se protegerem de eventuais passivos na empresa investida. O fundador aporta recursos numa conta do tipo, que só pode ser movimentada em condições previamente estabelecidas e que serve de garantia para o fundo. Caso surjam passivos inesperados durante o investimento, os recursos da conta são liberados para o fundo – caso contrário, os valores retornam para as mãos do fundador. Esse tipo de conta é geralmente usada nas operações em que ocorre a venda de 100% do capital da empresa para o fundo e aplica-se às situações em que é possível dimensionar o valor de contingências e passivos.

No entanto, como nem sempre isso é possível, é praxe que a empresa se comprometa a indenizar o fundo por passivos ocultos, não contabilizados e não levantados durante a *due dilligence*, que venham a ser descobertos após o investimento. Quando o fundo adquire participação minoritária, em geral a garantia ao fundo é dada pelo fluxo futuro de dividendos da empresa.

### 2.4.2 Aspectos finais da negociação

Como regra geral, quanto mais estruturada estiver a empresa – inclusive em relação às melhores práticas de governança corporativa –, maior o poder de barganha que ela terá na negociação com o fundo de private equity.

Para receber o investimento de um fundo de private equity, a empresa pode recorrer a três formatos: por meio da emissão de novas ações, pela aquisição de ações de algum acionista ou pela combinação das duas. O primeiro caso é um tradicional aumento de capital: o fundo aporta os recursos, que entram no caixa da empresa, com a diluição da participação dos fundadores na sociedade. Esta forma também é conhecida no mercado pelo termo *cash-in*. A diluição da participação se reflete na redução de poder político dos fundadores; no entanto, vale ressaltar que não implica necessariamente na redução do valor que os fundadores detêm na companhia: se o negócio prosperar, eles terão uma fatia menor de um bolo maior.

No segundo caso, conhecido como *cash-out*, um dos sócios/acionistas da empresa vende parte ou a totalidade da sua participação. Esse tipo de operação pode gerar desconforto para o fundo de investimento, como sinal de que o sócio aproveitou a oportunidade para sair do negócio – por exemplo porque não enxerga perspectivas positivas. Portanto, os fundos de private equity costumam valorizar mais as operações de *cash-in,* ou que têm uma proporção considerada adequada entre o *cash-in* e o *cash-out*.

A negociação pode envolver não apenas a compra de cotas/ações, mas também de outros instrumentos com características híbridas – como títulos de dívida conversíveis em ações. É o caso das operações mezanino.

Também é bastante relevante, dependendo do estágio da companhia, definir as condições de permanência dos fundadores no negócio. Via de regra, quanto mais nova ou inovadora a companhia, mais ela depende dos conhecimentos e do estilo de gestão de seu fundador – e busca-se incentivar a sua retenção por meio da manutenção de uma participação acionária relevante.

Os próximos passos da transação são a assinatura do contrato de compra e venda e do acordo de acionistas – assuntos tratados no capítulo seguinte.

**Box:** Quem decide? A linha fina do papel do conselho de administração na aprovação dos recursos do private equity

O papel do conselho de administração para análise e/ou aprovação da entrada de um fundo de private equity pode variar bastante a depender da empresa – mas é uma boa prática que o órgão colegiado, que atua como um orientador estratégico, se envolva e tenha um papel ativo na decisão. O conselho poderá tanto sugerir o private equity como alternativa de captação de recursos e avaliá-lo em relação às demais possibilidades, quanto participar da decisão das condições de venda da participação ao fundo. Cabe a ele avaliar, por exemplo, as vantagens e desvantagens deste financiamento em comparação a outras fontes, se o perfil do fundo se adequa à cultura da empresa, se as condições negociadas são adequadas etc.

No entanto, a submissão dessa decisão ao conselho de administração dependerá de cada empresa: a decisão de receber ou não o aporte do fundo de private equity poderá ser exclusiva aos controladores. Nesse caso, o papel do conselho é bem menos ativo, e cabe a ele ser informado sobre o andamento das negociações.

Nas companhias abertas, de acordo com o artigo 142, VII, da Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/76), cabe ao conselho de administração “deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição.” Caso essa atribuição não esteja prevista no estatuto, o conselho poderá se limitar a tomar conhecimento da transação. Mas vale lembrar que, em companhias de capital autorizado, cabe ao conselho deliberar sobre aumentos de capital.

# 3 A Nova Governança com o Private Equity

A governança corporativa, por meio dos seus princípios e práticas, potencialmente eleva o valor das empresas ao mitigar a percepção de risco pelo mercado (facilitando o acesso e reduzindo o custo de capital, por exemplo), e contribui para o estabelecimento de bases sólidas para o desempenho sustentável de longo prazo. A maturidade da governança deve estar relacionada às características da empresa (porte, complexidade) e ao seu contexto, evoluindo progressivamente conforme esta se desenvolve.

A qualidade da governança também desempenha papel importante durante e após a entrada do fundo, mitigando riscos e contribuindo para a implementação das mudanças necessárias e para a geração de valor. A empresa cuja governança estiver melhor estruturada poderá gerar mais valor ao longo do processo.

Este capítulo trata sobre as principais transformações, na governança corporativa da empresa, decorrentes da entrada do private equity. Grande parte das mudanças será formalizada no acordo de acionistas. Ele irá reger o relacionamento entre os sócios, abordará os direitos políticos e econômicos de cada um e também versará sobre as condições de saída do fundo de private equity – portanto, desempenha um papel fundamental para a empresa e para o fundo.

## 3.1 O acordo de acionistas

Quando a *due diligence* estiver em estágio adiantado, começa-se a discutir o acordo de acionistas – que resulta também da continuidade das discussões referentes à governança após a assinatura do MoU. É importante que os processos de negociação sejam conduzidos no tempo adequado e de forma transparente.

**Box:** O acordo entre os sócios ou acionistas

Segundo o Código do IBGC, o acordo entre os sócios ou acionistas é o documento que rege questões importantes da sociedade, como a compra e venda de ações pelos signatários; preferência para adquirir as participações dos demais sócios; exercício do direito a voto e poder de controle nas assembleias. O Código recomenda que “o interesse da organização não deve ser colocado em risco pelo acordo entre sócios, que, deste modo, não deve conter limitação ou vinculação das competências e atribuições do conselho de administração”[[23]](#footnote-23).

Também recomenda como melhor prática que os acordos estejam disponíveis e acessíveis a todos os demais sócios; prevejam mecanismos para a resolução de situações de conflito de interesses e condições de saída de sócios. E que não vinculem ou restrinjam o exercício do direito de voto de quaisquer membros do conselho de administração; não tratem de matérias de competência do conselho de administração, da diretoria ou do conselho fiscal, especialmente por meio da vinculação de votos ou da indicação de quaisquer diretores da organização.

Neste ponto do guia, cabe um esclarecimento: a empresa que receberá recursos do fundo de private equity pode ter sido constituída sob a forma de uma sociedade limitada ou sociedade anônima. Após o aporte, o fundo geralmente muda a forma de constituição para a sociedade anônima – ocasião em que ela passa a ter um acordo de acionistas, e não um acordo de sócios.

A negociação sobre os termos da sociedade será fundamental para que a parceria seja bem-sucedida. O fundamento é que sejam previamente acordadas todas as condições da parceria entre a empresa e o fundo.

Na etapa final de negociação, o fundo de private equity deve ter claro as mudanças que pretende implementar na investida, por meio de um plano de ação com as etapas e modificações necessárias para gerar valor e resultados no longo prazo. Isso significa que ele irá identificar possíveis lacunas e espaços para aprimoramentos na operação, nos processos, nas pessoas e nas políticas internas. É importante que se busque o consenso com o(s) fundador(es), para que haja convergência nas intenções e planos.

Os mecanismos de governança que o fundo necessita para implementar as mudanças estarão presentes no acordo de acionistas. É o caso, por exemplo, das instâncias de governança que serão criadas com a entrada do novo acionista, como o conselho de administração (caso a empresa ainda não conte com um), os critérios para indicação dos conselheiros e de como será o processo de tomada de decisões na investida. O fundo estabelecerá uma política de alçadas das deliberações por meio de assembleia de acionistas e reuniões do conselho de administração. Também é frequente uma cláusula de aprovação do orçamento anual e limites de endividamento, e de cláusulas que tratem as transações com partes relacionadas (por exemplo, com outras empresas do mesmo grupo).

Nas transações em que o(s) fundador(es) segue(m) com participação na sociedade – ainda que com percentual menor –, é fundamental não somente reconhecer e valorizar o trabalho feito até o momento, mas entender que o sucesso da “nova” empresa depende também dos seus conhecimentos e experiências. Logo, o acordo pode ainda reforçar o compromisso do(s) fundador(es) com o desenvolvimento da gestão e da governança, na construção de uma visão conjunta com o private equity para o futuro da empresa.

Um dos pontos que podem ser abordados no acordo de acionistas diz respeito à distribuição de dividendos, equilibrando as necessidades de recursos do fundador, em sua pessoa física, e a necessidade de reinvestir o lucro para a expansão dos negócios. Se estiver previsto que o fundador receberá valores sempre que atingir determinadas metas, isso também deve constar no acordo.

Nas ocasiões em que o fundador está muito convicto do potencial de crescimento de empresa, e, portanto, deseja vender a participação com base num cenário otimista, uma das possibilidades na negociação é a opção pelo *valuation* mais conservador, porém recebendo um valor extra caso o desempenho esperado se concretize – trata-se de uma espécie de bônus pelo alcance de determinadas metas, também chamado de *cash-out*.

**Box:** Atenção às concessões

Após receber recursos de um fundo de private equity, é possível que a empresa volte a acessar essa fonte de recursos e que no futuro capte também de outros fundos. Ao negociar os direitos e deveres com o primeiro fundo no acordo de acionistas, é importante que a empresa tenha em mente que as condicões pactuadas servirão como base para acordos futuros. Dessa forma, recomenda-se que os direitos resguardados ao primeiro fundo sejam avaliados cuidadosamente. Uma alternativa é negociar direitos escalonados, concedendo mais direitos políticos conforme se eleva a participação na investida.

A depender do estágio da companhia, os acordos de acionistas costumam trazer:

* Cláusulas de não competição dos fundadores, quando saírem da empresa;
* Cláusulas referentes à permanência dos fundadores na empresa por um determinado período (*lock-up*) e dedicação exclusiva ao negócio;
* Política de distribuição de dividendos;
* Processo de indicação e seleção dos membros do conselho de administração e da gestão;
* Critérios para a tomada de decisão (processo decisório estratégico);
* Informações que devem ser prestadas pela empresa ao fundo de private equity;
* Cláusulas para resolução de conflitos;
* Condições para a saída do investimento e cláusulas para a transferência de ações (transferências permitidas, direito de primeira recursa ou de preferência, *tag along* e, em alguns casos, *drag along*);
* Cláusulas antidiluição, que protegem o fundo do risco de diluição de sua participação.
* Critérios referentes à remuneração do(s) fundador(es).

As cláusulas relacionadas à saída do investimento merecem destaque no acordo de acionistas: como os fundos têm o compromisso de retornar os recursos aos seus cotistas, é fundamental minimizar o risco de não conseguir alienar a sua participação acionária. O estabelecimento das condições de saída é benéfico não só para o fundo, mas também para os demais acionistas, que saberiam previamente os critérios e condições para tal, reduzindo espaço para o surgimento de disputas. As cláusulas mais comuns são:

**a) Opção de venda (*put option*)**

Por meio da opção de venda (também conhecida como *put option*), o fundo de private equity tem o direito de vender a sua participação para outro acionista da empresa. Se exercer esse direito, há obrigação de compra das ações pela outra parte. Esse mecanismo costuma estar previsto nos acordos de acionistas – e o exercício do *put* ocorre quando o fundo não conseguiu sair de outras formas, como pela realização do IPO ou da venda de sua participação para um sócio estratégico ou, ainda, para outro fundo de private equity.

As condições de preço e pagamento relativas ao exercício da opção também são previamente combinadas. Recomenda-se bastante cautela na discussão e negociação dos valores envolvidos: determinar o preço da *put* é uma tarefa complexa, e essa determinação pode acabar penalizando a investida ou os seus acionistas se o preço acordado estiver elevado demais, ainda mais considerando que a economia pode estar num ciclo recessivo ou os mercados com pouca liquidez no momento do exercício da opção.

Aqui retornamos a um ponto mencionado no *valuation* (item 2.3): o fundador deve estar consciente que, se o valor da empresa foi negociado a múltiplos elevados no momento de entrada do private equity, provavelmente os mesmos parâmetros valerão caso seja obrigado a adquirir a participação do fundo no futuro. Se o critério tiver sido, por exemplo 10x o EBITDA da empresa na venda para o private equity, é possível que seja o mesmo na hora da recompra. Portanto, se o negócio não for bem-sucedido, no futuro ele terá de arcar com um compromisso que pode custar caro.

**b) Recompra de ações (*buyback*)**

Funciona de forma semelhante à opção de venda. Mas, nesse caso, é a empresa (e não o acionista) que recompra as ações do fundo de private equity.

**c) Direito de exigir a realização de um IPO (*registration* *rights*)**

É o direito dado ao fundo de private equity de exigir da investida a realização de um processo de IPO.

A entrada ou saída de acionistas é um tema bastante relevante numa empresa. Especialmente nas de capital fechado, há um caráter mais pessoal devido à presença forte dos fundadores. Por isso, nas transações de private equity também são muito comuns as cláusulas para regular a transferência de ações da empresa – tanto entre os próprios acionistas quanto para terceiros, que ainda não fazem parte do quadro acionário. Essas cláusulas também costumam fazer parte dos acordos de acionistas. É o caso do *tag along*, do *drag along*, do direito de preferência e do direito de primeira oferta.

***a) Tag along* (venda conjunta)**

É o direito de o minoritário vender a sua participação nas mesmas condições de preço (*tag along* de 100%) ou semelhante (*tag along* de 80%, por exemplo) oferecidas ao controlador. Os fundos de private equity que adquirem participação minoritária exigem o *tag along*, para se resguardarem caso a troca de controlador não seja doseu interesse. Assim, se o fundador alienar determinada participação acionária para outra sociedade, esta deverá comprar também a participação minoritária, se o fundo de private equity assim desejar. As partes podem negociar quando o mecanismo será acionado: se pela venda do controle (*tag along* total) ou pela venda de determinado percentual de participação acionária (*tag along* parcial)

**b) *Drag along*** (**direito de exigir a venda)**

Trata-se do direito do controlador de forçar a venda da participação dos demais acionistas a outros investidores. Esse direito é estabelecido para ampliar o leque de possíveis interessados na empresa. Considerando que alguns investidores só compram a integralidade das sociedades, esse tipo de comprador não se interessaria pelo negócio caso adquirisse apenas a participação do controlador. Com o *drag along*, se o acionista controlador vender a sua parte, os outros também serão obrigados a fazê-lo em condicões previamente estabelecidas.

**c) Direito de preferência**

Garante a preferência na compra das ações de outro acionista. Na prática, quando determinado acionista recebe uma proposta de compra de suas ações, ele deve informar a proposta aos demais – que têm o direito de comprar a participação pelos mesmos valores e condições oferecidas pelo investidor externo. Se não houver interesse pela compra da participação, esta pode ser alienada para o terceiro.

**d) Direito de primeira oferta**

Semelhante ao direito de preferência, com a diferença que a iniciativa de vender as ações parte do acionista – que não precisa ter recebido nenhuma oferta de compra de sua participação. Se ele desejar vender as suas ações, deve ofertá-las primeiro para os demais acionistas. Caso não haja interessados, pode procurar outros compradores no mercado.

Os acordos de acionistas podem conter cláusulas prevendo revisões após determinado prazo, para acompanhar a evolução da investida ao longo do tempo.

## 3.2 A Governança durante o investimento

Uma das mudanças mais relevantes após a entrada do fundo de private equity no capital da empresa é que as decisões passarão a ser tomadas de forma compartilhada, mesmo quando o fundador permanece na empresa. Esta pode parecer uma decorrência lógica da entrada do novo acionista, mas nem sempre essa percepção é clara e imediata. Embora todas as mudanças pelas quais a companhia passará após a entrada do fundo já tenham sido previamente planejadas e combinadas com os sócios antes do aporte de capital, e não se esperem surpresas com relação às principais medidas que serão adotadas após o aporte de capital, a nova realidade pode demorar a ser percebida e aceita pelo fundador e pelos executivos.

Outra mudança é que os negócios passarão a ser conduzidos com uma velocidade diferente, pois os fundos visam acelerar o crescimento da empresa – e não raro faz parte da estratégia promover a expansão via aquisições, que podem ser inúmeras ao longo de um mesmo ano. Outro exemplo dessa velocidade diz respeito ao plano de cem dias que costuma ser executado pelos fundos. Como ao adquirir a participação na empresa o fundo já tem em mente quais devem ser os aprimoramentos na governança corporativa, ele as busca executar num prazo curto (cem dias) para que, a partir daí, possa se dedicar à melhoria operacional e ao aumento da competitividade do negócio.

A empresa passará a contar com mais estruturas, caso ainda não conte com elas. Será criado um conselho de administração e, eventualmente, comitês de apoio ao conselho. É de se esperar que o papel do conselho de administração ganhe importância ao longo do tempo – possivelmente uma das principais mudanças (se não a principal) na governança. Se a empresa ainda não conta com um conselho, deverá implementá-lo; caso conte com o órgão colegiado, a tarefa é torná-lo mais efetivo.

Box: O conselho de administração

Segundo o Código do IBGC, o conselho de administração é o órgão colegiado responsável pelo direcionamento estratégico da organização, exercendo o papel de guardião dos princípios, valores, objeto social e sistema de governança. Compete ao conselho monitorar a gestão, atuando como elo entre esta e os sócios, no melhor interesse da organização.

Os sócios elegem os membros do conselho de administração que, na qualidade de administradores, possuem “deveres fiduciários para com a organização e prestam contas aos sócios nas assembleias. De forma mais ampla e periódica, também prestam contas aos sócios e às demais partes interessadas por meio de relatórios periódicos.”

É válido que as empresas considerem os benefícios da contratação de conselheiros independentes, entendidos como aqueles que não possuem relações de negócio, familiares ou de qualquer outro tipo capazes de influenciar “de forma significativa, seus julgamentos, opiniões, decisões ou comprometer suas ações no melhor interesse da organização”[[24]](#footnote-24). Além de aportarem seu conhecimento de mercado, os independentes podem ajudar a intermediar eventuais situações de conflito no âmbito do conselho, com uma visão imparcial e focada na empresa.

Podem ser criados também, a depender do contexto e necessidade de cada empresa, comitês de apoio ao conselho: órgãos, estatutários ou não, que exercem diversas atividades específicas que demandam um tempo nem sempre disponível nas reuniões do conselho. Os comitês discutem com mais profundidade determinados temas de alçada do conselho e contribuem para a melhoria do processo decisório. No entanto, é importante mencionar que os “comitês não tem poder de deliberação, e suas recomendações não vinculam as deliberações do conselho de administração”[[25]](#footnote-25).

Muitas vezes, o fundo realiza alterações relevantes no C-level, especialmente nas funções financeiras e de controladoria. Ao fazer o aporte, o fundo já conta pelo menos com um mapeamento preliminar do quadro de administradores da companhia e já sabe quais áreas precisam ser reforçadas ou estruturadas. Caso os cargos de diretor-presidente e de presidente do conselho de administração sejam ocupados pela mesma pessoa, o fundo tende a segregar essas funções e, a depender do perfil do fundador, este poderá ser alçado a presidente do conselho.

Também pode ser criada uma estrutura de apoio à prestação de contas aos acionistas em geral e ao conselho de administração – o embrião de uma futura área de relações com investidores, que será ainda mais importante caso a saída via IPO realmente se tornar uma alternativa viável.

Outras mudanças na governança costumam incluir o aprimoramento das estruturas de controles internos e da gestão de riscos. Também pode haver modificação ou determinação de diversas políticas internas, como a de transações com partes relacionadas, de remuneração, de integridade, de sucessão etc.

O desenvolvimento da governança corporativa, por meio dos seus princípios e melhores práticas, deve evoluir em sofisticação conforme se elevam também os desafios e complexidades da empresa. É fundamental que os agentes de governança, incluindo o fundo de private equity e os fundadores, como acionistas, estejam alinhados em prol do desempenho sustentável e de longo prazo do negócio.

# 4 Aspectos da Governança na Saída do Private Equity

A fase final do investimento de private equity é a venda da participação acionária. Trata-se de um momento crítico, que determinará se o fundo conseguirá de fato realizar os lucros e rentabilizar os seus cotistas. Não basta ter efetuado um bom trabalho e contribuído para gerar valor para a empresa: o fundo precisa se desfazer da participação por valores superiores aos adquiridos, o que depende também do humor do mercado.

Nem sempre a maturação e o momento de saída do investimento coincidem com um bom momento da economia. Como a empresa é um ativo ligado à economia real, vários fatores alheios irão influenciar os ânimos de investidores pelos ativos de risco, tais como as taxas de juros, a inflação, as perspectivas de crescimento econômico e a estabilidade política.

Uma vez que o fundo não sabe previamente quais serão as condições de mercado que encontrará na hora de vender a participação na empresa, ele costuma trabalhar desde o início com todas as possibilidades de desinvestimento. Conforme já visto – por exemplo no acordo de acionistas –, ao aportar recursos numa empresa o fundo de private equity já previu as possibilidades de se desfazer do investimento.

A saída via IPO é a forma mais visível, porém não é a mais utilizada pelos fundos de private equity, que costumam efetuar a venda para outro sócio estratégico. As duas formas – IPO e sócio estratégico – são consideradas bem-sucedidas, pois sinalizam que houve interesse de terceiros na empresa. Em outras palavras, o mercado entende que houve geração de valor durante o investimento private equity. A venda para outro investidor financeiro também é bem-vista e pode sinalizar que ainda há potencial para a empresa alcançar um patamar ainda mais elevado de crescimento.

Geralmente, a decisão sobre o momento de alienação da participação cabe ao comitê de investimento do fundo. Ao optar pela venda, o fundo irá implementá-la considerando o momento de mercado e as possíveis alternativas. Nessa seção, abordaremos as formas de venda da participação dos fundos de private equity.

**a) Venda para um sócio estratégico**

A venda da participação para um sócio estratégico é, no Brasil, a forma mais comum de saída do fundo de private equity e venture capital da empresa investida[[26]](#footnote-26). Sócios estratéticos podem ser considerados como aqueles que têm algum objetivo estratégico na aquisição de uma empresa, como a ampliação de sua participação no mercado, a garantia no fornecimento de matérias-primas ou insumos, a verticalização da produção, o ganho de sinergias nas operações etc. São, geralmente, competidores, fornecedores ou mesmo clientes da empresa.

Quando comparada com a saída via IPO, o fundo private equity pode se beneficiar de uma maior certeza com relação ao valor do negócio, assim como da complexidade menor do processo de venda da participação a um sócio estratégico.

Outra possível vantagem está ligada ao preço de venda da participação. Caso a atuação da sociedade aquirente seja complementar à da empresa investida via private equity, ou que haja ganhos provenientes da sinergia das operações, o sócio estratégico poderá pagar um prêmio por esta última.

**b) Venda para outro investidor financeiro**

Como vimos ao longo deste guia, há vários tipos e perfis de fundos de private equity – que diferem não apenas em relação aos setores de atuação e à preferência por adquirir o controle *versus* participação minoritária nas empresas, mas também em relação ao porte delas. Há fundos especializados em empresas de médio porte, e, após o período de maturação do investimento – e supondo que houve geração de valor no processo –, venderão a sua participação de uma sociedade que alcançou patamar mais elevado.

E este patamar pode ser justamente o foco de atuação de outro fundo de private equity, que prefere investir em empresas de grande porte, por exemplo. Embora esse tipo de venda – conhecida como secundária – seja mais comum nos fundos de *venture capital*, também pode ser utilizada pelos fundos de private equity.

**c) IPO**

A venda por meio de IPO costuma atrair bastante atenção e visibilidade. Além da publicidade envolvida no processo de listagem de ações na bolsa, o processo é visto como a finalização de um ciclo e da entrega da empresa ao mercado de capitais. Alçada a outro patamar, ela poderá contar com recursos de longo prazo e a acessar frequentemente os investidores. Ao se tornar uma companhia aberta, se beneficia também de ganhos reputacionais, de imagem e de outros ativos intangíveis.

Mesmo no Brasil, mercado emergente sujeito a fortes oscilações, as saídas via IPO costumam ser importantes para os fundos de private equity, que movimentam consideravelmente as aberturas de capital. A B3 estima que 51% das aberturas de capital no período de 2011 a 2021 foram de empresas investidas por fundos de private equity ou venture capital.

No entanto, o processo de saída via IPO é bastante complexo, a começar pela janela de oportunidade do mercado, que costuma abrir e fechar rapidamente, dependendo da disposição dos investidores em comprar ativos de risco. Outro desafio é a preparação do IPO em si, que costuma levar bastante tempo e custar de 3% a 6% do valor da operação.[[27]](#footnote-27)

Considerando que a empresa já conta com um conselho de administração efetivo, e que serão poucas as adequações nas políticas internas e na estrutura de governança, são necessários ao menos seis meses de preparação – tempo dedicado à realização de uma nova *due diligence*, à contratação de assessores e dos bancos de investimento que irão coordenar a oferta, à solicitação de registro de companhia aberta e do registro da oferta na CVM, redação do prospecto preliminar, atualização das demonstrações financeiras, realização do *road show*, abertura e encerramento do processo de *bookbuilding* e, finalmente, à realização do IPO em si.

Esse tempo poderá ser maior se a empresa precisar adequar a sua governança, por exemplo com a contratação de conselheiros independentes, criação de comitês de assessoramento ao conselho ou estruturação da área de relações com investidores. O ideal é que o processo comece de doze a dezoito meses antes da oferta.

É preciso considerar que, como o tempo envolvido no processo costuma ser longo e as janelas do mercado podem abrir e fechar rapidamente, nem sempre a preparação irá resultar na concretização da oferta. A despeito da atratividade da empresa, a propensão dos investidores a correr riscos pode se alterar ao longo do processo, levando-a a desistir do IPO em função, por exemplo, da faixa de preços obtida para as ações no processo de *bookbuilding*.

É comum que as empresas sigam o chamado *dual track* no processo de saída do fundo de private equity: o assessor (geralmente banco de investimento) trabalha simultaneamente as duas possibilidades, IPO e venda para um sócio estratégico. A partir das respostas do mercado, o fundo pode decidir por uma alternativa ou outra. A precificação das ações não é o único fator em jogo: outros aspectos, como o papel do fundador caso a empresa seja adquirida por outra, também são levados em consideração.

O IPO pode ser realizado por meio de uma oferta primária, secundária ou uma combinação de ambas. Na primária, a empresa emite e vende novas ações ao mercado e os recursos obtidos são canalizados para o caixa. Esse tipo de oferta é bem-vista porque sinaliza que o negócio ainda tem potencial de expansão. Na secundária, quem vende as ações é o fundador e/ou o fundo de private equity – ou seja, os recursos não ficam na empresa. Na mista, há uma composição dos dois tipos.

Ofertas totalmente secundárias não costumam ser bem aceitas pelo mercado pois, além de não reforçarem o caixa, a saída dos fundadores/fundo gera certo ceticismo quanto às perspectivas do negócio. Até por isso, em grande parte dos casos, os fundos de private equity vendem uma parcela do capital, mas seguem como acionistas após o IPO para promover o alinhamento de interesses, participando do risco do negócio e sinalizando para os demais investidores o compromisso no longo prazo. Futuramente, o fundo buscará a saída da empresa por meio de uma oferta subsequente (*follow-on*) ou por meio da venda em bloco das suas ações na bolsa *(block trade)*.

Deve-se prestar atenção ao possível conflito de interesse do fundo de private equity, para o qual a saída do investimento é uma necessidade para rentabilizar os cotistas – o fundo pode pressionar a companhia para realizar o IPO, mesmo que ela não esteja adequadamente preparada, porque precisa retornar os recursos dos cotistas. Um dos aspectos que devem ser levados em conta, além do *valuation*, é o estágio da maturidade da governança corporativa da empresa – se de fato foi aprimorada e se pode ser considerada madura para ir ao mercado. O ideal é que as estruturas de governança já estejam funcionando adequadamente algum tempo antes da abertura de capital.

Este é um momento muito relevante para a empresa, e que muda bastante a sua dinâmica: as cobranças do mercado serão mais intensas, ela se torna mais visível e o time tem que estar preparado para lidar com as pressões adicionais. Portanto, mesmo que determinado IPO seja considerado bem-sucedido num primeiro momento, é necessário levar em conta que o bom desempenho precisa se sustentar, e que empresas que não estão adequadamente preparadas podem perder valor ao longo do tempo.

Caso a opção seja pelo IPO, será necessário que o conselho de administração avalie a operação e que ela seja submetida à aprovação da assembleia de acionistas – a ata da assembleia que deliberou pela abertura de capital é um dos documentos necessários para o processo de listagem na bolsa.

Box: Vantagens e desvantagens do IPO

Vantagens

* Financiamento via capital próprio: pelo IPO, a companhia pode levantar quantia relevante de capital e otimizar a sua estrutura de financiamento, com uma adequada relação entre capital próprio x de terceiros. Como não se trata de uma dívida/exigível, a companhia fica isenta do pagamento de juros e amortizações – embora assuma, por outro lado, compromissos com uma base muito maior de acionistas. Ela passa também a poder captar via emissão de novas ações (*follow on*), com muito mais agilidade.
* Facilitação em processos de M&A: a companhia aberta passa a dispor de ações como meio de troca para aquisições de empresas, dimiuindo a necessidade de caixa para esse tipo de transação.
* Aumento do capital reputacional: a organização alcança um novo patamar quando se torna uma companhia aberta, o que em geral é reconhecido e valorizado pelo mercado. Em função da visibilidade advinda das novas obrigações, a companhia pode se diferenciar perante os seus clientes, colaboradores, reguladores e demais públicos, trazendo mais reconhecimento e potenciais oportunidades.
* Sofisticação da gestão e da governança corporativa: a abertura de capital expande os públicos de interesse (o conjunto de stakeholders) e amplia a complexidade da companhia, estimulando a melhoria da gestão e da governança. A organização tende a se desenvolver e adotar práticas mais sofisticadas frente aos desafios do novo contexto.

Desvantagens

* Custo de capital: apesar de não constituir um exigível, há um custo de capital do IPO que é, em si e teoricamente, superior ao de outras formas de financiamento. Isso ocorre pois o investidor/acionista exige um retorno maior pelo capital de risco (renda variável) quando comparado a um empréstimo, por exemplo, no espectro da renda fixa.
* Risco reputacional: o maior escrutínio do público também eleva o risco reputacional da companhia, especialmente se ela não corresponder às demandas e exigências de investidores e demais stakeholders. Nesse caso, suas falhas estarão mais evidentes para o mercado e a sociedade como um todo.
* Custos: além do custo do IPO em si (que não é irrelavante), a abertura de capital gera uma série de novas obrigações e exigências para a companhia, como a necessidade de divulgar informações ao mercado, contratação de profissionais mais qualificados, desenvolvimento da área de Relações com Investidores (RI), dentre diversas outras que se refletem em custos maiores.

d) Demais Formas de Saída

Como o investimento em ativos reais é sempre de risco, nem sempre o fundo de private equity conseguirá realizar os seus lucros por meio das formas de saída citadas. Quando isso ocorre os fundos buscam alternativas, e a mais utilizada é a recompra da participação pelo próprio fundador, especialmente se a empresa aumentou o seu EBITDA e a geração de caixa, e pode contar com financiamento bancário para tal recompra.

Outra forma de saída – a mais indesejada – é a liquidação (*write-off*), que ocorre quando o fundo de private equity reconhece a perda total ou parcial do investimento. Nesse caso, o fundo não conseguiu realizar a geração de valor pretendida quando comprou a participação.

# 5 Considerações Finais

Ao longo desse guia, trouxemos conceitos sobre o funcionamento dos fundos de private equity e abordamos como eles podem contribuir para a geração de valor nas empresas investidas. Vimos que a governança corporativa é um mecanismo utilizado para viabilizar as mudanças nas empresas e para contribuir para o crescimento delas.

Uma das mensagens deste guia é a de que o aprimoramento da governança da empresa faz toda a diferença. Embora a governança seja apenas um dos fatores considerados pelos fundos de private equity na hora de selecionar as empresas para o portfólio, ela é um item essencial. Quando a governança ainda está num estágio muito embrionário, a empresa sequer atrai o interesse de investidores profissionais como os fundos de private equity. À medida que a governança avança, a empresa se torna não apenas apta a buscar recursos desses fundos, mas ainda pode aumentar a sua atratividade e o seu *valuation*.

Outra mensagem é a de que os fundos de private equity costumam implementar boas práticas, instituir e aprimorar políticas, contribuindo para acelerar e aprofundar as mudanças na governança das empresas investidas. Ao contar com um investidor profissional com foco no longo prazo no quadro de acionistas, a empresa também agrega expertise e conhecimentos que contribuem para a geração de valor, com benefícios que podem se prolongar para além do período em que o fundo se mantém como acionista. Por outro lado, todos esses potenciais benefícios trazem como contrapartida a existência de um processo decisório mais compartilhado e a necessidade de prestar contas ao fundo.

Esperamos que este guia tenha contribuído para o aumento da compreensão sobre a forma de funcionamento dos fundos de private equity, com foco na governança corporativa, e que seja útil para as empresas que querem buscar novos sócios para viabilizar os seus planos de expansão.

# 6 Referências Bibliográficas

Abrapp (Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar). “Guia de boas práticas para investimentos em FIP pelas EFPC”, 2021. Disponível em: <<https://www.abrapp.org.br/produto/guia-boas-praticas-investimentos-fip/.>>. Acesso em: 12 jul 2023.

ABVCAP (Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital). "Capital Empreendedor", sem data. Disponível em: <<https://www.abvcap.com.br/Download/IndustriaPEVCSobreSetor/21.pdf>>. Acesso em: 06 jul 2023.

ABVCAP & ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais). “Código ABVCAP | ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE”, 2011. Disponível em: <<https://www.anbima.com.br/data/files/9F/61/C0/D2/2CC575106582A275862C16A8/C_digo_20ANBIMA_20ABVCAP_1_.pdf>>. Acesso em: 5 jul 2023.

ABVCAP, Insper & Spectra Investments. “Performance of Brazilian Private Equity and Venture Capital Deals, November 2021”, 2021. Disponível em: <<https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/5160.pdf>>. Acesso em: 3 jul 2023.

\_\_\_\_\_. “Termos e Condições dos Regulamentos de Fundos de Private Equity e Venture Capital Brasileiros”, 2021. Disponível em: <<https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2021/06/Termosecondicoes_pt_v3.pdf>>. Acesso em: 5 jul 2023.

ABVCAP & KPMG. “Private Equity e Venture Capital no Brasil: Consolidação de dados da Indústria Investimentos 3º Tri 2022”, 2022. Disponível em: <<https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/5329.pdf>>. Acesso em: 28 ago 2023.

ABVCAP & TTR Data. “Private Equity e Venture Capital: Consolidação de Dados da Indústria Investimentos 1º Tri 2023”, 2023. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/5389.pdf>. Acesso em: 18 ago 2023.

Bain & Company. “Global Private Equity Report 2023”, 2023. Disponível em: <<https://www.bain.com/globalassets/noindex/2023/bain_report_global-private-equity-report-2023.pdf>>. Acesso em: 27 ago 2023.

Brasil. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm>>. Acesso em: 18 maio 2023.

CMN (Conselho Monetário Nacional). Resolução CMN nº 4.994, de 24 de março de 2022. Disponível em: <<https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/regulacao/normas/resolucoes/resolucoes-cmn/resolucao-cmn-ndeg-4-994-de-24-de-marco-de-2022.pdf/view>>. Acesso em: 12 jul 2023.

CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Resolução CVM nº 21, de 25 de fevereiro de 2021. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol021.html>>. Acesso em: 18 maio 2023.

Deloitte & B3. “Preparação e custos para abertura de capital no Brasil: Uma análise sobre as ofertas de ações no País entre 2004 a 2020”, 2020. Disponível em: <<https://www2.deloitte.com/br/pt/pages/audit/articles/custos-para-abertura-de-capital.html>>. Acesso em: 21 jun 2023.

Ferreira, Vera Rita de Mello. *A cabeça do investidor.* São Paulo, Ed. Évora, 2011*.*

IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 5ª ed. São Paulo, IBGC, 2015.

\_\_\_\_\_. *Governança da Família Empresária: Conceitos Básicos, Desafios e Recomendações*. São Paulo, IBGC, 2016.

\_\_\_\_\_. *Governança Corporativa para Startups & Scale-ups*. São Paulo, IBGC, 2019.

IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística). “Produto Interno Bruto – PIB”, sem data. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/explica/pib.php>>. Acesso em: 12 jun 2023.

Minardi, Andrea Maria Accioly Fonseca & Gallucci Netto, Humberto. “Brazilian Private Equity Outlook”, 2022. Disponível em: <<https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2022/12/encolhimento-da-industria-de-PE-no-Brasil-final.pdf>>. Acesso em: 5 jul 2023.

Nese, Arlete & Giambiagi, Fabio. *Private Equity e Venture Capital no Brasil: governança, criação de valor e alternativas em investimentos ilíquidos*. 2022.

1. Em termos de volumes transacionados, estima-se que as transações de private equity movimentaram US$ 1,5 trilhão no mundo em 2022, sendo US$ 654 bilhões em operações de compra de controle (*buyout*), US$ 565 bilhões em saídas (vendas de participações) e US$ 347 bilhões em levantamento de fundos (*fund*-*raising*), de acordo com levantamento da Bain & Company (*Global Private Equity Report 2023*). [↑](#footnote-ref-1)
2. ABVCAP, "Capital Empreendedor", sem data. [↑](#footnote-ref-2)
3. O investimento em companhias abertas se denomina *Private Investment in Public Equity* (PIPE). O fundo de private equity adquire uma participação que lhe permite participar do conselho de administração. [↑](#footnote-ref-3)
4. Foi o caso dos IPOs da Gol e da ALL. [↑](#footnote-ref-4)
5. ABVCAP e TTR Data, “Private Equity e Venture Capital: Consolidação de Dados da Indústria Investimentos 1º Tri 2023”, 2023. [↑](#footnote-ref-5)
6. Segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o PIB do Brasil no ano de 2022 foi de R$ 9,9 trilhões. Para saber mais, acesse: <https://www.ibge.gov.br/explica/pib.php>. [↑](#footnote-ref-6)
7. Arlete Nese e Fabio Giambiagi, *Private Equity e Venture Capital no Brasil: governança, criação de valor e alternativas em investimentos ilíquidos*, capítulo “Questões jurídicas dos investimentos feitos pela indústria de PE e VC”, 2022. [↑](#footnote-ref-7)
8. ABVCAP, Insper e Spectra Investments, Termos e Condições dos Regulamentos de Fundos de Private Equity e Venture Capital Brasileiros, 2021. [↑](#footnote-ref-8)
9. Alguns fundos estrangeiros preferem fazer os investimentos por meio de estruturas *offshore* (fora do Brasil). [↑](#footnote-ref-9)
10. A autorregulação é de adesão voluntária. No caso, as boas práticas para o setor estão estabelecidas no Código ABVCAP | ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE. [↑](#footnote-ref-10)
11. No caso dos fundos de pensão (Entidades Fechadas de Previdência Complementar), há a necessidade de que os gestores subscrevam pelo menos 3% das cotas do fundo, conforme determina a Resolução CMN 4994/2023. [↑](#footnote-ref-11)
12. Os fundos de pensão no Brasil e no mundo são os maiores cotistas destes fundos. Conheça os principais aspectos observados considerados para alocação de parte dos recursos nestes fundos: “Guia de boas práticas para investimentos em FIP pelas EFPC” Abrapp, 2021. Disponível em site: https://www.abrapp.org.br/produto/guia-boas-praticas-investimentos-fip/. [↑](#footnote-ref-12)
13. A Resolução CVM nº 21, de 25 de fevereiro de 2021, dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários. [↑](#footnote-ref-13)
14. A atividade também pode ocorrer em empresas de capital aberto, quando é chamada de *Private Investment In Public Equity (Pipe).*  [↑](#footnote-ref-14)
15. “Organização escalável, de alto potencial econômico e inovadora”, conforme definição utilizada no guia *Governança corporativa para startups & scale-ups,* IBGC, 2019*.* [↑](#footnote-ref-15)
16. IBGC, Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, 2015, p. 20 [↑](#footnote-ref-16)
17. Esse requisito não se aplica aos fundos de capital semente e investidores anjo, que efetuam aportes em startups. [↑](#footnote-ref-17)
18. IBGC, *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*, 2015, p. 86. [↑](#footnote-ref-18)
19. O conselho de família é um órgão formado exclusivamente por membros da família, responsável pela interface com os outros órgãos de governança. Cabe a ele (e a seus eventuais comitês) propor e monitorar o arcabouço de atividades da família. Para saber mais, consulte: IBGC, *Governança da Família Empresária: Conceitos Básicos, Desafios e Recomendações*, 2016, p. 34. Disponível em: https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=22057. [↑](#footnote-ref-19)
20. EV: *Enterprise Value*, ou o valor da empresa em português. EBITDA: sigla para *Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization*, ou Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização em português. [↑](#footnote-ref-20)
21. Ferreira, Vera Rita de Mello. *A cabeça do investidor*, 2011, p. 58. [↑](#footnote-ref-21)
22. Uma lista dos fundos de private equity associados à ABVCAP pode ser encontrada no site da associação: www.abvcap.com.br. [↑](#footnote-ref-22)
23. IBGC, *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*, 2015, p. 28. [↑](#footnote-ref-23)
24. IBGC, *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa*, 2015, p. 45. [↑](#footnote-ref-24)
25. *Ibidem*, p. 57. [↑](#footnote-ref-25)
26. Esta forma representou 55% das saídas dos fundos de private equity e venture capital no Brasil entre 1984 e maio de 2021. Os IPOs responderam por 12%, as vendas para outros investidores financeiros corresponderam a 3% e as recompras pelos acionistas, a 4%. Os *write-offs* chegaram a 24%, concentrados no segmento de tecnologia. Os dados são do estudo *Performance Of Brazilian Private Equity And Venture Capital Deals*, realizado pela ABVCAP, Insper e Spectra Investments. [↑](#footnote-ref-26)
27. Deloitte e B3, *Preparação e custos para abertura de capital no Brasil: Uma análise sobre as ofertas de ações no País entre 2004 a 2020*, 2020*.* [↑](#footnote-ref-27)