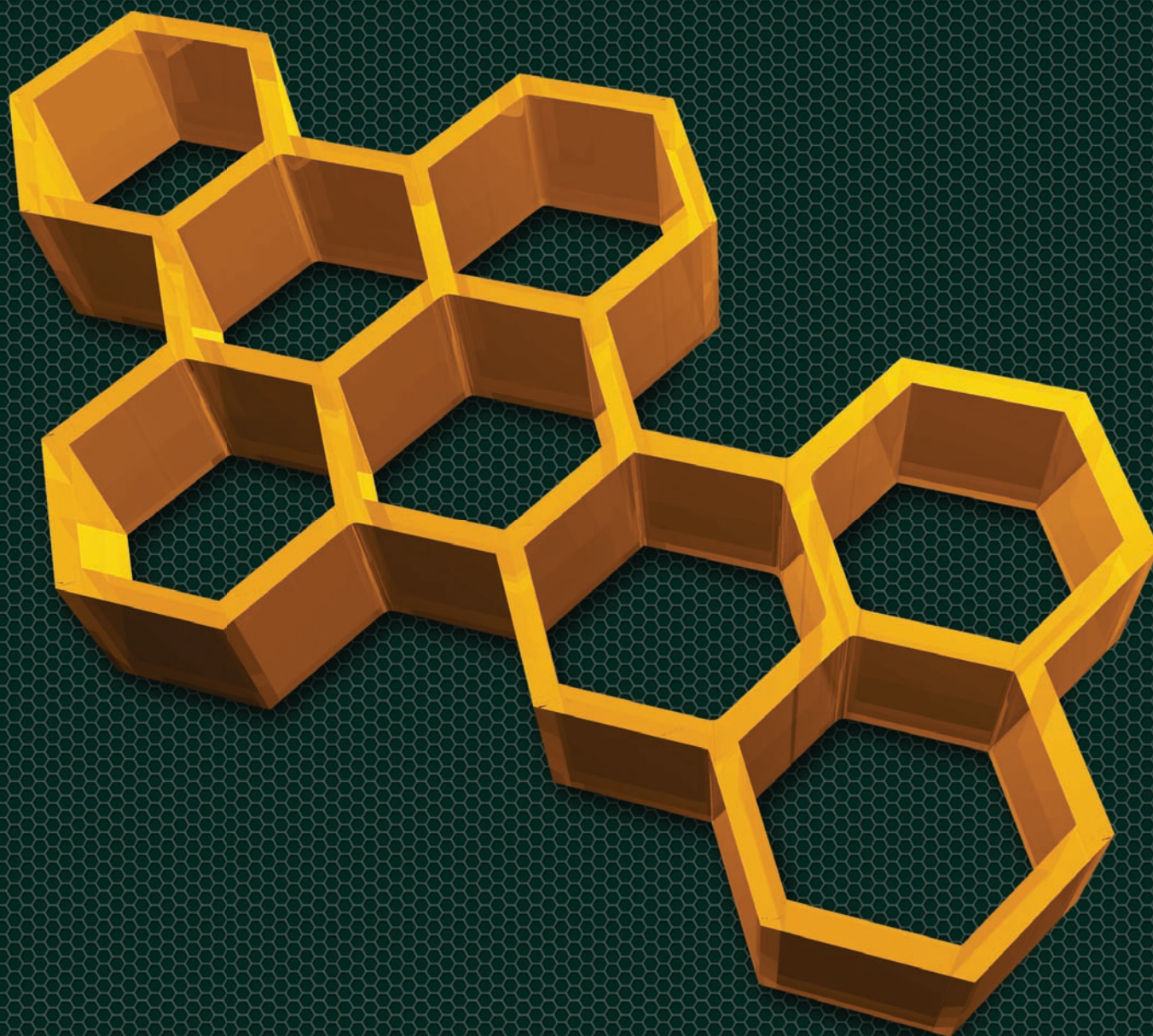


# Introdução ao **Private Equity e Venture Capital** para Empreendedores







Introdução ao  
***Private Equity e Venture Capital***  
para Empreendedores

1ª Edição  
Julho de 2010



Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial

© 2011 – **Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial – ABDI**

Introdução ao Private Equity e Venture Capital

Qualquer parte desta obra pode ser reproduzida, desde que citada a fonte.

ABDI – Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial

FGV – Fundação Getúlio Vargas

**Supervisão**

Maria Luisa Campos Machado Leal – ABDI

**Equipe técnica da ABDI**

Cássio Marx Rabello da Costa (Coordenador do Projeto)

Joana Wightman (Supervisão – Comunicação)

**Equipe técnica da FGV**

Caio Ramalho (Organizadores)

Cláudio V. Furtado (Organizadores)

Filipe Mattos (Organizadores)

Paulo de Rezende (Organizadores)

Rodrigo Lara (Organizadores)

Abdala Rezek (Autores)

Adilon Garcia (Autores)

Alexander Appel (Autores)

Ariel Almeida (Autores)

Bruno Villena (Autores)

Caio Ramalho (Autores)

Eduardo Camargo (Autores)

Filipe Mattos (Autores)

Flávio Fioravanti (Autores)

João Victor de Souza (Autores)

Lucas Martins (Autores)

Marcelo Coura (Autores)

Marcelo Kneese (Autores)

Marcelo Person (Autores)

Marisa Bessa (Autores)

Paula Nagle dos Reis (Autores)

Paulo de Rezende (Autores)

Rafael Roldão (Autores)

Raquel Pacheco (Autores)

Rodrigo Lara (Autores)

William Luk (Autores)

**Ficha Catalográfica**

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL.

Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores. / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011.

312 p.: il.; graf.; tab.

ISBN

1-Indústria. 2-Indústria. 3-. I- Título. II- Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. III-Série

CDU

**ABDI**

**Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial**

Setor Bancário Norte

Quadra 1 – Bloco B – Ed. CNC

70041-902 – Brasília – DF

Tel.: (61) 3962-8700

www.abdi.com.br

**FGV**

**Fundação Getúlio Vargas**

Av. 9 de Julho, 2029 - Bela Vista

CEP: 01313-902

São Paulo - SP - Brasil

Tel.: (11) 3799-7768

www.cgee.org.br





## **República Federativa do Brasil**

**Dilma Rousseff**

Presidenta da República

## **Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (FGV)**

**Fernando Pimentel**

Ministro do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC)

## **Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial**

**Mauro Borges Lemos**

Presidente

**Clayton Campanhola**

Diretor

**Maria Luísa Campos Machado Leal**

Diretora

**Cássio Marx Rabello da Costa**

Coordenador do Projeto

## **Fundação Getúlio Vargas (FGV)**

**Carlos Ivan Simonsen Leal**

Presidenta

**Francisco Oswaldo Neves Dornelles**

**Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque Sérgio Franklin Quintella**

Vice-Presidentes

## **Escola de Administração de Empresas de São Paulo (FGV-EAESP)**

**Maria Tereza Leme Fleury**

Diretora

**Maria José Tonelli**

Vice-Diretora

## **Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital (GVCEPE)**

**Cláudio Vilar Furtado**

Coordenador Executivo

**Caio Ramalho**

**Rodrigo Lara**

Pesquisadores







Este material, preparado pelo GVcepe (Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital*) da FGV-EAESP, representa o esforço pioneiro no Brasil de consolidar em um único volume um curso completo de iniciação ao *Private Equity* e *Venture Capital* para empreendedores. Este trabalho só foi possível com apoio e auxílio de diversas organizações e com a dedicação de toda nossa equipe de pesquisa que analisou os mais importantes materiais já publicados no Brasil e no mundo, sintetizando diversos livros, artigos, ementas e vídeos, e entrevistando empreendedores, professores, investidores, gestores de PE/VC e especialistas da indústria.

Desejamos prestar reconhecimento, de modo muito particular, ao apoio institucional e patrocínio da ABDI - Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, nossa patrocinadora nesta empreitada, a qual foi fundamental para a realização deste projeto. Em especial expressamos nosso agradecimento ao seu presidente, Reginaldo Braga Arcuri, à diretora Maria Luisa Campos Machado Leal e ao coordenador deste projeto na ABDI, Cássio Marx Rabello da Costa, pelo engajamento no projeto e endosso à sua importância para a sociedade brasileira.

Aos membros fundadores do GVcepe: Advent International, Intel Capital, Pátria Investimentos, TMG Capital e Votorantim Novos Negócios, pela visão estratégica, empenho e confiança na equipe de colaboradores e pesquisadores, demonstrado desde 2003, ano de fundação do GVcepe, e à VISA pelo patrocínio institucional ao GVcepe. À direção da FGV (Fundação Getúlio Vargas) e da FGV/EAESP (Escola de Administração de Empresas de São Paulo), além do GVpesquisa, pelo apoio desde a concepção do projeto.

Aos membros do comitê da ABDI para o projeto do 2º Censo e Estudo Impacto Econômico da Indústria Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* por terem aceitado o desafio de participarem em um projeto desta magnitude: Guilherme Ary Plonski, José Aranha e Antônio Botelho (Anprotec), Sidney Chameh e Robert Binder (ABVCAP), Maria Luisa Cravo (APEX), Leandro Vieira (Banco do Brasil), Eduardo Rath Fingerl e Eduardo Sá (BNDES), Eduardo Costa, Patrícia Freitas, André Calazans, Rochester Costa e Rafael Silva (FINEP), Américo Cicarelli (SEBRAE).

Aos colaboradores do GVcepe envolvidos com o Projeto do 2º Censo e Estudo Impacto Econômico da Indústria Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* pelo suporte e apoio na elaboração deste livro: Alessandra Brochado, André Assumpção, André Saito, Breno Lopes, Eduardo Silva, Fábio Camillo, Gisele Gaia, Luiz Carlos Tanisho, Marcel Konopka, Marcio Santos Filho, Maurício Leusin, Pedro Prellwitz e Renato Chu.

Agradecemos, de forma especial, aos revisores convidados que, laboriosamente, empenharam-se em aprimorar o conteúdo deste livro com suas sugestões: Ayrton Aguiar (Confrapar), Carlos Lobo (Pinheiro Neto Advogados), Carlos Motta (Mayer Brown Advogados), Daniel Heise (Grupo Direct), Eduardo P. Rocha (Trivella Investimentos), Eric Acher (Monashees), Fabrício Bloisi (ComperaNTime), Giancarlo Ma-



tarazzo (Pinheiro Neto Advogados), Juliano Graff (Master Minds), Luiz Roberto Nascimento (ANEFAC), Marcelo Cazado (Floripa Angels), Marcelo de Forbes Kneese (TGI Capital), Mateus Tessler (Invest Tech), Oscar Malvessi (FGV-EAESP), Ricardo de Carvalho (Deloitte), Ricardo Lacaz Martins (Lacaz Martins, Harlembeck, Pereira Neto, Gurevich & Schoueri Advogados), Sidney Chameh (DGF Investimentos/ABVCAP), Tiago Rocha (Pinheiro Neto Advogados) Victor Bernacchi (Casa do Construtor).

Aos presentes, entre acadêmicos, empreendedores, gestores de PE/VC, investidores-anjo, membros de Governo, fundos de pensão, consultores, advogados, entre outros no *Workshop de Validação do Curso “Introdução ao Private Equity e Venture Capital”*, realizado no dia 26 de Fevereiro de 2010, na FGV-EAESP, que muito contribuíram com seus comentários, sugestões e indicações para a elaboração final deste livro: André Saito (GVcepe), Beatriz Florence de Barros (UNICAMP), Carlos Asciutti (Ernst & Young), Carlos Kokron (Stratus Group), Carlos Lobo (Pinheiro Neto Advogados), Daniel Entorno (USP Inovação), Daniel Ferraz (Bradesco BBI), Daniel Heise (Grupo Direct), Denis Forte (Mackenzie), Eduardo P. Rocha (Trivella Investimentos), Eduardo de Sá (BNDES), Felipe Favaro (Mackenzie), Guillaume Sagez (Euroventures), Humberto Matsuda (Performa Investimentos), Istefani de Paula (UFRGS), Jeferson Freitas (São Paulo Anjos), João Fernandes (Tozzini Freire Advogados), José Paulo Rocha (Deloitte), Leonardo Augusto Garnica (USP Inovação), Leandro Vieira (Banco do Brasil), Lucas Aquino (USP), Luciano Fialho (Lima Neto, Campos, Filho, Canabrava Advogados), Luiz Di Sérgio (FGV - EAESP), Luiz Carlos Moraes Rego (FGV - EAESP), Luiz Roberto Nascimento (ANEFAC), Marcelo Cazado (Floripa Angels), Marcelo de Forbes Kneese (TGI Capital) Marcelo Maçonetto (Supera/Fipase), Marcelo Teixeira (UNICAMP), Marco Antonio Pereira (Doutorando FEA-USP), Marcos Vasconcellos (FGV - EAESP), Mateus Tessler (Invest Tech), Maurício Todeschini (FIEP), Nivaldo Pilão (FGV - EAESP), Oscar Malvessi (FGV-EAESP), Paulo Lemos (UNICAMP), Priscila Castro (Genesis PUC-RJ), Renato Toledo (RCB Investimentos), Ricardo de Carvalho (Deloitte), Ricardo Grobman (Novelprint), Robert Binder (Antera/Fundo Criatec), Rochester Costa (FINEP), Rodrigo Silveira (UNICAMP), Ronald Dauscha (FIEPR), Samy Dana (FGV - EAESP), Sidney Chameh (DGF Investimentos), Sônia Dalcomuni (UFES), Victor Bernacchi (Casa do Construtor), Walter Furtado (BDMG), Wilson Nakamura (Mackenzie), Yim Kyu Lee (PUC - SP) e Zila Grazziontin (UNIFIEO).

Da mesma forma, agradecemos àqueles presentes no *Workshop de Validação do Curso Online “Introdução ao Private Equity e Venture Capital”*, realizado no dia 8 de julho de 2010, na FGV-EAESP, pelas sugestões e comentários sobre o conteúdo *online* que, de fato, contribuíram para o desenvolvimento deste material: Afonso Cozzi (FDC), Aldo Ramos (BNDES), Américo Ciccarelli (SEBRAE), André Almeida (UFES), André Saito (GVcepe), Antonio Botelho (ANPROTEC/PUC - RIO), Bernardo Portugal (Confrapar), Carlos Leitão (SOFTEX), Carlos Miranda (BR Opportunities), Daniel Entorno (USP Inovação), Daniel Heise (Grupo Direct), Daniel Hoppe (UFRGS), Denis Forte (Mackenzie), Eduardo Rocha (Trivella Investimentos), Fábio Campos (Secretaria de Desenvolvimento – SP), Felipe Moraes (Pacific Investimentos), Guilherme Goldberg (Personale Investimentos), Jefferson Freitas (São Paulo Anjos), Jenny Valente (FINEP), João Ben-



to Filho (UFU), João Victor Santos (Lacaz Martins Advogados), José Luiz Mello (Pinheiro Neto Advogados), Luís Afonso Bermudez (UNB), Luiz Carlos Di Serio (FGV – EAESP), Marcelo Aguiar (Pacific Investimentos), Marcelo Colunno (CIETEC), Marcelo de Forbes Kneese (TGI Capital), Márcio Santos Filho (GVcepe), Marco Antonio Pereira (Doutorando FEA-USP), Marcos Vasconcellos (EAESP – FGV), Oscar Malvessi (EAESP – FGV), Paulo de Rezende (Valora Investimentos), Ricardo Grobman (Flower Gallery), Valéria Macedo (Instituto Educacional BM&FBovespa) e Walter Furtado (BDMG).

Agradecemos a Jerry Engel e David Charron (UC Berkeley) e aos membros da empresa *World of Good*, em especial à Priya Haji, pela autorização da publicação de seu Sumário Executivo na íntegra. Ao Thiago Perim, Ricardo Rodrigues, Lilian Kim e Rafael Cadina e Samuel M., membros do grupo Global Vision, pela adaptação de Plano de Negócios para utilização exclusiva neste livro. Nosso agradecimento, novamente, a Daniel Heise (Grupo Direct), a Odilon Santana Filho (Mykitchen e Óticas Carol), a Marco Fishben (Descomplica) e a Yuri Gitahy (Aceleradora) pela gentileza de nos fornecer subsídios sobre a visão do empreendedor, e ao Wilson Nakamura (Mackenzie), pela autorização da publicação do Caso DASA neste livro. Também agradecemos a Sidney Chameh e Ricardo Lima (DGF Investimentos) pela dedicação e apoio irrestrito à inclusão do Caso DHC Outsourcing neste projeto.

A todos, nosso muito obrigado.

Os autores.  
São Paulo,  
Julho de 2010





Lista de Siglas

Glossário

Introdução

## 1. Introdução ao Empreendedorismo e ao *Private Equity* e *Venture Capital*

- 1.1. Introdução
- 1.2. A Arte de Empreender
- 1.3. Transformando o Sonho em Realidade
- 1.4. Modelo PONC (Pessoas-Oportunidade-Negócio-Contexto)
- 1.5. A Indústria de *PE/VC*
- 1.6. Exemplos de Casos de Sucesso
- 1.7. Exemplos de Casos de Insucesso

## 2. Características Gerais da Indústria e Aspectos da Captação de Recursos

- 2.1. Introdução
- 2.2. Aspectos Gerais dos Investimentos em *PE/VC*
- 2.3. O Ecossistema de *PE/VC*
- 2.4. O Ciclo de *PE/VC*

## 3. Perfil dos Negócios em *Private Equity* e *Venture Capital*

- 3.1. Introdução
- 3.2. Estágios e Modalidades
- 3.3. Perfil das Empresas Investidas por *PE/VC*
- 3.4. Perfil dos Negócios em *PE/VC*
- 3.5. Fluxo de Oportunidades de Negócios (*Deal Flow*)

## 4. Análise dos Investimentos e Alternativas para os Empreendedores

- 4.1. Introdução
- 4.2. Elementos Analisados pelas Organizações Gestoras
- 4.3. Ferramentas para os Empreendedores
- 4.4. Análise da Oportunidade de Investimento
- 4.5. Alternativas de Financiamento (além do *PE/VC*)

## 5. Processo de Investimento e Aspectos Contratuais

- 5.1. Introdução
- 5.2. Negociação Preliminar
- 5.3. Compromisso Não-Vinculante (*Term Sheet*) e suas Cláusulas
- 5.4. Fechamento do Negócio

## 6. Gestão e Monitoramento Contínuo

- 6.1. Introdução
- 6.2. Monitoramento
- 6.3. Ferramentas de Gestão
- 6.4. Oportunidades de Desinvestimento

## **7. Desinvestimentos e Retornos**

- 7.1. Introdução
- 7.2. Aspectos Gerais do Processo de Desinvestimento
- 7.3. Modalidades de Saída
- 7.4. Retorno do Capital aos Investidores
- 7.5. Vida Profissional do Empreendedor após o Desinvestimento
- Anexo I: Avaliação do Negócio (*Valuation*)
- Anexo II: Retorno da Carteira de Investimentos
- Anexo III: Aspectos Fiscais e Gerenciais de Empresas no Brasil

## **8. Estudos de Caso**

- 8.1. Diagnósticos da América S/A (DASA)
- 8.2. Mandic BBS
- 8.3. Caso DHC Outsourcing
- 8.4. Caso ODONTOPREV



ABDI: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial  
ABVCAP: Associação Brasileira de *Private Equity & Venture Capital*  
ANP: Agência Nacional do Petróleo  
APEX-Brasil: Agência Brasileira de Promoção de Exportações e Investimentos  
ARD: *American Research Development*  
ARPA: *Advanced Research Project Agency*  
BNDES: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social  
BBS: *Bulletin Board Systems*  
BVCA: *British Venture Capital Association*  
CAPEX: *Capital Expenditure*  
CAPM: *Capital Asset Pricing Model*  
CMPC: Custo Médio Ponderado de Capital (sigla em português para WACC)  
CNPq: Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico  
CVM: Comissão de Valores Mobiliários  
DASA: Diagnóstico da América S/A  
EBIT: *Earnings Before Interest and Taxes*  
EBITDA: *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*  
EMPEA: *Emerging Markets Private Equity Association*  
EVA: *Economic Value Added*  
EVCA: *European Venture Capital Association*  
FACEPE: Fundação de Amparo à Ciência e Tecnologia do Estado de Pernambuco  
FAPDF: Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado do Distrito Federal  
FAPEAL: Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de Alagoas  
FAPEAP: Fundação de Amparo a Pesquisa do Estado do Amapá  
FAPEAM: Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado do Amazonas  
FAPEG: Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de Goiás  
FAPEMA: Fundação de Amparo à Pesquisa e ao Desenvolvimento Científico Tecnológico do Estado do Maranhão  
FAPEMAT: Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de Mato Grosso  
FAPEMIG: Fundação de Amparo à Ciência do Estado de Minas Gerais  
FAPEPI: Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado do Piauí  
FAPESB: Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado da Bahia  
FAPESC: Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de Santa Catarina  
FAPESE: Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado do Espírito Santo  
FAPESP: Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo  
FAPESPA: Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado do Pará  
FAPESQ: Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado da Paraíba  
FAPERGS: Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado do Rio Grande do Sul  
FAPERJ: Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado do Rio de Janeiro  
FAPERN: Fundação de Apoio à Pesquisa do Estado do Rio Grande do Norte

## Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

FAPITEC: Fundação de Apoio à Pesquisa e à Inovação Tecnológica do Estado de Sergipe  
FUNDAÇÃO ARAUCÁRIA: Apoio ao Desenvolvimento Científico e Tecnológico do Paraná  
FUNDECT: Fundação de Apoio ao Desenvolvimento do Ensino, Ciência e Tecnologia do Estado de Mato Grosso do Sul  
FUNTAC: Fundação de Tecnologia do Estado do Acre  
FINEP: Financiadora de Estudos e Projetos  
FGV-EAESP: Fundação Getúlio Vargas – Escola de Administração de Empresa de São Paulo  
FIP: Fundo de Investimento em Participações  
FMIEE: Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes  
GP: *General Partner*  
GVcepe: Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da EAESP  
HBS: Harvard Business School  
IFC: *International Finance Corporation*  
IPO: *Initial Public Offering* (sigla em inglês da oferta pública inicial de ações na Bolsa de Valores)  
ISS: Imposto Sobre Serviços  
LAJIDA: Lucro Antes de Juros, Imposto de Renda, Depreciação e Amortização  
LAJIR: Lucro Antes de Juros e do Imposto de Renda. Índice financeiro utilizado no cálculo de Fluxo de Caixa da empresa para mensurar seu valor  
LAVCA: *Latin America Venture Capital Association*  
LBO: *Leveraged Buyout*  
LP: *Limited Partner*  
MCT: Ministério da Ciência e Tecnologia  
MDIC: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior  
MIT: *Massachusetts Institute of Technology*  
NVCA: *National Venture Capital Association*  
OPA: Oferta Pública de Aquisição (de ações)  
PAC: Programa de Aceleração do Crescimento  
PDP: Plano de Desenvolvimento Produtivo  
PE/VC: *Private Equity* e *Venture Capital*  
PIB: Produto Interno Bruto  
PIPE: *Private Investment in Public Equity*  
PII: Plano de Investimento em Inovação  
PRI: Principles for Responsible Investment  
PRIME: Primeira Empresa Inovadora (FINEP)  
REFIS: Programa de Regularização Fiscal do Governo Federal  
REIF: *Returning Entrepreneur Investment Fund*  
SAVCA: *South African Venture Capital Association*  
SUS: Sistema Único de Saúde  
SWOT: *Strenghts, Weaknesses, Opportunities and Threats* ou, em português, Forças, Fraquezas, Oportunidades e Ameaças.



TIR: Taxa Interna de Retorno

TMA: Taxa Mínima de Atratividade e sinônimo de *hurdle rate*

VEC: Valor Econômico Criado

VPL: Valor Presente Líquido

VPA: Valor Presente Líquido Ajustado

WACC: *Weighted Average Cost of Capital* (sigla em inglês do CMPC)

WEF: *World Economic Forum*

## Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

**Aquisição:** Uma companhia adquire a outra, obtendo seu controle acionário e passando a ter direito aos ativos da empresa adquirida e, conseqüentemente, obrigação pelo passivo.

**Avaliação de Empresas (*Valuation*):** estimativa do valor de uma empresa por meio de técnicas como fluxo de caixa descontado, comparação de múltiplos e opções reais, entre outras.

**Benchmark:** ponto de referência ou parâmetro, por exemplo: "... empresas investidas... registraram crescimento de EBITDA 33% maior que as empresas públicas analisadas como referência (*benchmark*)."

**BNDES:** Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Empresa pública ligada ao MDIC (Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior) com o objetivo de financiar projetos que incluem as dimensões regional, social e ambiental.

**Bônus de subscrição:** são títulos negociáveis que conferem ao titular o direito de comprar ações desta mesma empresa dentro de um prazo estabelecido, por um preço pré-determinado, ou seja, garante ao acionista o direito de subscrever ações. Caso o acionista não efetue a compra da ação no período estipulado, perderá seu direito e não terá restituição do valor pago pelo bônus. O bônus, portanto, é um direito, com prazo de expiração, como uma opção.

**Bootstrapping:** termo sem tradução literal para português e significa crescer com a própria rentabilidade do negócio e outras fontes de recursos dos próprios sócios, utilizando o mínimo de capital externo possível para financiar o negócio.

**Business Plan:** vide o conceito de Plano de Negócios.

**Buyout:** aquisição de controle acionário em empresas nos estágios mais maduros.

**CAPEX:** sigla em inglês para **Capital Expenditure** que, em português, são os gastos que as empresas têm, principalmente, com investimentos em ativos fixos.

**Capital comprometido:** montante pré-definido contratualmente de aporte de capital dos investidores nos veículos de investimento à medida que é solicitado pela organização gestora.

**Carried interest:** sinônimo de *carry*, *performance fee* ou, em português, taxa de performance, taxa de rentabilidade, taxa de sucesso. Vide o conceito de Taxa de Performance.

**Co-investimento:** investimento realizado por dois ou mais veículos de PE/VC com o objetivo de diminuir a exposição ao risco específico de uma empresa.

**Comitê de Investimento (*Investment committees*):** órgão responsável por tomar as principais decisões de investimento e de saída de uma organização de PE/VC. Em geral, reúne tanto representantes da organização gestora quanto de seus investidores.

**Comitê estratégico:** órgão responsável por tomar as principais decisões de investimento e de saída em



uma organização de *PE/VC*. Em geral, reúne tanto representantes da organização gestora quanto dos investidores.

**Comprador estratégico (*strategic buyer*):** empresa ou grupo empresarial que adquire o controle de uma companhia com vistas a integrá-la vertical ou horizontalmente em sua estrutura organizacional. Os objetivos estratégicos incluem a entrada em um novo mercado ou ganho de sinergia.

**Contrato não-vinculante (*Non-Binding Offer*):** proposta de investimento feita pela organização gestora sem que haja comprometimento final de aporte de capital.

**Corporate Venturing:** atividade que visa criar novos empreendimentos através da comercialização de um produto ou serviço que antes não fazia parte das atividades da empresa-mãe. O objetivo dessa atividade é estimular inovação e criar vantagem competitiva para a organização.

**Corporate Venture Capital:** investimento que um fundo corporativo aplica diretamente em uma empresa startup externa, ou investimentos realizados em empresas *startups* que a organização já estabeleceu como um negócio independente. Professor Henry Chesbrough (2002)

**Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC):** é entendido como o custo de oportunidade que os acionistas têm pelo fato de não terem investido seu capital no mercado, mas sim em determinado negócio específico.

**CVM:** Comissão de Valores Mobiliários. Regulamenta o mercado mobiliário e suas instruções foram criadas para tentar suprir a ausência da figura do *Limited Partnership* na legislação brasileira.

**Deal breakers:** termo sem tradução literal para português. Representa um conjunto de questões que são consideradas como essenciais à defesa dos interesses de uma das partes do contrato, e que podem eventualmente causar o não fechamento do contrato.

**Debêntures:** valores mobiliários representativos de dívida de médio e longo prazos que asseguram a seus detentores direito de crédito contra a empresa emissora.

**Discurso Objetivo (*Elevator Pitch*):** apresentação sucinta e objetiva, de mais ou menos um minuto, que o empreendedor faz com a intenção de criar no investidor um interesse pelo seu negócio.

**Distressed:** termo sem tradução literal para português. Significa o investimento feito em uma empresa em grande dificuldade financeira ou situação pré-falimentar, e pode ocorrer em qualquer estágio de vida da empresa ou projeto.

**Drag-along:** termo sem tradução literal para português. Representa a cláusula inserida em acordos de acionistas pela qual o investidor vendedor de sua participação tem o direito de obrigar os demais a venderem suas participações, mesmo que ele seja minoritário.

**Due Diligence:** vide o conceito de Processo de Diligência.

**Earn Out:** termo sem tradução literal para português e que representa a variação da porcentagem de participação da organização gestora no negócio de acordo com o alcance de metas definidas no plano de negócios. Por exemplo: a organização gestora compra por R\$ 1 milhão uma participação de 40% da empresa. Se todas as metas definidas no plano de negócios forem atingidas, a porcentagem de participação da organização gestora cai para 30%. Caso as metas não sejam atingidas, a participação da organização gestora sobe para 51% da empresa.

**EBIT:** sigla em inglês para *Earnings Before Interest and Taxes* que, em português, significa Lucros antes de Juros e Impostos (LAJIR). Vide o conceito de LAJIR.

**EBITDA:** sigla em inglês para *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, que, em português, significa Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA). Vide o conceito de LAJIDA.

**EVA:** sigla em inglês para *Economic Value Added*, que, em português significa Valor Econômico Criado (VEC). Vide conceito de VEC.

**Elevator Pitch:** vide o conceito de Discurso Objetivo.

**Executive Summary:** vide o conceito de Sumário Executivo.

**Family Offices:** termo sem tradução literal para português e significa escritórios responsáveis pela gerência da riqueza de indivíduos e famílias.

**FINEP:** Financiadora de Estudos e Projetos. Empresa pública vinculada ao Ministério da Ciência e Tecnologia (MCT) que atua em toda a cadeia de inovação, visando o desenvolvimento sustentável do Brasil.

**FIP:** Fundo de Investimento em Participações cujas regras foram instituídas pela Instrução 391/2003 da CVM. Pela instrução CVM 406, os FIPs que tiverem como investidor uma organização multilateral ou banco de desenvolvimento poderão emitir cotas diferenciadas e alavancar seus investimentos por meio de dívida.

**FMIEE:** Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes cujas regras foram instituídas pela Instrução 209/1994 da CVM.

**Fusão:** duas organizações são combinadas e, geralmente, não se fundem de forma equitativa, ou seja, uma organização passa a ter o controle da outra de alguma forma.

**General Partners (GP):** nos contratos de *limited partnership*, designa a organização gestora do fundo **PE/VC** e dos investimentos.

**Governança Corporativa:** define uma série de práticas, processos, princípios e valores que afetam o



modo pelo qual as empresas modernas são dirigidas e monitoradas. Envolve, também, relações com os diversos colaboradores de uma organização, como os membros do Conselho de Administração, executivos, acionistas e auditores.

**Greenfield:** termo sem tradução literal para português e representa o investimento em uma nova planta em área com pouca ou nenhuma estrutura física e/ou instalações pré-existentes. Normalmente relacionado com investimentos imobiliários, florestais e em infraestrutura.

**Holding:** termo sem tradução literal para português e representa uma empresa de participações. Na maioria dos casos, é muito similar ao investimento direto, com a diferença que a organização gestora realiza seus investimentos por meio de uma empresa de participações.

**Hurdle Rate:** vide o conceito de TMA.

**Investidor-anjo (*Angel investor*):** investidor pessoa física, com significativo capital disponível, que aporta recursos em empresas nos estágios iniciais de desenvolvimento. O investimento geralmente ocorre a partir de um grupo de investidores-anjo, que foram (ou são) executivos de alto escalão ou empreendedores de sucesso com larga experiência. São fonte de recursos para projetos nascentes.

**Investment committees:** vide conceito de Comitê de Investimento.

**IPO:** sigla em para *Initial Public Offering* que, em português, significa Oferta Pública Inicial. Vide conceito de Oferta Pública Inicial.

**Joint venture:** empreendimento conjunto ou associação de empresas. Refere-se à união de duas ou mais empresas com o intuito de juntas explorarem oportunidades de negócios sem que nenhuma delas perca sua personalidade jurídica. Um modelo típico de *joint venture* seria a transação entre o proprietário de um terreno de excelente localização e uma empresa de construção civil, interessada em levantar um prédio sobre o local.

**LAJIDA:** Lucro Antes de Juros, Imposto de Renda, Depreciação e Amortização. Trata-se de um indicador de fluxo de caixa que costuma ser utilizado por gestores para valoração de empresas já estabelecidas.

**LAJIR:** Lucro Antes de Juros e do Imposto de Renda. Índice financeiro utilizado no cálculo de Fluxo de Caixa da empresa para mensurar seu valor.

**Leveraged Buyout (LBO):** termo sem tradução literal para português e representa a aquisição do controle acionário ou a totalidade das ações da empresa utilizando-se de expressiva alavancagem financeira, ou seja, expressivo volume de dívida em relação ao valor total da empresa.

**Limited Partnership (LP):** a organização gestora assume o papel de um sócio-administrador, denominado *general partner* (GP), e os demais investidores no veículo de investimento (fundo) são os *limited partners* (LP). Estes possuem distanciamento da gestão do fundo e não assumem responsabilidade legal sobre os



passivos que ultrapassam o valor do capital investido. Modalidade que prevalece nos EUA.

**Lock Up:** termo sem tradução literal para português e representa o período durante o qual os investidores e empreendedores não podem vender suas ações no mercado imediatamente após o IPO.

**Management fee:** vide abaixo Taxa de Administração.

**Mercado de Ações:** nome dado aos agentes negociadores de títulos de renda variável denominado ações. Os negócios podem ser instrumentalizados pela Bolsa de Valores ou em Mercado de Balcão. Dessa forma, a Bolsa de Valores é um dos agentes do mercado de ações, que não é restrito a ela.

**Mezanino:** Investimentos em empresas com potencial de alta geração estável de caixa por meio de dívidas subordinadas, instrumentos híbridos de financiamento, incluindo debêntures conversíveis de várias modalidades e direitos de subscrição.

**Novo Mercado:** trata-se do mais alto nível de Governança Corporativa presente no sistema de classificação das empresas listadas na Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) em relação às práticas de Governança Corporativa.

**Oferta Pública Inicial (Initial Public Offering):** é o evento que marca a primeira venda de ações de uma empresa no mercado de ações. Seu principal propósito para empresas novas/pequenas é levantar capital para proporcionar a expansão da empresa. Também ocorre em empresas/corporações maiores por motivos de alavancagem.

**Perda Total do Investimento (Write-off):** liquidação total dos ativos de uma empresa investida significando a descontinuidade das operações ou falência.

**PIPE (Private Investment in Public Equity):** aquisição de capital acionário relevante (mínimo de 20%) de empresas já listadas em bolsa, que possuem baixa liquidez e nas quais a organização gestora obrigatoriamente participa do Conselho de Administração e atua ativamente na gestão estratégica.

**Plano de Negócios (Business Plan):** documento completo e objetivo que descreve o modelo de negócios de uma empresa de forma clara e coesa. É um elemento fundamental da apresentação de uma empresa para gestores de *PE/VC*.

**PONC:** modelo fundamental para estruturação de um negócio próprio baseado em quatro dimensões: pessoas, oportunidades, negócio e contexto. Adaptado de *Entrepreneurial Venture* por Sahlman et al pelos autores.

**PRI:** sigla em inglês para *Principles for Responsible Investment* que, em português, significa Princípios para Investimento Responsável, que tem como meta auxiliar investidores a integrar temas relacionados à sustentabilidade e responsabilidade social.

**Private Equity – Growth:** Investimento em uma empresa relativamente madura, utilizado para expandir ou reestruturar as operações, entrar em novos mercados ou financiar aquisições.

**Private Equity – Later Stage:** Investimento usado para reestruturação de companhias em estágios avançados de desenvolvimento. Pode ou não incluir aquisição de controle.

**Problemas de agência:** conflito de interesse entre os donos da companhia (principal) e os seus executivos (agentes), que surge devido a diferentes objetivos e assimetria de informação. Há diversas formas de mitigar esse problema: fiscalização, participação nos lucros, mensuração da performance, pagamento dos executivos com *stock options* etc.

**Processo de Diligência (Due Diligence):** representa a avaliação realista das operações e da gestão da empresa. Para isso, faz-se uma auditoria completa da oportunidade de investimentos, das demonstrações contábeis, passivos e contingências.

**Search fund:** modalidade de implantação de projetos empreendedores onde os responsáveis pela gestão do mesmo levantam recursos para financiar um pequeno escritório, pesquisas e viagens que possibilitem buscar oportunidades e apresentar as selecionadas a um grupo de investidores que bancou este custo fixo inicial da busca e que investirá, caso aprovada, na oportunidade selecionada pelos gestores do *search fund*.

**Secondary Sale:** vide o conceito de Venda Secundária.

**Seed:** empresa em fase de concepção, pré-incubação ou incubação. Investimento inicial em pesquisa de produto/serviço ou teste de conceito (*proof of concept*).

**Start-up:** o investimento é usado para continuar o desenvolvimento e teste do produto/serviço, que ainda não está colocado comercialmente no mercado, e iniciar o esforço de marketing.

**Stock Options:** documentos que garantem ao portador o direito (a opção) de compra da ação da empresa a um preço pré-determinado.

**Sumário Executivo (Executive Summary):** documento de poucas páginas que sumarizam o conteúdo da proposta de investimento para que os investidores possam se familiarizar com a oportunidade de investimento.

**SWOT:** sigla em inglês para *Strenghts, Weaknesses, Opportunities and Threats* que, em português, significa Forças, Fraquezas, Oportunidades e Ameaças. Trata-se de uma matriz que resume esses quatro aspectos, proporcionando uma visão interna e externa à organização.

**Tag-along:** termo sem tradução literal para português e representa a cláusula do acordo de acionistas pela qual o minoritário tem o direito de obter as mesmas condições que o acionista majoritário na venda da empresa.

**Taxa de Administração (*Management Fee*):** é a taxa paga pelo investidor para a manutenção da organização gestora de *PE/VC*. Compreende, normalmente, 2% do capital comprometido no veículo de investimento.

**Taxa de Performance:** é a parcela dos lucros obtidos com as saídas que é revertida na forma de remuneração para a empresa gestora de *PE/VC*. Em geral, essa taxa é de 20% do capital comprometido no veículo de investimento.

**Term Sheet:** carta de intenção, carta de entendimentos, memorando de entendimento, compromisso não-vinculante.

**TIR:** Taxa Interna de Retorno. Trata-se da taxa necessária para o VPL de o investimento ser igual a zero, ou seja, é a taxa de juros que permite igualar todo o fluxo de receitas e despesas quando descontadas para a data zero. Permite encontrar a remuneração do investimento em termos percentuais.

**TMA (*hurdle rate*):** Taxa Mínima de Atratividade. Representa o mínimo que um investidor se propõe a ganhar quando faz um investimento. É composta por três componentes básicos: custo de oportunidade, risco do negócio e liquidez do negócio.

**Track Record:** termo sem tradução literal para português e representa a série de bons resultados históricos que as Organizações Gestoras buscam, a fim de atrair novos investimentos.

**Trade-sale:** vide o conceito de Venda Estratégica.

**Unlimited liability:** organizações gestoras possuem responsabilidade ilimitada em eventual passivo do veículo de investimento, tendo em vista que são responsáveis legais pelo negócio.

**VEC:** Valor Econômico Criado. Trata-se de um indicador financeiro que compara o Retorno sobre o Capital Investido com o Custo Médio Ponderado de Capital, para medir quanto de valor foi criado para os acionistas.

**Valuation:** vide o conceito de Avaliação de Empresas.

**Veículos de investimento em *PE/VC*:** qualquer veículo que congregue recursos de investidores com objetivo de sua aplicação em empresas e projetos, por meio de equipe profissional, de longo prazo e pré-determinado, com expectativa de obtenção de retorno no momento da saída.

**Venda estratégica (*trade-sale*):** consiste em uma estratégia de saída via venda acionária para um comprador estratégico como um grupo ou um conglomerado que seja maior que a empresa adquirida. O objetivo dessa saída é integrar vertical ou horizontalmente a nova empresa às atividades da compradora.

**Venda Secundária (*secondary sale*):** é o processo em que uma organização gestora comercializa sua participação transferindo os direitos e deveres advindos da participação na empresa para o comprador.



**Venture Capital – Early Stage:** empresa cujo produto/serviço já foi desenvolvido (beta teste já completo e aprovado). O investimento é usado para o início da comercialização e a empresa já se encontra em fase operacional, embora ainda não tenha atingido o ponto de equilíbrio “*break-even*”. Nesta fase, normalmente, realiza-se o primeiro investimento “clássico” de *venture capital* propriamente dito (*first stage or first round fanancing*).

**Venture Capital – Later Stage:** a empresa já atingiu a fase de comercialização plena do produto e a sua rápida expansão requer mais recursos. A empresa pode ou não ter atingido o ponto de equilíbrio. Nesta fase, no modelo “clássico”, normalmente, novos investimentos de *venture capital* são esperados na empresa (*second and third rounds financing*).

**VPL:** Valor Presente Líquido. Método de cálculo que traz para a data presente (descontado pela taxa retorno mínimo esperado) o valor de projeções futuras de caixa de determinado projeto, permitindo comparação com o montante investido.

**WACC:** sigla em inglês para *Weighted Average Cost Of Capital* ou, em português, Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC). Vide o conceito de Custo Médio Ponderado de Capital.

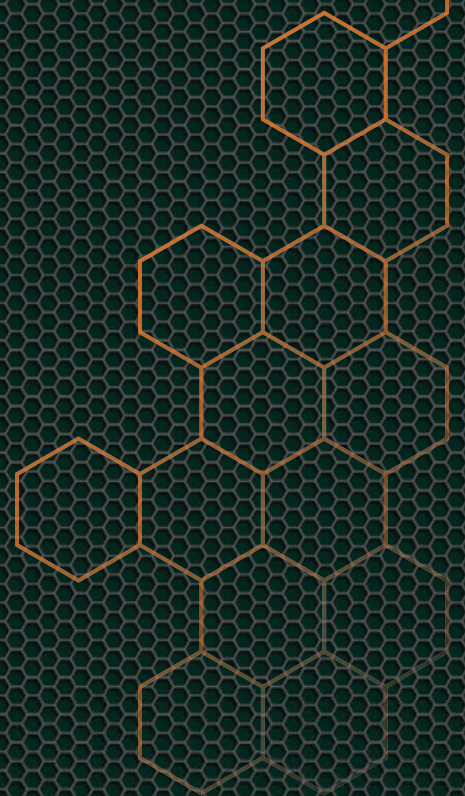
**Write-Off:** vide o conceito de Perda Total do Investimento.







# Introdução









Os empreendedores e suas empresas são os grandes motores de desenvolvimento econômico mas enfrentam dificuldades na captação de recursos para seus projetos. Este grande vale tem sido atravessado pelas organizações gestoras de *private equity* e *venture capital* (PEVC).

Ao longo dos anos, a inovação tem sido um fator chave para o crescimento da economia mundial impulsionando o aumento da produtividade nas empresas, e este fator tem afetado as cinco forças que governam a competitividade em qualquer indústria (Porter, 1979).<sup>1</sup>

A habilidade de combinar recursos (humanos, tecnológicos, capitais, informacionais, naturais, etc) para inovar é uma competência muito importante e necessária para ganhar vantagem competitiva. Entretanto, nem todas as empresas possuem as competências necessárias para se destacar no mercado, especialmente **Start-ups** e Pequenas e Médias Empresas (PMEs), que não têm acesso a recursos para gerar inovação.

A indústria de **Private Equity e Venture Capital** representa uma alternativa muito interessante para solucionar esse problema, especialmente diante de empresas que não possuem documentos financeiros históricos ou empresas que não possuem bens tangíveis que podem ser utilizados como empréstimos bancários, ou seja, empresas que estão começando agora seus negócios. Ademais, gestores de PE/VC não disponibilizam somente o dinheiro necessário para que a nova empresa cresça, mas também ajudam os empreendedores a tomar decisões certas no processo de construção de um novo negócio. De acordo com o IHS Global Insight (2009), empresas que obtiveram recursos de PE/VC geraram US\$ 3 trilhões em receita e empregaram mais de 12 milhões de pessoas nos Estados Unidos (EUA) em 2008.

O ambiente econômico para **PE/VC** no Brasil evoluiu nos últimos anos. De acordo com o EIU e a LAVCA (2008), que qualifica o ambiente regional de PE/VC identificando aspectos positivos e negativos geradores de negócios dentro da indústria de cada país, o Brasil saltou de 59 para 75 pontos no ranking de 100 pontos possíveis em apenas três anos (de 2005 a 2008). Mais importante que esse número é o desenvolvimento e consolidação do ambiente de PE/VC no Brasil no período em questão.

Nos últimos anos, motivado pela liquidez global e o crescimento de indicadores econômicos no país, a indústria de **PE/VC** passou por uma evolução muito significativa. De acordo com Ramalho e Furtado (2008), o capital comprometido dessa indústria cresce cerca de 50% ao ano desde 2004, quando foi realizado o Primeiro Censo Brasileiro<sup>2</sup> desta indústria pelo Centro de Estudos em **Private Equity e Venture Capital** da FGV-EAESP (GVcepe)<sup>3</sup>. Ainda, já investiu mais de US\$ 11,5 bilhões, emprega hoje mais de 1.400<sup>4</sup> profissionais e possui um número próximo de 500 empresas investidas em sua carteira, embora ainda represente 1,7% do PIB comparado à média global de 3,7%. Uma das grandes tendências verificadas é o aumento do porte das organizações gestoras de **PE/VC** e dos seus investimentos, o que em parte justifica este maior crescimento do comprometimento de capital em relação à quantidade de investimentos.

Estes números demonstram a crescente importância do empreendedorismo e do financiamento ao capital empreendedor, mas demonstram também que apesar do capital comprometido ter crescido vertiginosamente muitas organizações gestoras ainda sentem que existe falta de oportunidades ou falta de preparo dos empreendedores na apresentação de seu negócio. Os empreendedores por sua vez sentem que não têm acesso ao capital que necessitam para fazer crescer seus negócios e que as organizações gestoras não conseguem avaliar o seu negócio. Os pequenos empresários e jovens cientistas não têm acesso aos mercados de capitais ou bancários para obter recursos para seus projetos e muitas vezes não têm a experiência e contatos necessários para levar o seu negócio adiante. As organizações gestoras de *PE/VC* apresentam-se como uma das melhores alternativas que, em conjunto com diversas iniciativas de política pública, permitem ao empreendedor tirar o seu plano do papel e transformar seus sonhos em realidade.

Dado este grande abismo entre empreendedores e organizações gestoras de *PE/VC*, pequenos e jovens empresários e instituições de financiamento, faz-se necessário uma maior disseminação de informação na indústria como um todo, e materiais que auxiliem no entendimento de como funciona este tipo de investimento que ainda é pouco disseminado no Brasil. Este livro, iniciativa inédita no Brasil, visa auxiliar diretamente o empreendedor na sua busca por recursos ao apresentar de uma maneira clara e direta todo o ciclo pelo qual passa uma organização gestora de *PE/VC*, e está organizada de forma evolutiva em oito capítulos.

## Capítulo 1

O capítulo 1 trata dos principais recursos e competências que o empreendedor necessita para alcançar seus objetivos. O *PE/VC* surge assim como um meio que viabiliza a transformação desses sonhos em realidade. O capítulo se inicia apresentando o conceito de empreendedorismo e mostrando alguns passos que devem ser seguidos para que um empreendimento tenha chance de sucesso. Como exemplo de algumas dessas etapas têm-se a definição da oportunidade de mercado, o desenvolvimento de um plano de negócios, a captação dos recursos necessário e o gerenciamento do negócio da melhor forma possível.

Em seguida, são relatados alguns exemplos inspiradores de negócios de jovens empreendedores que realizaram, com o suporte de *PE/VC*, transformações enormes em certas empresas. Alguns casos de sucesso, de pequenas empresas que tornaram-se gigantes bem-sucedidas; Google, Yahoo, Hewlett Packard, Apple, entre outros. O capítulo apresenta ainda o modelo PONC, que trata detalhadamente de quatro fatores críticos responsáveis pelo sucesso de um empreendimento: Pessoas, Oportunidades, Negócios e Contexto. É mostrado que o êxito em apenas uma dimensão não é suficiente para o alcance da excelência. Também é contada a história do *PE/VC* no mundo e no Brasil, os momentos mais importantes e marcantes do desenvolvimento deste mercado são ressaltados.



## Capítulo 2

Este capítulo tem como objetivo inicial apresentar os conceitos de PE/VC, entre eles a diferença entre *Private Equity* e *Venture Capital*. Em seguida, dando continuidade à caracterização do ciclo de PE/VC, é apresentada a estrutura básica desta indústria: organizações gestoras, investidores, veículos de investimento e empresas em portfólio. Dessa maneira é possibilitado ao leitor compreender qual a função de cada um dos fatores e como eles se relacionam. Da mesma forma, é dada a estruturação básica do ecossistema, onde são apresentados três grandes grupos: i) prestadores de serviços, categoria que inclui escritórios de advocacia, auditoria, consultoria, bancos de investimento, boutiques de assessoria financeira e fusões e aquisições, provedores de tecnologia, entre outros; ii) entidades não-governamentais de apoio e fomento, que têm como objetivo desenvolver a indústria brasileira, mobilizar as organizações gestoras, desenvolver profissionais qualificados, entre outras atividades, e têm como destaque o GVcepe (Centro de Estudos de *Private Equity* e *Venture Capital* da FGV-EAESP) e a ABVCAP (Associação Brasileira de *Venture Capital* e *Private Equity*); iii) instituições de apoio e fomento governamentais, como FINEP (Financiadora de Estudos e Projetos), BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social), SEBRAE (Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas) e a ABDI (Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial).

De maneira breve, o fluxo que ocorre neste ecossistema percorre primeiramente os investidores, em seguida os veículos de investimento e então as empresas investidas. Uma vez que o capital dos investidores e, em alguns casos, dos próprios gestores, e o conhecimento destes é adicionado ao ciclo, a cadeia é retroalimentada pelo capital gerado nas empresas investidas.

Após a análise de todos os atores da indústria em questão, são caracterizadas as diferentes estruturas que uma organização gestora pode ter: independente, *corporate venture*, instituição financeira e setor público. Para fazer com que o empreendedor conheça melhor possíveis futuros parceiros, o perfil dos gestores é apresentado em seguida, numa tabela que apresenta qual o grau de escolaridade dos mesmos e dos sócios-gestores da indústria. O próximo tópico demonstra a importância de conhecer a experiência dos gestores, e mostra ainda como os resultados históricos de uma organização gestora são sinalizador sobre o potencial de retorno futuro para os investidores e o valor adicionado aos empreendedores. Para expandir o conhecimento do empreendedor em relação a outros tipos investimento, este capítulo conta ainda com uma análise de outros dois tipos de financiamento, sendo estes o feito por investidores-anjo e por *search funds*.

## Capítulo 3

O capítulo 3 discorre sobre a apresentação do perfil dos negócios em PE/VC através da exposição dos diferentes estágios e modalidades desses investimentos, tópico necessário para compreender em que

estágio cada projeto/negócio se encontra, além de dissertar sobre o fluxo de oportunidades da indústria, importante para definir o contato dos empreendedores nessa indústria. Alguns estágios como “Seed” e “Startup” são somente considerados diferentes devido ao estágio de desenvolvimento no qual o novo produto padece. Isso demonstra a importância de se compreender todos eles separadamente: “Seed”; “Startup”; “Venture Capital Early Stage”; “Venture Capital Later Stage”; “Private Equity Growth”; “Private Equity Later Stage”; e “Distressed”. Para alguns estágios temos opções em português utilizadas no Brasil, como é o caso do capital semente (“Seed”), porém, como os termos em inglês são mais utilizados na indústria, decidimos por manter a nomenclatura nesta língua estrangeira.

Além destas, são caracterizadas outras modalidades que se assemelham conceitualmente ao PE/VC como “Mezanino” e “PIPE” (*Private Investment in Public Equity*) e “Greenfield”, investimento feito em uma nova planta em área com pouca ou nenhuma estrutura física e/ou instalações pré-existentes, normalmente relacionado com investimentos imobiliários, florestais e em infraestrutura. No capítulo, Uma figura ilustra qual o tipo de investimento adequado para uma empresa específica com base no seu estágio de desenvolvimento.

Em seguida, este capítulo mostra quais os aspectos das empresas que possuem perfil para ser investidas por PE/VC, sendo este basicamente “empresas/negócios inovadores de alto-risco e com alto potencial de retorno”. Para que seja possível compreender melhor a relação entre Risco e Retorno, são apresentadas e conceituadas a TMA (Taxa Mínima de Atratividade), a TIR (Taxa Interna de Retorno) e o VPL (Valor Presente Líquido). Ainda, é demonstrada qual a TMA dependendo do estágio de desenvolvimento da empresa nos EUA. Empresas no estágio “Startup”, por exemplo, possuem uma TMA de 50% a 70%, enquanto aquelas que já estão em fase de expansão possuem uma taxa menor, de cerca de 30%. Para minimizar as possíveis perdas no processo de financiamento, a empresa é avaliada periodicamente, e o valor total do investimento é dividido em diversas fases e é injetado na empresa de acordo com as fases do projeto pelas quais ela passa.

Para concluir o capítulo, é apresentado o fluxo de oportunidades de investimentos analisados pela equipe de gestores em companhias que recebem aporte de capital pelas organizações gestoras (companhias investidas). Em geral, apenas 1-2% dos negócios que chegam a uma organização gestora recebem o aporte de investimento. Todo o processo tem início com a apresentação de uma oportunidade de investimento à organização gestora, e a sequente seleção daquelas que mais se adequam à tese investimento da gestora. Após diversas reuniões, diversos filtros e pesquisa, a empresa a ser investida é escolhida pela organização e, dessa forma, o processo de negociação entre os dois lados é estreado.

## Capítulo 4

Este capítulo ilustra o processo de prospecção, análise e seleção das oportunidades de negócios pelas organizações gestoras (*screening* e *selecting*). Esta é uma etapa muito importante do ciclo, tendo em vis-



ta que as organizações gestoras investem tempo e recursos nesse processo de análise e seleção, a fim de que a oportunidade de negócio escolhida seja a melhor opção. Além disso, o capítulo trata de algumas alternativas, além do PE/VC, que os empreendedores têm, caso esta modalidade de financiamento não lhes seja a mais adequada para o momento.

O processo de prospecção das oportunidades de negócio, em geral, é resumido no encaminhamento dos Planos de Negócios (**Business Plan**) dos empreendedores, documento que contém um panorama geral da empresa, para as organizações gestoras. Todavia, existem outras formas de realizar esse processo. Outros métodos bastante utilizados são: Discurso Objetivo (**Elevator Pitch**), que é uma apresentação bastante sucinta e objetiva feita a um potencial investidor; Sumário Executivo (**Executive Summary**), referente a um documento que sumariza o conteúdo da proposta de investimento; e Demonstrativos Financeiros que relatam o histórico e as projeções financeiras do empreendimento a ser financiado.

Além de observar o Plano de Negócios, o Discurso Objetivo, o Sumário Executivo e as Demonstrações Financeiras, a organização gestora faz uma análise das oportunidades de negócio levando em consideração que o empreendedor e sua equipe tenham talento, energia e comprometimento, visto que um time executivo de qualidade diminui os riscos do investimento. Além disso, o sucesso do investimento depende também da diferenciação do produto e/ou serviço oferecido, que pode se dar basicamente por uma proposta de valor superior ou redução de custo. A Organização Gestora também analisa o mercado, tentando mensurar a perspectiva de demanda, a competição existente no mercado e o potencial de crescimento da oportunidade de negócio. Finalmente, cabe ressaltar que os números e projeções, tais como **EBITDA**, Lucro Líquido e **Payback** devem ser compatíveis com a realidade, ou seja, não devem tentar propor que a oportunidade de negócio terá resultados impossíveis de serem objetivamente alcançados.

Por fim, o capítulo explica resumidamente o funcionamento de algumas outras alternativas de financiamento. Dentre elas, destacam-se a FINEP (Financiadora de Estudos e Projetos), empresa pública que procura financiar todo o sistema de Ciência, Tecnologia & Inovação, através de recursos reembolsáveis e não-reembolsáveis; e o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), empresa pública que, atualmente, é o principal instrumento de financiamento de longo prazo para a realização de investimentos da economia brasileira. Essas alternativas se destinam a empresas que não estão preparadas para receber aporte de PE/VC ou que julgam não ser PE/VC a melhor alternativa de financiamento para seu caso específico.

## Capítulo 5

O capítulo 5 tem por objetivo apresentar o fluxo da negociação entre o empreendedor e a organização gestora do veículo de investimento, destacando as cláusulas incluídas no contrato não-vinculante, o pro-



cesso de diligência e as condições necessárias para o início do investimento. Deste modo, o empreendedor compreenderá melhor seus direitos e deveres, o que deve ser considerado na negociação, os processos pelos quais passará, o tipo de postura ele deve ter em determinados momentos e os principais pontos que ele precisa conhecer para entender melhor os contratos que vão serrar a negociação entre as partes.

O processo se inicia na negociação preliminar entre as duas partes, que ocorre após o interesse concreto por parte da organização gestora pela oportunidade investimento. Após este, é assinado o compromisso não-vinculante, também conhecido como ***term sheet***, que representa o primeiro contrato entre o gestor do fundo e o empreendedor. Este documento apresenta diversas cláusulas que contribuirão para a formulação do contrato final e envolve direitos e deveres das partes envolvidas. Compreende tópicos relacionados a ações, conselho de administração, confidencialidade, garantias e direitos.

Após a caracterização das cláusulas do ***term sheet***, é apresentada a próxima etapa do investimento, ou seja, o processo de diligência. No capítulo, um exemplo ilustra o comportamento esperado do empreendedor diante do gestor e os argumentos válidos utilizados neste momento da negociação. A diligência é considerada uma auditoria geral da empresa-alvo, e de maneira geral, é feita para garantir à organização gestora que o negócio no qual ela pretende investir realmente vale a pena.

As etapas do processo de diligência são as seguintes: planejamento (definir objetivos, equipes, entre outros), estabelecimento de protocolos (determinar procedimentos e protocolos necessários para coordenar coleta e análise das informações), condução da diligência e finalização da mesma. Esta etapa do investimento pode ser considerada um método de gerenciamento de risco na medida em que procura mitigar problemas de tamanho de mercado, evolução da demanda do consumidor, vantagens competitivas do negócio, desenvolvimento do produto e da tecnologia, entre outros, questões essas que também são tratadas na sequência do capítulo.

Após a disposição dos mínimos itens que devem ser analisados na diligência, o capítulo apresenta potenciais ***deal breakers***, um conjunto de questões que são consideradas como essenciais à defesa dos interesses de uma das partes do contrato, que podem eventualmente impossibilitar o fechamento do contrato. Uma vez terminado este processo com êxito, o investimento é concretizado após a celebração dos seguintes contratos apresentados: Contrato de Subscrição de Ações, Acordo de Acionistas e Estatuto Social.

## Capítulo 6

O capítulo 6 enfatiza a responsabilidade de a organização gestora adicionar valor à empresa investida. Após todo o processo de negociação e o investimento ter sido realizado, o monitoramento da empresa investida é muito importante para melhorar a sua eficiência, criando valor para os acionistas. Este capítulo também introduz as oportunidades de desinvestimento e algumas maneiras de realizá-lo, como a abertura de capital.

A primeira parte do capítulo enfatiza a importância do monitoramento e prestação de contas dos executivos, enfatizando o Conselho de Administração e desmistificando alguns aspectos sobre ele. Esse conselho possui um papel estratégico para a organização, como a decisão de demitir os principais executivos e suas respectivas remunerações. Para auxiliar na tomada de decisão estratégica, são apresentadas algumas ferramentas, como o BSC (*Balanced Scorecard*) e o PDCA (*Plan, Do, Check e Act*). Essa parte também introduz alguns conceitos sobre Governança Corporativa e sua importância, em especial nos últimos anos.

A segunda parte do capítulo introduz as oportunidades de desinvestimento e a análise que as organizações gestoras fazem antes de investir no negócio dada a importância desse tema para que elas possam receber o retorno esperado. Para ilustrar o desinvestimento são apresentadas algumas possíveis maneiras de fazê-lo, como a abertura de capital ou a venda da empresa para outro grupo econômico.

## Capítulo 7

O capítulo 7 tem como objetivo dar uma visão geral ao empreendedor da última etapa do ciclo de PE/VC, a saída (ou *exit*). A saída é uma etapa de fundamental importância, tanto para a organização gestora, pois é principalmente na saída que ela consegue a liquidez do investimento, como para o empreendedor, tendo em vista que a organização gestora, no caso de um desinvestimento total, não mais será sua sócia neste negócio.

Primeiramente, o empreendedor precisa ter consciência de que o desinvestimento influencia todas as outras etapas da cadeia de PE/VC, visto que a possibilidade de uma saída altamente lucrativa é um dos principais objetivos da Organização Gestora. Sendo assim, o gestor pensa na saída mesmo antes de ter feito o investimento e também monitora as possibilidades de desinvestimento durante todo o tempo em que é sócio do negócio. Dada a importância desta etapa, é necessário mensurar o retorno financeiro, Taxa Interna de Retorno (TIR), tanto de um investimento, como do portfólio de um veículo de investimento. Encontrar a TIR de um investimento é encontrar a taxa pela qual se deve descontar os fluxos de caixa para que eles sejam numericamente idênticos aos fluxos de despesa, o que resultará em um VPL (Valor Presente Líquido) igual a zero. Ao encontrar a TIR, o investidor encontra qual foi o retorno do investimento feito por ele. Independentemente de ter havido sucesso ou perda no negócio, quando ocorre o desinvestimento, os ganhos auferidos devem ser retornados aos investidores do veículo.

Há diversas modalidades de saída para a organização gestora, as quais são abordadas pelo capítulo. Na venda a compradores estratégicos, geralmente, a empresa investida é adquirida por um grupo ou conglomerado de maior porte que visa integrar vertical ou horizontalmente a nova empresa. Na Oferta

Primária de Ações (IPO), a empresa passa a ser listada em bolsa de valores, sendo que diversos são os procedimentos, listados no capítulo, que devem ser seguidos para que isso seja possível. Na venda secundária, a Organização Gestora comercializa sua participação, transferindo os direitos e deveres advindos da participação na empresa para o comprador. Na venda de ativos, os ativos da empresa são vendidos com fins de pagamento de dívidas, distribuição de dividendos, custeio de operação, dentre outros. Finalmente, pode ocorrer a perda total do investimento, que ocorre quando há insucesso da empresa investida.

Posteriormente, o capítulo mostra como calcular a TIR de um investimento e também de um portfólio, explicando como se encontra a taxa de **performance**, que será utilizada para remunerar o gestor do veículo de investimento de acordo com o desempenho que tiveram os investimentos executados por ele. Por fim, o capítulo trata do tema Avaliação (ou **Valuation**), contrastando alguns mitos e verdades sobre as avaliações e explicitando e comparando alguns dos métodos mais utilizados no mercado, dentre eles as Avaliações Relativas e o Fluxo de Caixa Descontado.

## Capítulo 8

O capítulo 8 tem como objetivo mostrar três casos de ciclo completo para que o leitor possa incorporar e testar todos os conceitos dos capítulos anteriores a casos práticos e verificar a sua capacidade de resolver problemas que não têm exclusivamente uma resposta certa. O primeiro caso<sup>5</sup> apresentando é o da Diagnósticos da América S.A. (DASA), a qual é hoje a maior empresa prestadora de serviços de medicina diagnóstica da América Latina. A empresa chegou a esse patamar por meio de um processo de crescimento por aquisições de laboratórios direta ou indiretamente concorrentes, estratégia que foi alavancada pelo aporte de capital realizado pelo Pátria Investimentos. A partir disso, a DASA transformou o seu modelo de negócios, o qual se mostrou totalmente inovador diante do restante do setor. O caso detalha ainda a governança corporativa da empresa e o processo de lançamento inicial de ações, o qual ocorreu em 2004, permitindo que a empresa seguisse financiando o seu crescimento e retornasse o capital aos investidores.

O segundo caso, desenvolvido pela **HBS**, trata da Mandic BBS, empresa que foi criada no quarto de visitas da casa de Aleksandar Mandic, em 1990, e se tornou a provedora líder de acesso discado à internet. Até o ano de 1995, a empresa havia crescido sem a necessidade de financiamento externo, quando, com a chegada da internet e aumento da concorrência, decidiu que obter um parceiro era fundamental para se expandir de forma agressiva. A GP Investimentos, como parceiro escolhido, adquiriu 50% das ações e realizou um aporte de capital que permitiu que a Mandic tivesse crescimento explosivo em 1996. Em 1998, a GP definiu ser o momento ideal para sair do investimento, visto que o horizonte de investimento original era de dois anos e o mercado estava ficando cada vez mais competitivo. Dessa forma, 59% da Mandic BBS foi vendida para a argentina Impsat.



Por fim, o terceiro caso discorre sobre a DHC Outsourcing, empresa fundada em 2000 que oferece serviços de terceirização de infraestrutura de tecnologia da informação para operações de missão crítica. Como o cenário econômico brasileiro em Dezembro de 2005 era promissor e o mercado de terceirização de infraestrutura de TI ainda não havia se consolidado, o projeto de investimento na companhia por parte da organização gestora DGF Investimentos, que havia se originado três anos antes, foi concretizado. O aporte de capital permitiu que a DHC crescesse apoiada na sua proposta de valor de grande flexibilidade, boa relação custo/benefício e alto nível de confiabilidade. O mecanismo de saída do negócio utilizado pela DGF Investimentos foi a venda estratégica, em 2009, para o provedor de internet UOL, o qual apresentou uma proposta de compra que correspondia às expectativas dos investidores. O valor acertado foi cerca de oito vezes o montante inicialmente aportado.

Esperamos com este material oferecer nossa contribuição para cruzar este vale existente entre as demandas da organização gestora de PE/VC e o empreendedor, que surge como um resultado da evolução brasileira iniciada há 15 anos com a implantação do Plano Real, que resultou também na classificação do Brasil como grau de investimento<sup>7</sup> e destino prioritário de investimentos em todo o mundo.

Após a leitura destes 8 capítulos, esperamos que o empreendedor tenha se interessado pela indústria de PE/VC como um todo. Para que ela seja mais utilizada e disseminada no Brasil e auxilie no crescimento econômico do mesmo, é necessário que seja compreendida e absorvida por todos os atores da indústria.

## Referências

<sup>1</sup> Porter, M. (1979) "How Competitive Forces Shape Strategy". Harvard Business Review. Vol.57(2), Mar-Apr, pp. 137-145

<sup>2</sup> DE CARVALHO, A. Gledson; RIBEIRO, Leonardo e FURTADO, Claudio. 2006. "A Indústria de PE/VC – Primeiro Censo Brasileiro". Editora Saraiva.

<sup>3</sup> Mais informações sobre o GVcepe em <http://www.fgv.br/cepe>.

<sup>4</sup> RAMALHO, Caio e FURTADO, Cláudio. 2008. "Panorama da Indústria Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* – Dezembro 2008". GVCEPE (Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP).







# Capítulo 1

## Introdução ao Empreendedorismo e ao *Private Equity* e *Venture Capital*

Autores: Abdala Rezek Filho, Ariel Almeida, Caio Ramalho, Eduardo Camargo, Filipe Mattos, João Victor de Souza, Lucas Martins, Marcelo Coura, Marisa Bessa, Paula Nagle dos Reis, Paulo de Rezende, Rafael Roldão, Rodrigo Lara e William Luk







## 1.1. Introdução

O objetivo deste capítulo é introduzir ao leitor importantes conceitos sobre Empreendedorismo e sobre *Private Equity e Venture Capital (PE/VC)*, abordando os principais aspectos que o empreendedor deve observar para aumentar as chances de obter sucesso em seu negócio.

## 1.2. A Arte de Empreender

Empreender é, sem dúvida, uma arte. Envolve risco, retorno, incerteza, planejamento, organização, força de vontade, estratégia, capacidade de entender o mercado e capacidade gerencial. O empreendedor busca adaptar-se constantemente ao ambiente, sempre com uma visão de futuro. Coragem é o termo-chave para o explorador que, invariavelmente, está exposto ao sucesso e ao fracasso<sup>1</sup>. O anúncio abaixo descreve o recrutamento para a Expedição Trans-Antártica a bordo do navio **Endurance** organizada por Ernest Shackleton em 1914.<sup>2</sup>

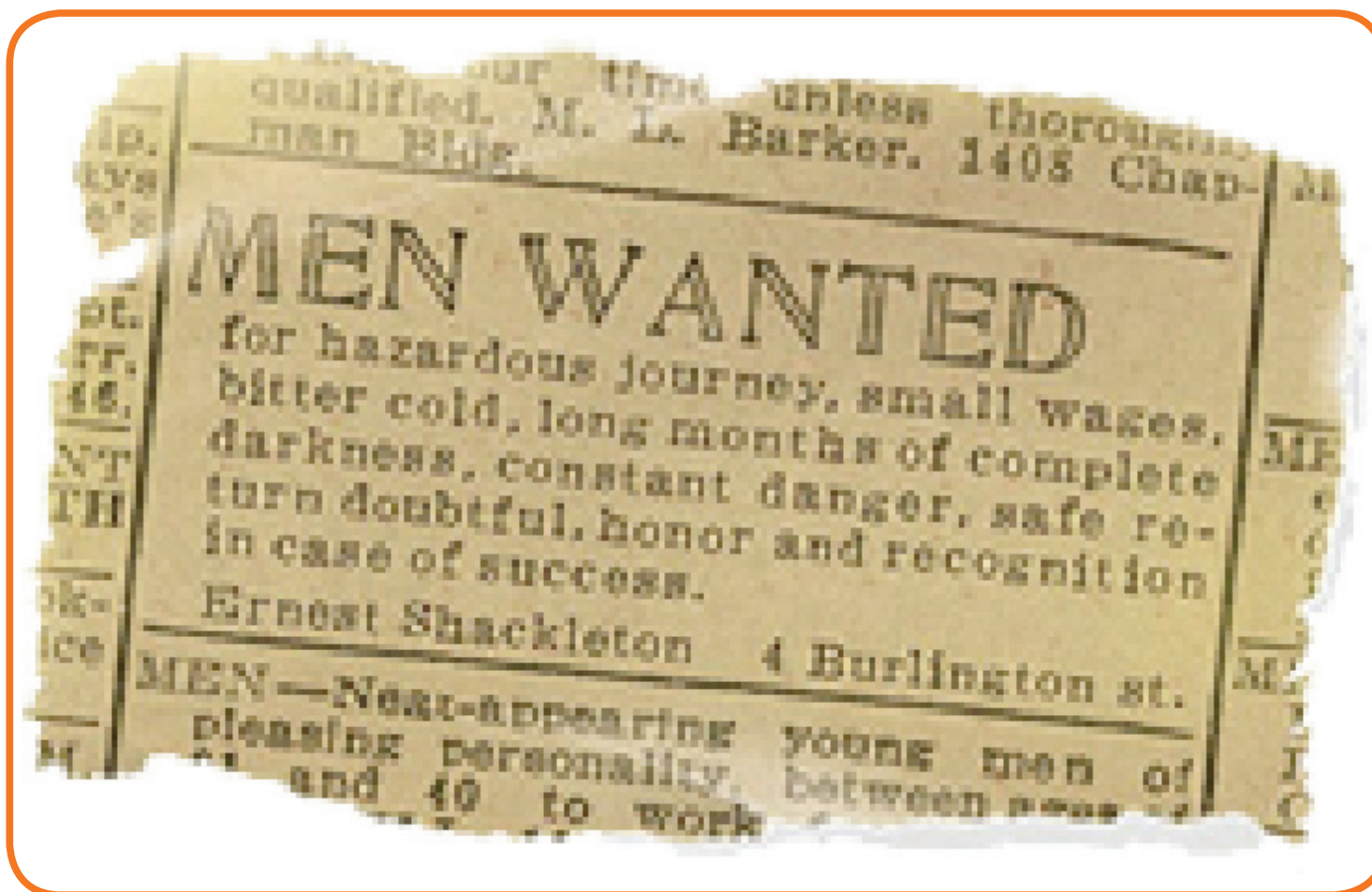


Figura 1.1 – Anúncio de Recrutamento do Endurance<sup>3</sup>

Fonte: Anúncio no jornal London Times, 29 de Dezembro de 1913



Empreendedorismo também é um estilo de gestão que envolve a busca da oportunidade sem consideração pelos recursos sob controle, buscando maximizar a realização do projeto e minimizar os riscos.<sup>4</sup> O empreendedor é o seu próprio negócio. Ele mergulha em um mar desconhecido, mas sabe que há uma recompensa ao final da jornada, caso sobreviva ao forte balanço do mar e às tempestades; e mares caudalosos acabam por formar bons marinheiros. É por essa razão que empreendedores experientes são tão valorizados pelo mercado. Existem diversas ferramentas que podem ajudar o empreendedor em sua árdua jornada, mas, no entanto, sem a vontade e o brilho nos olhos de quem tem paixão pelo que faz é impossível completar o caminho. O sucesso tem forte relação com a força de vontade e a força de persistir no seu caminho traçado.

### Empreender é ter paixão. Imensa paixão.

Neste contexto, a vida do empreendedor assemelha-se a de um atleta. Além de paixão, perseverança e dedicação são instrumentos chaves que, aliados à técnica, desenvolvem um negócio de sucesso. O aprimoramento deve ser contínuo e, tal qual o atleta, o empreendedor deve ter consciência de que é preciso adotar uma postura autocrítica forte, para que se possa reconhecer erros e promover, a partir destes, os ajustes necessários para que se obtenha êxito.

O mundo não é feito apenas de sucessos, mas também de fracassos que, em alguns casos, irão atingir o empreendedor com tal força que ele desistirá imediatamente se não tiver imensa paixão pelo seu projeto ou negócio. Mais que o sucesso propriamente dito, o mais importante é, ao sofrer derrotas e críticas, saber assimilá-las, aprender com elas e continuar em frente, acreditando no seu projeto ou negócio. É assim que um verdadeiro vencedor faz.<sup>7</sup>

É importante ficar claro que o empreendedor não é apenas um aventureiro sonhador e corajoso, cheio de paixão e perseverança, que se atira ao risco sem pensar; mas sim aquele que consegue estruturar seus sonhos e habilidades de forma coerente e bem organizada tal que uma série de parceiros possa dividir com ele o risco (e retorno) do negócio. O empreendedor se utiliza de ferramentas



Figura 1.1 — Anúncio de Recrutamento do Endurance<sup>3</sup>

Fonte: Anúncio no jornal London Time, 29 de Dezembro de 1913

de gestão que minimizam, diluem e postergam estes riscos, de forma a transformar aquilo que era apenas um sonho, uma aventura cheia de riscos, em uma realidade de grande sucesso e retorno.

Não existem passos obrigatórios para o empreendedor seguir, embora existam convenções que podem ajudar o empreendedor a ter sucesso em seu projeto. O primeiro passo consiste na **percepção da oportunidade de mercado**. Essa oportunidade, geralmente, é uma necessidade de mercado que nenhum produto ou serviço atenda até o momento, algum produto ou serviço que não funciona exatamente como deveria e que certamente o empreendedor pensa: “*e se alguém fizesse melhor?*”. O empreendedor pode desenvolver alguma inovação que atenda àquela necessidade, mesmo que seja um novo produto ou serviço que a princípio tem desempenho inferior ao dominante daquele mercado, mas que pode ser uma inovação de ruptura<sup>8</sup> e trilhar o caminho para tomar aquele mercado, mudando as bases da competição.

O segundo passo é **desenvolver um plano de negócios**. O documento não é obrigatório para o empreendimento, porém é uma ferramenta de grande valor para o empreendedor. O plano de negócios mudará muitas vezes ao longo do projeto e talvez, por isso, alguns empreendedores deixem, de forma equivocada, de dedicar a atenção necessária ao seu desenvolvimento. Entretanto, o plano de negócios é parte fundamental no planejamento e na comunicação do negócio à equipe do projeto e a terceiros (intermediários) que poderão assessorar os empreendedores, principalmente para **captar os recursos necessários**, que é o terceiro passo. Esses recursos (financeiros ou não) têm inúmeras fontes. Uma fonte, cuja atividade vem sendo disseminada pelo Brasil cada vez com mais frequência pelos benefícios que traz para o empreendedor, seja pelo aporte de recursos financeiros, gestão, rede extensa de contatos corporativos, dentre outros, é o capital de investimento produtivo – o **PE/VC**.

O quarto e último passo é **gerenciar o negócio**, ou seja, administrá-lo da melhor forma, sempre com a intenção de crescer de forma sustentável e ser bem sucedido em seu mercado. Uma das necessidades, neste ponto, é ter uma gestão muito bem estruturada que permita o empreendedor desenvolver as estratégias e o planejamento inicial do negócio.

Note que mesmos os negócios nascentes (ou **start-ups**) podem, e devem, utilizar-se desses passos em seu processo de planejamento de forma a se estruturarem adequadamente em busca do sucesso. Um dos grandes desafios para o empreendedor, e, conseqüentemente, para o desenvolvimento da sua ideia ou crescimento do seu negócio, é a busca por recursos para “colocar o plano em ação”. Uma alternativa bastante interessante que vem se desenvolvendo rapidamente no Brasil é o **PE/VC**, o qual já tem uma grande força no exterior como promotor de empreendimentos de alto impacto em países como Estados Unidos (notadamente no Vale do Silício), Inglaterra, França, Israel, China, Índia e alguns países nórdicos. Também, não estão alijados desse processo negócios consolidados, empresas de expressão em seus mercados-alvo, que pretendam expandir suas atividades por meio



de aquisição ou internacionalização, ou até mesmo aqueles em que faça parte do processo sucessório, em empresas familiares, a alienação do capital social para a gerência (*management buy-out*)

### 1.3. Transformando o sonho em realidade

É impossível falar de empreendedorismo sem citar o Vale do Silício na Califórnia, Estados Unidos, onde a cultura empreendedora impera desde os tempos da corrida do ouro até os dias de hoje, onde as pessoas não vêem problema em fechar um negócio para ser substituído por algo novo, onde cair e levantar para tentar novamente é parte do processo de aprendizado que criou um dos maiores ambientes de geração de riqueza no mundo e que até hoje é replicado em muitos parques e *clusters* tecnológicos ao redor do mundo.

Basicamente, no investimento de *PE/VC*, o empreendedor vende uma participação acionária de sua empresa em troca de recursos (capital, apoio à gestão e estratégia do negócio, governança corporativa, etc), e ambos desenvolvem uma parceria benéfica para criar valor à empresa.

*Private Equity* se refere, em sua definição estrita, a investimentos em participações acionárias de empresas de capital fechado. *Venture Capital* é um tipo de *Private Equity*, sendo que o que diferencia um do outro é o estágio em que a empresa se encontra no seu ciclo de vida. Trata-se de uma empresa estruturada e madura, o investimento é de *Private Equity* – sendo que, nesta operação, quando há aquisição de controle acionário, a denominamos *Buyout*; se a empresa está no início de seu ciclo, *Venture Capital*.



Figura 1.3 – Algumas Empresas Investidas por *PE/VC*

Fonte: Adaptado pelos autores



# Introdução ao Empreendedorismo e ao Private Equity e Venture Capital

Por exemplo, gigantes internacionais como Fedex, Starbucks, The Home Depot, Google, Intel, Yahoo!, Apple e Amazon.com, e empresas nacionais como Diagnósticos da América, Odontoprev, IG, Lupa-tech, Mandic BBS, DHC Outsourcing, Submarino.com e Bematech, entre várias outras, têm algo em comum: receberam investimento de **PE/VC** em algum momento de seu ciclo de vida empresarial.



Figura 1.4 - Larry Page e Sergey Brin do Google  
Fonte: Site Go Business 101<sup>8</sup>



Figura 1.5 - Jerry Yang e David Filo do Yahoo!  
Fonte: Site Yodel Anecdotal<sup>9</sup>

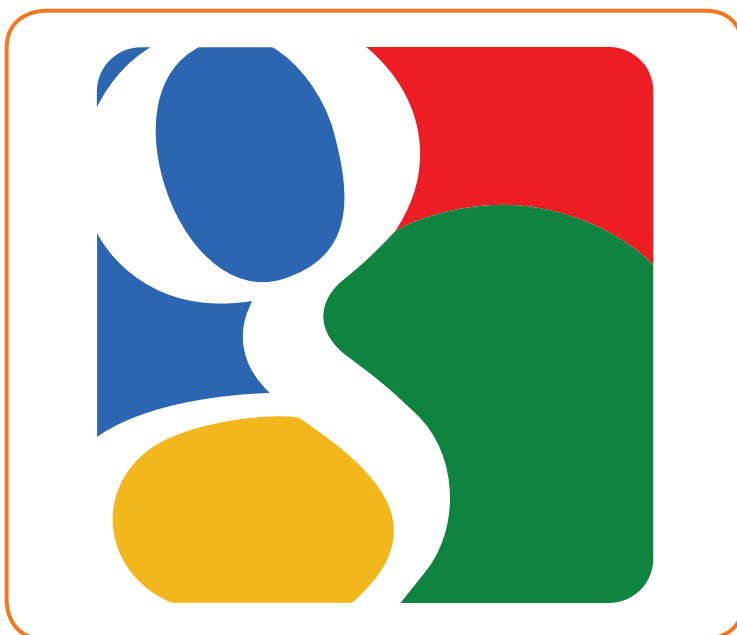


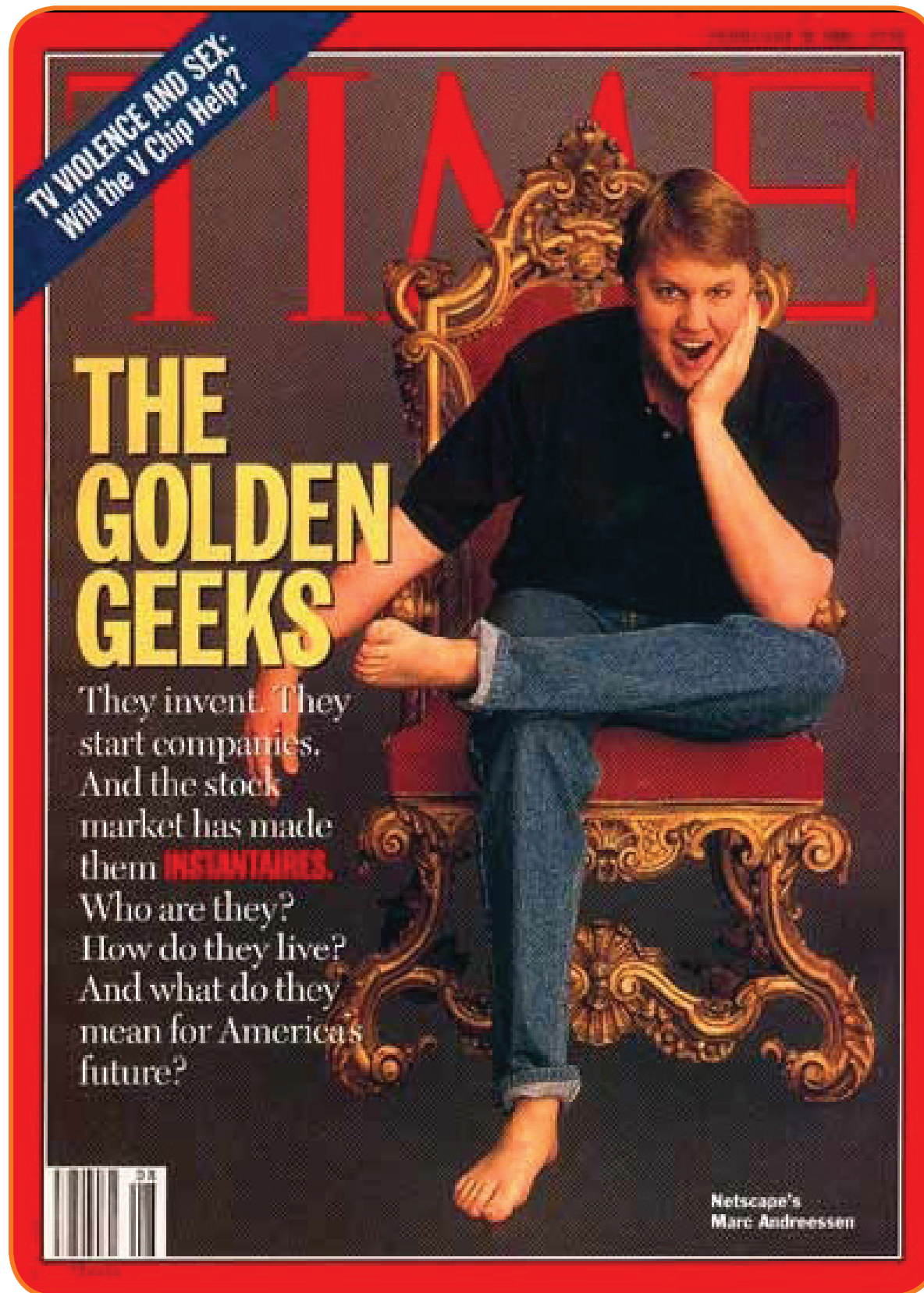
Figura 1.6 – Logomarca do Google  
Fonte: Site Awearness Blog<sup>11</sup>



Figura 1.7 – Logomarca do Yahoo!  
Fonte: Website da empresa<sup>12</sup>



Então, qual é o objetivo do *PE/VC* ao investir nestas empresas?



Transformar as chamadas *Garage Companies*, ou companhias de dois estudantes com computadores nos fundos da garagem de suas casas (ou de um trailer no caso do Yahoo!)...

... em grandes companhias.

E com isso, criaram uma indústria capaz de transformar *tecnogeeks*<sup>13</sup>...

... em milionários instantâneos!

Figura 1.8 – Marc Andreessen do Netscape

Fonte: Revista Time, 19 de Fevereiro de 2006<sup>14</sup>



Esse modelo de novos negócios nascidos em uma garagem a partir da ideia de estudantes é amplamente difundido nos Estados Unidos, onde as empresas se orgulham de fazer parte desse ambiente. A placa abaixo reverencia a criação<sup>15</sup> da primeira dessas companhias de garagem, a HP (Hewlett Packard), e sua participação na história do mercado de PE/VC norte-americano.



Figura 1.9 – Placa na Garagem da HP – Hewlett Packard<sup>16</sup>

Fonte: Site Flickr<sup>17</sup>

No Brasil, essa cultura de *garage companies* financiadas por PE/VC é praticamente inexistente, embora o brasileiro se destaque no *ranking* de empreendedorismo do *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM). Destaca-se que jovens entre 18 e 34 anos estavam à frente de 6 milhões de empresas criadas no Brasil em 2008 (61% do total)<sup>18</sup>. O empreendedor Augusto Savio Cavalcanti, fundador da Zetax, acredita que seu negócio poderia ter crescido muito mais se, em 1987, tivesse sido apoiado por investimento de PE/VC.



Figura 1.10 – “Brazuca” na Garagem<sup>19</sup>

Fonte: Arquivo pessoal – Augusto Savio Cavalcanti



Segundo Augusto Savio Cavalcanti, “na época da criação da Zetax, apenas 12 países tinham obtido sucesso em desenvolver sua própria tecnologia em telecomunicações. O Brasil tinha feito um excelente investimento na criação desta competência, por meio das Universidades e, especificamente, por meio do CPqD/Telebrás, que considero o berço desta tecnologia no país. Isto foi de fundamental importância para a criação de empresas como a Zetax. Está sendo um grande prazer poder testemunhar o crescimento do ecossistema de investimentos no país (Anjos, PE/VC, etc). Na criação da Zetax este tipo de suporte era praticamente inexistente. Isto para mim é fundamental para a criação de riqueza no país, passando não só pela criação do ecossistema propriamente dito, mas também pela conscientização de empresários e futuros empresários sobre os seus mecanismos, princípios e valores. Isso tem sido feito com sucesso pelas universidades, pelo Governo e pelo próprio ecossistema”.

Pelos exemplos vistos, fica evidente que empreendedorismo tem em si um aspecto emocional muito forte. Todavia, é importante que o empreendedor tenha, sempre, em mente que construir um negócio apto a receber investimento e a crescer em escala não é algo fácil. Ser um empreendedor desse tipo é algo que irá exigir muita disciplina e dedicação. O nível exigido dessas duas características será muito alto, de forma que a maioria dos empreendedores não conseguirão atingi-lo, e, por isso, em muitos casos, não receberão o investimento desejado.

Para que o empreendedor tenha uma chance real de trilhar este caminho de sucesso, é preciso que ele encare o empreendedorismo como uma profissão, na qual o grau de disciplina e dedicação exigidos serão muito altos.

Há ainda uma importante distinção a se fazer no empreendedorismo: por necessidade e por oportunidade. É importante entender a diferença entre esses tipos, pois a atividade de PE/VC está interessada em um deles.

A definição de empreendedorismo por necessidade e por oportunidade é importante para indicar aos interessados o foco desse curso. No entanto, consideramos que os dois tipos de empreendedorismo são muito importantes para a economia do país e devem ser fomentados.

O empreendedorismo por necessidade é aquele que se revela como alternativa a escassez momentânea ou duradoura de trabalho. Normalmente atinge pessoas que perdem o emprego e não conseguem se realocar no mercado de trabalho. Já o empreendedorismo por oportunidade, foco desse curso, é aquele gerado a partir de uma necessidade do mercado percebida pelo empreendedor como uma oportunidade de negócio. O empreendedor por oportunidade, normalmente, decide sair do atual emprego para criar sua própria empresa.

O *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM) realiza uma pesquisa em parceria com o Instituto Brasileiro de Qualidade e Produtividade (IBQP) sobre o empreendedorismo no Brasil. Podemos ver no gráfico a seguir as taxas de crescimento do empreendedorismo por oportunidade e por necessidade.



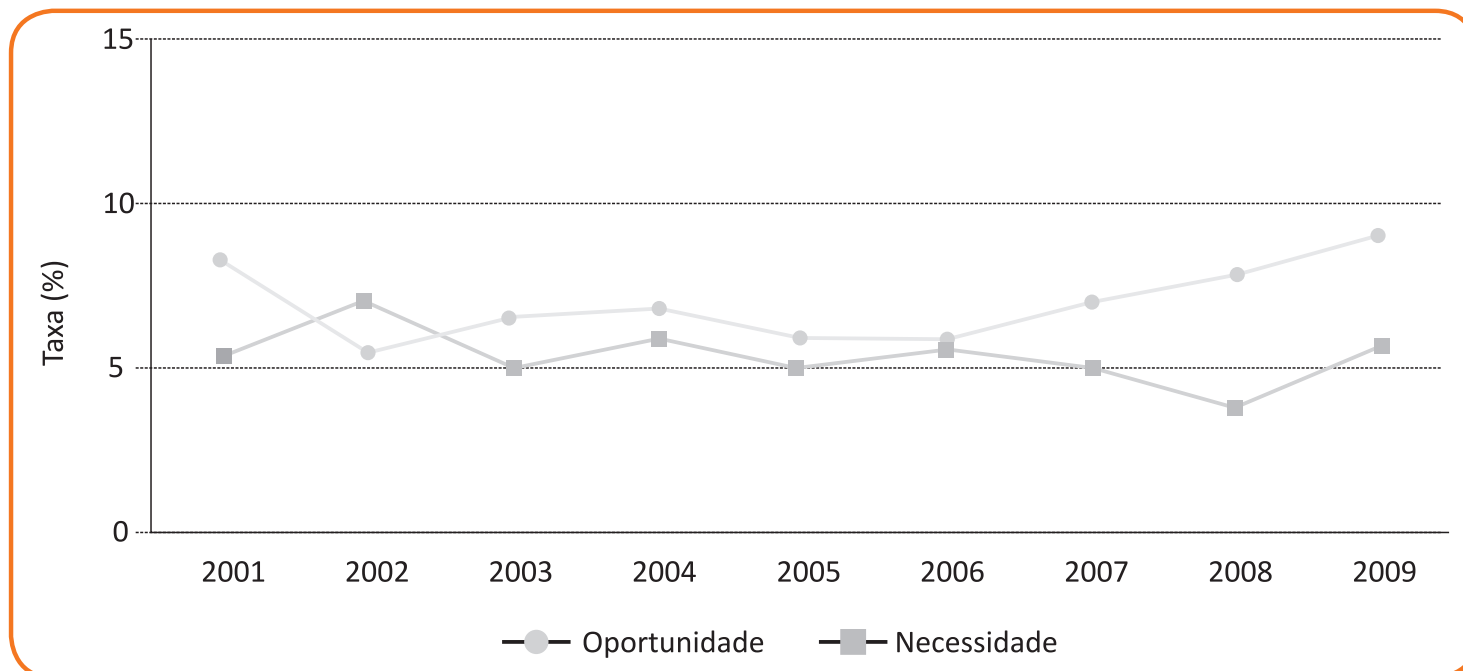


Gráfico 1.1 - Motivação para Empreender – Brasil

Fonte: Empreendedorismo no Brasil - GEM (2009)<sup>20</sup>

O Gráfico 1.1 esclarece o conceito de empreendedorismo por necessidade. Em 2007 a economia brasileira estava muito aquecida e, conseqüentemente, as taxas de crescimento desse tipo de empreendedorismo estava caindo. Já em 2009, quanto houve uma forte desaceleração econômica, as taxas de crescimento do empreendedorismo por necessidade voltou a subir, como era de se esperar. Além disso, podemos perceber que o empreendedorismo por oportunidade não tem muita relação com a atividade econômica conjuntural, sendo que as taxas de crescimento aumentaram tanto em 2007 quanto em 2009.

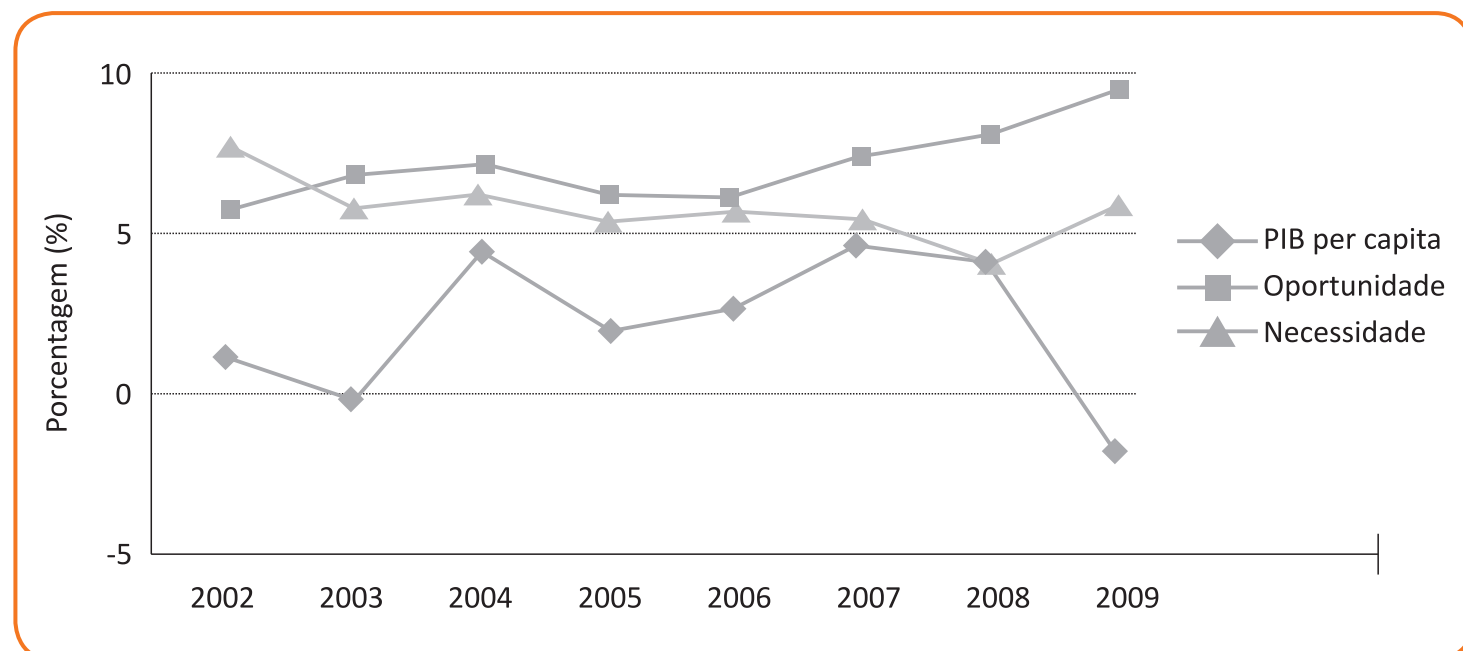


Gráfico 1.2 - Produto Interno Bruto e Motivação para Empreender – Brasil

Fonte: Empreendedorismo no Brasil - GEM (2009)<sup>21</sup>



### 1.4. Modelo PONC (Pessoas-Oportunidade-Negócio-Contexto)

Existem quatro fatores fundamentais a serem considerados pelo empreendedor que quer transformar seu sonho em realidade: (i) Pessoas; (ii) Oportunidade; (iii) Negócio; e (iv) Contexto.

**Pessoas** são aqueles indivíduos ou grupos que executam serviços ou proporcionam recursos para o negócio, tanto os que estão diretamente empregados pelo negócio, como também os que não estão. Nesta categoria, estão incluídos gestores, empregados, advogados, contadores, provedores de capital e fornecedores em geral, dentre outros. **Oportunidade** se refere a produto ou serviço que tenha valor para um mercado de consumidores crescente, que seja comercializável e cuja estruturação para a oferta requeira investimento de recursos escassos na expectativa de retorno futuro. Por **Negócio** se entende todos os aspectos contratuais, implícitos e explícitos, das relações entre o negócio e todos os provedores de recursos, incluindo contratos com fornecedores de capital a termos de contratação de gestores da empresa. Finalmente, **Contexto** refere-se a todos os fatores que afetam o resultado da oportunidade de negócio e que estão, geralmente, fora do controle direto da gestão. Exemplos de fatores contextuais incluem o patamar das taxas de juros, regulamentação, atividade macroeconômica e algumas características da oferta na indústria, como ameaça de substitutos.

Ao analisar diversos negócios que obtiveram sucesso, e outros que fracassaram, o professor William Sahlman, de Harvard, constatou que o conceito de integração (ou *fit*) é definido como o grau com que PONC (Pessoas-Oportunidade-Negócio-Contexto), influencia o potencial de sucesso do negócio. Diante disso, ele constatou que a excelência em uma única dimensão não é suficiente para o sucesso, ou seja, uma avaliação da empresa deve levar em conta todos estes elementos simultaneamente. Uma boa analogia é um time de futebol, no qual não é suficiente ter os melhores jogadores individuais em cada posição; pelo contrário, o sucesso depende de como estes jogadores trabalham juntos, como o time é liderado, e do desempenho dos demais times no campeonato.

Se um empreendedor está focado em todos os aspectos do negócio (PONC), ele será capaz de responder três perguntas fundamentais para o futuro do empreendimento<sup>22</sup>:

- a) O que pode dar certo?
- b) O que pode dar errado?
- c) Que decisões os gestores podem tomar hoje e no futuro para garantir que o que pode dar certo realmente dê certo, e o que pode dar errado seja, de fato, evitado ou prevenido?

Dessa forma, o modelo PONC é fundamental para toda estruturação de um negócio próprio e, sendo assim, é um conceito importante para a leitura deste livro. A seguir, cada um desses aspectos é tratado de forma mais específica.



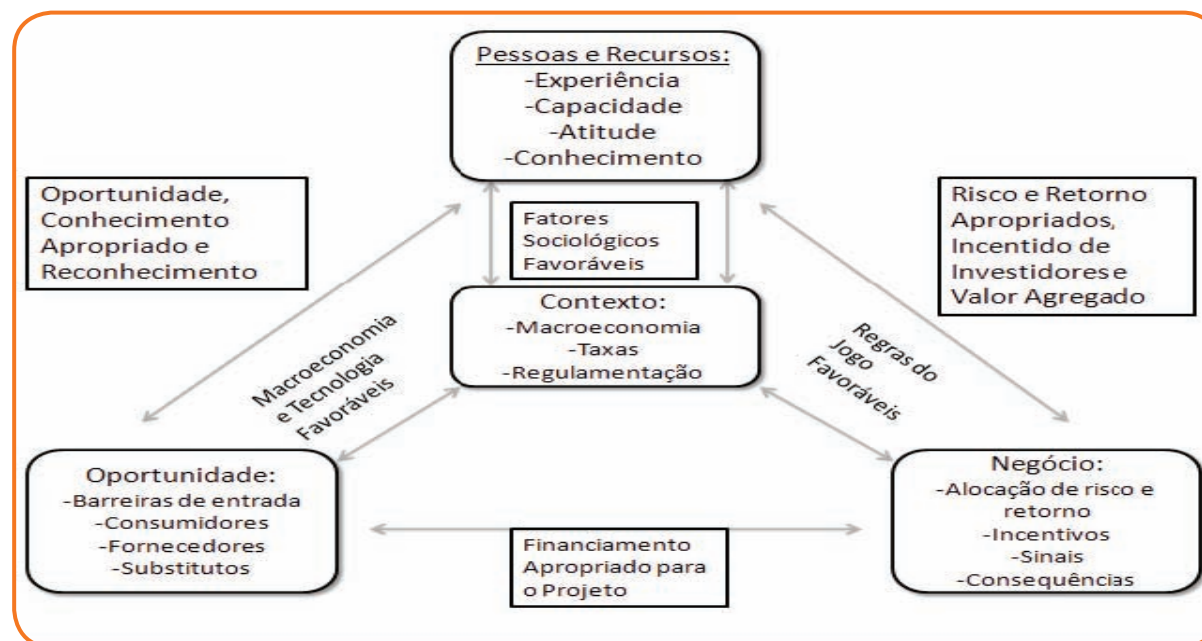


Figura 1.10 – Diagrama do Modelo de Integração

Fonte: Sahlman (1999)<sup>23</sup>

## 1.4.1. Pessoas

Quando as organizações gestoras de *PE/VC* analisam um novo investimento, a primeira tarefa é analisar a experiência, coesão e o comprometimento das pessoas que lideram o negócio, pois a qualidade do time de empreendedores é fundamental para o sucesso do investimento. Caso o time ainda não esteja completo, novas contratações serão necessárias e a empresa deve ter as condições necessárias para atrair talentos; entre estas condições está a disponibilidade e disposição de oferecer participação no capital da empresa na forma de opções de compra de ações para novos executivos.

Na indústria de a importância do time é expressa por meio do ditado: “É melhor se ter um time nota 10 com uma ideia nota 6, do que uma ideia nota 10 com um time nota 6”.

## 1.4.2. Oportunidade

Oportunidade, dentro do modelo PONC, pode ser definida como qualquer atividade que requer o investimento de recursos escassos com expectativa de ganhos futuros.<sup>24</sup> Ou seja, quanto melhor a oportunidade, maior a probabilidade de retornos com menor investimento necessário. Assim, para mensurar a atratividade de determinada oportunidade, as organizações gestoras de devem analisar, principalmente, dois fatores<sup>25</sup>:

- O produto ou serviço resolve um problema central ou “uma grande dor de cabeça” de um grande número de clientes que desejam pagar por essa solução?
- O mercado no qual está inserido o produto ou serviço oferecido está em rápido crescimento?
- Este mercado é ou pode vir a ser estruturalmente atraente?



## Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

Um negócio é mais atraente se ele está inserido em um mercado de rápido crescimento, pois é mais fácil obter participação de mercado do que ter que lutar por essa participação com competidores em um mercado estagnado. Como os investidores de PE/VC necessitam de altos retornos para compensar os riscos de seus negócios, é necessário que eles procurem oportunidades de investimento que cresçam rapidamente. Para atingir tais objetivos, é importante que potenciais mercados de alto crescimento sejam reconhecidos logo no início de seu ciclo.

Outra questão de extrema importância é a análise da estrutura da indústria em questão<sup>26</sup>. Veja o exemplo de duas indústrias distintas: memórias de computador e biotecnologia. Na indústria de memórias de computador, o ciclo de vida do produto é baixo e os investimentos requeridos em tecnologia são altos, pois há um elevado nível de concorrência no mercado. Adicionalmente, a alta rivalidade e o grande poder de barganha dos compradores levam a baixos preços e margens reduzidas. Já na indústria de biotecnologia, os produtos são protegidos por leis de propriedade intelectual, provendo segurança contra a concorrência e permitindo que a empresa desenvolva uma imagem de marca, assim criando proteção econômica mesmo após o vencimento da patente. O ciclo de desenvolvimento e aprovação do produto é longo e requer investimento de capital.

A análise da oportunidade de investimento deve levar em consideração também as peculiaridades da determinada oportunidade e a perspectiva de retorno do investimento. Para auxiliar essa análise, ferramentas gráficas também devem ser usadas com o intuito da maior visualização do perfil de risco/retorno de uma determinada oportunidade. Para isso, o diagrama de fluxo de caixa e a equação do lucro, investimentos e retornos na diminuição quantitativa e temporal, são ferramentas bastante úteis.

No Gráfico 1.1 está o diagrama de fluxo de caixa para uma empresa aérea e o diagrama de fluxo de caixa para uma empresa que entrega *newsletters* eletrônicos. Note que no caso da empresa aérea, existe um grande comprometimento de capital inicial e os retornos demoram mais tempo para serem atingidos. No caso do *newsletters*, o contrário pode ser observado.

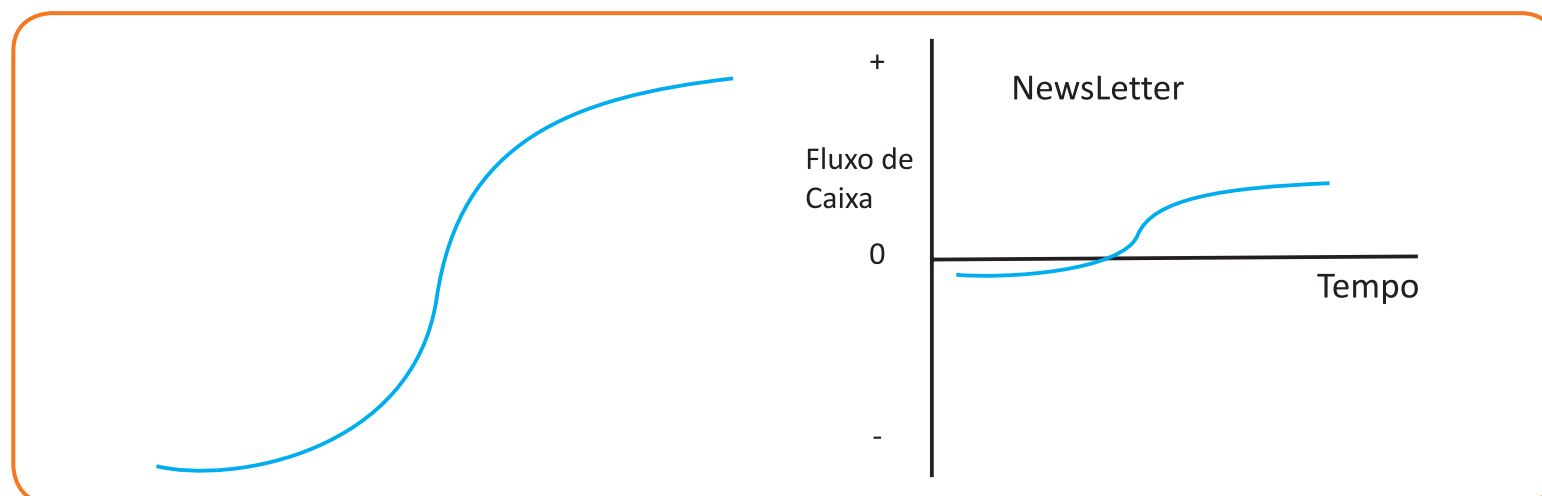


Gráfico 1.1 – Fluxos de Caixa

Fonte: Sahlman (1999)<sup>27</sup>



É importante observar, no entanto, que para tornar essa análise mais realista e útil, seria interessante atribuir probabilidades aos retornos previstos, e desenhar diferentes cenários de fluxo de caixa (vide Gráfico 1.2).

Em suma, quando se analisa a oportunidade de um negócio, existe apenas uma simples regra: procurar negócios com expectativa de rentabilidade alta com grandes possibilidades de crescimento. Simples na teoria, porém muito difícil de seguir no mundo real. A incerteza é fator central a ser monitorado antes e durante a vida do negócio.

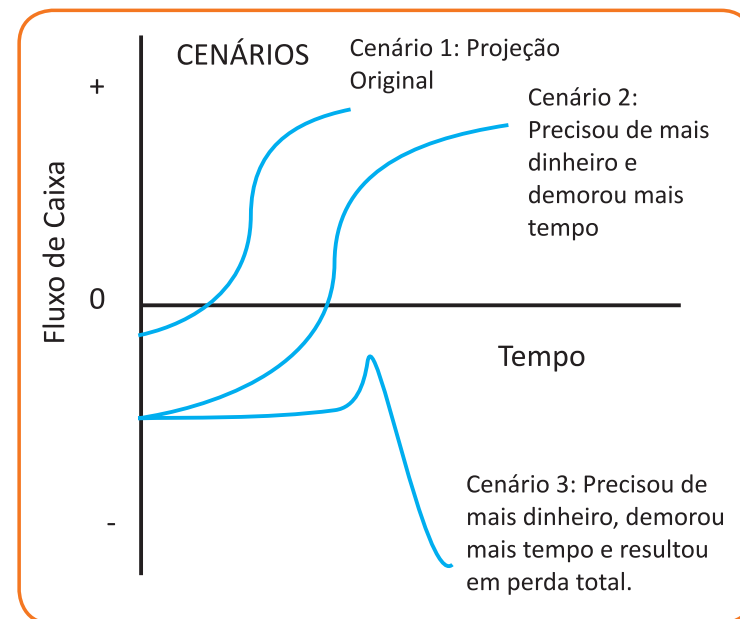


Gráfico 1.2 – Cenários para o Fluxo de Caixa

Fonte: Sahlman (1999)<sup>28</sup>

## 1.4.3. Negócio

Finalmente, o quarto fator fundamental que será analisado pelas organizações gestoras de em qualquer oportunidade de investimento é o aspecto contratual do negócio. Novos negócios e empresas nascentes são sinônimos de alto risco<sup>29</sup>, e sendo assim, as organizações gestoras de se utilizam de diversos mecanismos contratuais para que possam sentir maior segurança e tranquilidade no momento de efetuar um investimento. Estes aspectos contratuais variam significativamente entre uma negociação e outra, mas, em geral, os grandes debates entre as organizações gestoras de PE/VC e os empreendedores giram em torno de: qual o valor de negócio, como se dará a saída do negócio e o impacto para ambas as partes, proteção contra diluição acionária, acesso às informações sobre o negócio, direitos de monitoramento contínuo da gestão, sistemática de tomada de decisão do dia a dia e diversos outros temas. Estes e outros aspectos contratuais serão abordados com maior detalhe nos capítulos quatro e cinco deste texto.

O importante a observar, no entanto, é que estes aspectos de negociação são igualmente importantes aos outros fundamentos do modelo PONC. Por isso, é essencial o empreendedor perceber que os aspectos contratuais da negociação são importantes para os investidores em virtude do risco inerente à operação, e que, na maioria das vezes, os termos do contrato visam a geração de valor futuro da empresa e não há intenção de prejudicar a companhia ou expropriar o empreendedor. No entanto, os termos contratuais também devem servir como proteção tanto para a organização gestora de quanto para os empreendedores. Sendo assim, o empreendedor deve estar ciente dos seus direitos e obrigações em uma negociação, sem permitir que a ansiedade de fechar o negócio decida por termos contratuais dos quais se arrependerá no futuro, prejudicando, assim, a relação com seu novo sócio.



A fim de permitir que os interesses de ambas as partes sejam alcançados, a negociação deve seguir alguns pontos básicos<sup>30</sup>:

- a) Deve ser simples – ambas as partes devem sempre evitar complicar os contratos e termos da negociação;
- b) Deve ser justas para as partes envolvidas – os interesses de investidor e empreendedor devem ser analisados e, se não for possível que ambos interesses sejam atingidos, uma situação conciliatória deverá ser proposta;
- c) Deve refletir confiança, ao invés de desconfiança entre partes;
- d) Deve ser flexível – precisa levar em consideração a possibilidade das coisas não acontecerem igual o programado;
- e) Não devem conter incentivos que leve algum dos envolvidos a agir contra a parceria, ou seja, deve gerar o alinhamento de interesses.

### 1.4.4. Contexto

O contexto tem tremendo impacto em cada aspecto do processo de empreender, desde a identificação da oportunidade até a colheita dos resultados do negócio. Algumas vezes uma mudança no contexto pode transformar um investimento sem atratividade em atrativo e vice-versa, tal como o caso dos geradores a diesel no Brasil. Antes do apagão energético em 2001, este produto era utilizado quase que exclusivamente em shows, festas e grandes eventos. Com a mudança no contexto de mercado, em decorrência do apagão energético, os geradores a diesel passaram a ser amplamente utilizados em prédios comerciais e residenciais.

Há dois elementos que precisam ser observados em um plano de negócios no que diz respeito ao contexto: (i) consciência do contexto e como isso pode ajudar ou dificultar a proposta do negócio; e (ii) sensibilidade para o fato de que o contexto irá, inevitavelmente, mudar com o tempo. Ou seja, ao mudar, como estas mudanças afetam o negócio? E o que os empreendedores podem fazer no caso de contextos piores? Há algo que os empreendedores podem fazer para afetar o contexto positivamente (como ter impacto na regulamentação ou nos padrões da indústria)?

## 1.5. A Indústria de PE/VC

PE/VC, como prática, existe no mundo há centenas de anos. Um exemplo foi o capital providenciado pela rainha da Espanha, Isabel de Castella, a Cristovão Colombo para que ele pudesse realizar as navegações exploradoras, ou os US\$ 526,08 que o Prof. Benjamin Silliman Jr., professor de química da Universidade de Yale, New Haven, EUA, recebeu para fazer experimentos e desenvolver um “iluminante” barato a partir daquele líquido preto e viscoso que brotava em áreas remotas e desvalorizadas dos



Estados Unidos. Esse líquido, que não servia para mais nada senão alguns poucos usos medicinais, viria a ser, literalmente, a “pedra fundamental” de uma das maiores indústrias do mundo – o “óleo de pedra” hoje conhecido como petróleo.

Nas suas décadas iniciais, do final do século 19 e começo do século 20, a indústria de *PE/VC* era predominantemente um fenômeno norte-americano que teve suas origens em escritórios (*family offices*) que gerenciavam a riqueza de indivíduos e famílias muito ricas como os Phipps, os Rockefellers, os Vanderbilts e os Whitneys. Esses grupos investiram diretamente em diversas empresas como AT&T, Eastern Airlines e McDonalds-Douglas quando *PE/VC* nem existia como conceito.

A indústria de *PE/VC* começou no mundo, formalmente, ligada aos primeiros movimentos organizados em torno das inovações tecnológicas no contexto da 2ª Guerra Mundial e tem sido um importante elemento impulsionador da criação de riqueza na economia norte-americana nos últimos cinquenta anos. Neste processo, os programas governamentais tiveram um importante papel no fomento à inovação tecnológica, e consequentemente à indústria de *PE/VC* nos Estados Unidos. O primeiro veículo de investimento formal foi estabelecido em 1946. O ARD (American Research Development) foi formado por professores e indivíduos de renome de universidades como MIT (Massachusetts Institute of Technology e Universidade de Harvard)<sup>31</sup>.

O segundo impulso para a indústria ocorreu em função da corrida espacial, quando em 1958, um ano após os russos lançarem o Sputnik<sup>32</sup>, o governo norte-americano criou a ARPA (Advanced Research Project Agency) – Agência de Projetos de Pesquisa Avançados – que depois iria se tornar a DARPA (agregando Defesa ao seu nome). Esta agência forneceu o capital inicial para que os departamentos de quatro universidades americanas – Universidade de Utah, Instituto Carnegie-Mellon, Universidade da Califórnia em Berkeley e Universidade de Stanford – pudessem criar a ciência da computação como uma disciplina acadêmica formal em seus currículos. Além da inclusão desta disciplina, universidades como Stanford, passaram a encorajar seus estudantes e professores a formarem empresas, fato que na época era uma exceção à regra, pois as instituições não estavam ainda engajadas a fomentar o empreendedorismo. No MIT, por exemplo, os professores eram demitidos se formassem suas próprias empresas<sup>33</sup>. Ainda havia um longo caminho a percorrer.

Ao mesmo tempo em que o governo começava a estimular essa indústria, uma importante parte do que iria ser chamado de Vale do Silício estava sendo montada. O que tinha sido iniciado em 1937, com o começo das atividades da HP (que teve como primeiro cliente a Walt Disney, na produção do filme Fantasia), transformou-se em uma importante parte da história norte-americana. A HP, assim como outras *garage companies*, foi auxiliada pelas universidades e capital privado, na forma de *Private Equity Venture Capital*.



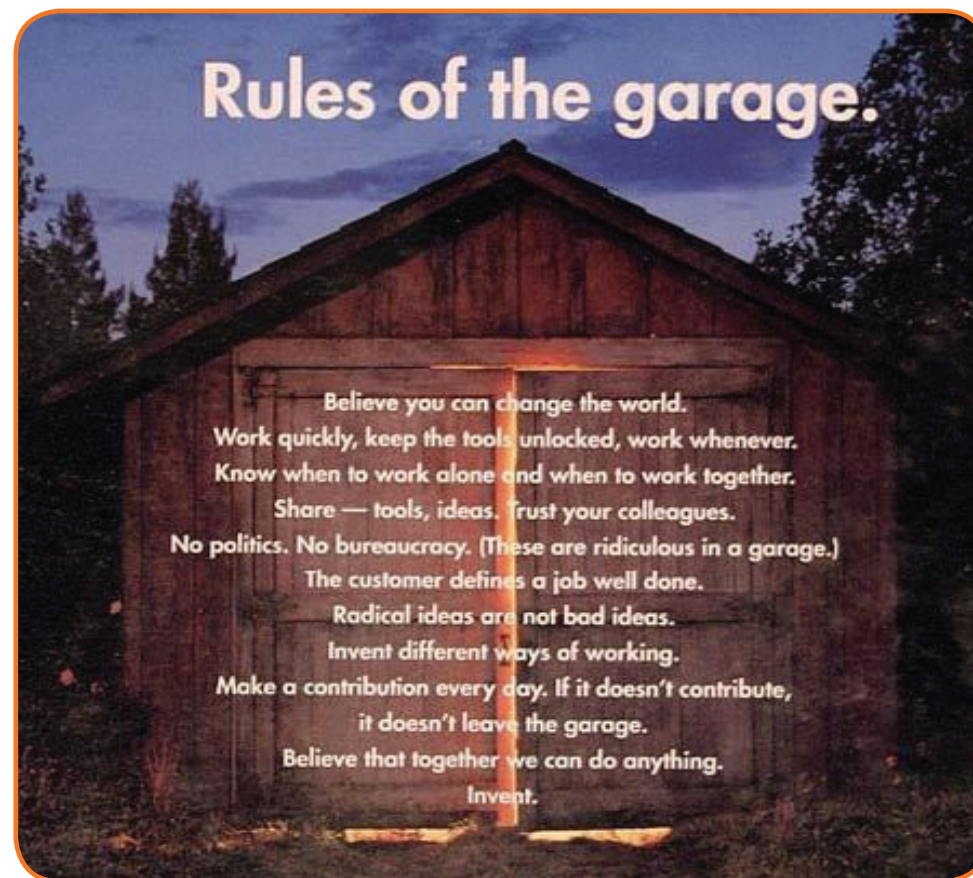


Figura 1.11 — “Regras da Garagem”<sup>34</sup>

Fonte: Site Arnouds Thoughts<sup>35</sup>

Outros casos de sucesso dessa modalidade de investimento incluem a Microsoft, a Intel, a Atari e a Apple. Essa última surpreendeu o mundo com o lançamento em 1983 do primeiro computador pessoal com interface gráfica, chamado de Lisa e em 1984 com o famoso Macintosh.

Entretanto, a década de 80 foi marcada pelo foco da indústria de *PE/VC* em mega operações, em detrimento de negócios em empresas nascentes. O auge deste período ocorreu durante as transações da RJR Nabisco, na qual a empresa era um conglomerado da fusão da Marca Nabisco e da R.J. Reynolds Tobacco Company. Em 1988 a empresa foi comprada pela Kohlberg Kravis Roberts & Co (KKR)<sup>36</sup> por US\$31 bilhões, o maior negócio de *PE/VC* na história desta indústria no mundo<sup>37</sup>.

Na década de 90, os investimentos em empresas nascentes inovadoras de alto impacto voltaram a ter um papel relevante na indústria de *PE/VC* e diversas empresas que mudariam a história da economia mundial começaram a surgir. Ainda em 1994 Jerry Yang e David Filo iniciaram um diretório de sites, que cresceu e virou o Yahoo!. Um dos casos mais famosos foi o da Netscape, empresa formada em 1994 com o nome de Mosaic Communications Corp. que em 1995 fez a maior abertura de capital em bolsa de valores da história da indústria. Em 1996, os doutorandos da Universidade de Stanford, Larry Page e Sergey Brin, criaram um sistema de busca que iria se tornar no futuro a 4ª maior empresa do mundo: Google.



Os investimentos de *PE/VC* proporcionaram a criação de novas empresas e a aceleração do crescimento de empresas já existentes que se tornaram líderes de mercado e contribuíram não somente para o crescimento econômico norte-americano, mas também da economia mundial.

## 1.5.1. O *PE/VC* no Brasil

O conceito de *PE/VC* no Brasil remonta às navegações portuguesas e o descobrimento do país.

Pedro Álvares Cabral pode ser considerado um empreendedor que possuía um negócio de alto risco: utilizar caravelas para viajar ao Oriente em busca de especiarias e outras riquezas. Para isto, ele conseguiu recursos com um investidor (a Coroa Portuguesa) em troca de uma participação em seu negócio. Claro que existiriam perdas em seu empreendimento, porém os retornos que ele esperava obter das caravelas que retornassem da expedição deveriam mais cobrir o seu risco e o de seu investidor. O conceito informal de *PE/VC* daquela época em Portugal acabou contribuindo para o descobrimento do Brasil.

Ao longo da história do Brasil não faltam casos de empreendedorismo e de modelos de negócios que se assemelham, conceitualmente, ao *PE/VC*. As capitânias hereditárias com seu modelo de partilha do “quinto” para a Coroa Portuguesa, e os bandeirantes e os tropeiros em suas explorações do interior do Brasil são alguns exemplos. Já no século XIX, o Barão de Mauá, dividia-se entre as atividades de empreendedor e investidor e teve papel fundamental na industrialização do país, a qual foi posteriormente consolidada pelas visões de Estado de Getúlio Vargas, na primeira metade do século XX, e Juscelino Kubitschek na década de 1950.

Entre as décadas de 1950 e 1960 os industriais brasileiros continuavam investindo nos setores tradicionais (tecido, móveis, alimentos, roupas e construção civil), enquanto as multinacionais entravam no Brasil pela primeira vez para a produção de bens de consumo. O Brasil diversificava a base de sua economia, característica que viria a ser fundamental, anos mais tarde, para a consolidação da indústria nacional. *PE/VC* a qual teve seu movimento embrionário entre as décadas de 1970 e 1980 com organizações como o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), que se antecipou à formação de uma indústria de intermediação financeira especializada em *PE/VC* provendo recursos para a capitalização das empresas por meio de ações e debêntures conversíveis visando o futura IPO em bolsa, provendo oferta de recursos para investimentos no país, CRP Companhia de Participações (que nasceu como Companhia Riograndense de Participações) e Brasilpar.

Enquanto no final da década de 1980 ocorria o maior negócio de *PE/VC* do mundo com a RJR Nabisco e a KKR, no Brasil um trio de financistas, Jorge Paulo Lemann, Carlos Alberto Sicupira e Marcel Herrmann Telles, sócios do Banco Garantia, adquiria o controle das Lojas Americanas e da Cervejaria Brahma. Ainda que sem toda a estrutura formal de uma organização gestora de *PE/VC* como conhecemos hoje,



eles mostraram ao mercado que bons investimentos poderiam ser feitos neste modelo privado e com o alinhamento de interesses do time de gestão ao torná-lo acionista do negócio.

A partir de 1990, o Governo Federal iniciou uma série de reformas estruturais no país incluindo liberalização de comércio, desregulamentação e privatização. Acreditando nas boas perspectivas sobre o futuro crescimento da economia brasileira, em 1993 foi fundada a GP Investments que, no ano seguinte, iria levantar o primeiro veículo de investimentos típico de *Private Equity*, o GPI, com foco no mercado brasileiro, com um comprometimento total de US\$ 500 milhões. Ainda em 1994 foi criada a Instrução CVM 209<sup>38</sup> a qual instituiu a regulamentação necessária para investimentos voltados a pequenas empresas e possibilitar aos fundos de pensão utilizar aquele veículo para investir em empresas de capital fechado no Brasil.

No ano de 1994, o Governo Federal, por meio do Plano Real, finalmente conseguiu sucesso no combate à inflação, embora as taxas de juros continuassem em níveis elevados que dificultavam o crédito e limitavam o crescimento sustentado da economia. A soma do capital comprometido para investimentos de *PE/VC* no Brasil até 1993 era de US\$ 732 milhões, e apenas no ano de 1994 foram captados US\$ 578 milhões<sup>39</sup>.

O período de 1995 a 1998 viu a instalação do modelo de *PE/VC* na América Latina. No Brasil, a estabilidade e maior confiança na economia em função do Plano Real, juntamente com novas oportunidades de negócios trazidas pelas privatizações, fez com que os investimentos aumentassem no país, no que ficou conhecido como a fase de expansão da indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* brasileira. Nesse período houve um grande crescimento do montante de recursos direcionados para investimentos privados no país, tais como o segundo veículo formal de investimento da GP Investments que levantou US\$ 800 milhões e, de forma particular, a criação de grandes (para os padrões da época no Brasil) veículos de investimento regionais levantados por gestores internacionais como Advent International, AIG Capital, Darby International e West Sphere.

Nesse período, as grandes organizações gestoras de *PE/VC* internacionais ainda enxergavam a América Latina apenas como uma aposta de alto risco, onde poderiam aplicar recursos poucos expressivos percentualmente em suas carteiras globais, mas que lhes permitisse iniciar atividades em mercados emergentes. O mote do mercado internacional, apesar da experiência recente bem sucedida do Plano Real, era “O Brasil é o país do futuro, e sempre será”.

Em 1997, o grupo Patrimônio, como era chamado até então, criou o Patrimônio Brazil Private Equity Fund I, em associação com o banco de investimento americano Oppenheimer, posteriormente adquirido pelo CIBC (Canadian Imperial Bank of Commerce). Também em 1997, surgiu o primeiro veículo de investimentos bilionário no país, o CVC (CitiBank Venture Capital)/Opportunity, focado no processo de privatização brasileiro.



Após um período de crescimento nos anos de 1996 e 1997, com entrada considerável de organizações gestoras em razão da onda de privatizações, em especial do sistema Telebrás, as crises econômicas, no final de 1997 e em 1998, nos países asiáticos e regiões ao redor do mundo, levaram à turbulência no mercado financeiro brasileiro, culminando, em 1998, em uma diminuição significativa na entrada de organizações gestoras no país e, em 1999, na mudança do regime cambial brasileiro. Além disso, houve também uma forte retração de investidores estrangeiros na indústria, os quais deixaram de investir em 1998<sup>40</sup>.

Até 1999 os investimentos em empresas nascentes haviam sido pouco explorados no Brasil, apesar da Instrução CVM 209. Porém, essa regulamentação mostrou-se fundamental uma vez que os anos de 1999 e 2000 foram marcados pelo forte crescimento da internet e do comércio eletrônico, e, consequentemente da retomada da captação de recursos (*fundraising*) de PE/VC, em especial para investimentos nessas indústrias e setores correlatos. Nesse período, os investimentos tiveram uma sensível expansão e saltaram de US\$ 200 milhões em 1997 para US\$ 1,1 bilhão em 2000 e dos 118 negócios realizados no ano de 2000, 78 foram relacionados à internet<sup>4.1</sup>

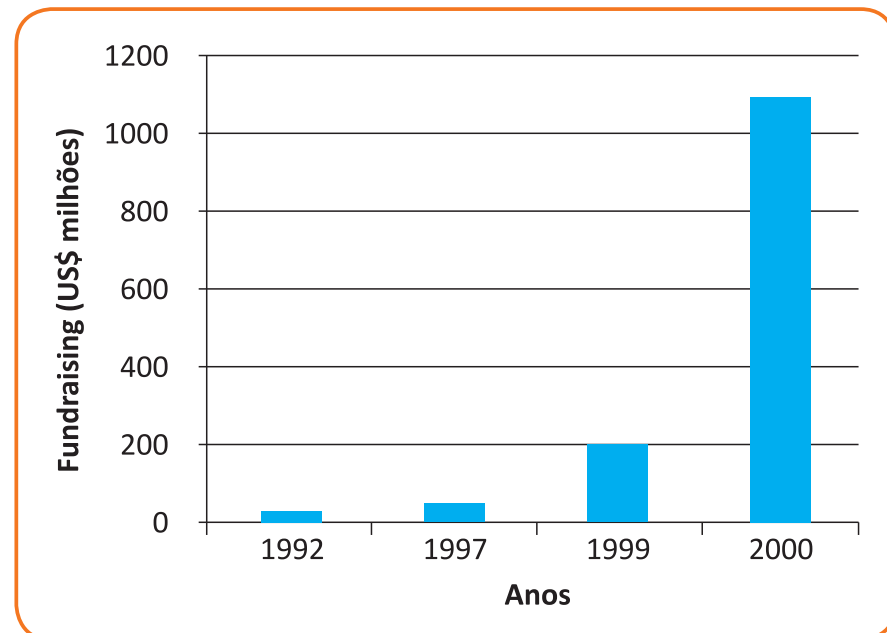


Gráfico 1.3 – Captação de Recursos em PE/VC para o Brasil

Fonte: Checa, Leme e Schereier (2001)<sup>42</sup>

Nesse ambiente de forte expansão, em 2000 é fundada a ABVCAP (Associação Brasileira de PE/VC) – naquela época com o nome de ABCR (Associação Brasileira de Capital de Risco)<sup>43</sup> como sociedade representativa das organizações gestoras, cuja quantidade crescia no país.

No entanto, a indústria brasileira de PE/VC teve um revés com o “estouro da bolha da internet” em 2000. Com seus portfólios de empresas em dificuldades, várias organizações gestoras locais e internacionais, abandonaram a atividade de PE/VC no Brasil.

Como consequência, a indústria no Brasil passou por uma reestruturação, como parte de sua própria evolução natural, na qual ocorreu uma limpeza de ativos dos portfólios das organizações gestoras. Houve liquidação de 35 investimentos, e mais de 10 foram renegociados<sup>44</sup> com os empreendedores os quais recompraram as participações acionárias vendidas às organizações gestoras apenas alguns anos antes.

Passada essa fase de transição, a indústria brasileira de PE/VC voltou a se expandir a partir de 2005, em especial com o aumento dos investimentos em PE/VC pelos fundos de pensão a partir da



## Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

criação da Instrução CVM 391<sup>45</sup>. Houve um grande aumento do número de organizações gestoras, principalmente brasileiras, assim como do volume de capital comprometido. Os principais motivos que impulsionaram esse crescimento foram o ambiente de liquidez financeira mundial, o sucesso das organizações gestoras em levar suas empresas à abertura de capital e a forte expansão de indicadores econômico-sociais brasileiros.<sup>46</sup> Entre 2004 e 2008, 68 novas organizações gestoras iniciaram atividades na indústria brasileira de PE/VC.

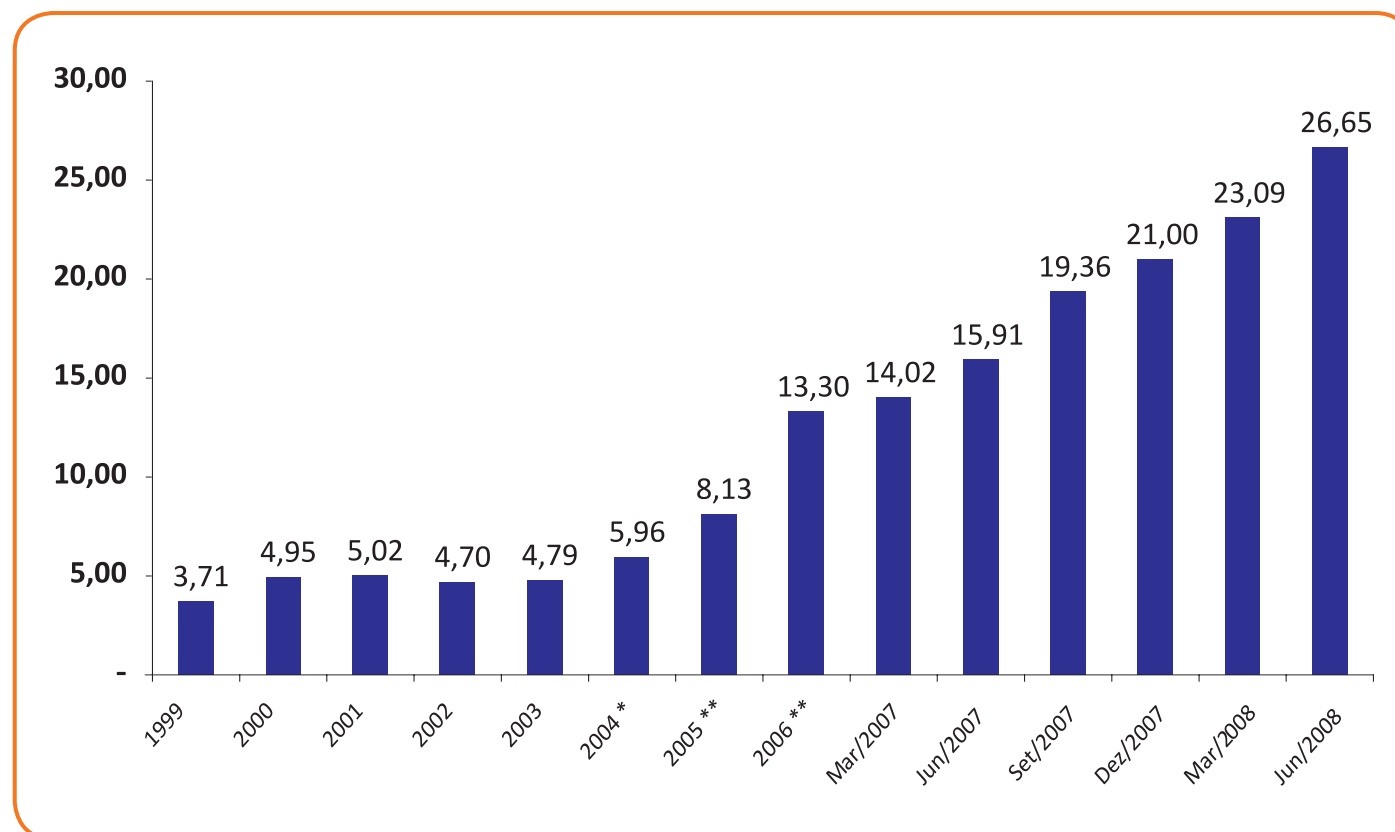


Gráfico 1.4 – Evolução do Capital Comprometido Alocado ao Brasil

Fonte: Ramalho e Furtado (2008)<sup>47</sup>

Dados recentes da indústria levantados pelo GVcepe da FGV-EAESP apontam alguns principais indicadores desta indústria em Dezembro de 2008,<sup>48</sup> que serão explorados em maior detalhe mais a frente.

- Capital Comprometido: US\$ 27 bilhões
- Organizações Gestoras: 132
- Veículos de Investimento: 172
- Profissionais: 1.535
- Empresas do portfólio: 497

O ano de 2009, consecutivo à crise financeira mundial de setembro de 2008, foi marcado por uma grande incerteza no mercado financeiro. Apesar disso, o Brasil tem tido destaque perante aos países



que sofreram mais acentuadamente os efeitos dessa turbulência global. Isso ocorreu, principalmente, em razão de fundamentos macroeconômicos e um sistema financeiro sólido, aliados a uma crescente classe média consolidando um forte mercado consumidor doméstico. Adicionalmente, o fato de as empresas investidas por *PE/VC* no Brasil serem, tradicionalmente, pouco endividadas evitou diversos problemas ocorridos em outros países ao redor do mundo.

Embora já conte com um volume e qualidade de recursos, profissionais e empresas que a torna bastante atrativa para investidores locais e internacionais, esta indústria é ainda pequena no Brasil se comparada à importância desta modalidade de investimentos em países desenvolvidos. Em comparativo com outros países em desenvolvimento, mais especificamente os que fazem parte dos BRICs<sup>49</sup> (Brasil, Rússia, China e Índia), o Brasil está bem posicionado como alvo de investimentos externos. O ano de 2008 para a China foi um ano de extremos, à medida que no início do ano a bolsa teve alta atividade, com um grande número de IPOs e a situação não se manteve, com grande queda nos últimos trimestres do ano devido a crise. Somente no primeiro semestre, US\$ 10 bilhões foram investidos em empresas chinesas. A China, porém, foi muito afetada pela crise econômica mundial e hoje sofre com o declínio do crescimento, fechamento de fábricas e aumento do desemprego.<sup>50</sup>

Na Rússia, o foco dos investimentos se dá muito no crescimento de empresas já existentes, caracterizados nesse mercado por pequenos negócios com nenhuma ou pouca alavancagem<sup>51</sup>. A Rússia sofre atualmente com problemas demográficos (a população vem diminuindo 0,5% ao ano desde 1995 e o governo oferece incentivos em dinheiro para estimular casais a terem filhos), econômicos (a economia depende muito do petróleo e encolheu 7,9% em 2009)<sup>52</sup>. A Rússia teria uma perda de 40 milhões de habitantes até 2050, fato muito preocupante para os investidores e sua presença dentro do BRICs começa a ser questionada.

O forte interesse mundial na Índia resultou em um mercado de ações mais atrativo, o que fortaleceu sua indústria de *PE/VC*.<sup>53</sup> Um estudo demonstrou que a Índia consegue manter uma taxa de crescimento sustentável na faixa de 8% até 2020, podendo tornar-se maior que a economia norte-americana até 2050. Melhorias em produtividade, provável êxodo rural, grandes projetos em infraestrutura (*The Golden Quadrilateral Highway*) e desenvolvimento da sua indústria de TI são fatores determinantes do crescimento acelerado da economia indiana.

Dentro desse contexto, porém, o Brasil ainda se situa como o segundo mais interessante alvo de investimento dentre os BRICs, países da CEE, países da África e Oriente Médio nos próximos 3 a 5 anos.<sup>54</sup> O Brasil se torna uma oportunidade para negócios de *PE/VC*, até mesmo pelos investimentos públicos e privados voltados para a infraestrutura do país, preparando-se para ser destaque internacional na Copa do Mundo de 2014 e nas Olimpíadas de 2016,

# 1.6. Exemplos de Casos de Sucesso

## 1.6.1. Fairchild Semiconductors

Em 1957, oito cientistas deixaram o Laboratório Shockley e encontraram Sherman Fairchild, um grande investidor e o maior acionista individual da IBM. Além de rico, Fairchild foi o inventor que desenvolveu a câmera aérea – e então teve que criar um avião para carregar a câmera. Foi desta forma que a Fairchild Camera & Instrument e a Fairchild Aviation tornaram-se duas companhias distintas. A Fairchild Camera & Instrument emprestou US\$ 1,5 milhões aos oito cientistas para formar a companhia e recebeu por isto uma opção para comprar a companhia de volta por US\$ 3 milhões. Assim nasceu a Fairchild Semiconductors. Em dois anos Fairchild comprou a empresa de volta pelos US\$3 milhões. Quando os oito cientistas deixaram a Fairchild Semiconductor esta já estava gerando lucros maiores que os da Fairchild Camera.

Entre estes oito cientistas que deixaram a Fairchild estavam Robert Noyce e Gordon Moore, que deixaram a companhia que fazia transistores para criar uma nova companhia dedicada ao desenvolvimento e fabricação de memória de semicondutores. Esta nova companhia se chamaria Intel. E assim nasceu uma indústria! É bem possível que não existisse o Vale do Silício se não fosse pela formação da Fairchild Semiconductor. Estas oito mentes brilhantes teriam se dispersado ao invés de se juntarem novamente para formar a Intel.

## 1.6.2. Netscape e Kleiner Perkins Caufield and Byers

Na segunda metade dos anos 1990, o Vale do Silício era o centro do universo assim como Wall Street havia sido nos anos 1980. A internet foi o grande Cavalo de Tróia por meio do qual os aficionados tecnológicos (*tecnogeeks*) e engenheiros conseguiram entrar em quase toda a sorte de mercados previamente inacessíveis a este tipo de profissional. A história da Netscape é um exemplo clássico desse fenômeno e gira em torno de duas figuras carismáticas e empreendedoras, Jim Clark e Mark Andreessen.

Jim Clark foi o criador de três companhias do porte de bilhões de dólares em menos de duas décadas, foi o principal inventor em 1979 do chip gráfico de engenharia de geometria (*geometry engine*) no XEROX Parc, e fundador da Silicon Graphics, sua primeira companhia de bilhão de dólares.

A Silicon Graphics é mais conhecida pelos filmes de computação gráfica que ajudou a criar dando vida aos dinossauros do Jurassic Park, de Steven Spielberg e aos furacões do filme Twister. Sua tecnologia ajudou ainda no *design* de carros e aeronaves, e nos brinquedos e jogos de realidade virtual. Clark era um visionário no lugar certo na hora certa. Em 1991, após um grave acidente de motocicleta, ele escreveu um artigo acadêmico, ainda no hospital, chamado “O Telecomputador”, anunciando profeticamente a



fusão da computação pessoal com a comunicação pessoal. Esta ideia na época parecia um pouco absurda, mas Clark acreditava que as pessoas usariam os seus PCs para se comunicar umas com as outras e que o computador seria mais do que uma ferramenta de trabalho. Foi com este cenário em mente que Clark encontrou Marc Andreessen.

Para criar aplicações para o seu telecomputador Clark trouxe um recém-formado da Universidade de Illinois, com 22 anos, que tinha escrito um *software* chamado Mosaic que permitia ao usuário navegar pela internet. Em 4 de abril de 1994 a Mosaic Communications foi incorporada e capitalizada com US\$ 3 milhões de dólares de dinheiro do próprio Clark; naquele momento a empresa tinha sete recém-graduados da Universidade de Illinois como empregados e foi avaliada em US\$ 18 milhões.

Pouco tempo depois, Clark negociou a entrada da organização gestora de *PE/VC* Kleiner Perkins Caufield and Byers baseado em uma avaliação do negócio de US\$ 54 milhões, ou seja, um preço três vezes maior do que o que ele próprio havia pago na condição de investidor-anjo e co-fundador. A organização gestora comprou 5% de participação na empresa enquanto Clark ficou com 25%. Mais tarde a empresa foi renomeada para Netscape Communications, nome que a tornou famosa por causa do seu produto para internet Netscape Navigator.

Dezoito meses depois, e muito antes da empresa lucrar um centavo, ela abriu seu capital em um dos IPOs mais bem sucedidos da história do mercado de ações americano, e possivelmente a mais famosa. No primeiro dia a ação subiu de US\$12 para US\$48 e em três meses já atingia US\$140, e Marc Andreessen, com 24 anos, tinha um patrimônio pessoal de US\$ 80 milhões, consagrando a era dos “*Golden Geeks*” com a famosa capa da Revista TIME, que afetou as mentes e corações de todos os jovens empreendedores em todo o mundo e suas aspirações de também tornarem-se milionários instantâneos.

A empresa quebrou grandes paradigmas até então existentes na indústria de *PE/VC* norte-americana, de só levar empresas a mercado após quatro trimestres consecutivos de lucros.

### 1.6.3. Totvs e Advent International (Brasil)

A antiga Microsiga, atual Totvs, é um dos exemplos brasileiros de sucesso na indústria de *PE/VC*. Antes de receber seu primeiro investimento, a empresa tinha um faturamento anual da ordem de R\$ 35 milhões, EBITDA de pouco mais de R\$ 3 milhões e empregava 350 funcionários. A empresa recebeu várias propostas antes de concluir a negociação com a organização gestora de *PE/VC* Advent International a qual passou a deter uma participação de 25% na empresa. Uma das justificativas para a parceria foi a experiência que a Advent já possuía no ramo de TI. A condução das operações permaneceu a cargo dos próprios administradores, porém houve uma reestruturação interna bem sucedida e adoção de padrões de Governança Corporativa.

O novo sócio contribuiu, além de todo suporte financeiro e gerencial, para a implantação de um Conselho de Administração e na produção de relatórios financeiros mensais. A união durou seis anos, quando a participação acionária foi vendida ao BNDES, um período de desenvolvimento e sucesso para a empresa. O faturamento foi multiplicado por cinco, chegando a R\$ 173 milhões e o número de funcionários chegou a 2 mil.

### 1.6.4. Lupatech e CRP (Brasil)

Este artigo descreve o caso da Lupatech, uma grande empresa brasileira do setor metal-mecânico com sede em Caxias do Sul, Rio Grande do Sul. A empresa possui 23 unidades industriais no Brasil e na Argentina, presença nos EUA, uma *joint venture* na Índia e ações listadas no Novo Mercado da Bovespa. Ao final de 2007, atingiu receita de R\$ 387 milhões e capitalização acionária de quase R\$ 3 bilhões, com um efetivo de 3 mil colaboradores.

A Lupatech atua em três segmentos: óleo e gás, *flow* e metal. No segmento de óleo e gás, que representa dois terços das receitas, a empresa oferece produtos e serviços para exploração, produção, transporte e refino de petróleo e cadeia de hidrocarbonetos, além de compressores para gás natural veicular (GNV). Seus principais clientes são as empresas do sistema Petrobras.

Na área de *flow*, que gera 21% das receitas, a Lupatech possui a liderança no Mercosul na produção e comercialização de válvulas industriais. Essas válvulas são amplamente utilizadas na indústria química, petroquímica, de máquinas e equipamentos, construção civil e alimentícia. Entre seus mais de 2 mil clientes, estão empresas como Comgás, Rhodia, Basf, Vale, Votorantim e Sadia.

No segmento de metal (13% das receitas), a empresa é líder no Brasil na produção de peças complexas e subconjuntos, tais como os utilizados pela indústria automotiva para aplicações de eletrônica embarcada. Entre seus principais clientes, estão a General Motors, OPEL, Bosch, Dana Albarus, International e Eaton.

A Lupatech mostrou ser capaz de inovar em uma indústria tradicional. Foi a primeira empresa na América Latina a fazer injeção de aço, uma tecnologia relativamente nova que surgiu para a produção de computadores. Também conquistou patentes internacionais por processos inovadores, reconhecidos com o Prêmio FINEP de Inovação Tecnológica. Hoje possui centro de pesquisa e desenvolvimento (P&D), montado com apoio da FINEP. É o primeiro centro de P&D no setor de válvulas no Brasil. A Lupatech também é uma das poucas fornecedoras brasileiras de válvulas que se classificam no mais alto nível de qualidade no cadastro de fornecedores da Petrobras.

Sem dúvida, a Lupatech é uma empresa incomum na indústria metalmeccânica, em que as margens são pequenas, as receitas crescem lentamente e a maioria das empresas são familiares e de médio porte.



Seu diferencial está na complexidade de suas peças, na tecnologia empregada em sua produção e no seu histórico de boa governança corporativa e gestão.

Foi com base nesses pilares que a empresa pôde crescer rapidamente e, 27 anos após sua fundação, ainda conseguiu crescer 73% ao longo de 2007 para atingir R\$ 387 milhões de receitas e 25,2% de margem EBITDA. Durante o processo, trilhou praticamente todas as etapas da cadeia de financiamento que permite a uma empresa inovadora desenvolver-se rapidamente.

De 1987 a 2003, contou com investimentos de *Venture Capital*. De 2003 em diante, recebeu recursos de fundos de *Private Equity*, que contribuíram para o processo de abertura de seu capital. Em 2006, realizou o tão esperado IPO, levantando cerca de R\$ 453 milhões. E em 2007, fez uma bem sucedida emissão de debêntures no valor de US\$ 200 milhões.

A Lupatech, então chamada de Microinox, foi fundada em 8 de agosto de 1980 por dois sócios. Um deles, Nestor Perini, é seu atual presidente. De origem gaúcha, Perini formou-se em Administração de Empresas pela FGV-EAESP. Aos 24 anos, iniciou sua carreira como *trainee* na São Paulo Alpargatas, onde logo foi promovido ao cargo de gerente. Aos 28 anos Perini já havia galgado importantes passos em sua carreira executiva, mas os desafios estavam aquém do esperado. Assim, juntou-se a um colega de trabalho para empreender. Fizeram uma pesquisa de mercado e entraram no ramo de microfusão. No primeiro ano, a receita foi de apenas US\$ 80 mil. Segundo Perini, o começo foi difícil. “De 1980 a 1984 nós sobrevivemos, mas quase quebramos várias vezes”. Mas em 1987 a empresa já faturava cerca de US\$ 2 milhões, e iniciava fase crescimento. Foi nesse momento que o sócio de Perini decidiu deixar a empresa e voltar para Santa Catarina, seu estado de origem. Suas ações foram então adquiridas pela Companhia Riograndense de Participações (CRP), que injetou US\$ 1 milhão no negócio. Com isso, a Lupatech tornou-se a primeira e única empresa do setor brasileiro de válvulas a receber aporte de PE/VC.

Fundada em 1981, a CRP é a empresa gestora de *Venture Capital* com maior tempo de experiência no Brasil. Em 1981 havia encerrado a captação de US\$ 4,4 milhões junto ao Banco do Estado do Rio Grande do Sul (Banrisul), Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul (BRDE) e um grupo de empresas locais para a formação de uma holding de investimentos que financiaria empresas de tecnologia do RS. O setor de microfusão, considerado “quente”, estava entre os eleitos para a prospecção da CRP. Além disso, a Lupatech era gaúcha, fato que definitivamente a colocou na mira dos gestores.

Segundo Clóvis Meurer, diretor superintendente da CRP, a primeira reunião foi marcante. Ocorreu em 1984, dentro do próprio galpão fabril, com as máquinas fazendo o papel de mesa e cadeiras. Para surpresa de todos, Perini se negou a receber investimento. Ele não sabia sequer se a empresa sobreviveria àquele ano, e achava a operação muito arriscada para todos. Pediu que Meurer voltasse dentro de dois ou três anos. Foi exatamente o que aconteceu. Em 1987, ano do investimento, a empresa já estava construindo sua primeira planta.

Desde então, a Lupatech teve seu crescimento marcado pela atuação de fundos e gestores de PE/VC. Em 1995, recebeu novo aporte de PE/VC. Dessa vez, a CRP co-investiu com o primeiro Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes do Brasil, o Bozano Simonsen Advent.

Em 2001, o BNDESPar, braço de PE/VC do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, realizou investimento na forma de debêntures conversíveis. Em 2003, as debêntures foram convertidas em ações e o BNDESPar subscreveu novo lote. Nesse mesmo ano, a GP Investments, uma das maiores organizações de PE/VC do Brasil, entrou no negócio por meio de seu fundo GP Tecnologia. Ao todo, essas operações movimentaram R\$ 39 milhões. Em 2005 foi a vez do Grupo Axxon entrar no capital de empresas.

Segundo Perini, “Os desafios que foram vencidos até agora tiveram no apoio dos investidores de capital de risco o grande fator diferenciador. Se não fosse isso, certamente a Lupatech estaria longe do que é hoje”. Para Perini, os investidores trouxeram à Lupatech uma cultura de geração de resultados. Segundo ele, a presença do PE/VC na empresa o ajudou a delegar responsabilidades e focar-se naquilo que é estratégico.

De 1984 a 1996 a receita da empresa, em dólares, cresceu em média 30% ao ano. De 1997 a 2000 o desempenho foi ruim, e a empresa parou de crescer. Em parte, isso se deveu ao Plano Real, que, segundo Perini, fez com que a Lupatech aprendesse a ganhar dinheiro sem inflação. Mas Nelson Rozenthal, sócio da GP Investments, acredita que a estagnação desse período estava diretamente ligada ao esgotamento do capital e ao fato dos investidores estarem satisfeitos com o crescimento obtido até então, o que os fazia buscar uma saída (desinvestimento). Não é por acaso que a entrada de GP e BNDESPar, trazendo metas agressivas e novos recursos, revigorou o ânimo do empresário e de seus executivos.

Enquanto o crescimento da Lupatech foi de 26% ao ano no período compreendido entre 2000 e 2003, alcançou a marca de 59,2% nos três anos subsequentes, fazendo a receita passar de US\$ 27 milhões para US\$ 194 milhões. Mais impressionante foi o crescimento do EBITDA, que passou de US\$ 5 milhões para US\$ 74 milhões: um crescimento médio anual de 83,7%, e uma margem EBITDA que cresceu de 17% para 38%. Ao mesmo tempo, o endividamento da empresa diminuiu significativamente.

Embora a GP Investments seja reconhecida por adquirir o controle das empresas em que investe, seus sócios decidiram adotar postura diferente com a Lupatech. Entenderam que a empresa era bem gerida, contando com um fundador que já havia sido escolhido como empreendedor do ano (2003) pela Ernst & Young.

Para Rozental, a Lupatech precisava apenas de recursos para crescer e do selo de certificação conferido por um investidor do porte da GP, o que, entre outras coisas, facilitaria o acesso da empresa a novas fontes de capital. Contudo, e como era de se esperar, a GP também contribuiu para tornar a gestão mais eficiente, com eliminação de cargos e profissionais dispensáveis, realocação de pessoas em outras funções e adoção de incentivos para que os executivos aceitassem novos desafios.



Até hoje, a empresa traz consigo o modelo de meritocracia implantado com apoio dos investidores. Diretores, gerentes e supervisores possuem metas individuais, derivadas das metas gerais da empresa, que são acompanhadas também de forma individualizada. Em compensação, para incentivar o trabalho em equipe ninguém recebe bônus se as metas gerais não forem atingidas em pelo menos 80%.

Obviamente, a GP também passou a integrar o Conselho de Administração da empresa para cobrar e questionar os executivos. Aliás, esse conselho existe desde 1987, como consequência da entrada da CRP no negócio, cujo gestor até hoje continua no conselho da empresa. Para Perini, que sempre tocou o negócio, os fundos de *PE/VC* fizeram com que a empresa conhecesse e implementasse as melhores práticas de governança corporativa.

Com apoio dos fundos de *PE/VC*, a Lupatech também adotou uma estratégia usualmente empregada por empresas que recebem investimentos de *PE/VC* no Brasil: a consolidação de mercados fragmentados. No total foram 14 aquisições, iniciando em 1993 com uma empresa argentina. Essa operação, feita com o apoio da CRP, contribuiu para que houvesse aprendizado para aquisição dos demais negócios.

A abertura de capital da Lupatech foi outro evento importante em que a experiência acumulada por GP e BNDESPar facilitou muito a negociação com os bancos de investimento e até a contratação de um diretor financeiro e diretor de RI para gerenciar o processo. O sonho do IPO foi alimentado na empresa desde 1995, quando o Bozano Simonsen Advent entrou no negócio. Em 15 de maio de 2006 o sonho foi realizado. O IPO permitiu à Lupatech levantar cerca de R\$ 453 milhões via Bovespa e dar um excepcional retorno para os investidores que subscrevam suas ações. Lançadas a R\$ 22,00, as ações LUPA3 encerraram o ano de 2007 valendo R\$ 60,00.

A Lupatech ilustra um caso claro em que gestão, inovação e capital aliaram-se para construir uma empresa com presença internacional, líder de seu setor, geradora de empregos e de divisas para o país. Desenvolveu-se rapidamente, gerando muito valor para todos os que apostaram em seu desenvolvimento. Apenas para ilustrar esse ponto, o fundo de pensão dos funcionários da Vale (Valia), um dos investidores do fundo GP Tecnologia, teve um retorno real de 44% ao ano, líquido de comissões e taxas cobradas pela GP Investments.

Eduardo Sá, representante do BNDESPar, ressalta que Perini sempre teve uma atitude de abertura para que os investidores pudessem contribuir para a construção da estratégia da empresa. Sem dúvida esse foi um dos fatores que tornou a parceria um grande sucesso.

### 1.6.4. BuscaPé<sup>55</sup>

O BuscaPé surgiu da ideia de quatro jovens estudantes universitários em desenvolver uma plataforma *online* de busca e comparação de preços no varejo. No entanto, o capital dos sócio-fundadores disponível para investir no projeto, não suportava os custos que o empreendimento exigia. Sendo assim, a ges-

tora de *Venture Capital* especializada em investimentos de infraestrutura de Internet e novas tecnologias, e-Platform, aportou cerca de 250 mil de dólares no BuscaPé, em novembro de 1999, adquirindo 20% da empresa. A e-Platform contribuiu não apenas com o capital necessário para que a empresa deixasse o estado embrionário, mas também ajudou a desenvolver um bom *networking*, a criar um Plano de Negócios estruturado e a desenvolver significativas melhorias na gestão da empresa, como a criação de um Conselho de Administração. De fato, o primeiro investimento realizado no BuscaPé permitiu que, a partir do fortalecimento da gestão, os fundadores focassem no *core business* da empresa no momento em que ela mais precisava.

Após a entrada da e-Platform, o banco Merrill Lynch e o Unibanco aportaram 3 milhões de dólares na companhia, adquirindo 30% do negócio. Neste caso, a participação dos novos investidores foi menos ativa, focada prioritariamente nos resultados financeiros. Mas em 2001 os investidores de *venture capital* solicitaram que a empresa dedicasse mais esforço para reduzir o prazo para atingir o ponto de equilíbrio. O novo desafio fez com que os sócio-fundadores adotassem diversas medidas, principalmente de cunho administrativo, e em setembro de 2002 o total das receitas já se igualava às despesas.

Em 2005, o BuscaPé recebeu a terceira rodada de investimentos. A organização gestora de *Private Equity* Great Hills Partners investiu um valor não divulgado pela maioria das cotas da empresa, a partir da compra de participação dos investidores anteriores e de parte das cotas dos sócio-fundadores. A gestora buscou a consolidação financeira e operacional da companhia, além da possível sinergia com outras 50 empresas de seu portfólio.

Em setembro de 2009, com 348 funcionários distribuídos em nove empresas e faturando 75 milhões de reais, o BuscaPé foi vendido a um grupo sul-africano por 342 milhões de dólares, o terceiro maior negócio na história da Internet brasileira. Com acordo de venda de 91% da empresa, o Great Hills Partners saiu do negócio, deixando o grupo fundador com 9% de participação. Ainda segundo os termos da negociação, os sócio-fundadores continuarão à frente da gestão da empresa e têm direito a *stock options* resgatáveis em até cinco anos.

### 1.6.5. De empreendedor a investidor<sup>56</sup>

O envolvimento de Erich Muschellack com sistemas de automação bancária iniciou-se quando o engenheiro eletrônico se tornou funcionário do Departamento de P&D da SID Informática, parte de um grande conglomerado de produtos eletrônicos. Cerca de cinco anos após sua contratação, o Chefe de Muschellack identificou uma oportunidade de mercado que não era aproveitada pelas empresas do setor e o convidou para juntar-se a ele no desenvolvimento de um novo sistema de automação. O Chefe do Departamento de P&D percebeu que os bancos precisavam de uma maior capacidade de armazenamento e processamento de dados, o que proporcionaria melhor comunicação às agências.



Esse sistema compreenderia uma maneira eficiente de estender a automação bancária a pequenas cidades e áreas remotas, além de possivelmente eliminar os altos custos que envolviam os fluxos de dados nestas regiões.

Quando a tecnologia já estava desenvolvida, os sócios receberam empréstimo bancário do Bamerindus, um banco comercial do Paraná que não era cliente da SID, e convidaram mais duas pessoas para criar a nova empresa, Procomp Indústria Eletrônica.

A Procomp rapidamente se tornou a maior empresa brasileira de automação bancária, apresentando um *market share* superior a 50 por cento e crescendo a taxas de dois dígitos. Em 1998, a Procomp foi eleita a quarta maior fabricante de caixas eletrônicos do mundo pela *Nielson Report*, uma publicação norte-americana e, no ano seguinte, a empresa foi comprada pela Diebold.

Enquanto ainda trabalhava na Diebold Procomp, Erich Muschellack teve a ideia de ajudar a desenvolver empresas nascentes de base tecnológica. Então, após pesquisar sobre a melhor maneira de atingir seu objetivo, ele escolheu o modelo de investidor-anjo<sup>57</sup>. Muschellack sabia que tornando-se investidor-anjo ele poderia fazer o que mais o interessava – instruir empreendedores de novas tecnologias, os ajudar a desenvolver direcionamento estratégico e suas técnicas de gestão – sem sofrer o *stress* inerente ao dia a dia de uma empresa.

Ele se preparou lendo diversos livros sobre *Venture Capital* e investimento-anjo, participou de discussões na Fundação CERTI da Universidade Federal de Santa Catarina e visitou o *Venture Capital Institute* de Atlanta, Georgia. Então, finalmente, demitiu-se do emprego na Diebold Procomp.

Muschellack estava preparado para identificar oportunidades de investimento. Afinal, seu trabalho de desenvolvimento de produtos na Diebold Procomp o proporcionou fontes de contato e oportunidades de negócio na Universidade de São Paulo (USP), no Instituto Tecnológico de Aeronáutica (ITA) e na Fundação CERTI.

O método de avaliação de negócios utilizado por Muschellack consistia em examinar o Plano de Negócios, focando no produto e na estratégia de mercado, e procurar por fraquezas. Na verdade, o que atrai o engenheiro eletrônico são desenvolvimentos tecnológicos que apresentam boa chance de se tornarem competitivos a nível global. De fato, ele prefere nichos de negócios em indústrias ainda não consolidadas.

O interesse inicial de Muschellack é sempre a tecnologia desenvolvida, e não o empreendedor. Ele busca tecnologias que podem contribuir com o desenvolvimento do Brasil e só depois examina o empreendedor, pois a avaliação de pessoas envolve bastante tempo. Afinal, Muschellack precisa se sentir confortável em relação ao comprometimento do empreendedor com o trabalho, à sua competência técnica, à sua honestidade e à sua personalidade. Se ele percebe que pode melhorar os pontos fracos do plano de negócios e manter seus pontos fortes, então Muschellack trabalha

junto com o empreendedor neste sentido. Sua intenção é basear suas decisões na quantia de investimento e na participação sobre o capital da empresa ao invés de desejos e emoções.

Até 2005, Muschellack era investidor solo em duas companhias. A primeira empresa foi investida em 2003 e consiste em um negócio na indústria de MMOG (sigla em inglês para jogo *online* em massa para múltiplos jogadores, em tradução literal), baseado em Florianópolis, Santa Catarina. O investidor-anjo acreditou que aquele negócio encontrava-se muito abaixo de seu potencial e ele poderia contribuir com sua experiência gerencial.

A segunda empresa investida, em 2004, por Erich Muschellack opera no setor de células de combustível, o qual o investidor acredita apresentar alto potencial de crescimento. Com o intuito de aprimorar os conhecimentos sobre o negócio e a tecnologia desenvolvida pela empresa localizada em Americana, São Paulo, Muschellack visitou uma feira na Alemanha. Após a negociação, como forma de isolar a concorrência, a firma mudou seu foco dos componentes para os produtos finais das células de combustível. Deste modo, um fundo de *Venture Capital* demonstrou interesse em financiar uma segunda rodada de capital, confirmando o sucesso da sociedade.

A política de investimento de Erich Muschellack é ditada pelo fato de alocar apenas 10% de seus ativos para o investimento anjo. Além disso, ele planeja investir em um total de quatro empresas para que possa administrar todos os investimentos da melhor forma. Sendo assim, Muschellack passa bastante tempo com os empreendedores das duas empresas investidas, os instruindo quanto à estratégia de negócios, aos processos de gestão, à tecnologia e ao controle de qualidade.

Por fim, o engenheiro eletrônico acredita ser preparado para lidar com o insucesso; e esse é o motivo para ele alocar parte de seus recursos no investimento anjo, de forma a não comprometer “*the kids’ milk or daddy’s scotch*”. Erich Muschellack acredita que, se uma de suas empresas falhar, será mais difícil para ele perder a companhia e os colaboradores do que perder o dinheiro.

## 1.7. Exemplos de Casos de Insucesso

### 1.7.1. BRA Companhias Aéreas

Em 2006, a companhia aérea BRA recebeu aporte de 130 milhões de dólares de quatro organizações gestoras de *private equity* e outros três grandes fundos internacionais. A intenção dos investidores consistia em implementar um plano de reestruturação que resolvesse os problemas causados pela agressiva política de descontos da companhia, que vendia bilhetes, em média, 20% mais baratos que as principais



concorrentes. A BRA apresentava prejuízos mensais de cerca de 10 milhões de reais e as gestoras de *private equity* Gávea Investimentos, Darby, HBK e Millenium buscaram, naturalmente, introduzir práticas de gestão que vão além do aporte de capital.

Antes do investimento, a BRA teve seu negócio avaliado em dez meses, sendo que a maior parte do tempo foi consumida na revisão de cláusulas do contrato – e não em uma profunda análise da operação. Em contraposição, os investimentos no ramo de aviação levam, normalmente, um ano e meio para serem concretizados, dados os altos custos da operação e os caros ativos que não dão margem a erros. Além disso, a companhia aérea apresentava um passado de prejuízos e nunca havia publicado balanços completos que indicassem a sua real situação.

Entre as medidas a serem tomadas após o investimento, os investidores concordavam que o então Presidente da companhia, que era visto como um risco pelo mercado, não apresentava interesses que se alinhavam aos seus e que a saída do mesmo era iminente. Entretanto, o acordo previa a permanência do executivo na empresa até meados de 2007. A partir de então, verificou-se um conflito entre os investidores e a presidência foi temporariamente ocupada, ainda em 2006, por outro executivo, que permaneceu menos de um mês no cargo depois de uma disputa com parte dos investidores e o antigo Presidente. Diante de um novo conflito entre os investidores para definir o novo dirigente da empresa, o executivo que deveria ter sido destituído continuou a comandar a BRA.

A tentativa de solucionar os problemas no alto escalão da companhia aérea atrasou o plano de reestruturação, algo fundamental para o futuro da empresa. Desta forma, o capital injetado pelos novos sócios acabou sendo utilizado para sanar dívidas.

A crise aérea ao longo de 2007 acelerou a acumulação de dívidas da BRA e, onze meses após receber 130 milhões de dólares dos novos investidores, a operação não tinha recursos financeiros para continuar. As gestoras de *private equity*, além dos fundos internacionais, perderam grande parte do capital alocado na empresa. No entanto, as organizações de PE/VC fazem investimentos em diversas companhias levando em consideração o risco de nem todos prosperarem, como o caso da BRA. De fato, segundo Ramalho e Furtado (2008), cerca de 8% dos investimentos de PE/VC no Brasil são classificados como *Write-off*, ou seja, os ativos da empresa investida são totalmente liquidados, indicando descontinuidade das operações. Faz parte de atividade de PE/VC administrar o insucesso em meio aos diversos investimentos efetuados e um acerto pode, por muitas vezes, compensar algumas perdas.

É importante ressaltar que os modelos de avaliação de negócios são imprecisos e as organizações gestoras apostam, não raramente, em empresas não preparadas para o investimento de PE/VC. Desta forma, a companhia aérea mostrou-se, erroneamente, atrativa para o aporte de capital produtivo da Gávea Investimentos, acreditando em um plano de reestruturação que não previa, principalmente, os conflitos que a Diretoria da empresa vivenciaria. Os aspectos negativos do investimento parecem evidentes após o insu-

cesso, contudo, o modelo de avaliação utilizado identificou, imprecisamente, uma oportunidade. Todavia, o histórico de sucesso da Gávea Investimentos contrasta de forma expressiva o erro verificado em relação ao investimento na BRA.

Nesse sentido, o investimento de 700 milhões de dólares feito pela Gávea Investimentos por 26% de participação do McDonald's da América Latina e Caribe apresenta-se bastante promissor. Desde 2007, quando a gestora passou a participar das decisões da rede de *fast-food*, as práticas adotadas contemplaram a redução de custos, aproveitamento de sinergias, foco em logística e investimento na expansão do número de lojas. Desta forma, o McDonald's registrou um faturamento de 3,6 bilhões de dólares em 2009, 2,9% a mais do que em 2008. Trata-se da maior receita desde 1967. De fato, a Gávea Investimentos considera a rede de *fast-food* um de seus melhores investimentos em termos de performance e acredita em um crescimento sustentável desta empresa investida. O desinvestimento por meio de IPO é esperado em um futuro próximo, o que, provavelmente, representará um grande retorno para a organização gestora de *private equity*.

### 1.7.2. Imbra Tratamentos Odontológicos

Em setembro de 2008, a rede de clínicas odontológicas Imbra teve seu controle adquirido pela GP Investments em uma operação que envolveu 140 milhões de dólares por 78,9% de participação no negócio. A organização gestora decidiu investir no que acreditava ser um mercado com grande potencial de crescimento e sua estratégia consistia em conferir à Imbra uma gestão mais eficiente, além de dar escala à empresa.

A rede de clínicas odontológicas apresentava, antes do investimento, um faturamento atrativo de 200 milhões de reais, o que levou a GP Investments a abrir uma exceção e aportar capital em uma *Startup*.

Na verdade, a gestora de *private equity* acabou entrando em um negócio ainda embrionário, o qual não estava pronto para o investimento em profissionalização da gestão. Assim, a informalidade e a pulverização do setor contribuíram para que a empresa apresentasse constantes prejuízos e pequenos lucros, uma vez que a Imbra concorre com milhares de dentistas e clínicas particulares que têm bastante margem a comprimir, podendo simplesmente cobrar menos pelas horas trabalhadas.

Além disso, o momento da compra foi ruim. A quebra do banco norte-americano de investimentos Lehman Brothers, em setembro de 2008, fez com que, no mercado interno, os tratamentos dentários parcelados da Imbra sofressem a concorrência de veículos, imóveis e eletrodomésticos que receberam estímulo fiscal do governo.

Desta forma, vinte meses depois de comprar o controle da rede especializada em implantes dentários, a GP Investments repassou a empresa a outro controlador, registrando perda total dos recursos aplicados, ou seja, um *Write-off*.



Portanto, apesar de apresentar um faturamento atrativo e estar inserida em um setor com boas perspectivas de crescimento – acredita-se que com a ascensão da classe média, o setor de tratamentos dentários se beneficiaria – a avaliação da Imbra foi imprecisa, característica inerente aos modelos de avaliação disponíveis.

A mesma organização gestora de PE/VC, por outro lado, triplicou o valor aplicado na empresa de shopping centers BRMalls em apenas três anos e dois meses de participação na operação da companhia. Em 2009, o volume consolidado de vendas dos lojistas dos shoppings da BRMalls, por exemplo, cresceu 13,5% em relação ao ano anterior e os gestores da GP Investments acreditam que a empresa investida se encontra pronta para continuar sua trajetória de crescimento, independente da organização gestora. Desta forma, apesar de a gestora de *private equity* ter “perdido” os 140 milhões de dólares aplicados na Imbra, os 75 milhões de dólares investidos na BRMalls valorizaram-se em 244 milhões de dólares após suas contribuições em relação à gestão da empresa.

## NOTAS E REFERÊNCIAS

<sup>1</sup> NAKAGAWA, Marcelo. 2007. “Como Fazer uma Empresa dar Certo em um País Incerto”; Instituto Endeavor. 8ª edição.

<sup>2</sup> Como o anúncio foi publicado em 1913, antes da emancipação feminina, anunciava-se a contratação de homens. Cinco mil homens (e três corajosas mulheres) com espírito empreendedor aplicaram para embarcar nesta jornada. 27 homens partiram para a jornada; 27 retornaram a salvo.

<sup>3</sup> Tradução: “PRECISA-SE DE HOMENS! PARA JORNADA PERIGOSA. Paga-se pouco, frio congelante, longos meses de escuridão total, perigo constante. Retorno a salvo duvidoso. Honra e reconhecimento em caso de sucesso.

<sup>4</sup> SAHLMAN, William; STEVENSON, Howard; ROBERTS, Michael e BHIDE, Amar. 1999. “*The Entrepreneurial Venture*”. HBS Press. Pág.1.

<sup>5</sup> Atleta sul-africano, campeão para-olímpico dos 100 metros e 200 metros.

<sup>6</sup> Disponível em: <http://www.colorado.edu/news/r/14de1a1049d4df00e6fd0614606e42d5.html>. Acessado em 23 de janeiro de 2010.

<sup>7</sup> Adaptado pelos autores do filme Rocky Balboa. 2006. Metro-Goldwyn-Mayer, Columbia Pictures and Revolution Studios. No original: “*The world ain’t all sunshine and rainbows. It is a very mean and nasty place It will beat you to your knees and keep you there permanently if you let it. You, me or nobody is going to hit as hard as life. But it ain’t about how hard you hit, it is about how hard you can get hit and keep moving forward, how much can you take and keep moving forward. That’s how winning is done!*”.

<sup>8</sup> CHRISTENSEN, Clayton. 2000. “*The Innovator’s Dilemma*”. HarperBusiness. 2ª Edição.

<sup>9</sup> Disponível em: <http://gobusiness101.com/category/millionaires-startup-place/>. Acessado em 25 de janeiro de 2010.

<sup>10</sup> Disponível em: <http://ycorpblog.com/2009/03/02/where-were-you-in-1995/>. Acessado em 25 de janeiro de 2010.

<sup>11</sup> Disponível em: <http://awearnessblog.com/2008/09/google-gives-back.php>. Acessado em 25 de janeiro de 2010.

<sup>12</sup> Disponível em: <http://www.yahoo.com>. Acessado em 20 de janeiro de 2010.

<sup>13</sup> Aficionados por tecnologia.

<sup>14</sup> Disponível em: <http://www.time.com/time/covers/0,16641,19960219,00.html>. Acessado em 23 de janeiro de 2010.

<sup>15</sup> O desenho animado Fantasia, uma das obras primas do Walt Disney Studios sobre música clássica de mestres como Bach, Tchaikovsky, Beethoven e Stravinsky, foi lançado em 1940 e entrou para a história do cinema. O Walt Disney Studios foi o primeiro cliente dos estudantes Bill Hewlett e David Packard, que criaram o oscilador de áudio HP 200B, preciso e inovador, usado para testes de som. Oito desses osciladores, adquiridos por 71 dólares cada, foram usados para testar o sistema de som em salas projetadas para o filme.

<sup>16</sup> Tradução: “Essa garagem é o local de nascimento da primeira região no mundo de alta-tecnologia, o Vale do Silício. A ideia para tal região surgiu do Dr. Frederick Terman, um professor da Universidade de Stanford que encorajou seus estudantes a começarem suas próprias empresas de eletrônicos na área ao invés de se juntarem a firmas no Leste. Os primeiros dois estudantes que seguiram seu conselho foram William R. Hewlett e David Packard, que em 1938 começaram a desenvolver seu primeiro produto, um oscilador de áudio em sua garagem. Marco histórico registrado na Califórnia no 976”.

<sup>17</sup> Disponível em: <http://www.flickr.com/photos/scobleizer/966082923/> Acessado em 23 de janeiro de 2010.

- <sup>18</sup> BOSMA, Niels e LEVIE, Jonathan. 2009. “Global Report”. Global Entrepreneurship Monitor report.
- <sup>19</sup> Augusto Savio Cavalcanti, fundador da Zetax, em 1987 na sua garagem que servia como sede da empresa recém criada. Note o computador e os telefones sobre a mesa de ping pong a qual servia como bancada de trabalho na montagem das centrais telefônicas.
- <sup>20</sup> GLOBAL ENTREPRENEURSHIP MONITOR (GEM). Empreendedorismo no Brasil, 2009. <[http://www.gemconsortium.org/files.aspx?Ca\\_ID=123](http://www.gemconsortium.org/files.aspx?Ca_ID=123)>
- <sup>21</sup> GLOBAL ENTREPRENEURSHIP MONITOR (GEM). Empreendedorismo no Brasil, 2009. <[http://www.gemconsortium.org/files.aspx?Ca\\_ID=123](http://www.gemconsortium.org/files.aspx?Ca_ID=123)>
- <sup>22</sup> SAHLMAN, William. 1999. “The Entrepreneurial Venture”. HBS Press.
- <sup>23</sup> SAHLMAN, William. 1999. “The Entrepreneurial Venture”. HBS Press. Pág. 175.
- <sup>24</sup> SAHLMAN, William. 1999. “The Entrepreneurial Venture”. HBS Press.
- <sup>25</sup> SAHLMAN, William. 1999. “The Entrepreneurial Venture”. HBS Press.
- <sup>26</sup> SAHLMAN, William. 1999. “The Entrepreneurial Venture”. HBS Press.
- <sup>27</sup> SAHLMAN, William. 1999. “The Entrepreneurial Venture”. HBS Press.
- <sup>28</sup> SAHLMAN, William. 1999. “The Entrepreneurial Venture”. HBS Press.
- <sup>29</sup> SAHLMAN, William. 1999. “The Entrepreneurial Venture”. HBS Press.
- <sup>30</sup> SAHLMAN, William. 1999. “The Entrepreneurial Venture”. HBS Press.
- <sup>31</sup> LERNER, Joshua. Venture Capital and Private Equity: A Casebook. New York.
- <sup>32</sup> O Sputnik foi o primeiro satélite artificial da Terra e foi lançado pela União Soviética em 4 de outubro de 1957.
- <sup>33</sup> LEWIS, Michael. 1999. “The New New Thing: A Silicon Valley Story”. W. W. Norton & Company.
- <sup>34</sup> Manifesto da HP – Hewlett Packard que ilustra seus pensamentos corporativos representativos de sua origem de “empresa de garagem”. Tradução: “REGRAS DA GARAGEM. Acredite que você pode mudar o mundo. Trabalhe rápido, mantenha as ferramentas destrancadas, trabalhe em qualquer momento. Saiba quando trabalhar sozinho e quando trabalhar em equipe. Divida – ferramentas, ideias. Confie nos seus colegas. Não há políticas. Não há burocracia. (São fatores ridículos na garagem). O cliente define um trabalho bem feito. Ideias radicais não são más ideias. Invente jeitos diferentes de trabalhar. Faça uma contribuição todo dia. Se não contribuir, não sai da garagem. Acredite que juntos podemos fazer qualquer coisa. Invente.”.
- <sup>35</sup> Disponível em: <http://arnoudm.wordpress.com/2009/01/07/the-rules-of-the-garage-from-hp/>. Acessado em 23 de janeiro de 2010.
- <sup>36</sup> A história dessa aquisição é descrita em detalhes no livro de BURROUGH, Bryan e HELYAR, John. 1990. “Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco”. New York: Harper & Row.
- <sup>37</sup> Em números absolutos a aquisição da RJR Nabisco pela KKR foi ultrapassada pela compra do HCA – Hospital Corp. of America pelo consórcio KKR, Bain Capital e Merrill Lynch em 2006, e posteriormente em 2007 pela compra do Equity Office Properties Trust pelo Blackstone Group. Entretanto, o negócio da RJR Nabisco não apenas é emblemático, mas quando considerado em valores atuais, ajustado pela inflação, continua sendo insuperável. Para mais informações sobre os maiores negócios da história da indústria de PE/VC acesse: <http://money.cnn.com/2007/02/16/magazines/fortune/top10.fortune/index.htm>.
- <sup>38</sup> A Instrução CVM 209 regulamentou os FMIEE (Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes). Naquele momento, as empresas emergentes englobavam companhias com faturamento líquido anual até R\$30 milhões. Para mais informações: [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)
- <sup>39</sup> DE CARVALHO, A. Gledson; RIBEIRO, Leonardo e FURTADO, Cláudio. 2006. “A Indústria de Private Equity e Venture Capital – Primeiro Censo Brasileiro”. Editora Saraiva.
- <sup>40</sup> RIBEIRO, Leonardo. 2005. “O modelo brasileiro de Private Equity e Venture Capital”. FEA-USP. Dissertação de Mestrado. Pág. 57.
- <sup>41</sup> STEIN, Enio; TRIGUEIRO, Márcio e HERNDL FILHO, Marcus. 2001. “Private Equity in Brazil - The Road Ahead”. Harvard Business School
- <sup>42</sup> CHECA, Gonzalo; LEME, Ernesto e SCHREIER, Cláudio. 2001. “The Venture Capital and Private Equity Industry in Brazil”. Journal of Private Equity, v.4, n.4, pág. 46-67.
- <sup>43</sup> Para mais informações sobre a ABVCAP acesse: [www.abvcap.com.br](http://www.abvcap.com.br)
- <sup>44</sup> RIBEIRO, Leonardo. 2005. “O modelo brasileiro de Private Equity e Venture Capital”. FEA-USP. Dissertação de Mestrado.
- <sup>45</sup> A Instrução CVM 391 regulamentou o FIP – Fundo de Investimento em Participações. Para mais informações: [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)
- <sup>46</sup> RAMALHO, Caio e FURTADO, Cláudio. 2008. “Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital – Dezembro 2008.” GVCEPE – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP.
- <sup>47</sup> RAMALHO, Caio e FURTADO, Cláudio. 2008. “Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital – Dezembro 2008.” GVCEPE – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP. Pág. 9.
- <sup>48</sup> RAMALHO, Caio e FURTADO, Cláudio. 2008. “Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital – Dezembro 2008.” GVCEPE – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP.
- <sup>49</sup> Expressão criada pelo economista Jim O’Neill em 2002.



<sup>50</sup> China First Capital. 2009. *"Private Equity and Strategic M&A Transactions in China"*. China First Capital.

<sup>51</sup> KPMG. 2009. *"Insight: CEE and Russia. A Guide to the Future of Private Equity for Investment Professionals"*. KPMG.

<sup>52</sup> Revista Istoé Dinheiro n° 644, 10 de Fevereiro de 2010

<sup>53</sup> KPMG. 2008. *"Private Equity Investing in India. A survey of Private Equity Investors and their Portfolio Companies"*. KPMG. Disponível em: <http://www.cepe.fgvsp.br/pesquisa/realizados.htm>

<sup>54</sup> EMPEA, 2009. *"Emerging Markets Private Equity Survey"*. EMPEA

<sup>55</sup> Adaptado de CRUZ, Tiago; VIDEIRA, Raphael; XAVIER, Alexander. Especial Venture Capital – BuscaPé. Revista GV executivo, Vol. 6, Nº 2, pp. 73-77, Mar./Abr. 2007.

<sup>56</sup> Adaptado e traduzido de Antonio JJ Botelho, Erich Muschellack e Nelson Hochman 2005. *"From Entrepreneur to Angel Investor"* in Elizabeth O'Holloran, Peter L. Rodriguez and Felipe Vergara, editors. *Angel Investing in Latin America (An Executive Briefing –Batten Institute)*. Charlottesville: Darden Business Publishing, University of Virginia, pp. 37-41.

<sup>57</sup> O conceito de investidor-anjo será tratado mais a frente no Capítulo II, no tópico II.3.2.1.







# Capítulo 2

## Características Gerais da Indústria e Aspectos da Captação de Recursos

Autores: Abdala Rezek Filho, Adilon Garcia, Ariel Almeida, Bruno Villena, Caio Ramalho,  
Filipe Mattos, Paulo de Rezende e Rafael Roldão Rodrigo Lara







## 2.1. Introdução

Este capítulo apresenta os conceitos gerais da atividade de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC) para empreendimentos de alto impacto de acordo com a fase de desenvolvimento da empresa. Adicionalmente, são apresentadas também as circunstâncias envolvidas com esta atividade, incluindo o ecossistema de PE/VC, os riscos do investimento, seu possível retorno e as opções de realizar investimentos em fases. Também são analisadas, de maneira geral, a estrutura das organizações gestoras e os veículos de investimentos.

## 2.2. Aspectos Gerais dos Investimentos em PE/VC

Para entender melhor o que é PE/VC faz-se necessário antes entender o que significam as várias fontes de recursos com as quais as empresas se financiam, começando pelas duas mais básicas: (i) ações (*equity*) e (ii) dívida (*debt*). Tanto as ações quanto a dívida podem ser públicas (negociadas em bolsa de valores, mercado de balcão ou em outros mercados de valores) ou privadas (negociadas de forma privada entre as partes) conforme o quadro abaixo:

Tabela 2.1 - Balanço Patrimonial Simplificado de uma Empresa

ATIVO (Aplicações de Recursos)	PASSIVO (Origem de Recursos)	
	Mercado Privado	Mercado Público
Caixa		
Contas a Receber		
Estoque		
Ativo Fixo		
Ativos Totais		
	Empréstimo Bancário	Dívida no Mercado de Valores Mobiliários
	Ações de Empresas de Capital Fechado ( <i>Private Equity</i> )	Ações de Empresa de Capital Aberto ( <i>Public Equity</i> )

Fonte: Autores

*Private Equity* refere-se, portanto, em sua definição estrita, a investimentos em participações acionárias (*equity*) de empresa de capital fechado (*private*) que: (i) ou não tem tamanho para acessar o mercado financeiro via instrumentos públicos (como o lançamento de ações em bolsa de valores) ou (ii) que já possui tamanho, mas ainda não está suficientemente preparada para ter o seu capital aberto ao público. Em razão de sua característica privada e ilíquida, o investimento de *Private Equity* enquadra-se na categoria de ativos alternativos (*alternative assets*), o que requer que o investidor deste tipo de ativo considere um horizonte mais longo que aqueles de investimentos tradicionais para realização dos ganhos.

Os investimentos de *Private Equity* são tradicionalmente divididos em *Venture Capital* e *Buyout*, em que o primeiro se refere às participações minoritárias em empresas em estágios iniciais e o último às aquisições de controle acionário em empresas nos estágios mais maduros. Ou seja, *Venture Capital* é um tipo de investimento de *Private Equity* que, por sua vez, é um tipo de alternativo de investimento em ativo financeiro.



Entretanto, convencionou-se utilizar os termos *PE/VC* de forma distinta para separar dois estágios da cadeia de valor e maturidade das empresas em que essa indústria (*PE/VC*) investe, que também é conhecida no Brasil como Capital Empreendedor ou Capital de Risco (esta última definição é uma tradução literal do termo *Risk Capital*, *Capital Risque*, que trouxe durante anos uma conotação negativa para este segmento no país)<sup>1</sup>. Dessa forma, independente de controle ou participação minoritária, *Venture Capital* pode ser associado a empresas nascentes e de estágio inicial, e *Private Equity* a empresas mais maduras. Utilizaremos o termo *PE/VC* ao longo deste texto para designar essa indústria.

## 2.3. O Ecossistema de *PE/VC*

A estrutura básica da indústria de *PE/VC* é composta de quatro participantes: (i) organizações gestoras; (ii) investidores; (iii) veículos de investimentos; e (iv) empresas em portfólio.

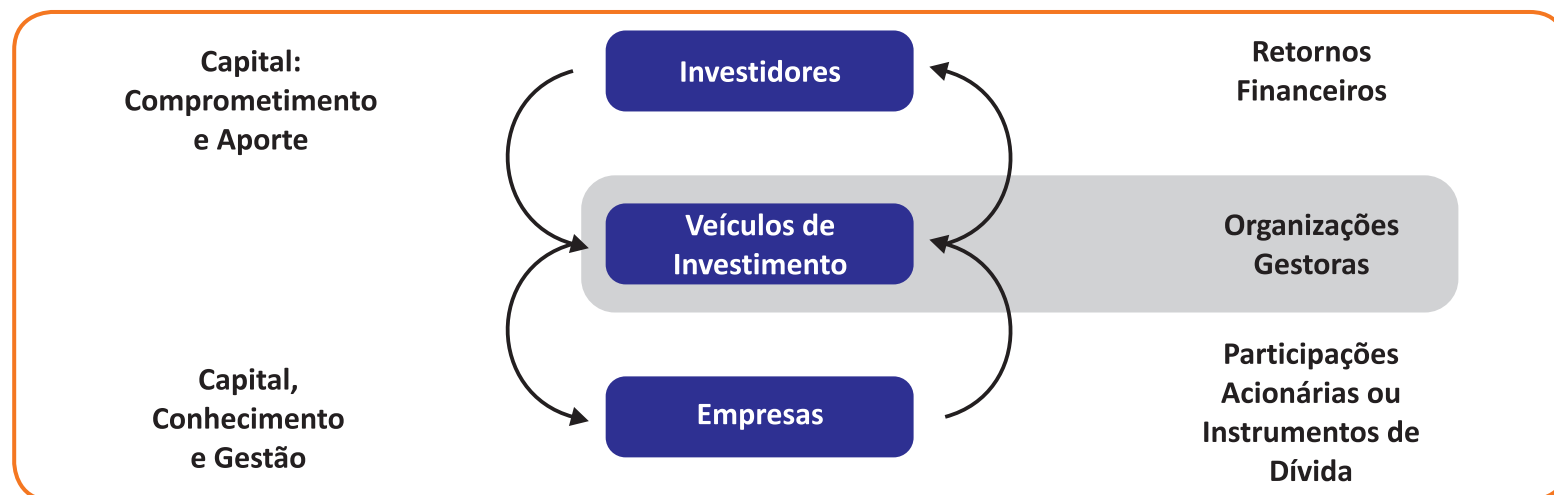


Figura 2.1 – Estrutura de *PE/VC*

Fonte: GVcepe

As organizações gestoras de *PE/VC* captam recursos com os investidores, os quais comprometem estes recursos aos veículos de investimentos que, por sua vez, são estruturados e geridos pelas organizações gestoras. Os recursos desses veículos são utilizados para investir em empresas, normalmente por meio de aquisição de participações acionárias (podendo também utilizar-se de instrumentos de dívida).

Entretanto, o ecossistema de *PE/VC* consiste em um sistema muito mais complexo formado por organismos interdependentes. Além das organizações gestoras, investidores e empresas, temos como principais atores desse ambiente os investidores-anjo, prestadores de serviço (advogados, consultorias, auditorias,...), entidades de fomento e apoio, instituições governamentais, universidades, incubadoras e associações. Dentro desse ecossistema, estes atores trabalham de forma cooperativa ou não, com o intuito de, entre outras coisas, promover a evolução das empresas ao longo de todo seu ciclo de desenvolvimento.



# Características Gerais da Indústria e Aspectos da Captação de Recursos

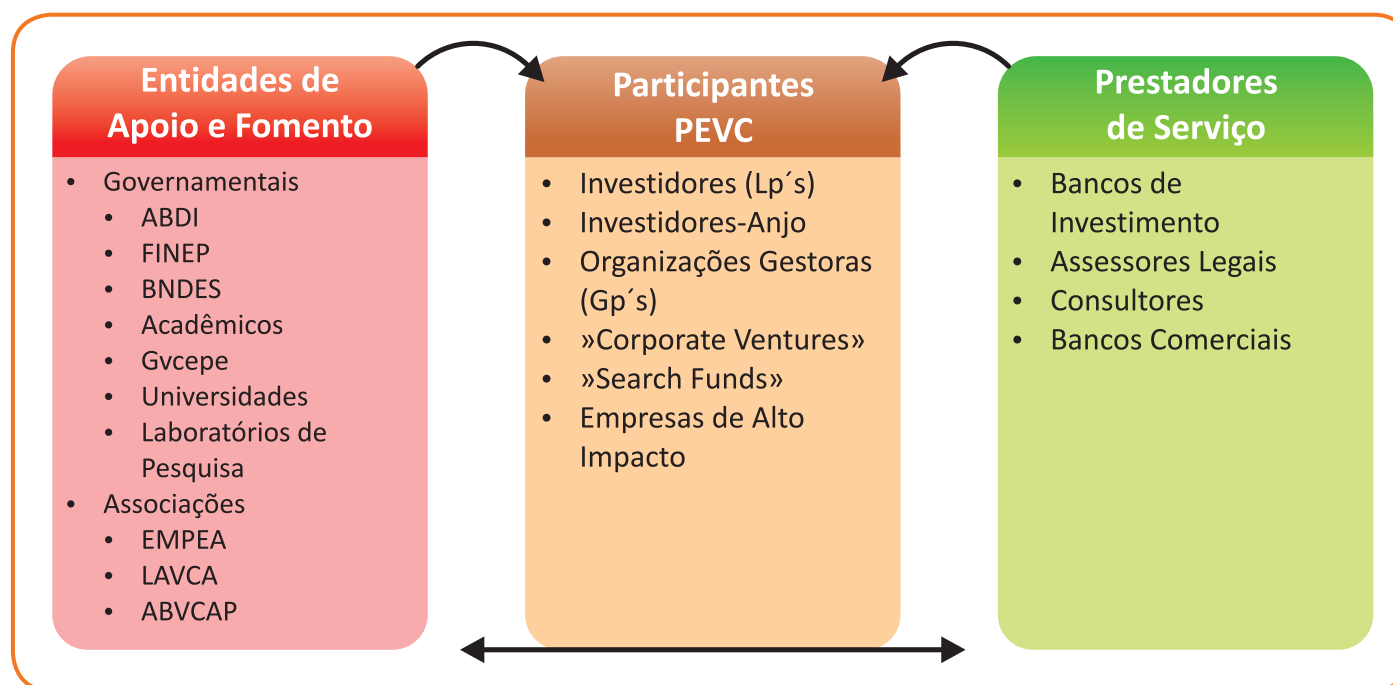


Figura 2.2 – Ecosistema de PE/VC

Fonte: Adaptado pelos autores de Ferrary e Granovetter (2009)<sup>2</sup>

Podemos dividir os agentes desse ecossistema em três grandes grupos:

**Prestadores de Serviço** Incluem escritórios de advocacia, auditoria, consultorias, bancos de investimento, boutiques de assessoria financeira e fusões & aquisições, provedores de tecnologia, etc. Entre outras funções, estes prestadores de serviços levam propostas de negócios para as organizações gestoras, auxiliam na estruturação do negócio e na negociação entre a organização gestora e o empreendedor, executam e auxiliam o processo de diligência (*due diligence*), e colaboram com a implementação de melhorias operacionais nas empresas investidas, etc.

**Entidades de Apoio e Fomento Não-Governamentais** Têm como objetivo desenvolver a indústria brasileira de PE/VC por meio de pesquisa, base de dados sobre a indústria, mobilização das organizações gestoras, desenvolvimento de profissionais qualificados e outras atividades. Neste grupo, destacamos o GVcepe (Centro de Estudos em PE/VC da FGV-EAESP) e a ABVCAP (Associação Brasileira de Venture Capital e Private Equity).

**Instituições de Apoio e Fomento Governamentais** Desenvolvem o empreendedorismo o investimento de PE/VC no Brasil. Neste grupo, destacamos FINEP (Financiadora de Estudos e Projeto), BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) e a ABDI (Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial).

Todos os atores deste ecossistema possuem funções formais e informais bem definidas nas relações sociais e de negócio da indústria, conforme mostra a Tabela 2.2:



# Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

Tabela 2.2 – Atores do Ecossistema de PE/VC

Atores	Funções Formais	Funções Informais
ABDI	Promover a execução da Política de Desenvolvimento Industrial, em consonância com a as políticas de Comércio Exterior e de Ciência e Tecnologia.	Promoção do Empreendedorismo, Inovação, PE/VC.
ABVCAP	A Associação Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> é uma entidade que representa o “capital empreendedor” no Brasil. A instituição é voltada ao estímulo, desenvolvimento e propagação de investimentos de longo prazo no setor real da economia brasileira.	
APEX	Promover as exportações brasileiras e atrair investimentos estrangeiros para o Brasil.	Convênio com a ABVCAP para atrair capital estrangeiro para a indústria brasileira de PE/VC.
Bancos Comerciais	Permitir transações financeiras.	
Bancos de Investimento	Organizar IPO’s de empresas de alto impacto; Facilitar aporte de capital em empresas de alto impacto; Organizar Aquisições de empresas de alto impacto.	Geração de <i>deal flow</i>
BNDES	Providenciar financiamento de longo prazo para a realização de investimentos em todos os segmentos da economia.	Oferta de recursos para os investimentos no Brasil. Conta ainda com um programa de financiamento de capital de giro.
Consultorias	Acumular conhecimento de negócios; Fornecer esse conhecimento às <i>startups</i> .	Providenciar funcionários especializados.
Escritórios de Advocacia	Acumular conhecimento legal; Lidar com aspectos legais, societários e de propriedade intelectual.	Integrar empresas de alto impacto com a rede.
FAPESP, FAPERJ, FAPEMIG, etc	Fomento à pesquisa científica e tecnológica; Fundações Estaduais de Amparo à Pesquisa (FAPs).	Amparo à Pesquisa .
FINEP	Fomento à Ciência, Tecnologia e Inovação em empresas, universidades, institutos tecnológicos e outras instituições públicas ou privadas.	Meio de fomento público à Ciência, Tecnologia e Inovação em instituições tanto públicas quanto privadas.
GVcepe	Análise, produção de conhecimento, capacitação profissional e a formulação de propostas de evolução institucional da indústria de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> .	Estudo sobre a indústria de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> .
Incubadoras	Incubação e aceleração de projetos de negócios e empreendimentos em estágio inicial de vida .	Gerar interação ente atores, principalmente entre as organizações gestoras e as empresas que estão buscando investimento.
Laboratórios de Pesquisa e Parques Tecnológicos	Fomentar inovação; Acumular conhecimento.	Incubação de startups; Gerar interação entre atores.
Mídia	Circular informação.	Sustentar uma cultura empreendedora; Divulgar as empresas de alto impacto.
Organizações Gestoras de PE/VC	Financiar empresas de alto impacto.	Selecionar empresas; Acumular conhecimento empreendedor; Integrar empresas de alto impacto com a rede.
Universidades	Fomentar inovação por meio de pesquisa básica e aplicada; Acumular e disseminar conhecimento.	Gerar interação entre atores.
Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq)	Agência do Ministério da Ciência e Tecnologia que se reserva ao financiamento da pesquisa científica e tecnológica e ao desenvolvimento de recursos humanos para a pesquisa no país.	Promove o desenvolvimento científico e tecnológico do Brasil.

Fonte: Adaptado pelos autores de Ferrary e Granovetter (2009)<sup>3</sup>



### a) ABDI

A Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI), ligada ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), promove a Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP). Após a consolidação da estabilidade e previsibilidade da economia, o MDIC criou a PDP que possui quatro metas-país: ampliação do investimento fixo, ampliação da participação das exportações brasileiras, elevação do gasto privado em P&D e dinamização do gasto privado em P&D com foco nas micro e pequenas empresas exportadoras.<sup>4</sup>

A atuação da ABDI na promoção da PDP e do ambiente de inovação visa ampliar o acesso aos instrumentos de desenvolvimento e inovação pela indústria nacional, o que envolve a promoção do empreendedorismo, inovação e *venture capital*. As áreas estratégicas que a ABDI considera fundamentais para o desenvolvimento industrial, tidas como portadoras de futuro e de aplicação transversal à cadeia produtiva nacional, são: biotecnologia, indústria de semicondutores, bioetanol, nanotecnologia e tecnologia da informação e comunicação (TICs). Essas áreas também são foco de inúmeros veículos de investimento de organizações gestoras de PE/VC.<sup>5</sup>

### b) ANPROTEC (Incubadoras)

A Associação Nacional de Entidades Promotoras de Empreendimentos Inovadores (ANPROTEC) representa os interesses das incubadoras de empresas, parques tecnológicos e empreendimentos inovadores no Brasil. Ela promove a capacitação, articulação de políticas públicas e geração e disseminação de conhecimentos.<sup>6</sup>

As incubadoras e os parques tecnológicos possuem uma grande importância no ecossistema de PE/VC, fomentando a atividade e dando grande apoio as *startups*. O foco das incubadoras são os pesquisadores ou pessoas focadas na área técnica e que possuem um produtor ou serviço inovador, mas não possuem experiência de gestão e desejam formatar melhor o seu modelo de negócio.

### c) APEX

A Associação Brasileira de Promoção de Exportações e Investimentos (Apex-Brasil) oferece atendimento às empresas brasileiras com foco no mercado externo e aos empresários estrangeiros que pretendem investir no Brasil. Para isso, ela conta com unidades de atendimento e centros de negócios espalhados pelo mundo que funcionam como plataformas destinadas a auxiliar o processo de internacionalização das empresas brasileiras e incrementar a participação nacional nos principais mercados, como Ásia e América do Norte.

A instituição oferece soluções nas áreas de informação, qualificação para exportação, promoção comercial, posicionamento e imagem e apoio à internacionalização.<sup>7</sup>



### d) SEBRAE

O Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas, além de sua forte atuação junto aos Micro e Pequenos empresários, promovendo a competitividade e o desenvolvimento sustentável dos negócios, e além de políticas de incentivo a formalização das empresas desse porte, possui um papel muito importante na indústria brasileira de *PE/VC*.<sup>8</sup>

Essa instituição foi uma das primeiras a investir em organizações gestoras de *PE/VC*, sendo que entre 1999 e 2004 aportou capital para a constituição de oito veículos de investimento. Além disso, ela auxiliou na criação da ABVCAP (Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*) e na originação dos congressos sobre o tema, sendo que o primeiro possuía a intenção de discutir a contaminação das organizações gestoras em questões trabalhistas das empresas investidas.

O SEBRAE também foi um ator importante na criação do Programa INOVAR (FINEP), o que inclui participação nas bancas selecionadoras e *due diligences* nas organizações gestoras.<sup>9</sup>

### e) ABVCAP

A Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* possui a finalidade de fomentar a indústria brasileira de *PE/VC* por meio de sete objetivos básicos: 1) Representar e defender os interesses da comunidade de investimentos de longo prazo brasileira. 2) Desenvolver a indústria de investimentos de longo prazo no Brasil. 3) Promover a indústria de capital empreendedor (*venture capital* e *private equity*) no Brasil e internacionalmente; 4) Atuar como facilitador no relacionamento entre os integrantes da comunidade brasileira de investimentos de longo prazo no País e no exterior; 5) Coletar, processar e difundir conhecimentos e dados relacionados à indústria de investimentos de longo prazo no Brasil; 6) Zelar pela ética e boas práticas na consecução dos investimentos de longo prazo no Brasil; e 7) Cooperar com as instituições nacionais e internacionais correlatas.

A ABVCAP busca atingir seus objetivos por meio da cooperação com os entes integrantes da administração pública e instituições privadas relacionadas, pela criação de comitês e núcleos de discussão sobre *PE/VC* no Brasil, pela realização de congressos nacionais e internacionais e pelo desenvolvimento de treinamentos e estudos sobre a indústria brasileira de *PE/VC*.<sup>10</sup>

### 2.3.1. Organização Gestora

As organizações gestoras possuem origem e estruturas diferentes, e podem ser constituídas no Brasil ou no exterior. Suas categorias são:



- Independente** Não pertence a nenhuma instituição financeiro ou grupo empresarial, e possui equipe de gestão (os chamados gestores de *PE/VC*) totalmente independente. Essas organizações têm seu capital fechado ou, em vários casos, aberto em bolsa de valores. A estrutura independente de capital fechado é a categoria mais típica de organizações gestoras de *PE/VC* ao redor do mundo.
- Corporate Venture** São estruturas de corporações ou conglomerados empresariais que alocam recursos a um determinado departamento ou divisão com o intuito de realizar investimentos de *PE/VC*, normalmente em negócios nascentes ou pequenas empresas inovadoras de alto impacto. Note que alocações de recursos de empresas ou conglomerados empresariais em fundos de *PE/VC* geridos por terceiros não são *corporate ventures*. Intel Capital, Google Ventures, Siemens Venture Capital, Dow Venture Capital e Votorantim Novos Negócios são exemplos de *corporate ventures*.
- Instituição Financeira** Alguns bancos e instituições financeiras atuam na indústria de *PE/VC* diretamente ou por meio de um departamento, divisão, subsidiária ou dentro de sua estrutura de administração de recursos (*asset management*).
- Setor Público** Embora o setor público atue, prioritariamente, como investidor, terceirizando a gestão de suas alocações de recursos em *PE/VC*, algumas instituições públicas fazem esses investimentos em empresas diretamente. No Brasil, temos o BNDES como uma estrutura típica do setor público.

### 2.3.1.1. Perfil dos Gestores

As organizações gestoras são conduzidas por times de profissionais altamente qualificados e experientes, denominados gestores, que possuem extensa rede de relacionamentos profissionais. Os gestores são os profissionais da organização gestora de *PE/VC* que dirigem e possuem poder de decisão em pelo menos uma das seguintes etapas-chave: captação de recursos (*fundraising*), origem e seleção do fluxo de oportunidades de negócios (*deal flow*), negociação e estruturação de investimentos (*investment*), monitoramento e acompanhamento das empresas do portfólio (*monitoring*) e saída (*exit*) durante o ciclo de *PE/VC*.<sup>11</sup>

Os gestores, que podem ou não ser sócios das organizações gestoras, contam com uma equipe de apoio especializada, a qual atua sob suas orientações e engloba analistas, *controllers*, *trainees*/estagiários e secretárias, etc. A equipe de apoio não possui poder de decisão em nenhuma das etapas do ciclo de *PE/VC*. Existe, nesta indústria no Brasil, em média, menos de um profissional de apoio para cada gestor.<sup>12</sup>



Tabela 2.3 – Nível de Instrução dos Gestores e Sócios-Gestores

Grau de Escolaridade	2004		2008	
	%	% Acum.	%	% Acum.
PhD	3%	3%	4%	4%
Mestrado/MBA	55%	58%	57%	61%
Especialização	15%	73%	13%	74%
Superior Completo	25%	98%	26%	100%
Sem Ensino Superior	2%	100%	0%	100%
Total	100%	100%	100%	100%

Fonte: Ramalho e Furtado (2008)<sup>13</sup>

Na indústria brasileira de *PE/VC*, 52,4% dos gestores possuem Administração como área de atuação e conhecimento (formação acadêmica) e 36,4% apresentaram origem profissional no setor financeiro e auditoria<sup>14</sup>. Essa concentração reflete o fato de essa atividade exigir o domínio de diversos campos do conhecimento empresarial, tais como estratégia, marketing, gestão de recursos humanos, finanças, contabilidade e controladoria, etc.

### 2.3.1.2. Experiência dos Gestores

As experiências das gestões de *Private Equity* e *Venture Capital* são fundamentais para o sucesso dos investimentos de *PE/VC*. Os resultados históricos (*track record*) de uma organização gestora são um bom sinalizador sobre o potencial de retorno futuro para os investidores e o valor adicionado aos empreendimentos por ele investidos.

Os aspectos que influenciam o histórico de organizações gestoras também influenciam positivamente o sucesso de um determinado veículo de investimento. Do ponto de vista prático, esta conclusão implica que um veículo de investimento terá maior probabilidade de sucesso se a organização gestora tiver um histórico de desempenho bem sucedido. Dessa forma, um empreendedor deve também levar em consideração o histórico de resultados da organização gestora antes de aceitar uma proposta de aporte de capital, não focando apenas em termos financeiros e negociais da proposta.<sup>15</sup>

Para ilustrar a importância do histórico de resultados da organização gestora, podemos citar a filosofia de investimentos em *PE/VC* do *endowment* da Universidade de Yale, chefiado por David Swensen. Este investidor tem como filosofia aplicar seus recursos em organizações gestoras com histórico de resultados bem sucedidos e com times de profissionais com capacidade comprovada na criação de valor para o negócio e consequente alto retorno do capital aos investidores.<sup>16</sup>



### 2.3.1.3. Remuneração dos Gestores

O sistema de remuneração da organização gestora é composto de uma parte fixa, a taxa de administração (*management fee*), e de uma parte variável que depende do desempenho do veículo de investimento, a taxa de performance, mais conhecida na indústria de PE/VC como *carried interest* ou simplesmente '*carry*'. Ambas as taxas são estabelecidas para cada um dos veículos de investimento sob a responsabilidade da organização gestora.

Taxa de Administração	Receita das organizações gestoras para cobrir, basicamente, os custos fixos e outras despesas da administração e gestão do veículo de investimento. É normalmente cobrada sobre o capital comprometido pelos investidores que é administrado pela organização gestora, normalmente 2% ao ano, durante o período de investimento do veículo e, após este, sobre o capital efetivamente investido. A variação desta taxa, para mais ou menos, se desdobra de acordo com a tradição e porte de cada organização gestora, bem como o volume de recursos do próprio veículo de investimento.
Taxa de Performance	A taxa de performance tem como objetivo o alinhamento de interesses entre os gestores e os investidores do veículo. Na prática, distribuindo parte dos lucros para os gestores, os investidores esperam que eles busquem maximizar o valor das empresas em portfólio e consequente retorno dos seus investimentos. Parte dos ganhos de capital acima da Taxa Mínima de Atratividade ( <i>hurdle rate</i> ) exigido pelos investidores do veículo é destinada para a organização gestora. Normalmente essa participação dos gestores, nos retornos obtidos pelos investimentos, é de cerca de 20%, porém depende do regulamento do veículo.

### 2.3.2. Investidores-Anjo e Search Funds

Além dos investimentos tradicionais de PE/VC, também é importante os empreendedores conhecerem duas importantes modalidades para o financiamento de novos negócios, empresas nascentes e projetos empreendedores. Nestas, o empreendedor pode: (i) acessar pessoas com alto patrimônio (*high net worth individuals*), experiência e espírito empreendedor que podem estar dispostos a apoiá-lo em seu projeto; ou (ii) ser financiado por um grupo de indivíduos para identificar e adquirir um negócio em um setor onde tenha bastante conhecimento ou uma empresa que ele saiba que tem problemas de gestão e como eles podem ser sanados. São elas, respectivamente, o investimento anjo e a constituição de um *search fund*.

#### 2.3.2.1. Investidores-Anjo

Os investidores-anjo são, em geral, um grupo de indivíduos com significativo capital disponível, foram ou são executivos de alto escalão ou empreendedores de sucesso com larga experiência executiva, e muitas vezes já passaram eles próprios pelo processo completo de investimento e desinvestimento de



um veículo de *PE/VC*, e por esta razão podem ser uma excelente fonte de recursos para projetos nascentes, que ainda se encontram em uma fase do desenvolvimento onde pouco capital representa um alto impacto no seu amadurecimento. Estes profissionais utilizam-se de sua vivência e de suas competências para detectar negócios promissores no mercado que, com o acompanhamento correto, e muitas vezes com uma sequência de rodadas de financiamento, como a entrada posterior de um veículo de *PE/VC*, podem crescer rápida e substancialmente, gerando retornos elevados para os investidores. Estes anjos contribuem com capital, conhecimento e, acima de tudo, relacionamentos para a empresa investida.

Embora não sejam consideradas organizações gestoras, os investidores-anjo são um importante componente da cadeia de valor da indústria de *PE/VC*, constituindo o elo inicial para os investimentos em empresas no estágio de *Seed* e *Startup*. Nos Estados Unidos e Canadá, segundo dados de setembro de 2008 da ACA (*Angel Capital Association*), os 165 grupos de investidores-anjo, totalizando mais de 7.000 membros, investiram em aproximadamente 700 novas empresas por ano, na última década, e possuem atualmente um portfólio mais de 5.000 empresas de capital fechado. A Inglaterra é o país mais maduro da Europa em investimento-anjo e conta com 34 associações e mais de 5.000 investidores. Segundo dados da EBAN (*European Business Angel Network*), a Europa conta com 297 associações e mais 16.000 investidores-anjo.

Atualmente, existem quatro associações de investidores-anjo constituídas no Brasil: Bahia Anjos (BA), Floripa Angels (SC), Gávea Angels (RJ) – a mais antiga, criada em 2002 – e São Paulo Anjos (SP), totalizando 62 associados, 19 profissionais de apoio e um capital comprometido de US\$ 9 milhões estimado em Junho de 2008, conforme o Gráfico 2.1. Apesar de essas organizações se apresentarem como tal, cada um dos 62 associados em suas organizações decide individualmente se deseja entrar ou não em uma oportunidade de investimento após as análises e apresentações iniciais em grupo. Desta forma, quando da decisão do investimento, estes indivíduos participam diretamente no capital das empresas selecionadas. Não existe uma entidade investidora que represente toda a associação como é o caso das organizações gestoras de *PE/VC*.

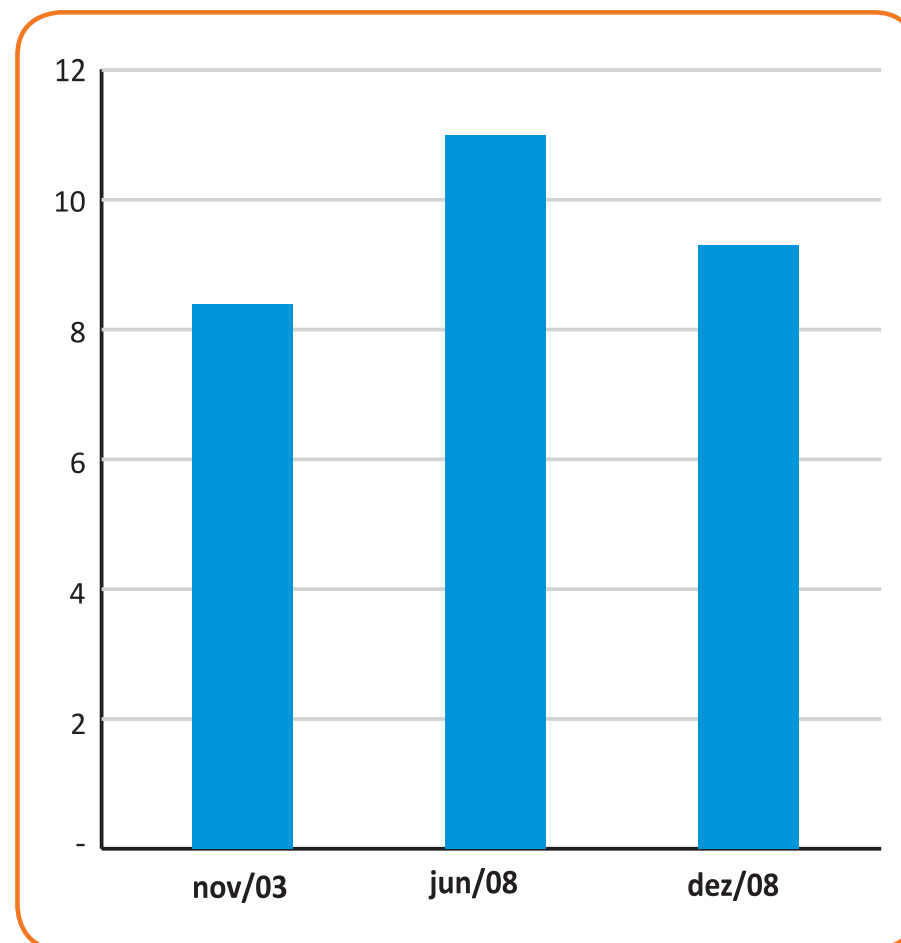


Gráfico 2.1 – Capital Comprometido nas Associações de Investidores-Anjos (Em US\$ milhões)<sup>17</sup>  
Fonte: Ramalho e Furtado (2008)



Algumas novas iniciativas estão surgindo no país no bojo de importantes políticas públicas para desenvolvimento de mais redes de investidores-anjo. A FINEP (Financiadora de Estudos e Projetos) e a ABDI vêm discutindo e desenvolvendo formas de apoio do Governo Federal no fomento dessa indústria no Brasil. O valor típico dos investimentos dos investidores-anjo no Brasil varia de US\$ 50mil a US\$ 500mil por empresa, podendo chegar a US\$ 1 milhão. Em Junho de 2008, apenas quatro empresas figuravam como investimentos de investidores-anjo ligadas a associações brasileiras.<sup>18</sup>

De acordo com Botelho (2005)<sup>19</sup>, o investidor-anjo pode desempenhar um importante papel transformando a cultura de negócios no Brasil ao assumir riscos calculados, ao dividir sua experiência com empreendedores que moldarão a trajetória empresarial do século XXI e, o mais importante, ao criar valor a partir do conhecimento.

O Desafio Brasil, competição de novos negócios criada e liderada pelo GVcepe (Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP), reuniu, desde 2006, cerca de 350 participantes que submeteram seus planos de negócio à apreciação de avaliadores. O objetivo do projeto é auxiliar o processo de desenvolvimento de empreendimentos com foco em tecnologia e inovação, para que, ao final do processo, os vencedores tenham condições de procurar financiamento no mercado com mais possibilidade de sucesso. Em sua edição de 2009, o Desafio Brasil inovou ao desenvolver parceria direta com as associações de investidores-anjo que, durante o processo de orientação, puderam avaliar criticamente os projetos em desenvolvimento para torná-los ainda mais adequados à obtenção de financiamento desta modalidade. A rede social do Desafio Brasil é uma rica fonte de informações sobre todo o processo de levantamento de recursos para um empreendedor, incluindo a construção de um plano de negócio em todas as suas etapas e, também, de como ocorre o contato dos empreendedores com possíveis investidores em suas empresas, as perguntas críticas que o empreendedor deve responder, as sessões de orientação (*mentoring*) dos investidores para a formatação dos negócios dos empreendedores, e exemplos de vídeos com todo esse conteúdo. Acesse o conteúdo em: <http://www.desafiobrasil2010.com/>

Quadro 2.1 – Investidores-anjo e o Desafio Brasil

Fonte: GVcepe

### 2.3.2.2. Search Fund

Um *search fund* (fundo de busca, em uma tradução literal) é uma modalidade de implantação de projetos empreendedores em que indivíduos (usualmente dois) obtêm o comprometimento de recursos para financiar um pequeno escritório, pesquisas e viagens e identificar oportunidades (eles se dedicam a busca ou *search*) e apresentar as selecionadas a um grupo de investidores que bancou este custo fixo inicial da busca e que investirá, caso aprovada, na oportunidade selecionada pelos gestores do *search fund*. Este capital inicial aportado pelos investidores que suportam o *search fund* não toma a forma de um veículo clássico de PE/VC, e muitas



vezes não chega nem a ser aportado mas sim comprometido através de acordo verbal ou de memorando de entendimentos, de forma que o investidor vai liberando recursos de maneira gradual e escalonada, à medida que o time de gestão busca as oportunidades.

Nos Estados Unidos, o *search fund* é em geral uma modalidade em que um recém graduado ou pós-graduado de escolas de negócios (MBA) levanta um capital mínimo com investidores apenas para cobrir os custos fixos, inclusive uma modesta remuneração, enquanto buscam uma companhia privada para aquisição com as características e do setor previamente acordado com o investidor. Aos investidores iniciais do *search fund* é garantido o direito de investir a termos atrativos na rodada seguinte de financiamento da aquisição do negócio. O ciclo de vida de um *search fund* inclui quatro estágios: captação de recursos (*fundraising*), procura e aquisição da oportunidade (*search*), operação do negócio (*operating*) e saída do investimento (*exit*). Todavia, os *search funds* são utilizados primeiramente para financiar o estágio de procura: identificação de um negócio, avaliação e negociação das aquisições (daí o nome de *search fund*). O capital deste veículo é tipicamente levantado junto aos investidores que contribuíram inicialmente, podendo estender a oportunidade a outros investidores, dependendo dos acordos entre as partes.

Os motivos para o sucesso desta modalidade de investimento são principalmente: (i) oferecer a profissionais relativamente inexperientes e com recursos limitados um caminho rápido para serem donos e gestores de pequenos negócios, sob orientação de um investidor mais experiente; (ii) gerar retornos financeiros significativos para um pequeno, mas crescente, número de investidores com experiência e capital para avaliar e investir, mas sem a energia necessária para conduzir o dia a dia da operação investida, a qual ficará a cargo dos jovens responsáveis pelo *search fund*.

Apesar dos benefícios citados, há poucos *search funds* levantados a cada ano. A razão para que isso ocorra é que os salários oferecidos por outros potenciais empregadores aos bons profissionais recém graduados ou pós-graduados são altos, principalmente quando é levado em conta o pacote de benefícios, e a motivação empreendedora deste jovem deve ser muito alta para não ceder à tentação destes atrativos pacotes fixos como funcionário de grandes empresas, bancos e consultorias.

Nos *search funds*, assim como na indústria de *PE/VC*, em geral, o maior retorno do projeto se dá no momento do desinvestimento.

## 2.4. O Ciclo de *PE/VC*

A partir de sua constituição, a organização gestora entra no ciclo da indústria de *PE/VC* que é composto por: captação de recursos (*fundraising*) para um primeiro fundo de *PE/VC*, originação e seleção do fluxo de oportunidades (*deal flow*), negociação e estruturação de investimentos (*investment*), monitoramento e acompanhamento das empresas do portfólio (*monitoring*) e saída (*exit*) dos investimentos realizados com recursos do fundo.

## 2.4.1. Captação de Recursos

A captação de recursos pela organização gestora é a primeira etapa do ciclo de investimento de PE/VC. Nessa etapa é necessário estruturar e constituir um veículo de investimento (fundo de PE/VC) que se adeque ao perfil dos investidores e definir a tese de investimento do veículo.

### 2.4.1.1. Os Investidores dos Fundos de PE/VC

Conforme vimos anteriormente, os investimentos em casos de fundos de PE/VC enquadram-se na categoria de ativos alternativos por suas características de longo prazo e de baixa liquidez em relação a outras modalidades de investimento, tais como ações negociadas em bolsa de valores e títulos do Tesouro Nacional. Isso acarreta, entre outras coisas, que os investimentos de PE/VC apresentem baixa correlação com outros ativos (ex. ações negociadas em bolsa de valores, títulos de renda fixa, ativos imobiliários, etc) permitindo uma gestão mais eficiente do portfólio total de ativos dos investidores, uma vez que quanto menor a correlação entre os ativos de um investidor, maior é a possibilidade de reduzir o risco total do portfólio deste investidor.<sup>20</sup> Uma vez que há um equilíbrio entre risco e retorno, que não permite aumentar o retorno indefinidamente sem incorrer em riscos crescentes, o investidor pode buscar o ponto mais eficiente da relação risco e retorno para seu perfil, atingindo assim a máxima eficiência na gestão de seu portfólio total<sup>21,22</sup>

Tabela 2.4 – Correlação de Retorno e Risco de Vários Ativos com PE/VC

	Caixa	Títulos de dívida dos EUA	Títulos de dívida internacionais (sem EUA)	Ações do mercado dos EUA	Ações de países desenvolvidos (sem EUA)	Ações de países emergentes	Private Equity e Venture Capital nos EUA
Caixa	1	0,27	-0,56	0,09	-0,25	-0,46	0,04
Títulos de dívida dos EUA	0,27	1	0,22	-0,42	-0,75	-0,94	-0,67
Títulos de dívida internacionais (sem EUA)	0,56	0,22	1	-0,01	0,19	-0,05	-0,18
Ações do mercado dos EUA	0,09	-0,42	0,01	1	0,8	0,36	0,7
Ações de países desenvolvidos (sem EUA)	-0,25	-0,75	0,19	0,8	1	0,72	0,67
Ações de países emergentes	-0,46	-0,94	-0,05	0,36	0,72	1	0,67
Private Equity e Venture Capital nos EUA	0,04	-0,67	-0,18	0,7	0,67	0,67	1

Fonte: Idzorek (2007)<sup>23</sup>



# Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

Existem diversos perfis de investidores de *PE/VC*, mas em comum todos possuem o horizonte de investimento de longo prazo uma vez que esses investimentos são ilíquidos. Abaixo os principais tipos de investidores de *PE/VC*.

Fundos de Pensão	Fundação ou sociedade civil, sem fins lucrativos, que arrecada contribuições de participantes e aplica estes recursos com o objetivo de proporcionar benefícios de aposentadoria e serviços de saúde a seus participantes e suas famílias no longo prazo.
Trusts e Endowments	Recursos de longo prazo de propriedade de instituições sem fins lucrativos, como universidades, hospitais e fundações; tais recursos são aplicados por profissionais qualificados, com o objetivo de obter retornos anuais capazes de custear as despesas operacionais anuais da instituição proprietária dos fundos, sem que o principal seja afetado, garantindo que a entidade detentora do fundo tenha perpetuidade.
Fund of Funds	Fundo de investimentos estruturado para investir em organizações gestoras de <i>private equity</i> , que por sua vez investem o capital diretamente nas empresas em portfólio. Desta forma, investidores não qualificados podem investir indiretamente em fundos que eles não têm acesso. O investimento em <i>Fund of Funds</i> possibilita a diluição do risco inerente ao <i>private equity</i> , pois o capital é alocado em uma variedade de fundos.
Empresas e Corporações	Aplicam recursos próprios em veículos de investimento de <i>PE/VC</i> com o objetivo de obter retorno financeiro e retorno de caráter estratégico, por exemplo, fomentar o mercado consumidor de seus próprios produtos ou o desenvolvimento de novas tecnologias relacionadas aos produtos da corporação.
Bancos e Seguradoras	Costumam ter um grande volume de recursos em carteira própria ou reservas técnicas disponíveis e aplicam parte de seus recursos em investimentos de longo prazo, como fundos em veículos de <i>PE/VC</i> para obter retornos de longo prazo congruentes com a duração de seus passivos.
Agências de Fomento	Instituições financeiras sem caráter bancário que têm suas atividades regulamentadas pelo Banco Central. Estas agências exercem papel desenvolvimentista por meio de financiamento de projetos, concessão de créditos e aquisição, direta ou indireta, inclusive por meio de veículos de investimento de participação em empresas que estejam de acordo com seu objeto social.
Family Offices	Escritórios que administram fortunas familiares, normalmente acima de US\$100 milhões. Parte dos recursos são alocados em <i>alternative assets</i> , como, por exemplo, fundos de <i>PE/VC</i> .
Instituições Multilaterais	Instituições que trabalham na coordenação de políticas financeiras entre países, como por exemplo o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID)/ Fundo Multilateral de Investimento (FUMIN), e que exercem papel desenvolvimentista semelhante ao das agências de fomento, porém a partir de uma perspectiva internacional.

## 2.4.1.2. Veículos de Investimentos

Um veículo de investimento é uma estrutura legal (no Brasil, um condomínio) na qual os investidores aplicam seu capital para que as organizações gestoras realizem os investimentos nas empresas. Existem variações das estruturas tradicionais de *PE/VC* e em alguns casos os veículos de investimento não possuem comprometimento de capital definido. Em outros, os próprios investidores atuam como organizações gestoras e administram recursos próprios, seja por meio de investimentos diretos ou utilizando empresas de participações (*holdings*).

### 2.4.1.2.1. Estrutura Legal

#### a) Modelo Norte-Americano

Nos Estados Unidos, o principal modelo de constituição dos veículos de investimentos é a denominada *Limited Partnership*. Nessa estrutura legal, as organizações gestoras são definidas *General Partners* (GPs), enquanto os investidores são conhecidos como *Limited Partners* (LPs).

No *Limited Partnership*, do ponto de vista legal, a principal diferença entre GPs e LPs é a responsabilidade pelo passivo (a exposição máxima de capital) em determinado negócio. As organizações gestoras operam sob *unlimited liability*, ou seja, estas possuem responsabilidade ilimitada (respondem financeiramente por um valor que pode exceder o capital comprometido por eles) em eventual passivo do veículo de investimento, tendo em vista que são responsáveis legais pelo negócio. Esta condição dos GPs é próxima à do empreendedor e demais acionistas da empresa, que em caso de falência, ainda deve, por exemplo, salários, tributos e outros passivos. Os investidores, por outro lado, têm responsabilidade limitada (*limited liability*), o que quer dizer que suas perdas estão limitadas ao capital aportado no veículo de investimento.

A consequência da diferença entre a responsabilidade jurídica das partes são os papéis que estes desempenham na gestão do portfólio de empresas investidas pelo veículo. Os GPs participam ativamente da gestão das empresas da carteira do fundo portfólio, monitorando continuamente suas práticas de gestão e implementando as políticas necessárias para otimização da administração. Os LPs, por outro lado, têm sua intervenção na gestão do veículo de investimento restrita, podendo participar somente de conselho consultivo (*advisory board*), porém não têm poder de decisão sobre os investimentos e desinvestimentos do veículo. Embora seja praticamente inexistente a participação de LPs nos comitês de investimento do veículo.

Em termos fiscais, a *Limited Partnership* tem algumas peculiaridades. A receita obtida pelo veículo de investimento não é tributada imediatamente, sendo que o imposto é cobrado dos cotistas apenas no momento do resgate das cotas. Ademais, há a possibilidade da distribuição de ações/debêntures das empresas sem pagamento de impostos, sendo somente pagos quando os títulos são comercializados. Há uma condição que deve ser atendida para que essa estrutura possa ser validada, de acordo com a qual os GPs e LPs não podem ser destituídos do acordo/regulamento do fundo (*limited partnership agreement*), salvo violação dos termos da mesma previstos no regulamento. Este tratamento tributário busca favorecer investimentos de longo prazo e estimular o investimento/capitalização em empresas emergentes.



## b) Modelo Brasileiro

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é a entidade responsável por tomar medidas reguladoras dos veículos de investimentos locais de *PE/VC*, os quais baseiam-se em duas regulamentações principais: (i) Instrução CVM 209 de 2004 (instituindo os Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes – FMIEE); e (ii) Instrução CVM 391 de 2003 (instituindo os FIP – Fundos de Investimentos em Participações).

Estas instruções buscam aproximar-se do modelo norte-americano das *Limited Partnerships*, porém estão sujeitas ao ambiente legal e regulatório brasileiro e, por consequência, possuem notáveis diferenças daquela que inspirou suas criações. Os veículos de investimentos constituídos nesse modelo regulatório da CVM possuem como a vantagem a possibilidade de receberem investimentos estrangeiros sem que sejam de capital aberto, tributação diferenciada aos seus cotistas, duração limitada, processo simplificado de liquidação financeira dos investimentos e, no caso de reinvestimento, os impostos são postergados. Uma possível diferença desse modelo em comparação com o norte-americano é a obrigatoriedade de maior transparência na gestão, o que é muitas vezes indesejável, como por exemplo, o fornecimento de informações consideradas estratégicas das companhias investidas pela organização gestora.<sup>24</sup>

Adicionalmente aos veículos de investimento regulados pela CVM, a indústria também conta com as empresas de participações (holdings) e investimentos diretos e, neste último caso, inexiste a segregação clássica entre o investidor do veículo de investimento e a organização gestora.

As *holdings* foram o veículo de investimento de *PE/VC* predominante no Brasil até 1994. As *holdings* podem oferecer poderes de gestão, elegendo administradores e participando dos órgãos de governança das empresas investidas. A peculiaridade deste investimento é que os investidores de *PE/VC* são legalmente tratados como acionistas, sendo, portanto, submetidos às leis de investidores de sociedades anônimas. Este veículo apresenta algumas deficiências frente aos regulados pela CVM (Instruções 209, 391 e 409), como o fato dos investidores pagarem a mesma alíquota sobre ganhos de capital que a empresa, não ter duração limitada e só poder receber investimentos estrangeiros em caso de a empresa ser de capital aberto.

### 2.4.1.2.2. Tese de Investimento

A tese de investimento de um veículo expressa de forma clara e sucinta o âmbito das oportunidades de investimentos a serem identificadas pelo time gestor do veículo; a tese é a razão de ser do veículo de investimento e é utilizada sobretudo na apresentação do veículo de investimento a potenciais investidores, para que estes assimilem a natureza dos investimentos a serem realizados com seus recursos.

Exemplos de teses de investimento:

- Veículo de *Private Equity* Consolidação de empresas do setor de lazer e entretenimento para atender uma população urbana crescente e com maior poder aquisitivo;
- Veículo de *Venture Capital* Inovação biotecnológica para aumento de produtividade de *commodities* agrícolas de forma a complementar as vantagens competitivas brasileiras e sustentar a liderança de empresas brasileiras no mercado mundial.

## 2.4.1.2.3. Tamanho do Veículo de Investimento

Independente da tese de investimento e seu foco em *Private Equity* ou em *Venture Capital*, os veículos de investimento procuram diversificar o risco de sua carteira por meio de investimentos em diversas empresas. Considerando-se que em geral, conforme vimos anteriormente, os aportes de *Private Equity* são realizados em empresas mais maduras e de maior porte do que os de *Venture Capital*, é natural que veículos de *Private Equity* tenham mais recursos do que aqueles de *Venture Capital*. As tabelas apresentadas abaixo resumem a dimensão do capital comprometido para os segmentos de *PE/VC* no Brasil de acordo com informações divulgadas pelas próprias organizações gestoras em pesquisa realizada pelo GVcepe:

Tabela 2.5 – Private Equity: 10 Maiores Volumes de Capital Comprometido Alocado ao Brasil em 30/06/2008 (Valores em US\$ Milhões)

Organização Gestora *	País de Origem **	Data de Início das Atividades no Brasil	Capital Com- prometido Alo- cado ao Brasil ***	Equipe	Número de Veículos	Empresas no Portfólio
GP Investments	Bermudas	1993	2.738	57	6	15
Angra Partners	Brasil	2004	1.985	21	2	4
UBS Pactual	Brasil	2001	1.736	25	4	10
Advent International	Estados Unidos	1997	1.520	18	3	6
Pátria Investimentos	Brasil	1994	1.305	38	3	6
AIG Private Equity	Estados Unidos	2000	930	9	4	4
Banif Private Equity	Portugal	2006	602	14	2	0
NSG Capital	Brasil	2007	391	14	2	1
<b>TOTAL</b>			<b>11.207</b>	<b>196</b>	<b>26</b>	<b>46</b>

OBS: Actis LLP e Merrill Lynch Global Private Equity: capital comprometido não divulgado por solicitação da organização gestora.

Fonte: Ramalho e Furtado (2008)



# Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

Tabela 2.6 – Balanced (PE/VC, Mezanino e/ou PIPE): 10 Maiores Volumes de Capital Comprometido Alocado ao Brasil em 30/06/2008 (Valores em US\$ Milhões)

Organização Gestora *	País de Origem **	Data de Início das Atividades no Brasil	Capital Com- prometido Alo- cado ao Brasil ***	Equipe	Número de Veículos	Empresas no Portfólio
Gávea Investimentos	Brasil	2006	1.062	28	2	18
Autonomy	Inglaterra	2006	1.000	8	1	7
Prosperitas	Brasil	2006	934	25	3	15
Santander	Espanha	1999	566	6	1	5
BNDESPAR	Brasil	1988	482	54	1	40
BRZ Investimentos	Brasil	2003	448	9	3	7
Dynamo	Brasil	1999	421	10	4	3
AG Angra	Brasil	2006	420	12	1	2
TOTAL			5.333	152	16	97

OBS: General Atlantic: capital comprometido não divulgado por solicitação da organização gestora.  
Fonte: Ramalho e Furtado (2008)

Os aportes de capital em empresas emergentes realizados por veículos de *Venture Capital* representam um valor investido por empresa menor do que os aportes típicos de *Private Equity*. Por outro lado, em razão do risco elevado dos aportes em empresas emergentes, veículos de *Venture Capital* têm um maior número de empresas em seu portfólio a fim de diversificar seus riscos.

Tabela 2.7 – Venture Capital: 10 Maiores Volumes de Capital Comprometido Alocado ao Brasil em 30/06/2008 (Valores em US\$ Milhões)

Organização Gestora *	País de Origem **	Data de Início das Atividades no Brasil	Capital Com- prometido Alo- cado ao Brasil ***	Equipe	Número de Veículos	Empresas no Portfólio
VNN	Brasil	2000	300	19	1	8
FIR Capital Partners	Brasil	1999	106	32	5	18
DGF Investimentos	Brasil	2001	74	18	3	9
JB Partners	Brasil	2003	68	18	2	5
Franchising Ventures	Brasil	2007	60	7	1	9
Intel Capital	Estados Unidos	1999	50	7	2	8
CRP	Brasil	1981	41	16	3	15
Marambaia Capital	Brasil	2002	40	9	1	5
Axial Participações	Brasil	2000	35	4	1	5
Centerless	Brasil	2002	25	8	1	6
TOTAL			779	138	20	88

Fonte: Ramalho e Furtado (2008)

# Características Gerais da Indústria e Aspectos da Captação de Recursos

Tabela 2.8 – Venture Capital Seed (Fundos de Capital Semente): 10 Maiores Volumes de Capital Comprometido Alocado ao Brasil em 30/06/2008 (Valores em US\$ Milhões)

Organização Gestora *	País de Origem **	Data de Início das Atividades no Brasil	Capital Com-prometido Alo-cado ao Brasil ***	Equipe	Número de Veículos	Empresas no Portfólio
Antera	Brasil	2005	60	17	1	5
Invest Tech	Brasil	2003	35	11	2	3
DLM Confrapar	Brasil	2007	12	10	1	0
Ace Venture Capital	Brasil	2005	10	7	1	1
Emerging Capital	Brasil	2007	10	4	2	3
GC   Capital	Brasil	2007	10	4	1	5
Estufa Investimentos	Brasil	2006	7	5	1	0
Econergy Brasil	Estados Unidos	2001	5	8	1	3
TOTAL			149	56	10	20

OBS: Mifactory e Monashees Capital: capital comprometido não divulgado por solicitação da organização gestora.  
Fonte: Ramalho e Furtado (2008)

## Exercícios de Verificação de Leitura

- Quais são os componentes básicos da indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* e como eles se relacionam (o que cada elemento deve a cada um)?
- A frase “(...) tem entre 35 e 55 anos, é ou foi executivo do alto escalão de uma grande multinacional ou dono de um empreendimento lucrativo e de sucesso, tem tempo e dinheiro para fazer um investimento de longo prazo e gosta de se arriscar (...)”, retirada da revista *GazetaInveste* (Ano IV Nº 5 - Dezembro 2008), refere-se a que tipo de financiamento:  
  - ☐ *Buyout*
  - ☐ *Venture Capital*
  - ☐ Fundos de pensão
  - ☐ Investimento-Anjo
  - ☐ Mezanino
- Quais são as diferenças entre investidores-anjo e organizações gestoras de *PE/VC*?
- Exponha o ciclo de *PE/VC*. Explique, de maneira detalhada, a primeira etapa deste ciclo.
- Quais são as diferenças entre o modelo tradicional americano e o modelo brasileiro no que diz respeito à constituição dos veículos de investimentos?



## REFERÊNCIAS

- <sup>1</sup> A substituição do termo capital de risco por capital empreendedor no Brasil apesar de uma mudança aparentemente simples reflete uma profunda mudança cultural e absolutamente necessária ao desenvolvimento desta atividade. O Japão é talvez um dos exemplos mais claros de uma cultura que tende a julgar os fracassos de maneira extrema e até considerar um estigma pessoal, o que dificulta o florescimento de empreendedores. O empreendedor precisa enxergar o fracasso como uma oportunidade de aprendizado pessoal e crescimento, pois muitos negócios de sucesso passaram por fracassos antes de atingirem o seu formato final.
- <sup>2</sup> FERRARY, Michel e GRANOVETTER, Mark. 2009. “*The Role of Venture Capital Firms in Silicon Valley’s Complex Innovation Network*”. *Economy and Society*, v.38, n.2, pág. 326 a 359.
- <sup>3</sup> FERRARY, Michel e GRANOVETTER, Mark. 2009. “*The Role of Venture Capital Firms in Silicon Valley’s Complex Innovation Network*”. *Economy and Society*, v.38, n.2, pág. 326 a 359.
- <sup>4</sup> Informações retiradas do site institucional do MDIC <[www.mdic.gov.br](http://www.mdic.gov.br)>
- <sup>5</sup> Informações retiradas do site institucional da ABDI <[www.abdi.com.br](http://www.abdi.com.br)>
- <sup>6</sup> Informações retiradas do site institucional da ANPROTEC <[www.anprotec.org.br](http://www.anprotec.org.br)>
- <sup>7</sup> Informações retiradas do site institucional da Apex-Brasil <[www.apexbrasil.com.br](http://www.apexbrasil.com.br)>
- <sup>8</sup> Informações retiradas do site institucional do SEBRAE <[www.sebrae.com.br](http://www.sebrae.com.br)>
- <sup>9</sup> Agradecemos as contribuições do Sr. Américo Vitor Ciccarelli do SEBRAE
- <sup>10</sup> Site institucional da Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* <[www.abvcap.com.br](http://www.abvcap.com.br)>
- <sup>11</sup> RAMALHO, Caio e FURTADO, Cláudio. 2008. “*Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital – Dezembro 2008*”. GVCEPE (Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da FGV-EAESP).
- <sup>12</sup> DE CARVALHO, A. Gledson; RIBEIRO, Leonardo e FURTADO, Claudio. 2006. “*A Indústria de PE/VC – Primeiro Censo Brasileiro*”. Editora Saraiva.
- <sup>13</sup> RAMALHO, Caio e FURTADO, Cláudio. 2008. “*Panorama da Indústria Brasileira de PE/VC – Dezembro 2008*”. GVCEPE – Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da FGV-EAESP. Pág. 21.
- <sup>14</sup> DE CARVALHO, A. Gledson; RIBEIRO, Leonardo e FURTADO, Claudio. 2006. “*A Indústria de PE/VC – Primeiro Censo Brasileiro*”. Editora Saraiva.
- <sup>15</sup> SIQUEIRA, Eduardo e DE CARVALHO, A. Gledson. 2008. “Determinantes do Desempenho dos Veículos de Investimento em PE/VC: Evidências do Caso Brasileiro.” Em: VIII Encontro Brasileiro de Finanças. Rio de Janeiro.
- <sup>16</sup> LERNER, Josh. “*Yale University Investments Office: June 2003*”. Harvard Business School.
- <sup>17</sup> Estimativa das associações de investidores-anjos, pois não há um comprometimento formal de capital por parte dos associados.
- <sup>18</sup> Associações de investidores-anjo: Bahia Angels ([www.bahiaangels.com](http://www.bahiaangels.com)); Floripa Angels ([www.floripaangels.org](http://www.floripaangels.org)); Gávea Angels ([www.gaveaangels.org.br](http://www.gaveaangels.org.br)); São Paulo Anjos ([www.saopauloanjos.com.br](http://www.saopauloanjos.com.br)).
- <sup>19</sup> BOTELHO, Antonio Jose Junqueira. Brazil: An Overview of the Investment and Business Environment. In: O’HALLORAN, Elizabeth; RODRIGUEZ, Peter; VERGARA, Felipe. *Angel Investing in Latin America*. Estados Unidos: Darden Business Publishing, University of Virginia, 2005. Cap. 4, pp. 29-36.
- <sup>20</sup> FURTADO, Claudio e LOPES, Alexandro. 2006. “*Private Equity na Carteira de Investimentos das Entidades de Previdência Privada*”. *Revista Contabilidade & Finanças*, pág. 108 a 126.
- <sup>21</sup> MARKOWITZ, Henry. 1952. “*Portfolio Selection*”. *The Journal of Finance*, v.7, n.1, pág. 77 a 91.
- <sup>22</sup> MARKOWITZ, Henry. 1959. “*Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*”. New York: John Wiley & Sons.
- <sup>23</sup> IDZOREK, Tim. 2007. “*Private Equity and Strategic Asset Allocation*”. I.B Botson Associates.
- <sup>24</sup> DE CARVALHO, A. Gledson; RIBEIRO, Leonardo e FURTADO, Claudio. 2006. “*A Indústria de Private Equity e Venture Capital – Primeiro Censo Brasileiro*”. Editora Saraiva.



# Capítulo 3

## Perfil dos Negócios em *Private Equity e Venture Capital*

Autores: Ariel Almeida, Bruno Villena, Caio Ramalho, Filipe Mattos, João Victor de Souza, Paula Nagle dos Reis, Paulo de Rezende e Rodrigo Lara







### 3.1. Introdução

Dando prosseguimento aos entendimentos sobre veículos de investimentos vistos anteriormente, este capítulo apresenta os estágios e modalidades dos investimentos de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC), bem como se relacionam com o fluxo de oportunidades (*deal flow*) e os negócios na indústria.

### 3.2. Estágios e Modalidades

Os estágios dos investimentos de PE/VC podem ser divididos conforme apresentado abaixo:

- a) *Seed*: Empresa em fase de concepção, pré-incubação ou incubação. Investimento inicial em pesquisa de produto/serviço ou teste de conceito (*proof of concept*). Investimentos normalmente realizados por organizações gestoras e instituições especializadas em capital semente, investidores-anjos, etc;
- b) *Start-up*: Conceito do produto já testado. O investimento é usado para continuar o desenvolvimento e teste do produto/serviço e iniciar o esforço de marketing. O produto/serviço ainda não está colocado comercialmente no mercado. Investimentos normalmente realizados por organizações gestoras e instituições especializadas em capital semente, investidores-anjos, etc.
- c) *Venture Capital – Early Stage*: Produto/serviço já desenvolvido (*beta test* já completo e aprovado). O investimento é usado para o início da comercialização e a empresa já se encontra em fase operacional, embora ainda não tenha atingido o ponto de equilíbrio (*break-even*). Nesta fase, normalmente, realiza-se o primeiro investimento “clássico” de *Venture Capital* propriamente dito (*first stage* ou *first round financing*);
- d) *Venture Capital – Later Stage*: A empresa já atingiu a fase de comercialização plena do produto e a sua rápida expansão requer mais recursos do que possa ser suportada pela geração interna de caixa para ampliar a comercialização, melhorar o produto, aumentar a capacidade produtiva, etc. A empresa pode ou não ter atingido o ponto de equilíbrio. Nesta fase, no modelo “clássico”, normalmente novos investimentos de *Venture Capital* são esperados na empresa (*second* e *third rounds financing*);
- e) *Private Equity – Growth*: Investimento em uma empresa relativamente madura, utilizado para expandir ou reestruturar as operações, entrar em novos mercados ou financiar aquisições.;
- f) *Private Equity – Later Stage*: Investimento usado para re-estruturação de companhias em estágios avançados de desenvolvimento. Pode ou não incluir aquisição de controle.
- g) *Distressed*: Investimento em uma empresa em grande dificuldade financeira ou situação pré-falimentar, e pode ocorrer em qualquer estágio de vida da empresa ou projeto (de *Seed* até *Private Equity Later Stage*).



# Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

Como já visto anteriormente, o *PE/VC* é uma modalidade de investimento. Entretanto, é importante notar que existem outras modalidades que se assemelham ao *PE/VC* por sua natureza, e dessa forma podem ser incluídos nessa categoria:

- a) *Mezanino*: Investimentos em empresas com potencial de alta geração estável de caixa por meio de dívidas subordinadas, instrumentos híbridos de financiamento, incluindo debêntures conversíveis de várias modalidades e direitos de subscrição. Os investimentos de mezanino possuem a característica de serem instrumentos de dívida a qual é total ou parcialmente conversível em ações.
- b) *Private Investment in Public Equity*<sup>1</sup> (*PIPE*): Aquisição de capital acionário relevante (mínimo de 20%) de empresas já listadas em bolsa, que possuem baixa liquidez e nas quais a organização gestora obrigatoriamente participe do Conselho de Administração e atue ativamente na gestão estratégica (ex. Monitoramento e Governança Corporativa).
- c) *Greenfield* - Investimento em uma nova planta em área com pouca ou nenhuma estrutura física e/ou instalações pré-existentes. Normalmente relacionado com investimentos imobiliários, florestais e em infraestrutura.

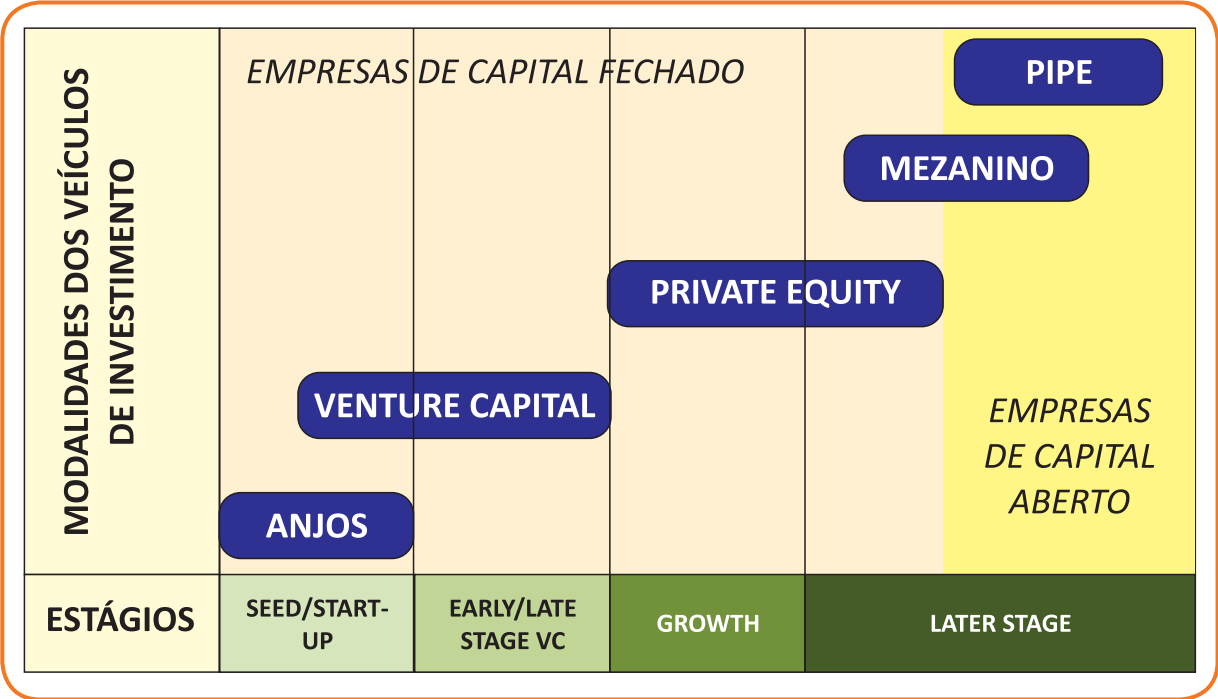


Figura 3.1 – Estágios e Modalidades dos Investimentos de *PE/VC*  
Fonte: Adaptado pelos autores de Ramalho e Furtado (2008)

A especialização por estágios do desenvolvimento das empresas investidas permite maximizar a aplicação das competências do time gestor, pois há diferenças significativas entre a gestão de uma empresa de grande porte e uma empresa emergente. Entretanto, o mercado brasileiro de *PE/VC* ainda não é tão segmentado por especialização das organizações gestoras ou veículos de investimento quanto mercados



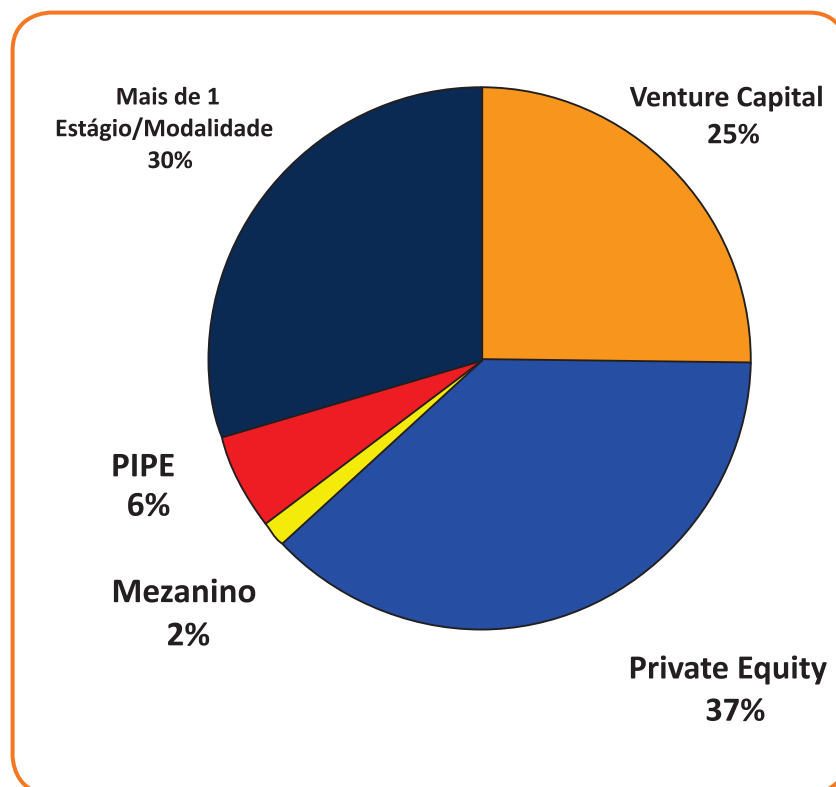


Gráfico 3.1 – Distribuição dos Veículos por Estágio/Modalidade no Brasil  
Fonte: Ramalho e Furtado (2008)

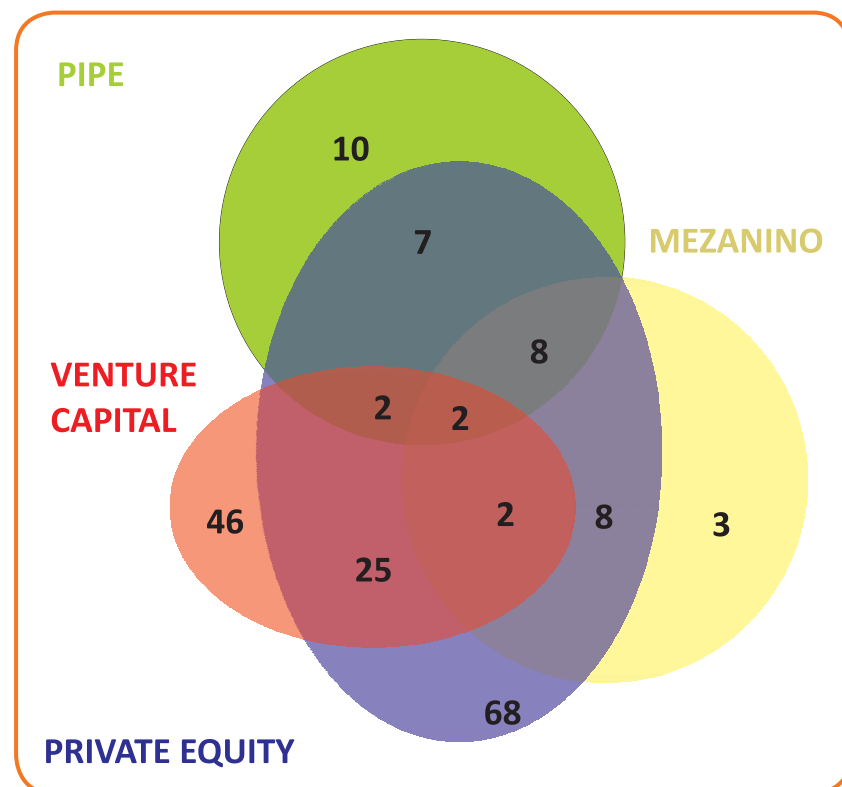


Gráfico 3.2 – Diagrama de Venn dos Veículos por Estágio/Modalidade no Brasil  
Fonte: Ramalho e Furtado (2008)

Da mesma forma, ao especializar-se em um determinado setor ou estágio de vida das empresas para realizar seus investimentos, uma organização gestora beneficia-se da economia de escopo e da curva de experiência dos profissionais gestores, ambos que se desenvolverão ao longo dos anos de existência do veículo e se acumulam com o tempo agregando ao histórico da gestora. No primeiro caso, por exemplo, a organização gestora pode se planejar para adquirir matérias-primas para diferentes empresas do portfólio a fim de obter maior poder de barganha, compartilhar capacidade de produção, reduzir custos de produção e de distribuição, entre outros. Desta forma, empresas do mesmo setor que compõem o mesmo portfólio de investimento e trabalham de forma cooperativa beneficiam-se de ganho de escala que transcende a empresa individual e engloba todo o portfólio. Com relação à curva de experiência, os ganhos obtidos no desenvolvimento de competências específicas do time da organização gestora permitem definir estratégias e mitigar riscos para atingir os objetivos em um menor período de tempo.

Conforme mostra a Figura 3.2, no Brasil, além de existirem diversos veículos de investimento sem especialização por estágios/modalidades, quase a metade não possui foco setorial definido, isto é, adotam uma abordagem oportunista (sem foco setorial previamente definido). Em países onde a indústria de PE/VC é mais madura, nota-se não apenas uma maior especialização por estágio/modalidade e/ou por setores dos veículos de investimento, mas também das próprias organizações gestoras.



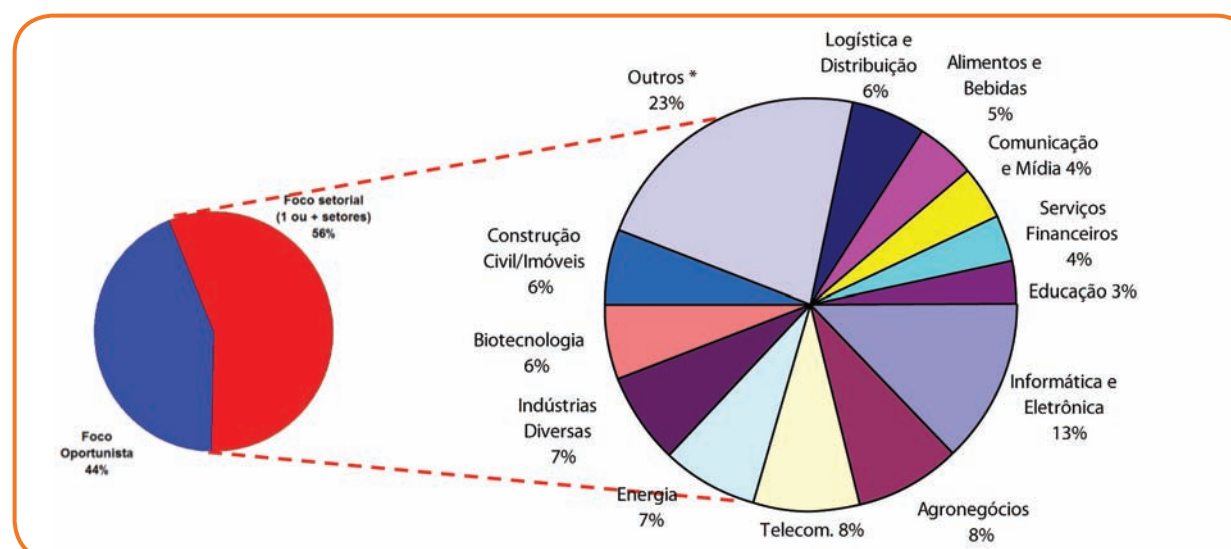


Figura 3.2 – Estágios e Modalidades dos Investimentos de PE/VC

Fonte: Ramalho e Furtado (2008)

### 3.3. Perfil das Empresas Investidas por PE/VC

As organizações gestoras de PE/VC financiam negócios inovadores de alto-risco, porém com alto potencial de retorno. Tipicamente os investimentos são feitos em empresas com grande potencial de crescimento que necessitam de capital para desenvolvimento de novas tecnologias, investimentos em pesquisa e desenvolvimento (P&D), expansão, consolidação e aquisição de novos negócios. Estas empresas normalmente apresentam características que as tornam investimentos de alto risco: baixo nível de ativos tangíveis, perspectiva de vários anos de fluxo de caixa negativo e a incerteza sobre a capacidade de obter empréstimos bancários ou outros tipos de financiamento.

O elevado retorno e crescimento esperados são necessários para justificar os custos elevados envolvidos na estruturação, negociação e monitoramento do investimento, bem como a baixa liquidez e risco associados ao investimento em empresas de capital fechado ou de baixa capitalização em bolsa de valores.

#### 3.3.1. Risco e Retorno

Seguindo o pensamento clássico da teoria financeira, a regra de decisão, para que um investidor efetue um investimento, é que nenhum investimento deve ser feito a não ser que a taxa esperada de retorno seja alta o suficiente para compensar o investidor pelo custo de oportunidade, o risco do investimento e o prêmio de liquidez. Uma importante comparação para se entender melhor a relação risco/retorno é a da Taxa Mínima de Atratividade (TMA) com a Taxa Interna de Retorno (TIR), levando em conta o conceito de Valor Presente Líquido (VPL). Estes conceitos serão explicados a seguir.



- TMA – Representa o mínimo que um investidor se propõe a ganhar quando faz um investimento. A TMA possui três componentes básicos, que são: custo de oportunidade (remuneração que o investidor teria pelo capital investido caso rejeitasse o projeto em questão e aplicasse o dinheiro em outro ativo de risco semelhante ao investimento proposto); o risco do negócio; e a liquidez do negócio (facilidade ou velocidade com que se consegue transformar o ativo em dinheiro).
- TIR – Taxa de retorno necessária para o VPL do investimento ser igual a zero, ou seja, encontrar a TIR de um investimento é encontrar a taxa de juros que permite igualar todo o fluxo de receitas e despesas descontadas para a data 0. O método da Taxa Interna de Retorno é aquele que nos permite encontrar a remuneração do investimento em termos percentuais. Encontrar a TIR é o mesmo que encontrar sua potência máxima, o percentual exato de remuneração que o investimento oferece.
- VPL – O método de cálculo do VPL é extremamente eficiente, pois traz para a data de hoje (descontado pela taxa retorno mínimo esperado) o valor de projeções futuras de caixa de determinado projeto. A partir do momento que se possui o valor na data presente das projeções é possível comparar essa soma de valores com o montante investido. Caso o montante investido seja superior à soma dos valores presentes das projeções, o projeto não é viável (ou em linguagem financeira, o VPL do projeto é menor do que zero)

A partir da análise comparativa dos três referidos cálculos, podemos concluir que os investimentos considerados interessantes são os que possuem VPL positivo ou nulo, sendo que quanto mais positivo for o VPL, mais interessante é para o investidor. Ao comparar a TIR com a TMA, observa-se que se a TIR for maior ou igual à TMA, o investimento deve ser aceito. No caso específico de PE/VC, nos Estados Unidos, têm-se as seguintes TMAs ilustradas na Tabela 3.1. abaixo:

Tabela 3.1 – Taxas Mínimas de Atratividade na Indústria de Private Equity e Venture Capital

ESTÁGIO DO INVESTIMENTO	TAXA MÍNIMA DE ATRATIVIDADE
Start-up (idea stage)	50% - 70%
First stage (new business)	40% - 60%
Second stage (development)	30% - 50%
Third stage (expansion)	25% - 40%
IPO	15%

Fonte: Adaptado e atualizado pelos autores de Plummer (1987)<sup>2</sup>

Com o objetivo de gerenciar de forma mais eficiente o risco de seus investimentos e proteger o valor de sua participação no capital das empresas investidas, as organizações gestoras de PE/VC executam diligência técnica criteriosa antes de realizar seus investimentos, podendo realizar estes em fases (rodadas de financiamento) e mantêm monitoramento cuidadoso após a realização do investimento. A existência deste



sistema de monitoramento e investimento em fases (*staged investment*) advém da necessidade de redução dos riscos incorridos pela organização gestora, entre eles os problemas de agência.

Os problemas de agência existem por causa das divergências de interesse entre o principal (organização gestora) e o agente (empreendedor). Embora seja praticamente impossível para ambos, a custo zero, garantir que o agente (empreendedor) tomará ótimas decisões do ponto de vista do principal (organização gestora), em diversas situações, o principal (organização gestora) procurará evitar, por meio de instrumentos contratuais e operacionais, ser prejudicado por certas atitudes do agente (empreendedor), bem como para garantir que seja compensado se o agente (empreendedor) tomar tais atitudes. Dessa forma, os custos decorrentes dos problemas de agência são denominados custos de agência.

Quadro 3.1 – Problemas de Agência

Fonte: GVcepe

Como forma de reduzir riscos do empreendimento e os custos de agência, os investimentos de *PE/VC* são divididos em fases. Para as organizações gestoras essa divisão é uma excelente opção de controle sobre o investimento, pois as perspectivas da empresa são reavaliadas periodicamente levando a um panorama que permite a avaliação da saúde da empresa. Com este diagnóstico, a organização gestora pode decidir como será a diretriz do investimento e tomar a decisão de investimento adicional, estruturação do investimento, o montante a ser investido, o abandono do projeto, etc. Além disso, essa divisão em estágios reduz potenciais perdas, pois em cada período a organização gestora reavalia se pretende continuar investindo no negócio em função do desempenho passado e expectativas futuras. O quadro abaixo demonstra os retornos de *PE/VC* segundo a NVCA:

Tabela 3.2 – Retornos da Indústria de Venture Capital nos Estados Unidos<sup>3</sup>

Tipo de Ativo	1 Ano	3 Anos	5 Anos	10 Anos	20 Anos
Early/Seed VC	11,7	4,7	4,3	35,5	20,9
Balanceado	24,2	13,7	12,3	15,7	14,6
Later Stage	31,9	11,7	10,4	9,1	14,3
Total Venture Capital	19,5	9,4	8,5	18,3	16,7
NASDAQ	7,6	6,6	14,5	5,3	10,9
S&P 500	2,1	6,4	10,6	4,2	9,3
Total Venture Capital (até 30/9/2007)	28,4	11,0	7,0	17,9	16,5
Total Venture Capital (até 31/12/2006)	17,8	9,8	1,4	20,5	16,6

Fonte: Thomson Reuters/National Venture Capital Association<sup>4</sup>



## 3.4. Perfil dos Negócios em PE/VC

Como visto, os investimentos de *PE/VC* apresentam alto risco agregado, especialmente no caso de investimento em empresas emergentes, pois quanto mais incipiente o desenvolvimento da empresa, em geral, maior o risco de o investimento não ser bem sucedido. Esta característica de alto risco/alto retorno dos investimentos em empresas emergentes é mostrada no Gráfico 3.3 que apresenta a distribuição de retornos em *PE/VC*. Note que é de 30% a probabilidade de perda total do investimento inicial, ou seja, zero vezes o capital inicialmente investido. Por outro lado obter-se um resultado igual ou superior a 10 vezes o capital investido é de aproximadamente 10%. Portanto, considerando 100 investimentos típicos de *venture capital* 4 anos após a sua primeira rodada de financiamento, na média, três em cada dez empresas investidas resultam em perda total, enquanto um resulta em ganhos extraordinários, nos Estados Unidos.

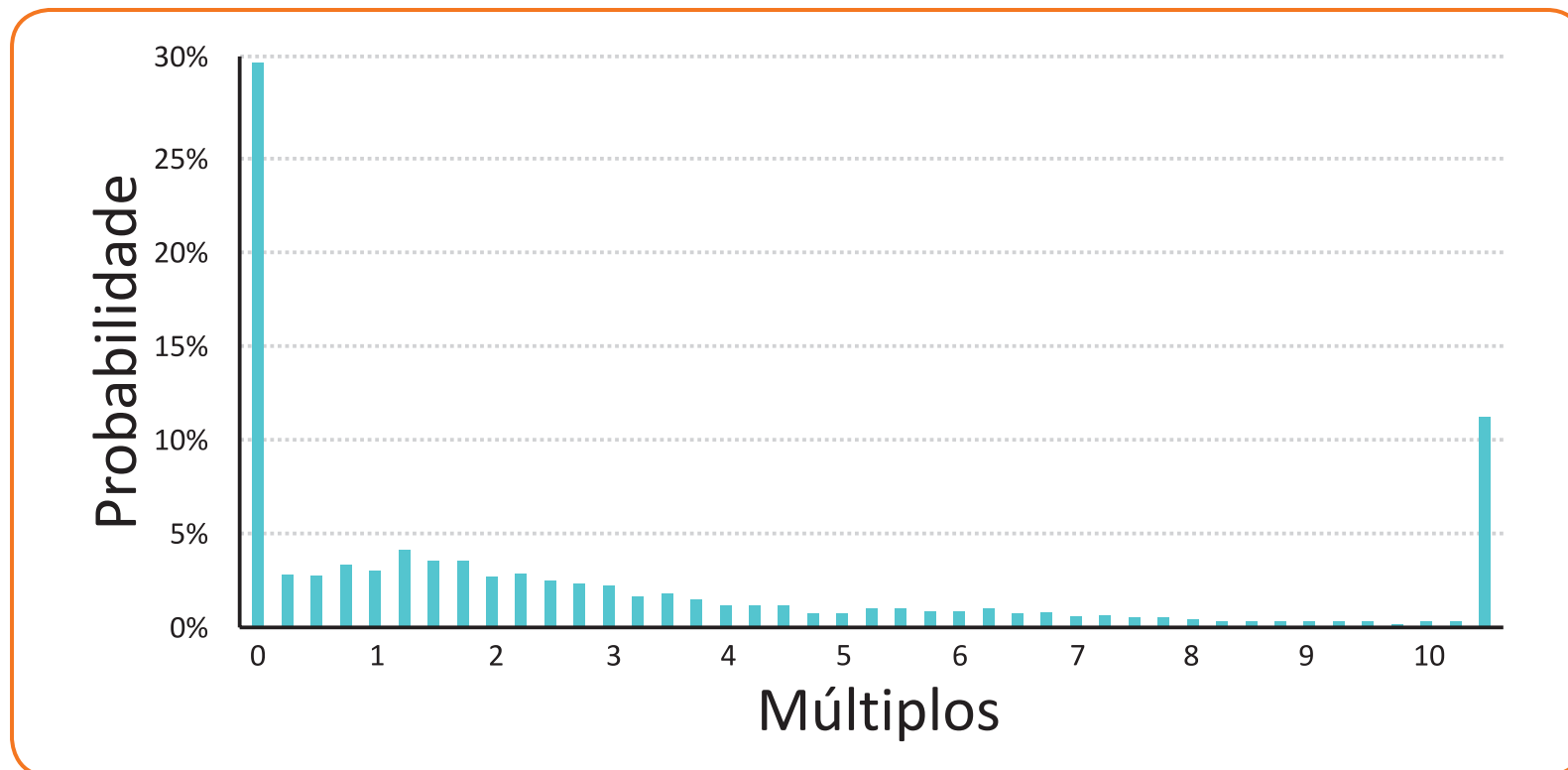


Gráfico 3.3 – Distribuição de Retornos de Investimentos em *PE/VC*

Fonte: Adaptado de Cochrane, Mathonet e Weidig (2004)<sup>5</sup>

Assim, é da natureza do negócio de *venture capital* (*early stage*) que o ganho de capital do fundo provenha de um número reduzido de empresas em que o sucesso é tamanho que seus rendimentos são capazes de remunerar o investimento total feito, comparando todas as perdas e os resultados medianos dos demais investimentos do fundo.



### 3.5. Fluxo de Oportunidades de Negócios (Deal Flow)

Os investimentos de *PE/VC* têm como característica a baixa taxa de conversão de oportunidades de investimento analisadas pela equipe de gestores em companhias que recebem aporte de capital pelas organizações gestoras (companhias investidas). Este fato em razão de fatores como: posse de patente ou tecnologia exclusiva; margens de lucratividade sustentáveis no médio prazo; potencial para assumir liderança no mercado-alvo; capital necessário para estabelecer e sustentar as operações do negócio; existência de canal de distribuição; potencial de crescimento de receita; atratividade do retorno esperado do investimento; capacidade de chegar a um acordo sobre valor da empresa e demais termos negociais; possibilidade de a empresa abrir capital em bolsa de valores ou ser vendida para compradores estratégicos.

Dada essa baixa conversão de oportunidades de investimentos em investimentos de fato, é importante que o empreendedor teste, antes, se o seu próprio negócio é um possível alvo de investimento de *PE/VC*.

#### **Teste para empreendedores - Você está pronto para se reunir com um gestor de *PE/VC*?**

1. O seu negócio possui alguma tecnologia ou serviço único?
2. O seu negócio pode atingir uma significativa e sustentável parcela do mercado mesmo existindo líderes de mercado?
3. Quanto dinheiro você precisa para investir em pesquisa e desenvolvimento antes do seu produto ou serviço chegar ao mercado?
4. Existe alguma barreira de entrada no mercado em que você pretende atuar?
5. Qual nível de assistência aos clientes o seu produto irá exigir?
6. O mercado que você irá atender é grande o suficiente para o seu produto?
7. O seu produto ou serviço gera uma margem de lucro bruta acima de 50%?
8. O seu time de gestão possui experiência e habilidade para serem bem sucedidos?
9. O seu comprometimento atual com o negócio ou de alguma pessoa é fundamental para o sucesso da empresa?
10. A sua empresa pode atingir um faturamento de 25 milhões de dólares em 3 anos e existe a possibilidade de faturar 50 milhões de dólares em 5 anos?

Mesmo sendo um teste feito para empresas norte-americanas, ou seja, com uma realidade diferente da realidade das empresas brasileiras, ele serve de aprendizado para este processo de busca por financiamento dos empreendedores no Brasil. A orientação do teste é que se você conseguiu responder positivamente oito das dez questões acima, siga em frente! Caso não tenha conseguido, seu modelo de negócio provavelmente precisará de algumas modificações.

Mesmo tendo passado no teste acima, ainda há muito trabalho a ser feito:

### 10 dicas sobre “Por onde começar?”

1. Identificando os seus potenciais investidores de PE/VC
2. Pesquisando sobre as organizações gestoras selecionadas
3. Achando a empresa certa para assessorá-lo fiscal e legalmente:
  - A ideia aqui é utilizar advogados e contadores que realmente conhecem a atividade de PE/VC
4. Aperfeiçoando o seu plano de negócios e sumário executivo:
  - É muito importante ter um plano de negócios completo e saber todos os detalhes do negócio na “ponta da língua” para responder as perguntas dos investidores
5. Enviando seu plano de negócios para as organizações gestoras:
  - O investidor não irá ler todo o seu plano de negócios. Faça um sumário executivo de 3 ou 4 páginas explicando seu negócio, expondo as principais inovações e projeções. O principal objetivo é gerar interesse no investidor para ele ler todo o seu plano de negócios
6. Preparando suas referências profissionais:
  - Os investidores querem saber quem você é, qual a sua experiência profissional etc. Prepare uma lista de referências
7. Fazendo o seu primeiro contato com o investidor:
  - Suas chances aumentarão exponencialmente se você for indicado por alguém que conhece o investidor. Um caminho para descobrir essas pessoas é pesquisando sobre os administradores das empresas já investidas
8. Apresentando seu projeto:
  - Os investidores não possuem muito tempo para uma conversa preliminar, por isso seja direto e convença o investidor que o seu negócio é bom e que merece uma análise mais apurada
9. Estando preparado:
  - Os passos acima não garantem o sucesso do seu negócio, mas pode ajudá-lo a se preparar melhor
10. Realizar os passos acima demanda muito trabalho:
  - Isso realmente demanda muito trabalho, mas se você não tem a determinação de realizá-los, você deve parar agora porque você dificilmente será investido por PE/VC.

### Os 7 NÃO's que “matarão” o seu negócio

1. NÃO focar em um nicho de mercado – o empreendedor precisa ter foco no público-alvo escolhido.
2. NÃO definir claramente a estratégia de saída – a saída do investimento faz parte do ciclo e é tão importante para o investidor quanto a seleção das empresas a serem investidas



3. NÃO abrir mão do controle da empresa – muitas vezes o empreendedor quer receber aporte de capital, mas não quer dividir o controle da empresa
4. NÃO vincular o *valuation* da empresa com a realidade – as premissas do *valuation* devem ser reais, não adianta o empreendedor sonhar com um mundo ideal e colocá-lo em seu projeto
5. NÃO atuar em um mercado suficientemente grande para sua empresa – você deve observar o tamanho do mercado que sua empresa irá atuar e qual o *market share* do líder de mercado
6. NÃO ter um bom plano de negócios – planejar é muito importante para definir como a empresa irá crescer após o investimento
7. NÃO ter projeções financeiras realistas – as projeções financeiras são extremamente importantes e devem ser feitas com bastante cuidado<sup>6</sup>

Outros conceitos importantes para se analisar se o negócio do empreendedor é um possível alvo para investimento de PE/VC são os estabelecidos por Steve Blank, explicitados a seguir.

Segundo Steve Blank, há quatro grandes tipos de empresas que o empreendedorismo pode formar: *small business*, *scalable startup*, *large company entrepreneurship* e *social entrepreneurship*.

As duas últimas categorias são as que menos se relacionam com PE/VC, pois um exemplo de *large company entrepreneurship* é a linha de PCs da IBM criada no final dos anos 80; um exemplo de *social entrepreneurship* é a *Sammaan Foundation*, que ajudou diversas pessoas na Índia.

Já as duas primeiras categorias são encontradas entre a maioria dos empreendedores que buscam uma fonte de financiamento como PE/VC. Todavia, apenas uma delas é apropriada para ser uma possibilidade de investimento para uma organização gestora. *Small business* se refere a empreendimentos cujo foco é gerar receita suficiente para que seus sócios tenham um padrão de vida relativamente bom; um exemplo é um empreendedor que monta uma padaria, utilizando como capital para o negócio todas as suas posses, e que vai se esforçar para conseguir satisfazer as necessidades da sua família com o negócio. Já *scalable startup* diz respeito a empreendimentos que, mesmo pequenos no início, já buscam obter escala e multiplicar o seu valor; alguns exemplos desse tipo de negócio são citados neste livro: DASA, Lupatech, Mandic BBS e Grupo Direct dentre outros. Este tipo de negócio é o foco das organizações gestoras de PE/VC.

À parte das características mencionadas acima, há também a preparação da empresa e sua adequação para o recebimento do capital, harmonia entre gestores do fundo e empreendedores, comunhão dos objetivos da empresa, e a disposição de trabalhar com o time da organização gestora na condução dos negócios. Inclui-se aqui a necessidade de haver um plano de negócios bem estruturado, de documentos de caráter legal e demonstrativos financeiros em ordem, que incluam relatórios gerenciais acurados com histórico de preços e custos praticados e suas respectivas margens de contribuição (por linha de negócio/serviço, família de produtos/tipo de serviço), alocação de despesas

administrativas e comerciais (geográfica, por escritório, filial e subsidiária). Somando todos os fatores listados, observa-se que a qualificação para o aporte de *PE/VC* exige processo trabalhoso de organização interno da empresa.

Dada a baixa taxa de conversibilidade de empresas analisadas em empresas investidas por veículos de *PE/VC* e, no caso específico de *Venture Capital*, a alta taxa de mortalidade das empresas investidas, uma das principais competências que uma organização gestora possui é a capacidade de gerar novas oportunidades de investimento.

Quando a oportunidade de investimento é exclusiva, diz-se que o fluxo de oportunidades é proprietário, pois a empresa-alvo dedica-se a negociar, na maioria das vezes, com apenas uma organização gestora. No processo exclusivo, inicia-se um vínculo que antecede o aporte de capital, possibilitando identificar as idiossincrasias entre o empreendedor e a organização gestora, mitigando os riscos de insucesso. Durante esse período é confirmado o preço (volume de recursos), participação que está sendo negociada e demais cláusulas, por isso há preferência da organização gestora pelo fluxo proprietário de oportunidades. Quando a organização gestora não entra em competição com outras gestoras por um mesmo investimento, a pressão pelo fechamento do negócio é reduzida e não há um leilão de preços para compra da participação da empresa-alvo. Esta predileção das organizações gestoras privilegia a empatia com o empreendedor e reduz a possibilidade de o gestor dar ensejo ao viés do processo cognitivo chamado maldição do vencedor (*winner's curse*), que é uma tendência do vencedor do leilão ter dado um lance acima do valor real do objeto, bem como, o fato de algumas gestoras terem equipes de trabalho enxutas e não estarem dispostas a mudar a hierarquia de análise de seus investimentos para ingressar num processo de leilão controlado.<sup>7</sup>

Já no caso do fluxo de oportunidades de negócios competitivo, não há exclusividade com uma organização gestora. O empreendedor pode apresentar a oportunidade de investimento a várias gestoras de fundos de investimento ou contar com apoio de um parceiro (intermediário) que apresenta a oportunidade aos gestores. Entre os parceiros que tipicamente fazem tal apresentação estão assessores financeiros de fusões e aquisições, boutiques de *M&A*, escritórios de advocacia, contadores, bancos de investimento, entre outros. Estes parceiros de negócio levam a oportunidade de investimento a diversas organizações gestoras, pois tem interesse em prestar serviços à empresa-alvo de investimento em função da realização do aporte de capital e procuram aumentar as chances de realização do aporte ao apresentar a oportunidade a diversas organizações gestoras, mas esse processo envolve alguns custos como os honorários e a taxa de sucesso do negócio. Já os empreendedores têm preferência por apresentar suas oportunidades de investimento a diversas organizações gestoras a fim de valorizar-se ao máximo e obter uma proposta financeira melhor, uma vez que diversas organizações gestoras estão competindo pela oportunidade. Mais que isso, ao conhecer diversas organizações gestoras, o empreendedor aumenta suas chances de, principalmente, encontrar o sócio “certo” para seu negócio.



# Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

Tabela 3.3 – Comparação do Fluxo de Oportunidades (Deal Flow) Competitivo e Exclusivo

	COMPETITIVO	PROPRIETÁRIO (EXCLUSIVO)
	<p>Oportunidade de apresentar para diversas organizações gestoras</p> <p>Acelerar o processo</p> <p>Quando não existe uma percepção clara de valor por parte do empreendedor, esse acaba sendo determinado pelo processo (valorização)</p>	<p>Contato prévio muito antes do aporte de capital (preparação da empresa para receber o investimento)</p> <p>Percepção mais clara das idiossincrasias entre empreendedor e organização gestora, mitigando as chances de insucesso após o aporte de capital</p> <p>Melhor controle da confidencialidade</p> <p>Estabelecer parâmetros e regras bem definidos</p>
DESVANTAGENS	<p>Por se tratar de um leilão controlado, caso todos os interessados assinem o acordo de confidencialidade, poderá haver uma exposição demasiada da empresa</p> <p>O prazo de decisão para a seleção da organização gestora por parte do empreendedor é curto</p> <p>Algumas organizações gestoras não entram em processos competitivos, e uma dessas poderia ter mais sinergia com o empreendedor, afetando o sucesso do negócio</p> <p>Quando envolve um intermediário, a absorção dos custos da transação é exclusiva do empreendedor (honorários e taxa de sucesso)</p>	<p>Necessidade de aferição clara do valor do negócio</p> <p>O processo é cadenciado</p> <p>Risco de não maximizar o valor da empresa ou não atingir outros objetivos dos empreendedores (menor pressão)</p>

Fonte: Autores<sup>8</sup>

Na prática, em ambos os casos, parte-se de um volume grande de empresas que são apresentadas diretamente ou por indicação para os gestores do fundo e, por meio de um processo analítico, chega-se às empresas investidas. Este processo pode ser visto como um funil conforme mostra a Figura 3.3.

A primeira etapa deste processo é a apresentação de uma oportunidade de investimento à organização gestora. A seguir ocorre a seleção das empresas que mais se adéquam à tese de investimento do veículo, sendo que esta seleção descarta várias oportunidades em potencial. O próximo passo consiste em reuniões iniciais entre os gestores do fundo e os empreendedores. Nestas reuniões os empreen-

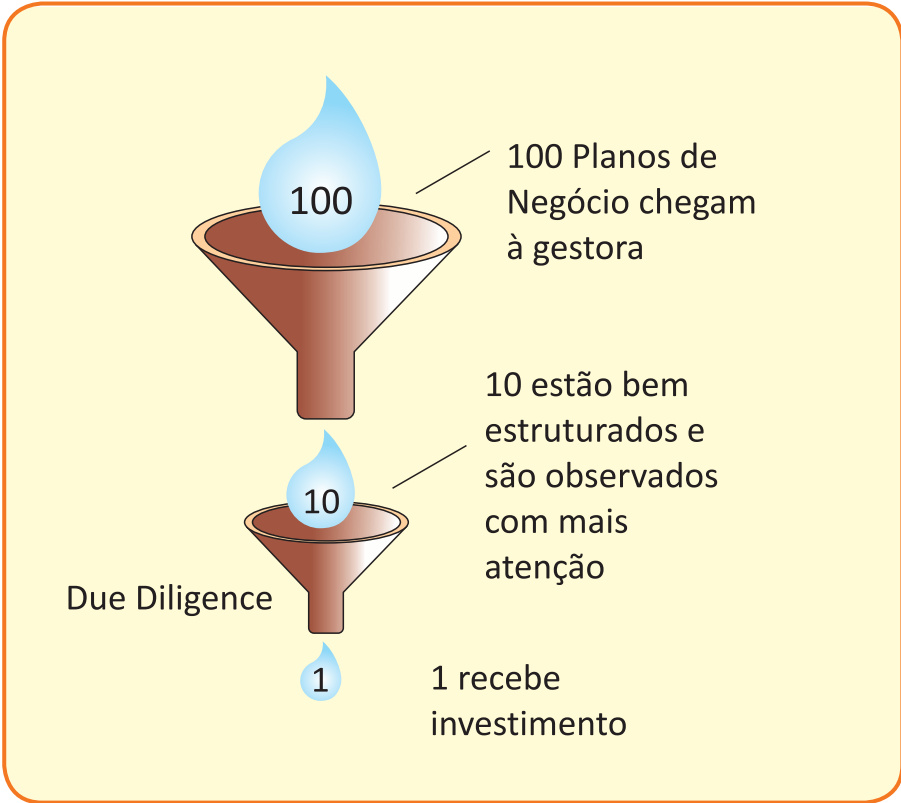


Figura 3.3 – Fluxo das Oportunidades de Negócios

Fonte: NVCA (2005)<sup>9</sup>

dedores apresentam a oportunidade de investimento, mediante exposição do memorando de informações que é preparado pelos diretores ou pelo intermediário contratado, exclusivamente, com tal propósito.

Além de ser escolhido para receber aporte de capital por uma organização gestora, o empreendedor também deve escolher a organização gestora com a qual deseja trabalhar, pois o sucesso do negócio depende muito da identificação do empreendedor com os gestores do fundo. Esse processo é como um casamento.

Antes de fechar um acordo de investimento, o empreendedor deve contatar diversas organizações gestoras de *Private Equity* e *Venture Capital*, conhecer seus sócios em potencial e verificar qual das gestoras mais se adequam à realidade de seu negócio e a seus objetivos como sócio. Finalmente, é importante o empreendedor ter em mente que não necessariamente o *Private Equity* e *Venture Capital* é a melhor alternativa de financiamento para um negócio em específico e que há diversas formas de captação de recursos.

Quadro 3.2 – Seleção da Organização Gestora pelo Empreendedor

Fonte: GVcepe

Durante as reuniões iniciais, um dos principais fatores observados pelos gestores é perfil do empreendedor. Nos Estados Unidos, cerca de noventa e cinco por cento das oportunidades de investimento recusados pelas organizações gestoras apresentam deficiências na qualidade do time executivo das empresas.<sup>10</sup> Estas deficiências são relevantes para a organização gestora, pois o time executivo das empresas será responsável por implantar e gerir a empresa.

Na sequência, após o descarte de mais uma série de empresas que foram analisadas, inicia-se a rodada de negociação não-vinculante com as oportunidades de investimento remanescentes no processo. O contrato não-vinculante (*Non-Binding Offer*) é uma proposta de investimento feita pela organização gestora sem que haja comprometimento final de aporte de capital; tal comprometimento vinculante somente ocorrerá após a realização de diligência (*Due Diligence*).

O intuito do contrato não-vinculante é permitir que a empresa analise os termos e condições básicas da negociação e proponha as sugestões e alterações que julgar adequadas; caso um acordo sobre termos básicos não seja alcançado, o fluxo é imediatamente interrompido e as partes não gastam tempo e recursos adicionais na negociação. Caso os termos e condições sejam aceitos por ambas as partes, o processo passa para a etapa de diligência da oportunidade de investimento.

No processo de diligência, a organização gestora analisa mais profundamente a empresa, inclusive informações de caráter confidencial após a celebração de um acordo de confidencialidade (*Non Disclosure Agreement* ou NDA). O objetivo desta análise é mapear os riscos do investimento e identificar as



ações de mitigação de risco aplicáveis. A diligência é trabalhosa e demanda recursos, portanto, somente é realizada em um número reduzido de empresas que foram aprovadas nas etapas preliminares do fluxo.

Caso a diligência comprove as expectativas e premissas dos investidores, o empreendedor e os gestores representantes do veículo iniciam a negociação final de termos e condições do investimento. Finalizada a negociação, os gestores dos veículos de PE/VC submetem tais termos e condições à apreciação do Comitê de Investimentos<sup>11</sup> do Veículo, o órgão responsável pela aprovação final dos aportes de capital realizados pelo veículo. Apesar do longo processo percorrido até esta etapa, os empreendedores devem estar cientes de que o Comitê de Investimentos é soberano e tem poder de declinar da oportunidade de investimentos.

### Exercícios de Verificação de Leitura

1. Quais são os quatro estágios em que *Venture Capital* é dividido? O que caracteriza cada um deles? Quais são os dois estágios em que *Private Equity* é dividido? O que caracteriza cada um deles? O que são investimentos em *distressed assets*?
2. O que é Mezanino, PIPE e projetos *Greenfield*?
3. Quais são as algumas características das empresas investidas que fazem com que estes investimentos sejam caracterizados pelo alto risco? Que implicações existem para: (a) investidor, (b) organização gestora, e (c) empreendedor?
4. Em geral, a TMA será mais alta em um investimento *startup* ou em um investimento *Private Equity – Later Stage*? Porque?
5. O que são problemas de agência? Como essa teoria se aplica ao PE/VC? Quais são alguns mecanismos que organizações gestoras de PE/VC podem usar para minimizar estes custos?
6. O que é *dealflow* proprietário e o que é *dealflow* competitivo? Se você fosse um gestor de PE/VC, qual destes tipos iria preferir? Para um empreendedor, qual destes tipos de *dealflow* é preferível? Discuta.

### REFERÊNCIAS

<sup>1</sup> Tradução: Investimentos Privados em Empresas Públicas.

<sup>2</sup> PLUMMER, James. 1987. “QED Report on Venture Capital Financial Analysis”. QED Research.

<sup>3</sup> O Índice de Desempenho de *Private Equity* é baseado nas estatísticas do último trimestre fornecidas pela base de dados de desempenho de *Private Equity* da Thomson Financial, a qual analisa os fluxos de caixa e retornos de mais de 1.860 organizações gestoras de *Private Equity* e *Venture Capital* com capitalização superior a US\$ 678 bilhões. Fontes são documentos financeiros e agendas de Investidores (*Limited Partners*) e organizações gestoras (*General Partners*). Todos os retornos são calculados pela Thomson Financial a partir dos fluxos de caixa. Os retornos são líquidos para o investidor após comissões de gestão (*management fee*) e comissão de desempenho (*performance fee*). Note que em 2008 e 2009, em razão da crise financeira mundial, os retornos de *Private Equity* e *Venture Capital* ficaram negativos, dificultando a

comparação Entretanto, em termos relativos, os retornos desses ativos continuam maiores que os demais ativos, os quais tiveram um desempenho negativo ainda maior.

<sup>4</sup> Thomson Reuters/National Venture Capital Association. 2007. “Thomson Financials’ US Private Equity Performance Index (PEPI)”. NVCA – National Venture Capital Association.

<sup>5</sup> WEIDIG, Tom; MATHONET, Pierre-Yves. 2004. “The Risk Profiles of Private Equity”. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=495482>. Acessado em 26 de janeiro de 2010.

<sup>6</sup> PIERCE, Corey J. 2007. “The Art and Science of Obtaining Venture or Angel Investor Capital

<sup>7</sup> THALER, Richard H. 1992. The Winner’s curse: paradoxes and anomalies of economic life. Princeton University Press, New York: Free Press.

<sup>8</sup> Tabela elaborada por Eduardo P. Rocha (Trivella Investimentos) e Rafael Roldão, 2010.

<sup>9</sup> NVCA – National Venture Capital Association. 2005. “What is Venture Capital? Venture Capital 101”. NVCA – National Venture Capital Association.

<sup>10</sup> HARVARD BUSINESS SCHOOL. 1987.

<sup>11</sup> Cada vez mais comum no Brasil.







# Capítulo 4

## Análise dos Investimentos e Alternativas para os Empreendedores

Autores: Abdala Rezek Filho, Ariel Almeida, Caio Ramalho, Filipe Mattos,  
Paulo de Rezende, Rafael Roldão, Raquel Pacheco e Rodrigo Lara







### 4.1. Introdução

A partir do momento em que o negócio do empreendedor pode ser considerado um empreendimento possível de ser investido, há uma série de ações que o empreendedor precisa tomar para aumentar suas chances de receber aporte de capital de uma organização gestora.

Este capítulo detalha o processo de recebimento das oportunidades de negócios pela organização gestora de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC), bem como o processo de análise e seleção das propostas que receberão recursos. Esse processo de análise envolve diversas etapas, desde conhecer pessoalmente os empreendedores até a análise de todas as informações financeiras da empresa. Adicionalmente, são abordadas as opções que o empreendedor dispõe como alternativa ao investimento de PE/VC.

### 4.2. Elementos Analisados pelas Organizações Gestoras

As características mais importantes para avaliar o mérito de uma oportunidade de investimento, do ponto de vista da organização gestora são:

- a) Experiência profissional dos empreendedores e equipe de gestão da empresa;
- b) Inexistência de informalidade nos negócios;
- c) Bases sólidas para o cálculo do valor da empresa (neste caso, entendam-se bases sólidas como dados – tais como participação de mercado e projeções financeiras coerentes);
- d) Visão estruturada de futuro – O empreendedor de sucesso consegue delinear a estratégia de crescimento da empresa e antever o desenvolvimento do mercado no qual a empresa atua.

Além desses pontos válidos tanto para *Private Equity* quanto para *Venture Capital*, há também pontos importantes que são voltados a empresas mais maduras, típicas de *Private Equity*:

- a) Demonstrativos financeiros auditados por auditores independentes e de renome;
- b) Blocos de acionistas organizados, de forma que a organização gestora não tenha que negociar com um grande número de acionistas minoritários e com interesses divergentes.<sup>1</sup>

Antes de fechar um acordo final para o aporte de capital, o empreendedor deve estar em concordância com as condições impostas pela organização gestora do veículo de investimento, bem como conhecer a ideologia da organização gestora e seus princípios. Além disso, com o início do investimento, o empreendedor deve estar ciente que está admitindo a entrada de um sócio no capital da empresa, o qual participará ativamente da gestão do negócio e tem interesses alinhados com o sucesso do negócio e do empreendedor.



### 4.2.1. Sustentabilidade e Responsabilidade Social

Um tema pertinente que se insere no ambiente empresarial com cada vez mais força é a questão da sustentabilidade e responsabilidade social. A sociedade está mais ciente de seus deveres, e também mais crítica em relação a esse assunto, e uma empresa que adota as práticas de sustentabilidade e responsabilidade social é bem vista pelo mercado. Sabendo disso, é importante para o empreendedor estar ciente de que um empreendimento, que tem diretrizes de sustentabilidade, tem maior potencial para atrair investimentos e criar valor para a sociedade em geral. Manter boas práticas de respeito ao meio ambiente é imprescindível, todavia, aderir ao PRI não é condição “*sine qua non*” para receber aporte de capital de gestores, principalmente, aquelas empresas nascentes ou em busca de estabilização do fluxo de caixa que ainda não conseguem absorver os custos desse procedimento.

#### 4.2.1.1. PRI (Principles for Responsible Investments)

Ultimamente tem havido uma maior preocupação dos investidores institucionais com as seguintes esferas: ambiental, social e de governança corporativa (do inglês ESG – *Environmental, Social and Corporate Governance*). Essas esferas refletem no desempenho de longo prazo do portfólio desses investidores, por isso a necessidade de se atentar para esse assunto.

Para isso, em 2005, o Secretário Geral das Nações Unidas, convidou um grupo que continha os maiores investidores institucionais do mundo, para que, juntos, pudessem desenvolver o PRI. Os princípios que ele contém refletem os valores que esse grupo de investidores institucionais julgou essenciais, tendo como base um horizonte de investimento de longo prazo. Esses princípios são voluntários e de inspiração, não sendo obrigatórios.

Para a organização gestora, o empreendedor ter aderido ou aderir ao PRI é um diferencial. Todavia, se o empreendedor não o fizer, não há demérito algum, pois, não se deve buscar os princípios do PRI se isso for inviabilizar o rendimento do negócio.<sup>2</sup>

## 4.3. Ferramentas para os Empreendedores

Existem algumas ferramentas usualmente utilizadas pelos empreendedores para, principalmente, apresentar seu negócio a possíveis investidores e atrair recursos destes. Neste tópico, serão apresentadas e explicadas.

## 4.3.1. Discurso Objetivo (Elevator Pitch)

O conceito de discurso objetivo (ou, *elevator pitch*) gira em torno da ideia de um empreendedor, que já tenha um projeto de negócio, encontrar um potencial investidor em um elevador, e, em um tempo restrito, conseguir “vender” sua ideia, ou seja, despertar o interesse do potencial investidor. O *elevator pitch* é uma apresentação extremamente sucinta e objetiva da oportunidade de investimento (l.e. modelo de negócio, aspectos financeiros, estratégia de marketing, concorrência, etc) feito aos potenciais investidores do negócio. **Não deve durar mais de um minuto.**<sup>3</sup>

Esta breve apresentação requer que o empreendedor tenha poder de persuasão e de síntese, mesmo quando sujeito a condições adversas. O empreendedor bem sucedido nesta tarefa demonstra conhecimento e confiança em seu negócio, bem como a capacidade de comunicar de maneira clara e persuasiva a oportunidade de investimento.

O grupo de investidores-anjos do Sul da Califórnia chamado Tech Coast Angels, evoluiu o *elevator pitch* para uma apresentação curta e de alto impacto, na qual são necessários apenas sete slides, cada um representando um “P”:

1. *Pitch* (resumo geral e persuasão);
2. *People* (um time bem estruturado e capaz de gerar resultados);
3. *Pain* (qual o esforço do potencial cliente para pagar pelo produto/serviço oferecido pela empresa?);
4. *Product* (o produto/serviço é diferenciado? Oferece soluções?);
5. *Players* (como é o ambiente competitivo? O importante é provar que o seu produto/serviço vai ser a escolha dos clientes);
6. *Projections* (são as projeções: modelo de negócio e rentabilidade, marketing, vendas e finanças);
7. *Proposition* (proposição de valor ou condição do empreendedor para os investidores).

Quadro 4.1 – *Elevator Pitch*

Fonte: Tech Coast Angels<sup>45</sup>

## 4.3.2. Sumário Executivo (Executive Summary)

O sumário executivo é a apresentação inicial de um projeto ou empreendimento e deve ser desenvolvido de forma a conseguir comunicar de maneira clara e objetiva os principais aspectos da oportunidade de investimento para um potencial investidor. O sumário executivo é um documento de poucas páginas que sumarizam o conteúdo da proposta de investimento para que os leitores possam rapidamente se familiarizar com a oportunidade de investimento sem precisar ler um plano de negócios completo.



Os seguintes pontos do sumário executivo são essenciais<sup>6</sup>:

1. Enunciado do projeto;
2. Apresentação dos empreendedores;
3. Produtos, serviços e a tecnologia;
4. Mercado potencial;
5. Elementos de diferenciação e vantagens competitivas;
6. Projeção de vendas;
7. Rentabilidade e projeções financeiras;
8. Necessidade de financiamento ou aporte de capital.

Notem que os pontos essenciais do sumário executivo assemelham-se, e muito, aos pontos do *elevator pitch* descritos no item anterior. Isso ocorre em razão do sumário executivo ser um detalhamento maior dos aspectos-chaves delineados brevemente no *elevator pitch*.

Para apoiar o desenvolvimento de alguns dos tópicos citados acima, uma simples ferramenta utilizada pelos empreendedores é constituir essa análise em um quadro denominado SWOT (*Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats*; ou Forças, Fraquezas, Oportunidades e Ameaças, na mesma ordem). Esta ferramenta demonstra o ambiente interno da organização (forças e fraquezas da empresa) e o ambiente externo à organização (oportunidades e ameaças).

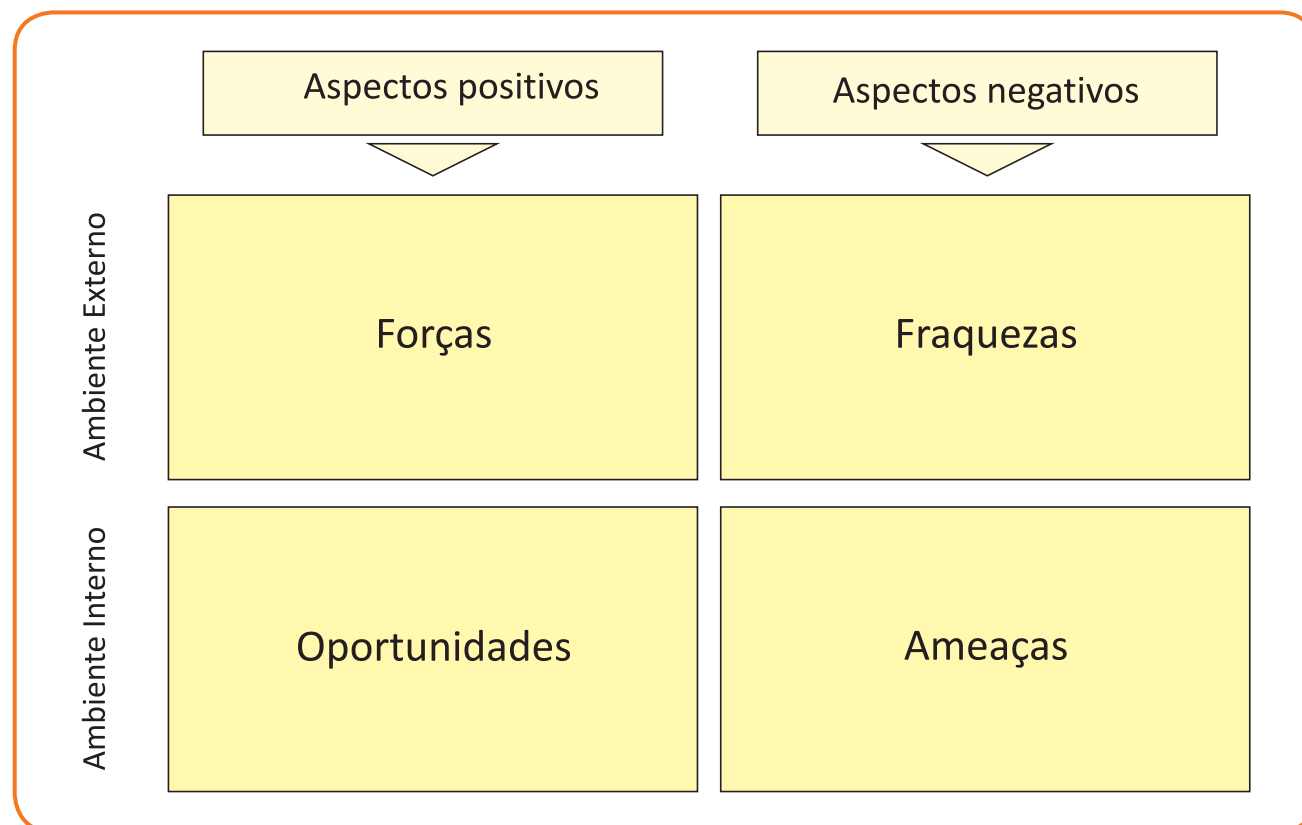


Figura 4.1 – Análise SWOT

Fonte: GVcepe

A seguir, apresentamos o Sumário Executivo (em sua versão original em inglês) da empresa World of Good. Sua equipe foi vencedora de competição internacional de planos de negócios e empresas nascentes (IBTECH – Universidade da Califórnia, Berkeley) do qual a FGV-EAESP participa por meio do Desafio Brasil ([www.desafiobrasil2010.com](http://www.desafiobrasil2010.com)) e que recebeu um aporte de capital da Draper, Fisher e Jurvetson (DFJ), organização de PE/VC da Califórnia, EUA, em 2005<sup>7</sup>. Decidimos não traduzi-lo porque grande parte dos empreendedores de oportunidade com negócios de alto impacto, provavelmente, irão apresentar seus projetos para investidores estrangeiros, portanto o plano de negócios deverá ser elaborado em inglês.

### **World of Good Executive Summary:**

#### ***Beautiful things that make beautiful things happen***

*World of good's new line of globally sourced, fair trade gifts and accessories brings ethically sourced handcrafts into the mainstream retail market and aims to generate sustainable livelihoods for thousands of artisans around the world. In 2004, World of Good demonstrated the ability to tap into growing "cultural creative" demographic with our hip international styles that turned significantly faster than retail industry averages while generating markups of 100% for both retailers and World of Good. World of Good aims to be the first fair trade gift brand to successfully penetrate the mainstream retail market.*

**A Good Beginning:** *Just months after World of Good installed its first in-store kiosk, our products are flying off the shelves in over 55 retail locations, including health food stores, bookstores, yoga studios and women's boutiques. World of Good products are currently selling in 14 Whole Foods Bay Area stores and have been approved for Whole Foods' entire Northern Pacific region. Our fourth quarter revenues for 2004 topped \$100,000 and most of our accounts are increasing representation of World of Good products in their stores. Initial kiosk sales per store (with a 4 square-foot kiosk footprint) indicate average annual retail sales per square foot of \$4,000 with inventory turn rate at approximately 9 turns per year at the store level. As a comparison, Whole Foods' national average is \$962 per square foot of sales floor space. The inventory turn rate of 9 was also significantly higher than averages in comparable sectors (2.4 for Gift, Novelty and Souvenir Shops and 3.5 for Apparel and Accessories).*

*World of Good has created a significant online presence through a retail website ([www.worldofgood.com](http://www.worldofgood.com)) as well as a retail store on Amazon.com. In December, we signed our first major go-branding partnership with the venture-funded e-tailer Organic Bouquet and we are now implementing a sales program to provide fair trade gifts through their website. World of Good has also formed a national partnership with United Students for Fair Trade to provide an all-in-one fair trade fundraising program for their campus affiliates and has proven to be an effective method of viral marketing at 35 colleges.*

**A Highly Scalable Model:** *We offer a full-service retailing concept to stores that includes in-store merchandising kiosks, fresh seasonal lines, and a service-oriented sales model that makes adoption by retailers*



convenient, quick and appealing. We provide value to both our suppliers and our costumers: Access to a large new retail channel for our supplier artisans and a one-stop fair trade distributor for stores. World of Good's unique aggregated offering can also be leveraged through other platforms, including co-branded retail partnership with websites, magazines and catalogs, and fundraising and corporate giving partnerships with a wide variety of non-profit organizations.

### **Our Customers – A World of Good People**

**A Growing Consumer Base:** World of Good's target customers are known as Cultural Creatives or LOHAS (Lifestyles of Health and Sustainability) and represent a sizable group in the US: 30% or an estimated 68 million of the US population. According to the New York Times, LOHAS is "the biggest market you never heard of." Estimated at \$226.8 billion (2002), the LOHAS market includes goods and services that appeal to consumers who value health, the environment, social justice, personal development and sustainable living. The size and growth potential of these LOHAS consumers is demonstrated by the explosive growth trends in organics, natural health and beauty aids, and now fair trade. The market for fair trade resembles that of the organic, which began as a niche movement but grew exponentially to become a global industry with US market size of \$10.43 billion. The World of Good product line falls in the giftware market, an industry valued at over \$54.3 billion in the United States. Applying penetration rates of organic foods based on a percentage of total US food sales (currently at 1.9%), we calculate a potential market for fair trade gifts at \$1.04 billion in 2012.

Within the giftware market of \$54.3 billion, there are significantly sized specialty gift distribution companies which validate the market: Boyd's Collection, with resin bears as a primary product line (market cap \$135m: \$131 million in revenues; 15.3% net margin in 2002) or Department 56 with porcelain figurines (market cap \$229; \$208 million in revenues; 23.8% net margin in 2002). Thus far, there is no company which has developed a line which connects with the LOHAS consumer group. Large players in the fair trade space or ethically sourced gifts market are primarily non-profits like Ten Thousand Villages (\$15m in revenues) or Serrv (\$7m in revenues) or single-country fair trade importers with low levels of service and little or no brand penetration. Other socially responsible gift lines are internet-only, such as Novica.com or the currently restructuring Eziba.com, neither of which have topped \$10m in sales per year. Lack of immediate competition and the need for retailers such as Whole Foods to offer a socially responsible gift brand will enable World of Good to grow its revenues at a fast pace.

### **Innovation = Excellent Results**

World of Good is uniquely able to offer ethically sourced gifts to the mainstream market because it provides retailers a plug-and-play one-stop gift shop. The following case helps illustrate why World of Good provides a perfect partnership for many retailers:



## The Whole Food Problem

Whole Foods’ western region merchandising manager was looking for an assortment of gift items that matched the values of the Whole Foods brand. There were a number of fair trade gift vendors but each one focused on a specific region of the world or a limited product line. Purchasing from a fragmented vendor base would mean that Whole Foods would have to generate its own product cards to present customers with a unifying theme for its gift section. In addition, none of the suppliers offered sales reps to restock Whole Foods’ shelves when products ran out to recommend fresh seasonal products. Moreover, the majority of these suppliers did not offer UPC symbols for their products, making it time consuming to integrate into Whole Food’s price books. Gifts were an important, high-margin offering for Whole Foods, but the merchandising manager did not have the time to manage all of these details for just the gift category. Nevertheless, none of the fair trade gift vendors provided the breadth of product line and level of service to make life easy for the merchandising manager and to compete with what she could find from non-ethical gift companies.

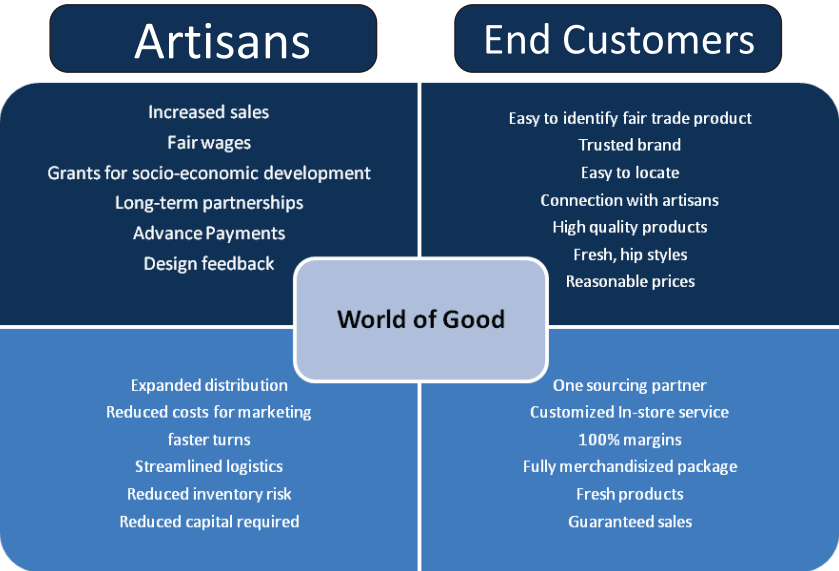
## The World of Good Solution

World of Good’s business model has unparalleled scalability because it uniquely provides retailers the following combination:

- **Store within a Store** kiosk is an easy add-on offering with a wide product line
- **Service Based Relationship** offers fresh product and merchandising support
- **Strong Brand** builds customer relationship, educates consumer and builds confidence in product
- **Consolidated Supply Chain** reduces the cost of sourcing through a one-stop that provides uniform logistics, UPC, Internet ordering, and assurance of fair trade practices.

## Creating Value Along Each Step of The Supply Chain

World of Good is aiming to build a universal solution which has a tremendous impact both, on producer communities who no longer have to focus on finding markets, and the consumers who can now easily find what they are looking for. Serving as the central link between suppliers and customers, World of Good adds significant value for both.





## Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

World of Good has utilized same competitive strengths as the foundation for its growth strategy in other retail platforms. These “add-ons” include ethically sourced gift sections for websites, magazines (magalogos) and for non-profits to raise funds. Our own direct retail strategy will grow as the World of Good brand takes root through the different partnership channels.

### A Model of Good Growth

Established in early 2004, World of Good earned revenues of over \$100,000 in the last quarter of 2004 and is projected to exceed \$57 million annual revenues by 2009. World of Good plans to grow regionally, using pre-existing strategic relationships to enter new regions. Each region will be anchored by large volume chain locations like Whole Foods Market and Follet Corporation campus bookstores. World of Good will then growth the region by adding local and regional specialty stores. World of Good will service its retail location through regional sales staff who will restock product and make adjustments for seasonal and holiday patterns comparable to the service model used by gift industry leaders like Hallmark and American Greetings. World of Good has also developed an online ordering system which can be used by store buyers or sales staff. Through interactions with our customers we are learning that this full-service model is critical for growing sales in the gift market and maximizing same store sales. Other sales partnerships on-line, in print, and through non-profits will leverage the strength of the brand and variety of the product offering. As direct retail and partnerships grow, margins for the company increase significantly. World of Good expects that nearly half of its revenues will come from partnerships and internet direct sales by 2007.

Channel	2004 Average Gross Margin	% of Total Sale			
		2004A	2005E	2006E	2007E
Wholesales Sales	40%	92%	73%	74%	55%
Intern Direct Sales	70%	5%	10%	11%	13%
Partnership Sales	54%	3%	17%	15%	32%

Like the organics market in its infancy, the market for fair trade handicrafts and gifts is highly fragmented and producers have had limited success in entering mainstream channels. World of Good has already begun established itself as a leading fair-trade brand in the mainstream retail environment.

	2004A	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E
Revenue	\$131,601	\$1,123,440	\$5,188,909	\$20,132,441	\$38,811,856	\$57,491,271
Cost Of Goods Sold	\$ 78,282	\$623,539	\$2,667,546	\$8,972,664	\$16,339,791	\$23,111,491
Gross Margin	\$53,319	\$499,901	\$2,531,363	\$11,159,777	\$22,472,065	\$34,379,780
Operating Expenses	\$43,224	\$603,372	\$1,951,770	\$4,908,450	\$9,120,786	\$13,050,519
Operating Income	\$10,095	\$(103,471)	\$579,593	\$6,251,327	\$13,351,278	\$21,329,262
Interest, Depreciation, Tax	\$4,539	\$48,930	\$155,878	\$1,964,003	\$4,195,188	\$6,725,369
Net Income (Before Transfer to WoGDO)	\$5,556	\$(152,401)	\$423,715	\$4,287,324	\$9,156,090	\$14,603,892
Transfer to WoGDO	\$ -	\$34,993	\$177,195	\$781,184	\$1,573,045	\$2,406,585
Net Income (After Transfer to WoGDO)	\$5,556	\$(187,394)	\$246,520	\$3,506,140	\$7,583,045	\$12,197,308

\*A portion of World of Good's net profit after taxes will be invested in economic development projects in producer communities via the World of Good Development Organization. We aim to contribute seven percent of gross margin each year and exceeded this target in our first year of operations.



### Our Team

*The World of Good team is lead by experienced social entrepreneur Priya Haji, CEO and two other MBAs: Siddharth Sanghvi with expertise in marketing and David Guendelman with a background in economic development work. We are advised by strong retail and merchandising experts on the Board of Advisors.*

### A Good Opportunity

*Initial seed funding came through loans from the founders, friends and family. We are seeking an additional \$500,000 in 2005 and \$1.7 million in seed capital to scale the company's operations, primarily working capital for inventory, operational infrastructure, staffing and marketing to execute our Western regional expansion.*

### A Great Social Impact

*During the concept test phase World of Good established sourcing partnerships with 70 artisan co-operatives in 20 different countries around the globe and increase sales for all of them. Products are sourced under fair trade guidelines that generate employment for women and disadvantaged communities, promise a living wage and promote social and economic development. The most significant challenge for these groups is accessing wider markets and maintaining stable sales – World of Good uses its innovative distribution model, new mainstream channels and brand to build a greater opportunity for all these groups. Most products are crafted from locally available, sustainably harvested and/or recycled raw materials. Additionally, a portion of World of Good profits are re-invested into strategic and economic development projects in our partner artisan communities the first grants are underway.*

### 4.3.3. Plano de Negócios (Business Plan)

O plano de negócios, ou *business plan*, é o documento preparado pelos empreendedores ou dirigentes e executivos da empresa que contém um panorama geral e detalhado da empresa: seu planejamento, seus planos de ação e estratégias, metas, descrição do ambiente em que a empresa atua, informações financeiras, entre outros aspectos administrativos.

Um dos grandes objetivos desse capítulo é demonstrar que não existe um plano de negócios perfeito para o empreendedor. O processo de se criar um plano de negócios é um processo de crescimento e aprendizagem para os empreendedores, sendo que quanto maior o número de interações com investidores, maior é a capacidade do empreendedor modificar sua estratégia e sua visão sobre as qualidades e defeitos de seu empreendimento.

Esse documento deve ser “calibrado” segundo seu público-alvo. Dependendo do tipo de investidor que se busca, termos e palavras podem variar e a linguagem, por si só, se torna outra. Alguns in-



vestidores possuem um vocabulário técnico menos avançado, portanto o texto do plano de negócios precisa ser explicativo para esse público-alvo. Levando em consideração a ideia de plano de negócios como um processo de aprendizagem, essa “calibragem” serve como auxílio na contínua melhoria do documento.

Além disso, é importante que o Plano de Negócios seja claro e breve, abordando as características mais relevantes e atraentes do empreendimento.<sup>8</sup> É preciso que o empreendedor tenha isso em mente, pois o investidor terá muito pouco tempo para analisar os diversos planos de negócios que recebe. Dessa forma, os planos que estiverem sem foco ou mal elaborados são descartados logo que o investidor os observa, muitas vezes, com menos de um minuto de análise.

Os dois focos principais do Plano de Negócios são: 1) auxiliar o empreendedor a gerenciar de maneira mais eficaz o seu negócio e tomar decisões acertadas; e 2) captar recursos financeiros (ou seja, provar que a empresa é atraente para potenciais investidores).

Os principais objetivos de um Plano de Negócios são:

- Testar a viabilidade de um conceito de negócio;
- Transmitir credibilidade e comunicar o conceito de oportunidade de negócio;
- Orientar o desenvolvimento da estratégia e das operações;
- Atrair recursos e investimentos;
- Desenvolver a equipe de gestão.
- Entre os potenciais leitores do plano de negócios estão:
  - O empreendedor e os executivos da empresa;
  - Investidores;
  - Parceiros;
  - Bancos comerciais e de investimento;
  - Agências de fomento;
  - Incubadoras; etc.

O Plano de Negócios é dividido em três partes principais:

- O conceito do negócio, na qual se descreve a indústria, a estrutura do negócio, o produto ou serviço a ser oferecido e a forma de tornar o negócio um sucesso;
- O mercado, na qual se descreve os potenciais clientes (quem são, o que os fará comprar o produto ou serviço entre outras coisas), os concorrentes e a estratégia para vencê-los;
- Os demonstrativos financeiros, na qual se destacam o balanço patrimonial, o demonstrativo de resultado do exercício e o fluxo de caixa.<sup>9</sup>

O Plano de Negócios deve ser capaz de responder claramente questões fundamentais:



1. Qual é o negócio da empresa?
2. Qual é a proposição de valor do produto ou serviço vendido pela empresa?
3. Qual o seu mercado-alvo?
4. Qual é o time gestor do negócio?
5. Qual a infraestrutura necessária para executar o plano de negócios?
6. Qual o retorno financeiro esperado do negócio?

A organização gestora utiliza o plano de negócios, os relatórios financeiros e as projeções e metas financeiras para avaliar se um investimento tem potencial de trazer o retorno esperado pelos investidores.

O tamanho ideal de um Plano de Negócios vai depender da natureza do negócio do empreendedor. Se o conceito do negócio é simples, ele deve ser colocado em poucas palavras; caso se trate de um novo tipo de negócio, ou até mesmo uma nova indústria, um número maior de páginas será necessário. Em geral, eles têm entre 15 e 20 páginas.<sup>10</sup>

A estrutura de um plano de negócios segue os pontos mostrados abaixo:<sup>11</sup>

Capa	A capa é a primeira coisa visualizada por quem lê o Plano de Negócios, e deve, portanto, ser feita de maneira limpa e com as informações necessárias e pertinentes.
Sumário Executivo	É a apresentação inicial de um projeto ou empreendimento e deve comunicar de maneira clara e sucinta as principais diretrizes do negócio e da oportunidade para os potenciais investidores.
Descrição da Empresa	Esta parte deve conter o histórico da empresa, dados do faturamento dos últimos anos, a razão social, impostos, estrutura organizacional, localização, parcerias, serviços terceirizados e outras informações.
Análise Estratégica de Mercado	Nesta parte estabelece-se a situação atual da empresa, a oportunidade de mercado que ela vai explorar, e as metas e objetivos do negócio para explorar a oportunidade de mercado.
Produtos e Serviços	Esta seção deve descrever quais são os produtos e serviços oferecidos pela empresa, incluindo seu ciclo de vida, fatores tecnológicos, pesquisa e desenvolvimento necessária e se há detenção de marca e/ou patente de algum produto.
Mercado e Competidores	Esta seção deve apresentar a segmentação do mercado, as características do consumidor-alvo, análise da concorrência, a sua participação de mercado e a dos principais concorrentes.
Produção ou Prestação dos Serviços	Esta seção se destina à descrição do processo produtivo e/ou de prestação de serviço. Deve haver descrições das instalações, processos, produtividade, etc.
Marketing e Vendas	Esta parte deve apresentar a estratégia de vendas e distribuição do produto/serviço.
Time Executivo	Apresentação do time de gestão e o currículo abreviado de cada membro, com destaque para a experiência profissional passada que seja relevante para oportunidade de investimento.
Demonstrações Financeiras	Devem conter itens como fluxo de caixa, balanço patrimonial, demonstrativo de resultados, ponto de equilíbrio, prazo de retorno sobre investimentos etc.
Necessidade de Capital	A empresa deve apresentar em números todas as ações planejadas e por meio de projeções futuras estimar quando e quanto capital necessitará.
Anexos	Onde estão disponíveis informações adicionais relevantes ao negócio.



O plano de negócios é um documento que tem função persuasiva, portanto é importante para o empreendedor demonstrar entusiasmo e mostrar que acredita em seu negócio.<sup>12</sup> Por outro lado, o plano de negócios deve ser realista e prático a fim de estabelecer credibilidade da oportunidade de investimento.

A seguir, apresentamos um exemplo de Plano de Negócios feito pela equipe vencedora de alunos (1º semestre de 2010) do jogo *The Strategy in the Market Place* (TecTrain Solutions) da disciplina Finanças de Novos Negócios e *Private Equity*, ministrada desde 1999 por Cláudio V. Furtado, professor da FGV-EAESP e diretor executivo do GVcepe. A simulação de negócios *The Strategy in The Market Place* permite que equipes formem uma empresa de base tecnológica, negociem e recebam investimento de *venture capital* após um ano de operação, monitorem a criação de valor e planejem a saída (evento de liquidez) do investimento. Esta disciplina é pioneira no ensino de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil, tendo sido reconhecida pela ABVCAP em 2009 por seus 10 anos de contribuição ao ensino do tema no país. Em mais de 10 anos, a disciplina formou mais de 450 alunos de graduação e pós-graduação na Fundação Getulio Vargas.

### *Business Plan* – GlobalVision

#### 1) Descrição da empresa e do setor de atuação

A GlobalVision será uma empresa de atuação internacional no mercado de computadores que terá como público-alvo clientes corporativos e como missão oferecer para o mercado alvo a melhor combinação custo-benefício para suas necessidades.

Para tanto, a GlobalVision segmentou seu mercado conforme abaixo:

- **CostCutter:** segmento caracterizado pela alta utilização de aplicativos de escritório. Tem alta elasticidade-preço da demanda, constituindo-se no segundo maior segmento do setor;
- **Workhorse:** segmento que valoriza atributos como facilidade de utilização do computador e desempenho. Tem elasticidade-preço da demanda menor que o segmento costcutter e constitui-se no maior segmento do setor;
- **Traveler:** segmento caracterizado por indivíduos que viajam constantemente e buscam em um computador portabilidade. Tem-se ainda que a elasticidade-preço da demanda nesse segmento é baixa, de forma que este é o terceiro maior segmento do setor;
- **Innovator:** segmento que usa o computador para aplicações que demandam maior poder de processamento. A elasticidade-preço da demanda observada nesse segmento é ainda mais baixa que a do segmento Traveler, de forma que esse segmento constitui-se no quarto maior segmento do setor;
- **Mercedes:** segmento que é bastante exigente no que diz respeito aos atributos do computador. É caracterizado ainda por ter a menor elasticidade-preço da demanda do setor.



A GlobalVision visa atender, principalmente, dois segmentos de mercado: Traveler e Innovators. A escolha desses segmentos deve-se a rentabilidade oferecida pelos dois segmentos, principalmente porque são segmentos em que os concorrentes atuam menos, onde não ocorrem guerras de preço. Ainda assim, lançará produtos nos segmentos CostCutter e WorkHorse, que receberão menos recursos por não serem o foco.

Segundo pesquisas de mercado, as maiores concentrações de consumidores do segmento WorkHorse estão localizadas em Londres, Nova York, Los Angeles e Chicago. Já no caso do Traveler, os maiores mercados são Nova York, Los Angeles, Londres e Chicago. No caso do segmento Innovator os maiores mercados são Nova York e Los Angeles. Assim, para criar ganhos de escala e logística, a GlobalVision criará sua fábrica no Brasil e localizará os canais de venda direta, inicialmente, em Nova York, Chicago e Londres. Além disso, criará sites para vendas pela internet em Chicago e Paris.

### **Liderança da empresa**

A estrutura da empresa foi dividida em cinco áreas funcionais mais a Presidência. Conforme descrito abaixo:

#### **a) Presidência**

A Presidência será ocupada pelo Sr. Ricardo Felipe Ferreira Rodrigues, idealizador da empresa e do modelo de mercado que está descrito nesse plano. Os demais cargos foram nomeados por este de acordo com as competências e experiências prévias de trabalho.

#### **b) Marketing**

A vice-presidência de Marketing é responsável pelas análises de produto, preço e promoção. Essa área é também responsável por todas as pesquisas de mercado e será medida principalmente por três indicadores: média de participação de mercado nos mercados-alvo, média da avaliação da marca nos segmentos-alvo e média de avaliação das ações promocionais nos segmentos. Para isso contaremos com a liderança do Sr. Rafael Manzano Cadina, que já trabalha na área de mercadologia em uma empresa tecnologia da informação e que fará parte do corpo executivo da empresa.

#### **c) Vendas**

A vice-presidência de Vendas é responsável pela estratégia de localização da empresa. A área de vendas será responsável pelo plano de expansão geográfica da empresa e pelo desenvolvimento dos canais de venda. Para isso contaremos com a liderança do Sr. Samuel Machado Torres, que também trabalha na área de mercadologia em uma empresa tecnologia da informação e que fará parte do corpo executivo da empresa. As mensuráveis atribuídas a essa área são: média de participação de mercado nos mercados-alvo, lucratividade de cada canal.



d) Recursos Humanos

A vice-presidência de Recursos Humanos é responsável pelo capital humano da empresa. É esta vice-presidência que será responsável pelos planos de remuneração e incentivo de todos os funcionários, com destaque para os vendedores e trabalhadores da fábrica. Esse cargo foi confiado pelo Sr. Presidente à Srta. Lilian Kim. As principais mensuráveis dessa área são: produtividade da força de vendas e produtividade dos trabalhadores da fábrica.

e) Manufatura

A vice-presidência de Manufatura é responsável por toda a operação da empresa. É esta vice-presidência que será responsável pela fabricação dos produtos. As mensuráveis atribuídas a essa área são: rotatividade dos ativos, nível de estocagem, produtividade da fábrica, percentual de atendimento da demanda efetiva. Essa área será liderada pelo Sr. Thiago Perim que tem experiência prévia de trabalho na área de operações em indústria de eletrodomésticos.

f) Finanças

Essa área será responsável pela mensuração do desempenho das demais áreas, bem como da empresa como um todo, além de ser responsável pela captação dos recursos que serão necessários ao negócio. Pela importância da área o Sr. Presidente resolveu assumir a liderança dessa área. As mensuráveis dessa área são: lucro líquido/total ações emitidas, percentual de investimento no futuro em relação a vendas e alavancagem financeira (como medida de risco financeiro).

2) Descrição dos Produtos

A GlobalVision lançará quatro produtos para atender os segmentos-alvo da companhia, sendo a diferença entre eles a tecnologia de *hardware* e *software*. Abaixo, uma tabela-resumo com as principais características:

Linha de Produto				
	CoverPC	PowerPC	iPC	NetPC
Segmento	CostCutter	WorkHorse	Innovators	Traveler
Processador	Médio Desempenho	Alto Desempenho	Alto Desempenho	Alto Desempenho
Hard Drive	Média Capacidade	Extrema Capacidade	Extrema Capacidade	Alta Capacidade
Periférico	Leitor de CD	Leitor de DVD	Leitor de DVD	Leitor de DVD
Aplicativos	MS Office	MS Office; Web Design; Contabilidade	MS Office; Web Design; Estatística; AutoCAD	MS Office
Design	Desktop; Tela de 17"	Desktop; Tela de 19"	Desktop; Tela de 21"	Notebook; Tela de 13"



As três principais diferenças entre as características dos produtos se resumem a processamento e capacidade, número de aplicativos (e para que fim são usados) e tamanho, de forma a atenderem as particularidades e necessidades específicas de cada segmento.

3) O Mercado Potencial

Para estimativas do mercado potencial a GlobalVision fez pesquisas de marketing para determinar o quanto cada região poderia vender em unidades no período de um ano. Além disso, a GlobalVision também estimou que preço médio os consumidores de cada região estavam dispostos a pagar por computadores que suprissem as necessidades destes. Essas duas pesquisas se encontram resumidas nas tabelas abaixo:

Demanda Potencial (1 ano)

	CostCutter	Innovators	Mercedes	Work Horse	Traveler
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353



Price Willing To Pay

	CostCutter	Innovators	Mercedes	Work Horse	Traveler
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353
Beijing	4.229	3.656	2.879	4.877	2.353

Dessa forma, como faz parte da estratégia de expansão da GlobalVision estar presente em todas essas cidades, nos mercados de Innovators e Travelers, a GlobalVision estima um mercado total de 130.470 unidades para o ano, ou R\$ 483.824.493,00.

4) Descrição dos Concorrentes e Estratégias de Diferenciação

O mercado em que a GlobalVision atuará também terá a participação de outras sete concorrentes. Abaixo, uma descrição de cada uma, conforme as informações que tivemos acesso com base nos testes de mercado feitos por todas as empresas:



# Análise dos Investimentos e Alternativas para os Empreendedores

	NewHarbour Partners	Zangrann	Winning	TecnoSolutions	Pineapple	MTEC	CMTM
Segmentos de Atuação	Mercedes e Innovators	Traveler e CostCutter	CostCutter	CostCutter e WorkHorse	Traveler e Innovators	WorkHorse e Traveler	Innovators e Mercedes
% Mercado nos Segmentos de Atuação	38%; 32%	34%; 12%	18%	12%; 13%	17%; 28%	15%; 41%	31% ; 29%
% Mercado Total	15%	11%	6%	9%	25%	14%	12%
Linha de Produtos	Gi9; Work Do	Guinness e Guinness - T	Winn	TecnoFlex ; TecnoTurbo	Mak ; Bob's	M-Power ; M-Fly	Innovate ; EasyWorking
Preço Médio	3663	2529	2225	2550	2869	3400	3312
Capacidade de Produção Instalada	1625 unid./trim.	1625 unid./trim.	3250 unid./trim.	3250 unid./trim.	3250 unid./trim.	3250 unid./trim.	1625 unid./trim.
Praças de Atuação*	EUA; Europa	EUA; Toronto; Londres	Chicago; São Paulo	Canadá	Los Angeles ; Brasil	Chicago ; Brasil; Londres	Chicago ; NY; Brasil; Berlim ; Londres

*\* As empresas que têm atuação num país inteiro são as que disponibilizam Vendas pela Internet para aquela localidade*

Dentre os concorrentes acima, a GlobalVision identificou a NewHarbour Partners, Pineapple, MTEC e CMTM como principais concorrentes, visto que atuam em segmentos de foco da empresa, detém participação de mercado expressiva, marcas bem avaliadas pelos consumidores e variedade de praças de atuação e capacidade instalada. Nos próximos trimestres, essas empresas serão acompanhadas de perto pela Diretoria Executiva, e estratégias de contra-atuação às estratégias impostas por essas companhias terão que ser desenhadas antes de qualquer decisão tomada pela Companhia.

Isso posto, a GlobalVision traçou três estratégias de diferenciação para com esses concorrentes, de forma a trazer Vantagem Competitiva Sustentável:

## 5) Expansão Geográfica

A empresa inicialmente focará em mercados maiores, como Estados Unidos e Europa, que em seis meses devem possuir sites para Venda pela Internet e lojas físicas em todas as grandes cidades americanas e europeias, as seis primeiras da lista abaixo:



Cidade	Receita Potencial
New York	\$ 87.932.920,00
Los Angeles	\$ 80.574.414,00
London	\$ 78.123.473,00
Chicago	\$ 72.921.787,00
Berlin	\$ 64.999.208,00
Rome	\$ 61.117.684,00
Paris	\$ 60.943.910,00
Atlanta	\$ 59.248.565,00
Toronto	\$ 55.500.863,00
Montreal	\$ 47.002.189,00
Sao Paulo	\$ 44.240.249,00
Vancouver	\$ 42.544.790,00
Rio de Janeiro	\$ 41.803.528,00
Shanghai	\$ 40.209.638,00
Calgary	\$ 39.838.246,00
Beijing	\$ 39.298.496,00
Guangzhou	\$ 38.393.192,00
Curitiba	\$ 36.187.047,00
Tianjin	\$ 36.012.197,00
Belo Horizonte	\$ 35.355.326,00

A receita potencial mensurada pela área de Marketing foi dividida nas cidades acima, conforme preço de intenção de compra e número de unidades demandadas. A partir da abertura nas cidades americanas e europeias, a companhia em mais seis meses abrirá lojas no Canadá, Brasil e China (por ordem de prioridade), sendo que o primeiro passo é abrir sites de vendas pela internet nesses três países, visto que tal canal é o diferencial da GlobalVision, que detém, entre as empresas participantes do mercado, a maior margem e penetração por meio desse canal. Além disso, o site é uma forma de atingir consumidores do país inteiro.

### 6) Pesquisa & Desenvolvimento

Tal estratégia tem como objetivo de colocar a empresa na liderança em inovação perante os concorrentes. Dessa forma, já nos primeiros três meses, a GlobalVision investirá 40% da receita no desenvolvimento de novos produtos (na seção projeções financeiras e necessidade de financiamento mais detalhes sobre os gastos), projetando para os meses em seguida no mínimo 10%. Tais investimentos serão usados para desenvolver novos *hardwares* e *softwares* (como processadores, telas de cristal líquido, hard drives e aplicativos) de forma a diferenciar os produtos da GlobalVision dos concorrentes. Os primeiros investimentos serão canalizados para a linha NetPC, com o objetivo de que tal marca atinja mais de 60% de participação de mercado e traga recursos para os investimentos de diferenciação nas outras linhas.



Assim, ao final de 12 meses, a empresa pretende já diferenciar as quatro linhas de produto dos concorrentes.

### 7) Alta Penetração de Mercado

Os objetivos dessa estratégia é avançar sobre quatro dos cinco segmentos traçados pela companhia, de forma a ganhar o máximo possível em participação de mercado, atingir uma receita potencial maior, descobrir segmentos não explorados pelos concorrentes e principalmente evitar o bom desempenho dos concorrentes, reduzindo-os à posições menores. Para tanto, as duas estratégias acima são necessárias, em conjunto com:

- **Aumento da Capacidade e da Produtividade da Fábrica:** de forma a atender a maior demanda do mercado, investirá em aumento da capacidade para em torno de 30 mil unidades por trimestre. Além disso, como a fábrica terá perda de produtividade por conta da fabricação de 4 linhas de produtos, a empresa investirá no mínimo 300 mil em melhorias de produção e redução do tempo de *changeover*;
- **Redução Constante de Preços:** de forma a aproveitar os ganhos de escala advindos da melhor produtividade e aumento de produção, a empresa cortará os preços das quatro linhas de produtos para ou o menor preço do mercado ou abaixo da média, de forma a aumentar ainda mais a participação de mercado e reduzir a margem de manobra da concorrência;
- **Melhor Remuneração do Mercado:** também para atingir maior produtividade na fábrica, além de incentivos para os vendedores; e
- **Maior investimento em Propaganda e Marketing do Mercado:** lançamento de campanhas de Marketing divulgando a empresa líder de tecnologia e com os menores preços, de forma a criar um patrimônio de marca inovadora e que atenda as necessidades dos clientes.

### 8) Previsão de Vendas

Após a estimativa do potencial de mercado a GlobalVision fez um estudo para fixar a meta de participação de mercado. Esse estudo foi centrado na quantidade de competidores e os produtos que esses têm oferecido. Dois dos competidores têm marcas bem estabelecidas e, portanto, são concorrentes diretos da GlobalVision. Os dois concorrentes a que fazemos referência são a Pineapple e a MTEC.

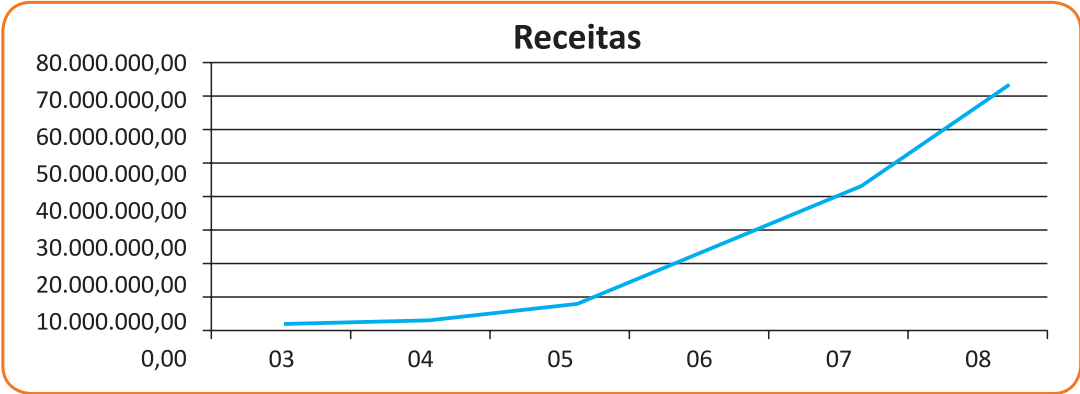
Dada a realização desse estudo, a diretoria executiva traçou uma meta agressiva para a empresa: obter 32% de participação nos dois mercados de forma a chegar a esse número em no máximo um ano e meio. A diretoria chegou a esse número ao entender que essa é uma excelente participação de mercado no mercado ao comparar o setor em que a GlobalVision está atuando com outros setores similares, como o de Eletrodomésticos. Dessa forma a meta de faturamento ficou sendo R\$ 154.823.838 ( $0,32 * R\$ 483.824.493$ ) de faturamento acumulado a ser atingido até o 6º trimestre.



# Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

Trabalhando com base nessa meta o departamento de marketing, com base nas estimativas de capacidade de produção e na curva de aderência de novos produtos do mercado fixou as seguintes metas para os próximos trimestres:

	Trimestre 1	Trimestre 2	Trimestre 3	Trimestre 4	Trimestre 5	Trimestre 6
Receitas	1.156.500,00	2.110.702,00	7.310.000,00	26.948.400,00	43.180.000,00	73.780.000,00
% meta	0,75%	1,36%	4,72%	17,41%	27,89%	47,65%
% meta acumulado	1%	2%	7%	24%	52%	100%



## 9) Projeções Financeiras & Necessidade de Financiamento

Para os trimestres a seguir, a empresa planeja os seguintes resultados, considerando os investimentos e as estratégias acima descritas:

Demonstrativo de Resultados Pro-Forma

	Trl 1	Trl 2	Trl 3	Trl 4	Trl 5	Trl 6
Receitas	-	-	1.157	2.111	7.310	26.948
- Descontos	-	-	30	86	366	1.347
- Custos de Produtos Vendidas	-	-	611	932	2030	7.483
= Margem Bruta	-	-	515	1.092	4.915	18.118
Pesquisa & Desenvolvimento	-	120	150	130	3.000	800
+ Custos de Qualidade	-	-	21	145	342	1.259
+ Propaganda			170	213	230	370
+ Despesas com Vendedores	-	-	257	215	1.102	1.500
+ Despesas com site e Lojas Físicas	-	710	385	855	2080	1.290
+ Pesquisas de Marketing	88	-	46	46	46	445
+ Despesas de Frete	-	-	25	41	143	528
+ Custos de Estocagem	-	-	7	3	13	45
* Depreciação	-	-	25	24	83	306
+ Despesas Propaganda na Web	-	-	152	212	230	370
= Despesas Totais	66	630	1.239	1.889	7.268	6.514
Lucro Operacional	-88	-830	-724	-797	-2.354	11.604

A abertura de novas lojas, o investimento em pesquisa e desenvolvimento e os gastos com expansão da fábrica vão requerer nos próximos 12 meses um total aproximado de 20 milhões. A GlobalVision estima que desse total, 10 milhões, no mínimo, podem ser custeados com a própria geração de caixa da companhia. Para financiar os 10 milhões restantes, a empresa pretende emitir cinco milhões em debêntures privadas de cinco anos de prazo, a taxa de 14% a.a. com pagamentos semestrais, e para o restante, negociará com Fundos de *Private Equity* o aporte (restante) de 5 milhões, por 12% do patrimônio líquido da companhia.

### 4.3.4. Demonstrativos Financeiros: Histórico e Projeções

Os demonstrativos financeiros são relatórios que mostram o histórico financeiro e projeções financeiras da empresa e são uma parte crítica do plano de negócio. As projeções financeiras são importantes para ajudar a determinar a viabilidade do negócio, a velocidade com a qual este deve crescer e a necessidade futura de capital do negócio. Note que as projeções são utilizadas não somente para novos negócios (novas empresas ou novos projetos), mas também para projetar o desempenho futuro de empresas já existentes.

Para um empreendedor, os demonstrativos financeiros são importantes ferramentas de planejamento que ajudam a determinar a viabilidade do negócio e a velocidade com a qual este deve crescer. Por outro lado, para os investidores, os demonstrativos financeiros são essenciais para a análise dos méritos financeiros de uma oportunidade de investimento.<sup>13</sup>

Os demonstrativos financeiros obrigatoriamente devem incluir:

1. Balanço Patrimonial;
2. Demonstrativo de Resultado; e
3. Demonstrativo do Fluxo de Caixa.

O balanço patrimonial apresenta os ativos e passivos do negócio, ou seja, os usos e as fontes dos recursos do negócio; o demonstrativo de resultado do exercício apresenta as receitas e despesas do negócio, assim como o cálculo de lucros ou prejuízos; e o demonstrativo de fluxo de caixa apresenta o cálculo da liquidez e caixa do negócio.<sup>14</sup>

Os demonstrativos financeiros devem ser preparados por profissionais qualificados e, no caso de empresas de maior porte, devem ser auditados a fim de dar maior segurança aos potenciais investidores que estão analisando a oportunidade de investimento. A existência de erros nos demonstrativos financeiros compromete a confiança de potenciais investidores. Alguns dos erros comuns entre os planos de negócios analisados por organizações gestoras de *PE/VC* são:

- Informações incorretas sobre saldo do caixa, valor dos estoques das mercadorias, valor das contas a receber, valor das contas a pagar, volume das despesas fixas ou financeiras etc. Isso ocorre porque muitos gestores não fazem o registro adequado das transações realizadas;



- Desconhecimento se a empresa está tendo lucro, ou não, em suas atividades operacionais, porque não elaboram o demonstrativo de resultados; e
- Imprecisão do volume e a origem dos recebimentos, e o volume e destino dos pagamentos decorrentes da falta de elaboração do demonstrativo financeiro do fluxo de caixa.

### 4.4. Análise da Oportunidade de Investimento

Ponto essencial do ciclo de *PE/VC*, a análise da oportunidade de investimento pelas organizações gestoras conta com alguns aspectos que os empreendedores devem ter em mente. Uma boa equipe e um produto/serviço diferenciado com grande potencial de aceitação do público são extremamente atraentes. A seguir, são explicados alguns desses aspectos.

#### 4.4.1. Equipe

Um dos aspectos fundamentais da análise da oportunidade de um investimento é identificar a equipe de pessoas-chave do negócio. O sucesso econômico do negócio vem por meio do talento, energia e comprometimento deste time. É evidente a importância da equipe em um empreendimento, pois pode fazer toda a diferença quando se trata de investimentos de risco. Há uma forte ligação entre o potencial crescimento de um novo empreendimento de risco e a qualidade da sua equipe de gestão. Um time bem estruturado diminui os riscos de um investimento e fornece maior segurança aos investidores, além de criar maior valor à empresa. Por isso, um negócio que possui uma equipe de qualidade e bem organizada é bem visto na indústria de *PE/VC*.

Os empreendimentos que não possuem boas equipes não estão necessariamente predestinadas ao fracasso. No entanto, a construção de um negócio sem uma equipe de qualidade apresenta um risco muito maior para um eventual fracasso. Para que o empreendimento seja mais atraente para investimentos, não é necessário apenas possuir uma equipe, e sim possuir uma equipe de qualidade.<sup>15</sup>

#### 4.4.2. Tecnologia e Produto

Para que um negócio seja bem sucedido no longo prazo é fundamental que desenvolva uma tecnologia, um produto, ou serviço claramente diferenciado e que atenda as necessidades de seu clientes de forma superior às alternativas disponíveis no mercado. A diferenciação do produto pode ocorrer basicamente de duas formas:

- a) Proposta de valor superior: a diferenciação se dá por meio dos benefícios proporcionados ao cliente consumidor do produto ou usuário do serviço; neste caso, o preço cobrado torna-se secundário na mente do cliente, pois este está focado no valor tangível e intangível que recebe;
- b) Redução de custo: a diferenciação é focada na redução do custo do produto ou serviço, a fim de atender a demanda dos clientes com um preço final menor que a concorrência ou com margens de lucro maiores do que a concorrência. Exemplos envolvem otimização de processos produtivos, fazendo com que o preço do produto seja reduzido.

Em ambas as formas de diferenciação, a inovação pode ser um catalisador para a diferenciação de um produto ou serviço. A inovação é vista como ondas de “destruição criativa” que reestruturam todo o mercado em favor daqueles que se adaptam às discontinuidades do mercado rapidamente.<sup>16</sup> A inovação passa a ser fundamental para a sobrevivência do negócio; há diversas formas pelas quais a inovação pode ocorrer, dentre as quais: a tecnologia (ex. Akwan, empresa brasileira de tecnologia de busca investida por PE/VC e posteriormente vendida para o Google), a redução de custos na cadeia produtiva ou de prestação de serviços (ex. Gol, empresa brasileira de linhas aéreas investida por PE/VC que, posteriormente, fez a abertura de capital na bolsa de valores) e inovação dos canais de distribuição (Submarino, empresa brasileira de loja de livros e CDs online investida por PE/VC que teve seu capital aberto na bolsa de valores).

### 4.4.2.1. Lei da Inovação e Lei do Bem

A Lei de Inovação possui três principais vertentes: permite que existam alianças estratégicas entre universidades, institutos tecnológicos e empresas; permite as Instituições de Ciência e Tecnologia (ICT) celebrar contratos de transferência de tecnologia, de licenciamento de patentes e de consultoria com as empresas; fornecer recursos para as empresas brasileiras envolvidas nas atividades de pesquisa e desenvolvimento. O grande objetivo desse marco legal é ampliar e agilizar a transferência do conhecimento gerado no ambiente acadêmico para as empresas.<sup>17</sup>

A Lei do Bem é a consolidação de diversas Leis de incentivos fiscais para as empresas que realizam pesquisa tecnológica e desenvolvimento de inovação tecnológica. Dentre os incentivos estão: deduções de Imposto de Renda e Contribuição sobre o Lucro Líquido de investimentos efetuados em atividades de pesquisa e desenvolvimento, depreciação acelerada desses bens, amortização acelerada de bens intangíveis, entre outros.<sup>18</sup>

### 4.4.3. Mercado: Demanda, Competição e Escala

Toda análise de uma oportunidade de investimento exige uma verificação detalhada do mercado potencial sob as perspectivas de demanda, existência de competição e potencial de crescimento (escala).



O primeiro item da análise observa se há demanda atual e futura pelo produto ou serviço oferecido, o volume de demanda atual e projeção de seu crescimento ao longo do tempo. Este estudo de demanda deve apresentar claramente as premissas utilizadas para preço, canais de distribuição, condições de pagamento, etc.

A análise de mercado estuda detalhadamente os competidores existentes e estabelecidos, detalhando sua capacidade de reação e sua saúde financeira. Um bom estudo de mercado deve detectar também a emergência de novos competidores, sejam eles novas empresas emergentes ou grandes empresas entrando em um novo mercado. Empreendedores tendem a subestimar a capacidade de seus concorrentes e, em alguns casos, correm riscos desnecessários tentando enfrentar de igual para igual concorrentes melhor preparados. Ao analisar a presença de concorrentes em um dado mercado, os investidores querem assegurar-se que a empresa que está buscando investimento saiba explorar suas forças e as fraquezas de seus concorrentes e que a empresa não corra riscos desnecessários.

O potencial de crescimento do mercado e a extensão do alcance do produto são conhecidos como a escala do mercado. O potencial de crescimento de mercados em rápida expansão permite que pequenas empresas emergentes consigam competir com concorrentes maiores e mais estabelecidos. Um exemplo disso é a empresa Submarino.com na venda de livros online, quando passou a competir com a Livraria Saraiva e a Livraria Siciliano na venda de livros por meio das lojas. A Submarino.com atendeu uma necessidade do mercado (comprar livros pela Internet) que ainda não estava sendo devidamente suprida, fato que ocorreu não só pela visão da oportunidade de negócio pela Submarino.com, como também pela existência, no Brasil, de um grande mercado em rápida expansão para este tipo de produto. A extensão do alcance do produto também é destacável: no caso da Submarino.com, por se basear em serviços *on-line*, os produtos estavam ao alcance de um grande mercado.

### 4.4.4. Modelo de Negócio e Necessidade de Financiamento

Os gestores de veículos de investimento analisam uma oportunidade de investimento sob a perspectiva financeira e procuram modelos de negócios que apresentam margens *EBITDA*<sup>19</sup>, Lucro Operacional após Impostos, Lucro Líquido e *EVA*<sup>20</sup> saudáveis e sustentáveis ao longo do tempo, e adicionalmente apresentam projeção de Fluxo de Caixa positivo para que a empresa possa financiar seu crescimento. É importante destacar, principalmente para empresas emergentes, que projeções compatíveis com a realidade são requisitadas, pois empreendedores que fantasiam os números imediatamente perdem credibilidade com os gestores. Também é necessário que se tenha investimento em Ativos Fixos compatíveis com as expectativas de retorno do investimento no negócio e que os modelos apresentem oportunidades de desinvestimentos realistas e tenham bom gerenciamento de riscos.

### 4.5. Alternativas de Financiamento (além do PE/VC)

O empreendedor também tem poder de escolha sobre a fonte de capitalização de seu negócio e deve sentir-se confortável com a estratégia de investimento e filosofia de agregação de valor de sua fonte de capital antes de decidir se aceita ou não o aporte de capital. Além das organizações gestoras de PE/VC, existem diversas fontes alternativas de financiamento para negócios emergentes no Brasil.

#### 4.5.1. Bootstrapping

*Bootstrapping* significa, basicamente, crescer com a própria rentabilidade. Essa alternativa utiliza o mínimo de capital externo possível para financiar o negócio, ou seja, depende do seu sucesso para obter continuidade no negócio. A empresa é financiada com recursos dos próprios sócios e recursos gerados pela sua atividade. Essa modalidade se adéqua a empresas com um baixo custo fixo, em geral, que demandam menos de R\$ 20.000,00 de capital inicial.

**Vantagens:** O empreendedor tem total controle sobre o negócio; operações mal sucedidas tem resposta imediata; e não é necessário o desenvolvimento de relatórios complexos com análise aprofundada exigidos pelos investidores.

**Desvantagens:** Não é adequado para empresas que necessitam um volumoso investimento inicial e pode limitar a capacidade de contratar um time de alta qualidade.<sup>21</sup>

#### 4.5.2. Dinheiro dos Sócios

O dinheiro dos sócios também é uma alternativa de financiamento viável e muito segura, afinal não envolve qualquer tipo de dívida e, conseqüentemente, garantias ou participação acionária de terceiros. Esse tipo de financiamento se adéqua muito bem a negócios que não exigem um grande investimento inicial e/ou que não possuem garantias formais, como inúmeros projetos cuja plataforma é a Web 2.0.

#### 4.5.3. Amigos e Família

Essa modalidade se adéqua a novos negócios que ainda não apresentam capacidade de captar recursos por outras fontes de financiamento, dependendo exclusivamente da rede de contatos pessoais do empreendedor. A faixa do financiamento é extremamente variável, mas não é considerado um forte propulsor para empreendimentos.

**Vantagens:** O tempo de busca de financiamento é menor e a cobrança por parte dos investidores também é reduzida.



**Desvantagens:** Pode prejudicar as relações pessoais entre o investidor e o empreendedor se o negócio falhar. Adicionalmente, muitas vezes o investidor não tem a experiência necessária para o desenvolvimento do negócio e não tem capacidade para fornecer um financiamento adicional no futuro.<sup>22</sup>

### 4.5.4. Órgãos de Fomento

Órgãos de Fomento são instituições que apóiam a inovação e o desenvolvimento de empresas que prezam por pesquisas e métodos inovadores. Porém, apesar da aparente utilidade dessas entidades, muitas empresas ainda não têm conhecimento das funções desses órgãos ou não sabem da existência dessas entidades. Já as poucas que sabem e fazem uso deles estão utilizando-os de maneira desarticulada e não têm muita clareza sobre para que servem alguns desses mecanismos.<sup>23</sup>

Para conseguir o apoio dessas instituições, o empreendedor deve entrar em contato com algum órgão de fomento e especificar sua necessidade. Ou seja, o empreendedor deve apresentar seu negócio (ou sua ideia) a um representante desses órgãos e estar de acordo com as proposições do órgão de fomento. Cada organização tem suas especificidades e suas diretrizes de seleção de investimentos.

Alguns dos órgãos de fomento no Brasil são: Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (FAPESP), Fundação de Amparo à Ciência do Estado de Minas Gerais (FAPEMIG), Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado do Rio de Janeiro (FAPERJ) e Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado da Bahia (FAPESB). E também há outros órgãos federais: Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) e Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP).

#### 4.5.4.1. Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP)

A FINEP é uma empresa pública vinculada ao Ministério da Ciência e Tecnologia (MCT) que atua em toda a cadeia da inovação, com foco em ações estratégicas, estruturantes e de impacto para o desenvolvimento sustentável do Brasil. Ela procura financiar todo o sistema de Ciência, Tecnologia & Inovação, combinando recursos reembolsáveis e não-reembolsáveis, assim como outros instrumentos, tendo um grande poder de indução de atividades de inovação, essenciais para o aumento da competitividade do setor empresarial.

A FINEP atua junto a empresas e instituições que investem na pesquisa e desenvolvimento de novos produtos e processos na busca da inovação e da liderança tecnológica. Estão aptos a se candidatar ao apoio da FINEP: universidades; instituições de ensino e pesquisa; institutos e centros de pesquisa tecnológica; empresas nascentes de base tecnológica; incubadoras de empresas de base tecnológica; parques tecnológicos; pequenas, médias e grandes empresas; e demais organizações não-governamentais.<sup>24</sup>

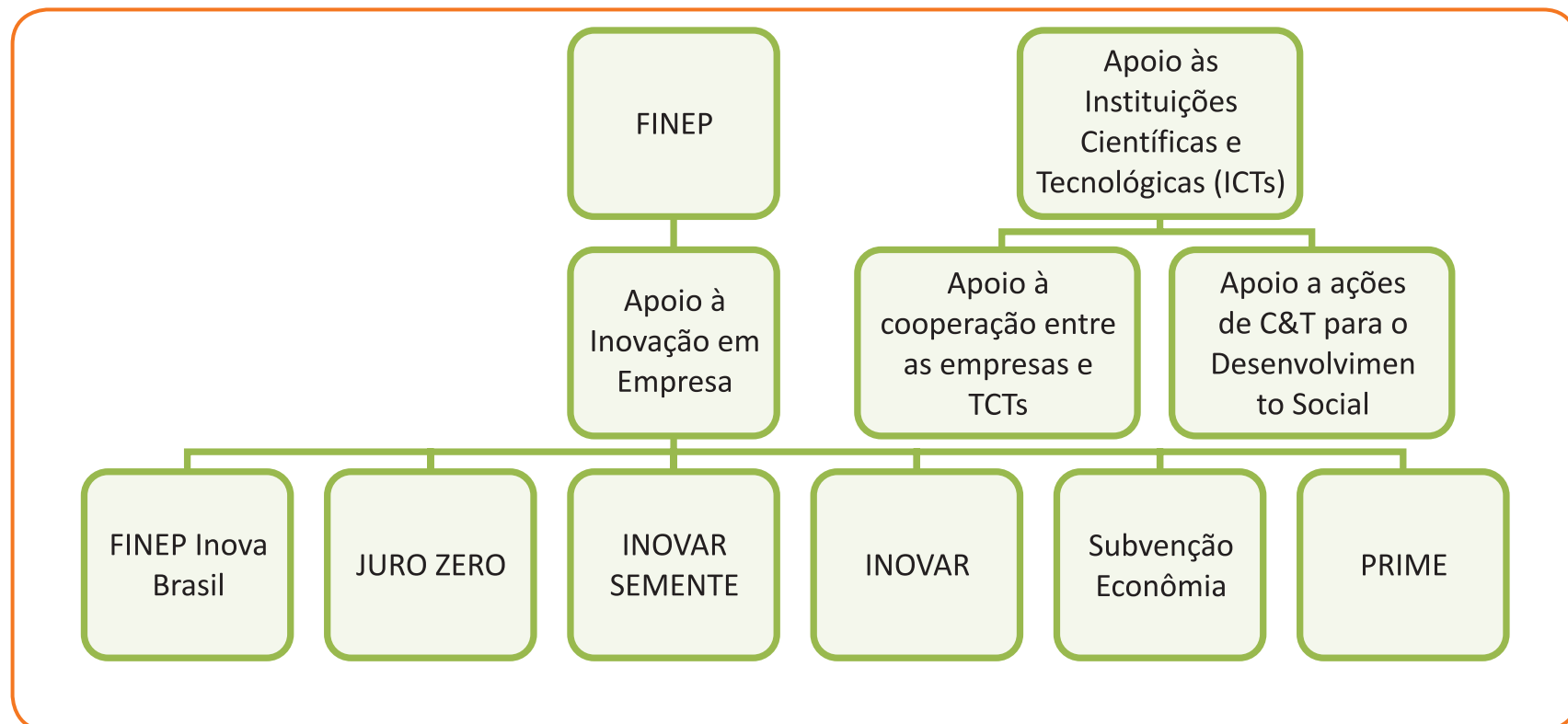


Figura 4.2 – Áreas de Atuação de FINEP – Financiadora de Estudos e Projetos

Fonte: FINEP – Financiadora de Estudos e Projetos<sup>25</sup>

Conforme a Figura 4.1, as atividades da FINEP cobrem toda a cadeia brasileira de inovação. Serão detalhados, a seguir, dois programas de apoio à inovação em empresas.<sup>25</sup>

O programa Juro Zero é voltado para micro e pequenas empresas inovadoras (faturamento anual inferior a R\$ 10,5 milhões), oferecendo financiamentos de R\$ 100 mil a R\$ 900 mil corrigidos pelo IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) para pagamento em 100 parcelas, sem carência. Para facilitar o processo de contratação do empréstimo, a FINEP qualificou alguns parceiros estratégicos para auxiliá-la a operar o programa. Como não são exigidas garantias reais, esse programa é ideal para novas empresas.

Em parceria com o Fumin/BID, em 1999, a FINEP iniciou a criação do projeto INOVAR, cujo objetivo é o de apoiar o desenvolver de empresas inovadoras por meio de um projeto estruturado de *Venture Capital*. Tal programa possui dois estágios, O INOVAR I e o INOVAR II. O primeiro nasceu em 2000, e dentre os seus feitos vale ressaltar a participação na criação da ABVCAP, a criação de vários fóruns com o intuito de aproximar investidores e empresas, e o trabalho em conjunto tanto com fundos de pensão quanto com agentes de fomento a fim de realizar investimentos em fundos. O INOVAR II teve o seu princípio em julho de 2008. O objetivo deste, por vez, era o de fomentar ações para fortalecer a indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*, além de, colaborar para a criação de uma indústria de capital semente no Brasil.



### 4.5.4.2. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)

O BNDES é uma empresa pública ligada ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC) com o objetivo de financiar projetos que incluem as dimensões regional, social e ambiental. Atualmente é o principal instrumento de financiamento de longo prazo para a realização de investimentos da economia brasileira. A entidade atua no fortalecimento da estrutura de capital das empresas privadas e também aloca recursos não reembolsáveis para projetos que promovam o desenvolvimento tecnológico, social e cultural. Seu apoio também se dá por meio de financiamentos para a aquisição de equipamentos e exportação de bens e serviços.

- a) Linha Capital Inovador: Essa linha objetiva apoiar empresas inovadoras no desenvolvimento de capacidade empreendedora, investindo em capitais tangíveis e intangíveis segundo o modelo de Plano de Investimento em Inovação (PII). O aporte de capital vai de R\$ 1 milhão à R\$ 200 milhões por grupo econômico. Não existe limite para o nível de participação do banco e o financiamento deve ser pago em até 12 anos a uma taxa de juros igual a TJLP + Remuneração básica do BNDES (0,0% a.a.) + Taxa de risco de crédito (até 3,57% a.a.).
- b) Linha Inovação Tecnológica: Objetiva fomentar o desenvolvimento de produtos ou processos que envolvam risco tecnológico e oportunidades de mercado, desde que apresentem inovação de natureza tecnológica. O valor mínimo de financiamento é de R\$ 1 milhão a uma taxa de juros de 4,5% a.a. amortizáveis em até 14 anos. Para financiamentos inferiores a R\$ 10 milhões, não são exigidas garantias.
- c) Cartão BNDES para Inovação: um meio de financiamento de investimentos para micros, pequenas e médias empresas (MPMEs) fornecido pelo BNDES é o Cartão BNDES, que se assemelha muito ao funcionamento de um cartão de crédito. As MPMEs que podem se utilizar de tal assistência são as que possuem um faturamento bruto anual de até R\$ 90 milhões, possuem sede no país, exercem um trabalho econômica de acordo com as Políticas Operacionais e de Crédito do BNDES e que estejam em dia com o INSS, FGTS, RAIS e tributos federais. As compras com o cartão só podem ser realizadas no Portal de Operações do BNDES, todos os itens estão expostos no Catálogo de Produtos, são mais de 125 mil produtos oferecidos. As unidades de emissão do Cartão são: O Bradesco, o Banco do Brasil, a Caixa Econômica Federal, o Banco Nossa Caixa e o Banrisul. Existem três condições financeiras para a obtenção desta assistência de crédito: uma primeira que limita o crédito de até R\$ 1 milhão por cartão, por banco emissor, a segunda condição é de que os parcelamentos devem variar entre 3 e 18 meses, e por fim se faz necessário uma taxa de juros pré-fixada, que é informada na página inicial do Portal. Como vantagens deste cartão é a existência de um crédito rotativo pré-aprovado, o fato de as prestações serem fixas e iguais, além de as taxas de juros serem extremamente atrativas.<sup>26</sup>

As outras linhas de financiamento do BNDES são direcionadas para setores específicos ou fogem do foco do curso, por isso não serão detalhadas nesse material.<sup>27</sup> O banco, por meio do seu braço em

participações, BNDESpar, é um dos mais importantes participantes da indústria, investindo em vários veículos de investimento de *PE/VC* no Brasil.

### 4.5.4.3. Fundações de Amparo à Pesquisa (FAPs)

As Fundações de Amparo à Pesquisa (FAPs) têm como finalidade colaborar, com os meios adequados, com o desenvolvimento de pesquisas das mais diversas áreas, promover a divulgação de conhecimentos tecnológicos, técnicos e científicos, auxiliar em bolsas de estudos e financiamentos para o desenvolvimento de pesquisas e estudos de diversas áreas.

O financiamento de bolsas de estudos se dá tanto para estudantes de graduação, por meio de bolsas de iniciação científica, quanto para estudantes de pós-graduação, mestrado, doutorado e pós-doutorado. As requisições são avaliadas não apenas em relação ao mérito científico ou tecnológico mas também pela sua adequação ou não às normas e critérios de prioridade das FAPs.

Dentre as agências que se destacam vale ressaltar a Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo, que é uma das principais entidades de financiamento à pesquisa científica e tecnológica do país, a qual possui autonomia garantida por lei.

### 4.5.4.4. Financiamento Não-Reembolsável

O financiamento não-reembolsável é um recurso financeiro sem a obrigação de retornar o capital e consiste em capital concedido a instituições públicas ou organizações privadas sem fins lucrativos para promover a realização de projeto de pesquisa científica/tecnológica ou de inovação e a realização de estudos, eventos e seminários voltados ao intercâmbio de conhecimento entre pesquisadores. No Brasil, as grandes fontes de financiamento não-reembolsável são a FINEP e o BNDES.<sup>29</sup>

### 4.5.5. Dívida Bancária Tradicional

O financiamento por meio de dívida bancária tradicional é uma das maneiras mais comuns de financiamento à qual as empresas recorrem. Para as empresas que se encontram em situações compatíveis com o aporte de *Venture Capital*, ou seja, geralmente pequenas empresas emergentes, o acesso a capital financiado por bancos tradicionais é dificultado por causa dos altos riscos envolvidos nos investimentos em empresas em estágio inicial e a falta de garantias reais. Isto dificulta a negociação da empresa com os bancos, pois as análises de crédito são feitas por bancos comerciais e são embasadas no histórico financeiro da empresa solicitante e não no potencial de crescimento do negócio.



# Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

Quadro 4.2 – Comparativo entre a fonte de financiamento tradicional e o *PE/VC*

	Dívida Bancária ( <i>Debt</i> )	Participação Acionária ( <i>Equity</i> )
Limite de Crédito	Faturamento pregresso e evolução das contas de resultado e patrimoniais da empresa	Projeções de geração de caixa do negócio nos próximos anos
Garantias Exigidas	Garantias reais, avais ou fianças	Plano de negócios consistente
Custo do Capital	Previamente definidos (taxas de juros pré ou pós-fixadas)	Compartilhamento dos resultados da empresa com o investidor
Taxa de Retorno Requerida	Taxas de retorno moderadas. Normalmente gira em torno de $R_f$ (taxa livre de risco) + <i>spread</i> de acordo com o risco do negócio	Taxas de retorno altas. O investidor exige um plano de negócios bem estruturado e metas ousadas e consistentes
Intervenção do Financiador da Empresa na Gestão	Não intervém na gestão	Normalmente participa ativamente da gestão da empresa
Saída do Financiador	Após o final do prazo contratualmente estipulado ou renovação da operação	Por volta de sete anos

Fonte: ABDI, 30

## 4.5.6. Debêntures

Debêntures são valores mobiliários representativos de dívida de médio e longo prazos que asseguram a seus detentores (debenturistas) direito de crédito contra a companhia emissora. A captação de recursos no mercado de capitais, via emissão de debêntures, pode ser feita por Sociedade por Ações (as chamadas S.A.), de capital fechado ou aberto. Entretanto, somente as companhias abertas, com registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), podem efetuar emissões públicas de debêntures. A possibilidade de a emissora determinar o fluxo de amortizações e as formas de remuneração dos títulos é o principal atrativo das debêntures. Essa flexibilidade permite que as parcelas de amortização e as condições de remuneração se ajustem ao fluxo de caixa da companhia.

É importante ressaltar que a emissão de debêntures normalmente é mais viável para empresas de maior porte e cujo negócio seja previsível a ponto de proporcionar uma segurança maior para o debenturista. Desta forma, empresas emergentes normalmente não possuem a opção de emissão de debêntures. Entretanto, o BN-DESpar quebrou esse paradigma e estabeleceu um importante padrão na indústria de *PE/VC* ao passar a estruturar parte de seus investimentos diretos em empresas emergentes como debêntures privadas conversíveis.

## 4.5.7. BOVESPA MAIS

O BOVESPA MAIS é um programa da BM&FBovespa voltado para as empresas que se interessam em entrar gradualmente no mercado de capitais e que buscam crescer utilizando o mercado acionário como importante fonte de recursos. As empresas que optam por aderir ao regulamento de

listagem do BOVESPA MAIS procuram investidores com visão de médio e longo prazos cuja preocupação com o retorno potencial é maior que a necessidade de liquidez. Esse programa possui três principais diretrizes: 1) Elevados padrões de governança corporativa; 2) Dar liquidez as ações das empresas que aderem ao programa; e 3) Postura pró-ativa das empresas listadas na busca de novos investidores.<sup>31</sup>

### 4.5.8. Parcerias Estratégicas

As parcerias estratégicas englobam praticamente todos os tipos de financiamento mencionados acima, já que são alianças que o empreendedor faz para alavancar o seu negócio e criar mais valor a sua empresa. Uma abordagem possível para algumas parcerias estratégicas é a chamada *joint venture*, o qual se refere à união de duas ou mais empresas com o intuito de juntas explorarem oportunidades de negócios.

**Vantagens:** A empresa tem acesso aos recursos e tecnologia das outras partes envolvidas e há potencial ganho de escala e eficiência, por meio de sinergias entre as empresas.

**Desvantagens:** O parceiro estratégico tem acesso aos recursos e à tecnologia da sua empresa e o processo decisório é compartilhado entre os parceiros. Outras desvantagens são: ineficiências operacionais (mais tempo e recursos para iniciar), potenciais conflitos de interesse em contratos, dificuldade no relacionamento e necessidade de melhor coordenação e comunicação entre as partes.

#### Exercícios de Verificação de Leitura

1. Quais são as ferramentas para apresentação do negócio e captação de recursos financeiros mais comuns utilizadas pelos empreendedores? Explique-as.
2. Qual o objetivo do empreendedor ao construir um Plano de Negócios? Como isso pode ajudar na gestão do seu negócio?
3. Qual a estrutura de um Plano de Negócios tradicional? Quais são os principais assuntos que você deve abordar?
4. O gestor dá atenção a inúmeros aspectos da empresa analisada para o investimento. Cite e explique alguns pontos da análise da oportunidade de investimento.
5. Caso seu negócio tenha recebido uma resposta negativa das organizações gestoras de PE/VC, quais são as suas alternativas de financiamento? Quais são as vantagens e desvantagens de cada uma?



## REFERÊNCIAS

- <sup>1</sup> DE CARVALHO, Antônio Gledson; RIBEIRO, Leonardo e FURTADO, Cláudio. 2005. "A Indústria de Private Equity e Venture Capital – Primeiro Censo Brasileiro". Editora Saraiva. São Paulo.
- <sup>2</sup> Para se ter maiores informações sobre o PRI, acessar o seguinte link: <http://www.unpr1.org/>
- <sup>3</sup> Disponível em: [http://vcexperts.com/vce/library/encyclopedia/glossary\\_view.asp?glossary\\_id=38](http://vcexperts.com/vce/library/encyclopedia/glossary_view.asp?glossary_id=38). Acessado em 18 de Janeiro de 2010.
- <sup>4</sup> Disponível em: <http://www.techcoastangels.com/Public/content.aspx?ID=EA6BF3BF-964F-11D4-AD7900A0C95C1653>. Acessado em 23 de Janeiro de 2010.
- <sup>5</sup> Disponível em: <http://blogs.wsj.com/venturecapital/2010/01/11/how-to-pitch-a-venture-capitalist-on-a-napkin/>. Acessado em 22 de Janeiro de 2010.
- <sup>6</sup> Disponível em: [http://www.universia.com.br/santandereducacao/empreendedorismo/doc/sumario\\_executivo.doc](http://www.universia.com.br/santandereducacao/empreendedorismo/doc/sumario_executivo.doc). Acessado em 22 de Janeiro de 2010.
- <sup>7</sup> World of Good Executive Summary – para mais informações buscar o site: [www.worldofgood.com](http://www.worldofgood.com)
- <sup>8</sup> <http://www.dfjfrontier.com/cgi-portfolio/artman/publish/worldofgood.shtml>
- <sup>9</sup> BONOMI, Cláudio e MALVESSI, Oscar. 2002. "Projec Finance no Brasil: Fundamentos e Estudo de Casos". Atlas.
- <sup>10</sup> PIERCE, Corey J. 2007. "The Art and Science of Obtaining Venture or Angel Investor Capital"
- <sup>11</sup> PIERCE, Corey J. 2007. "The Art and Science of Obtaining Venture or Angel Investor Capital"
- <sup>12</sup> Para mais informações acesse: <http://www.josedornelas.com.br/wp-content/uploads/2009/09/emp41.ppt>. Acessado em 20 de Janeiro de 2010.
- <sup>13</sup> Disponível em: [www.incubadorarevap.com.br/download/plano\\_neg\\_estrutura.doc](http://www.incubadorarevap.com.br/download/plano_neg_estrutura.doc). Acessado 26 de Janeiro de 2010.
- <sup>14</sup> Alguns exemplos de demonstrativos podem ser encontrados no link: <http://www.digitalworktools.com/pro-forma-financial-statements.php>.
- <sup>15</sup> Disponível em: [http://www.ehow.com/about\\_5032944\\_pro-forma-financial-statement.html](http://www.ehow.com/about_5032944_pro-forma-financial-statement.html). Acessado em 23 de Janeiro de 2010.
- <sup>16</sup> TIMMONS, Jeffrey e SPINELLI, Stephen. 2004. "New Venture Creation: Entrepreneurship for the 21st Century". Boston: Irwin McGraw Hill, 6ª edição.
- <sup>17</sup> Disponível em: <http://innovationzen.com/blog/2006/07/29/innovation-management-theory-part-1/>. Acessado em 23 de Janeiro de 2010.
- <sup>18</sup> Site institucional do Ministério da Ciência e Tecnologia <<http://www.mct.gov.br/index.php/content/view/8477.html>>
- <sup>19</sup> Site Institucional do Ministério da Ciência e Tecnologia <<http://www.mct.gov.br/index.php/content/view/8586.html>>
- <sup>20</sup> Do inglês Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. Em português LAJIDA – Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização.
- <sup>21</sup> Economic Value Added.
- <sup>22</sup> HIGGINS, Robert. 2001. "Sources of Financing Tool Kit". Required Curriculum, Term I1. Winter. Harvard Business School.
- <sup>23</sup> HIGGINS, Robert. 2001. "Sources of Financing Tool Kit". Required Curriculum, Term I1. Winter. Harvard Business School.
- <sup>24</sup> Associação Nacional de Pesquisa e Desenvolvimento das Empresas Inovadoras (ANPEI). Disponível em <http://www.anpe1.org.br>. Acessado em 24 de janeiro de 2010.
- <sup>25</sup> [19] FORTUNA, E. Mercado financeiro: produtos e serviços. Editora Qualitymark, 16ª edição, Rio de Janeiro, 2005
- <sup>26</sup> Disponível em: <http://www.finep.gov.br>. Acessado em 23 de janeiro de 2010.
- <sup>27</sup> Para mais informações, acesse: [http://www.finep.gov.br/programas/programas\\_in1.asp](http://www.finep.gov.br/programas/programas_in1.asp)
- <sup>28</sup> Para maiores informações sobre o cartão BNDES, acesse o link: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/Apoio\\_Financeiro/Produtos/Cartao\\_BNDES/index.html](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Produtos/Cartao_BNDES/index.html)>.
- <sup>29</sup> Para maiores informações, acesse o link <http://www.bndes.gov.br> e consulte todas as linhas de financiamento operadas pela instituição
- <sup>30</sup> Para mais informações a respeito de financiamento não-reembolsável, acesse: [http://www.finep.gov.br/como\\_obter\\_financiamento/modalidades\\_de\\_financiamento.asp#nao\\_reemb](http://www.finep.gov.br/como_obter_financiamento/modalidades_de_financiamento.asp#nao_reemb) e também [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Areas\\_de\\_Atualizacao/Cultura/Procult/nao\\_reembolsavel.html](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Areas_de_Atualizacao/Cultura/Procult/nao_reembolsavel.html).
- <sup>31</sup> Quadro enviado pelo Sr. Cássio Rabello, especialista em projetos da ABDI – Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial.
- <sup>32</sup> BM&FBOVESPA. BOVESPA MAIS: pavimentando o caminho das futuras blue chips do mercado acionário, 2009.



# Capítulo 5

## Processo de Investimento e Aspectos Contratuais

Autores: Ariel Almeida, Caio Ramalho, Filipe Mattos, João Victor de Souza,  
Marcelo Kneese, Paula Nagle dos Reis, Paulo de Rezende e Rodrigo Lara







### 5.1. Introdução

Este capítulo apresenta o fluxo de negociações entre o empreendedor e a organização gestora do veículo de investimento, bem como os aspectos contratuais envolvidos nesta etapa do ciclo de financiamento. É necessário compreender que o período de pré-investimento é uma negociação constante, e não necessariamente ocorre em uma ordem pré-definida. Para fins didáticos, entretanto, este capítulo retrata um processo de investimento como uma sequência de eventos: Negociação Preliminar – Compromisso Não Vinculante (*Term Sheet*) – *Due Diligence* – Ajustes Decorrentes da *Due Diligence* – Fechamento do Negócio. Além disso, este livro apresenta no Anexo 3 os aspectos fiscais gerais de empresas no Brasil, produzido por Giancarlo Matarazzo e Tiago Rocha de Pinheiro Neto Advogados, que resume de forma clara e simplificada o ambiente legal que o empreendedor brasileiro precisa conhecer.

### 5.2. Negociação Preliminar

Após as primeiras reuniões de apresentação do plano de negócios ou memorando de informações pelos empreendedores ou intermediários, a organização gestora pode demorar a retomar a discussão com o empreendedor. Muitas vezes isso ocorre por motivos como: as organizações gestoras têm outros planos de negócio em análise, estão fazendo pesquisas preliminares sobre o negócio, seus profissionais estão viajando etc. É importante saber que uma eventual demora não demonstra necessariamente falta de interesse por parte dos investidores. Portanto, é preciso ser paciente após as primeiras reuniões.

Ao iniciar a negociação preliminar, a organização gestora demonstra possuir um interesse concreto na oportunidade de investimento. Nesta etapa o empreendedor e a organização gestora negociam os termos de referência que embasarão o resto do processo até os acordos finais, incluindo o valor do negócio (*valuation*), os termos e condições do investimento (incluindo eventual *earn out*<sup>1</sup>), mecanismos e instrumentos que permeiarão a relação societária e a saída do negócio.

Um grande diferencial competitivo que os empreendedores podem oferecer para atrair a atenção das organizações gestoras de PE/VC, é ter demonstrações financeiras auditadas ou apresentar um relatório de *vendor due diligence*, que serve para antecipar eventuais dúvidas ou questões que os investidores poderiam ter, demonstrando que a empresa está preparada para receber investimentos e que não há “surpresas”. Adicionalmente, desde o início da negociação preliminar é importante o empreendedor avaliar a hipótese de contratar um assessor (intermediário) com experiência em negociações e avaliações para, de certa forma, “equalizar as forças” entre as duas partes da negociação. Isso, inclusive, permite o



empreendedor focar suas atenções no dia a dia da operação do seu negócio, manter uma análise “fria” de posições negociais (análise do valor da empresa e negociação), ser poupado para momentos-chave da negociação, evitar exposição ao escalão intermediário, obter opções de concretização do negócio (soluções alternativas) e evitar desgaste entre futuros sócios.

Há dois pontos muito importantes para os quais o empreendedor precisa atentar na negociação e eventos legais subsequentes: clareza e sinceridade desde o início da negociação e auxílio profissional.

O primeiro tópico se refere ao fato do empreendedor ser franco com a organização gestora no que diz respeito a como ele remunera seus funcionários, PJ (Pessoa Jurídica) ou CLT (Consolidação das Leis do Trabalho), qual o grau de endividamento da empresa e qual o tamanho do passivo trabalhista, dentre outras coisas. Ter uma atitude dessas agiliza o processo de negociação, pois, caso o empreendedor não seja franco com o gestor, as pendências da empresa virão à tona no processo de *due diligence*, em um momento mais avançado da negociação. Isso fará com que vários termos de contrato sejam revistos, atrasando, ou até mesmo inviabilizando, o processo, além de gerar desgaste entre as partes. Um exemplo típico é o empreendedor remunerar seus funcionários como PJ, tendo em vista os benefícios fiscais que este tipo de remuneração oferece; todavia, trata-se de uma forma de remuneração não adequada do ponto de vista legal. Assim, a organização gestora não realizará investimento na empresa, antes que a mesma regularize esse tipo de situação, passando-os para CLT.

O segundo tópico diz respeito à importância de o empreendedor contratar um advogado especializado em operações de M&A e em Direito Societário para assessorá-lo no processo. O empreendedor deve evitar escolher um advogado simplesmente por afinidade pessoal, tendo em vista a seriedade do processo de análise e negociação das cláusulas contratuais e dos impactos financeiros e societários da venda de participações do capital social da empresa. Qualquer equívoco nessas partes do processo pode comprometer toda a sociedade entre empreendedor e organização gestora, tanto no que diz respeito a valores (quanto a organização gestora vai pagar pela participação na empresa), como também no processo de monitoramento do investimento e saída.

### 5.3. Compromisso Não-Vinculante (Term Sheet) e suas Cláusulas

Após as organizações gestoras realizarem sua análise sobre a oportunidade de investimento e decidirem positivamente por iniciar negociações com o time empreendedor com o objetivo de realização de um investimento, o primeiro documento a ser preparado pelos investidores interessados em uma determina-

da oportunidade de investimento é o compromisso não-vinculante de investimento, também conhecido como *term sheet* (ou Carta de Entendimentos, Memorando de Entendimento ou *Memorandum of Understandings*) no qual estão delineados os principais termos e condições de investimento.

O objetivo do *term sheet* é apresentar de forma simplificada os direitos e obrigações de cada uma das partes envolvidas na operação e criar um quadro para auxiliar o preparo dos documentos definitivos do investimento, tendo em mente que pequenas alterações às condições do investimento poderão ser implementadas durante o processo. Um *term sheet* eficaz é ao mesmo tempo detalhado (a fim de reduzir as chances de aparecerem novas questões para serem negociadas durante o processo de preparação dos documentos finais) e conciso (para evitar que os documentos finais sejam recriados no próprio *term sheet*, o qual é relativamente curto, com 3 a 10 páginas no máximo)<sup>2</sup>.

As disposições desse documento, em geral, não criam um vínculo de obrigações jurídicas entre as partes, com exceção de determinadas cláusulas – como, confidencialidade das informações; exclusividade das negociações entre as partes; aconselhamento das partes por advogados, bancos de investimento, consultorias, etc; e rateio das despesas a serem incorridas até a celebração do investimento.

O processo de negociação de termos e condições pode ser complexo e longo, sendo recomendável que o empreendedor conte com a assessoria legal, financeira e contábil de profissionais experientes e que estejam familiarizados com operações de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC). É importante ressaltar que embora a estrutura jurídica da operação deva ser revisada por assessores legais qualificados, as questões negociais devem ser decididas pelos próprios empreendedores, pois eles representam a liderança das empresas investidas.

A seguir são apresentadas as principais cláusulas de um *term sheet* baseadas, especialmente, em Darrow e Vitale (2000)<sup>3</sup>, Wilmerding (2004)<sup>4</sup> e LAVCA (2008)<sup>5</sup>.

### 5.3.1. Tipos de Ações

Uma organização gestora de PE/VC faz uma subscrição para uma classe de ação com determinados direitos que não serão compartilhados pelos empreendedores/fundadores ou investidores-anjo. Caso já exista uma série de ações especiais no momento da rodada de investimento, os novos investidores criarão uma nova classe de ações diferenciando os direitos ligados às suas séries daqueles de ações já existentes. Os investimentos feitos no momento da criação de cada classe geralmente estão fundamentados em diferentes avaliações da empresa, diferentes circunstâncias e, conseqüentemente, comportando graus de risco variados.

As organizações gestoras procuram assegurar cláusulas de proteção e de representação no conselho por meio da classe de ações criada para o aporte de capital. Caso este não seja possível, criam



um acordo de voto ou veto, conforme o caso, que lhes garante tais condições. Este acordo pode apresentar cláusulas de proteção ao investidor, direitos de representação no conselho e até mesmo restrições de não-concorrência. Ainda, tais cláusulas podem ser utilizadas como base para outras correspondentes nos demais contratos da operação, como em rodadas subsequentes de investimento.

Ações preferenciais, de acordo com a legislação brasileira atual, não possuem direito de voto, embora tenham direito a dividendos preferenciais ou preferencialmente no reembolso de capital. O acordo de voto citado acima, entretanto, pode trazer benefícios adicionais aos acionistas preferenciais com direitos de voto restritos.

### 5.3.2. Direito de Recebimento de Dividendos

Os dividendos representam a maneira pela qual os acionistas se aproximam do lucro da empresa. Muitas vezes, entretanto, para ela continuar a crescer e gerar lucro, a distribuição dos dividendos é minimizada e o lucro é investido na própria empresa. A distribuição mínima obrigatória de dividendos é definida no estatuto da empresa, de acordo com a legislação societária.

### 5.3.3. Avaliação da Empresa e Valor Investido

A avaliação de uma empresa pode ser feita de diversas maneiras, como será mostrado posteriormente. Para compreender como as avaliações são feitas, é necessário compreender alguns conceitos:

1. Avaliação Pré-Investimento (*Pre Money Valuation*): utilizada para determinar o valor da empresa antes da realização do aporte de capital pelos investidores de *Venture Capital* e *Private Equity*.
2. Preço de Compra: calculado por meio da divisão da Avaliação Pré-Investimento pelo total do número de ações da empresa existentes antes do aporte de capital.
3. Avaliação Pós-Investimento (*Post Money Valuation*): avaliação da empresa imediatamente após a nova rodada de investimento, já incluindo o capital aportado pelos investidores.

Todos os investimentos feitos por organizações gestoras de *PE/VC* são baseadas em avaliações técnicas do negócio. As técnicas de avaliação são apresentadas no capítulo 7.

### 5.3.4. Antidiluição (Proteção do Preço por Ação)

O direito de proteção antidiluição é exigido pelos investidores para manter o valor de sua participação na empresa caso sejam emitidas novas ações com base em uma avaliação inferior àquela na qual investiram originalmente, excetuando se acordado de forma diferente entre as partes, dependendo de cada

situação e momento da empresa. Esse mecanismo impede que o investidor tenha sua importância na empresa reduzida devido a aumentos de capital investido no negócio. Tal proteção é calculada por uma fórmula que resulta no número de novas ações que os investidores receberão, com um custo mínimo ou sem custo, para compensar o efeito dilutivo da emissão de ações mais baratas.

### 5.3.5. *Vesting Period*

Esse acordo procura evitar que o empreendedor saia da empresa durante um determinado período. Caso o empreendedor decida sair da empresa durante o período de vigência dessa cláusula ele é obrigado a vender as suas ações pelo mesmo preço pago pela organização gestora no início do investimento sem incorporar a possível valorização da empresa ocorrida desde o início do investimento.

### 5.3.6. Conversão Automática de Classe de Ações Preferenciais

As organizações gestoras de PE/VC geralmente requerem que exista um mecanismo de conversão automática em ações ordinárias para todas as classes de ações imediatamente antes da Oferta Pública Inicial de Ações (IPO). Há casos em que a conversão automática é uma exigência, como é o caso do Novo Mercado da Bovespa.

### 5.3.7. Direito de Primeira Recusa (*First Refusal*), Direito de Primeira Oferta (*First Offer*), *Tag Along* e *Drag Along*

Estes termos contratuais geralmente estão inclusos nos Estatutos e Acordos de Acionistas das empresas e têm as seguintes características:

1. Direito de Primeira Recusa: após um terceiro fazer uma oferta de compra de ações a um acionista, este deverá comunicar os termos da oferta aos demais acionistas já existentes que poderão decidir se querem equipar a oferta ou executá-la a um preço mais alto;
2. Direito de Primeira Oferta: o direito ocorre quando um acionista quer alienar ações, e outros acionistas se utilizam do seu direito de comprar as ações primeiro;
3. Direitos de Adesão (*Tag Along*): no caso em que um acionista tenha negociado a venda de suas ações a um terceiro com êxito, o direito de adesão permite que os demais acionistas possam vender suas ações ao comprador nas mesmas condições da oferta; e
4. Direitos de Arraste (*Drag Along*): o acionista vendedor de sua participação tem o direito de obrigar os demais acionistas a venderem suas participações. O seu objetivo é fazer com que os fundadores da empresa abram mão de sua parte na empresa para que ela seja vendida,



totalmente a terceiros, caso os gestores do veículo de investimento recebam proposta de compra de toda a empresa. Desta maneira, o investidor fica protegido contra eventuais perdas de oportunidades de desinvestimento por não se chegar a um acordo com os demais acionistas.

### 5.3.8. Preferência de Liquidação

A preferência de liquidação estabelece que, na hipótese da empresa ser liquidada ou estar sujeita a uma liquidação presumida, os investidores deverão receber uma determinada parte dos resultados antes de todos os demais acionistas, e este valor poderá ser igual ou um múltiplo do valor do investimento efetuado, estando sujeito a especificações legais após o pagamento da preferência de liquidação. Os resultados remanescentes são divididos entre os acionistas. Este direito é geralmente requerido pelas organizações de *PE/VC* pelo reconhecimento do risco que correm em função de seu investimento.

### 5.3.9. Resgate de Ações

O direito de resgate de ações permite o acionista vender suas ações para a própria empresa a um preço fixo, como uma forma de reembolso do montante investido, e esse direito pode ser usado para garantir que as organizações de *PE/VC* recuperem parte ou todo seu investimento caso a empresa não consiga um evento de liquidação de sucesso dentro de um determinado período de tempo. Geralmente utilizado quando há uma classe especial de ações regatáveis.

### 5.3.10. Direito de Preferência na Emissão de Novas Ações

Direito assegurado por lei no Brasil, que garante ao investidor que, se a empresa investida fizer qualquer oferta futura de ações, ele tem o direito de manter pelo menos a sua participação percentual na empresa, participando da nova oferta até o valor proporcional de sua participação. Em investimentos de *PE/VC*, onde há múltiplas rodadas de financiamento com a possível entrada de novos investidores ao longo do tempo, é comum que os investidores e acionistas abram mão deste direito de manter seu percentual de participações para acomodar a participação de um novo investidor.

### 5.3.11. Ação dos Fundadores

Meio pelo qual os empreendedores e principais executivos são compelidos a vender suas ações de volta para a empresa ou para outros acionistas, caso deixem a empresa em determinado período de tempo. O objetivo dessa cláusula é garantir que o controle do capital da empresa permaneça alinhado com o plano de negócios.

### 5.3.12. Composição do Conselho de Administração

O gestor pode solicitar modificações na gestão da empresa, especialmente se adquirir pelo menos a maioria das ações com direito a voto da empresa. Entretanto, a resolução desse assunto dependerá da situação financeira da empresa, do nível de investimento e do grau de conhecimento dos administradores existentes para satisfazer os objetivos projetados.

As organizações gestoras de *PE/VC* exigem que a empresa investida tenha mecanismos de governança corporativa adequados, incluindo o Conselho de Administração. É extremamente bem visto pelas organizações gestoras de *PE/VC* quando a empresa possui um conselheiro independente (profissionais que não são empregados pela empresa) e com experiência relevante que pode contribuir no desenvolvimento das operações da empresa. As organizações gestoras ainda requerem:

1. Representação gestora por meio de Titular do Conselho, membro com direito a voto;
2. Observador do Conselho: membro que participa de todas as reuniões, porém não participa do processo de tomada de decisão;
3. Comitê de Remuneração ou de Compensação: comitê que decide sobre a compensação financeira dos executivos da empresa; e
4. Comitê de Auditoria: comitê independente do conselho, que tem a função de supervisionar a administração da empresa e os relatórios financeiros.

Os dois comitês descritos acima são formados por membros que em grande maioria são não executivos, e também por membros indicados pelos investidores. Todos os membros do conselho, indicados ou não pelos investidores, têm, por lei, a responsabilidade de atuar em prol do interesse dos acionistas da empresa, independente de sua afiliação com um grupo particular de acionistas.

### 5.3.13. Plano de Opções de Compra de Ações

O plano de opção de compra de ações (*Employee Stock Option Plan*) reserva e aloca uma porcentagem das ações da empresa na forma de opções de ações para alguns de seus empregados atuais e futuros. Essas opções podem ainda estar sujeitas a liberações progressivas baseadas no tempo e/ou no desempenho dos empregados. O objetivo desse plano é incentivar os empregados a contribuir para o sucesso de longo prazo da empresa e permitir uma participação dos mesmos nos resultados financeiros de sucesso da empresa. O plano de opções deve ser atraente o suficiente para contribuir com a retenção dos talentos da empresa e ter a devida motivação financeira para que os funcionários realizem “sua aposta” na empresa. O Conselho de Administração é responsável pelas deliberações envolvendo o plano de opções de compra e de ações.



### 5.3.14. Informações Confidenciais, Cessão de Propriedade Intelectual e Contratos de Não-Concorrência

Para os investidores, é importante que a empresa tenha contratos assinados com seus empregados a fim de proteger a empresa e o capital investido nela. Alguns muito importantes estão listados abaixo:

1. Contratos de Confidencialidade: protegem contra perda de segredos comerciais, *know-how*, lista-gem de clientes e outras informações sensíveis da empresa;
2. Contratos de Cessão de Propriedade Intelectual: garante que a propriedade intelectual pertença à empresa, ainda que desenvolvida por instituições acadêmicas ou por seus empregados antes destes serem contratados pela empresa. Um tópico importante que se relaciona com a propriedade intelectual é o “*Freedom to Operate*” (FTO), que, em português, significa, literalmente, “Liberdade para Operar”. A FTO significa que você tem a liberdade para testar ou comercializar um produto sem infringir os direitos de propriedade intelectual de outra pessoa. Como se trata de algo de âmbito legal, é preciso verificar a jurisdição do local em que está se comercializando/testando o produto em questão, pois é possível que se tenha a FTO para determinado lugar (ex: um país), mas não a tenha para outro. Por outro lado, se não houver a FTO em determinado lugar, porque, nele, há uma patente para o produto em questão, não significa que não haverá FTO em outros lugares também;
3. Contratos de Trabalho ou Contratos de Consultoria: incluem disposições para garantir que toda a propriedade intelectual desenvolvida durante a vigência do contrato de trabalho pertença à empresa; e
4. Contratos de Não Concorrência: faz com que o valor da empresa não seja afetado caso algum dos fundadores ou administradores saiam da empresa, pois sua tecnologia não poderá ser utilizada em outro local.

### 5.3.15. Declarações e Garantias

Antes da realização do aporte de capital, os investidores necessitam que tanto os fundadores como os administradores apresentem declarações e garantias que sejam adequadas e forneçam uma visão completa e precisa da condição atual da empresa. Dessa maneira, será possível fazer uma avaliação apropriada dos riscos de se investir na empresa antes da subscrição de ações. Declarações e garantias abordam, geralmente, a existência legal da empresa, seus relatórios financeiros, seu plano de negócios, seus ativos e obrigações legais, os contratos materiais, direitos especiais de empregados e processos judiciais. Ainda na seção de declarações e garantias, é importante que investidor tenha segurança de que não há operações ou compromissos *off books* (fora do balanço) não revelados aos investidores ou fatos relevantes que possam mudar a percepção de atratividade do negócio por parte dos investidores. Ocultar problemas da empresa normalmente gera a “quebra de confiança” por parte do investidor e é um dos “pecados capitais” que precisam ser evitados pelo empreendedor.

### 5.3.16. Escrow Account (Conta Caução)

Trata-se de uma conta especial instituída pelas partes junto a uma terceira entidade, sob contrato, destinada a acolher depósitos a serem feitos pelo devedor e ali mantidos em custódia, que serão liberados após o cumprimento dos requisitos especificados no contrato.<sup>6</sup> Neste acordo, as partes decidem quando o acordo deve ser liberado, antes de o depósito ter sido feito; os termos do contrato não podem mudar, a não ser que um outro contrato seja feito com a adesão de todas as partes envolvidas. É importante ressaltar que o depositário não é parte no contrato, mas apenas alguém que tem a custódia do depósito. Dessa forma, o depositário não decide sobre as cláusulas do contrato, nem pode impedir as partes de modificar esse contrato, caso elas queiram. A função do depositário é apenas acolher o depósito conforme os termos contratuais, ou seja, se o depositário não seguir os termos contratuais, entregando o depósito a outra pessoa ou em data que não a do contrato, ele passa a ser devedor para o proprietário do depósito.

### 5.3.17. Taxas de Operação e Monitoramento

Em algumas situações, as organizações gestoras de PE/VC podem cobrar taxas da empresa investida para compensar custos tanto externos como internos incorridos do processo de investimento, bem como auxiliar na taxa de administração do veículo, se acordado com seus investidores.

### 5.3.18. Confidencialidade

O Acordo de Confidencialidade deve ser celebrado logo no começo das negociações e discussões entre investidores e a empresa investida, e todas as informações confidenciais trocadas devem ser baseadas nele. Caso não haja um contrato de confidencialidade já na fase investigatória, faz-se necessário a inclusão de uma cláusula de confidencialidade no *term sheet*. Entretanto, a assinatura de um Acordo de Confidencialidade é ponto controverso uma vez que as organizações gestoras de PE/VC analisam diversas oportunidades ao mesmo tempo, muitas vezes empresas do mesmo setor, e não querem correr o risco de serem acusadas de utilizar as informações de uma delas na realização do investimento em outra empresa.

### 5.3.19. Exclusividade

Investidores de PE/VC têm a tendência de sempre que possível incluir nos seus *term sheets* cláusulas de exclusividade, buscando estabelecer a exclusividade formal das negociações entre o empreendedor e o potencial investidor por um período estabelecido, geralmente durante o processo de diligência (*due diligence*), no qual a empresa fica impossibilitada de solicitar investimentos de outros investidores financeiros ou estratégicos. A violação dessa responsabilidade pode implicar em multa, tanto para a empresa como também para os seus acionistas.



### 5.3.20. Exequibilidade

Com exceção das cláusulas que tratam de confidencialidade, de taxas da operação e de exclusividade, as disposições de um *term sheet* assinado não têm a intenção de formar um vínculo jurídico entre as partes.

### 5.3.21. Ajustes de Preço

Outro ponto importante que deve ser abordado no *term sheet* é referente aos ajustes do preço de compra após a realização do processo de *due diligence*. Normalmente há necessidade de ajuste de preço pós-*due diligence*, devido a diferenças entre o balanço pro forma e o balanço de fechamento do período. Além disso, eventualmente haverá ajustes de preço de compra devido a passivos ou contingências identificados durante o processo de *due diligence*. O *term sheet* deve, portanto, providenciar as “regras” de como os ajustes de preço serão realizados após o fechamento.

Normalmente, um *term sheet* deve estabelecer:

- Qual é o resultado-base?
- Qual é a data-base?
- A data-base vai ser auditada?
- Quais são os ajustes permitidos na data-base?
- Qual o critério de mensuração dos ajustes?
- Como serão resolvidas as eventuais divergências?

### 5.3.22. Condições Precedentes

O *term sheet* deve incluir uma lista completa das condições a serem cumpridas antes de um investimento. Um investimento de *PE/VC* está condicionado, geralmente, à negociação de documentos jurídicos definitivos, à satisfação da diligência (tema que será abordado a seguir) e à aprovação do Comitê de Investimentos do veículo de investimento em questão. A finalização satisfatória do processo de diligência poderá conter a conclusão da auditoria fiscal, científica e de propriedade intelectual, uma revisão dos negócios e projeções, uma análise dos contratos de serviço da administração, tanto os propostos como os já existentes, uma revisão do histórico financeiro da empresa e sua situação financeira atual, seja uma revisão jurídica completa ou uma focada em áreas específicas e, caso ainda não em vigor, a obtenção de seguro de vida dos principais responsáveis pelo desenvolvimento tecnológico, referências e checagens satisfatórias dos principais executivos. Atualmente, licenças operacionais e o *due diligence* ambiental passaram a ter maior importância que no passado, e sendo assim, a finalização satisfatória do processo de diligência também deve passar por estes aspectos.

### 5.3.23. Avaliação do Negócio (*Valuation*)<sup>7</sup>

A avaliação do negócio é um dos principais pontos de negociação entre empreendedores e as organizações gestoras de *PE/VC*. No capítulo 7 são apresentados alguns métodos de avaliação comumente utilizados neste processo.

### 5.3.24. Processo de Diligência (*Due Diligence*)<sup>8</sup>

Após a celebração de um compromisso não-vinculante por meio do *term sheet*, o processo de diligência (legal, contábil, fiscal, financeira, comercial, etc) é iniciado de maneira formal. Para compradores experientes, o processo de diligência, na realidade, se inicia desde a análise criteriosa da empresa-alvo.<sup>9</sup> No entanto, é somente após a celebração do *term sheet* que o comprador terá acesso a documentos confidenciais da empresa-alvo, e portanto, é neste momento que a diligência formal se inicia.

O processo de diligência é considerado uma auditoria geral da empresa-alvo, sendo este processo essencial para que investidores em potencial formulem avaliações e verifiquem ativos, passivos e obrigações contratuais, assim como a situação financeira da empresa. A empresa-alvo, com objetivo de auxiliar a diligência, fica responsável por selecionar, organizar e disponibilizar todos os documentos necessários para análise por parte dos investidores interessados.

A diligência tem os seguintes objetivos<sup>10</sup>:

- Verificar se as informações da empresa foram fielmente apresentadas pelos empreendedores;
- Identificar passivos e potenciais contingências financeiras, fiscais, trabalhistas e ambientais (atuais e potenciais), fatores de risco e seu grau de severidade;
- Identificar a consistência dos ativos (possibilidade de realização e acurácia de seus registros);
- Confirmar aos investidores que sua tese de investimento e suas premissas estão corretas;
- Mitigar eventuais aspectos negativos sobre o negócio;
- Demonstrar que o trabalho pode ser feito em equipe: o processo de diligência é a primeira vez que o empreendedor vai trabalhar junto com o gestor de um veículo de investimento de *PE/VC*. Para o gestor, o processo mostra como será a dinâmica de trabalho com o empreendedor e sua equipe de executivos;
- Verificar como o empreendedor reage diante de problemas e como faz para resolvê-los;
- Educar futuros membros do conselho: esse processo também vai ajudar o gestor do veículo de investimento de *PE/VC* a aprender mais sobre o mercado em que a empresa atua. Dessa forma, o gestor irá adicionar maior valor ao gerenciamento do negócio. O conhecimento que o gestor obtém durante o processo de diligência é diferente daquele que o empreendedor possui. Consumidores, fornecedores e parceiros podem relatar aos gestores coisas que não diriam aos empreendedores, oferecendo uma perspectiva mais ampla e rica que aquela fornecida pelo empreendedor.



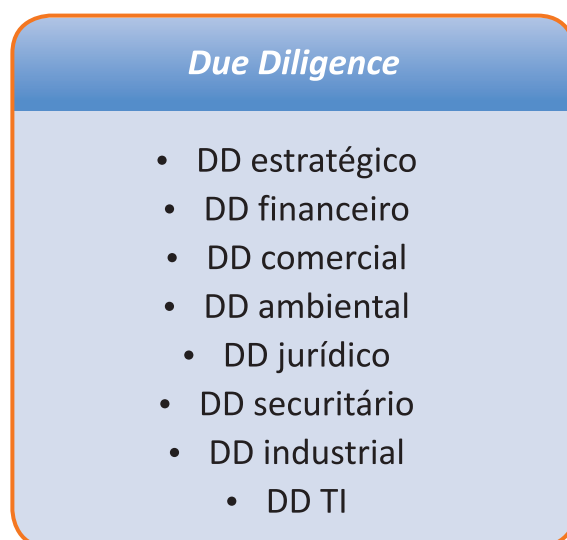


Figura 5.1 – As “áreas” de atuação do *Due Diligence*

Fonte: Adaptado pelos autores de Deloitte (2010)<sup>11</sup>

Assim, nota-se que o processo de diligência tem um escopo bastante amplo, englobando desde os aspectos financeiros e contábeis até aspectos mais abstratos como estratégia e capital humano. Na Figura 5.1, estão delineados as nove principais “áreas” do processo de diligência.

Em cada uma destas nove áreas, o comprador está procurando pontos de vantagem competitiva da empresa e pontos no qual a empresa está em desvantagem competitiva. Tomando como exemplo o processo de *due diligence* comercial, este irá auxiliar a empresa a colocar a estratégia de negócios e as projeções financeiras da empresa-alvo dentro de um contexto de mercado.<sup>12</sup>

Ou seja, dentro do *due diligence* comercial, os responsáveis pelo processo estarão tentando verificar se, por exemplo; (1) a empresa tem dificuldades no lançamento de novos produtos; (2) se há algum outro concorrente que até então era desconhecido pelo comprador; (3) se a opinião do comprador está incompatível com o testemunho da Administração; entre outros.

O objetivo central do processo de diligência, portanto, deve ser o de olhar o negócio como um todo e avaliar se o cenário apresentado corrobora ou não com as expectativas iniciais dos gestores. A Figura 5.2 demonstra esta abordagem holística do processo do *due diligence*. Note também que o processo de diligência não consiste apenas de coleta de informações, mas sim todas as informações coletadas são analisadas em termo de suas implicações perante o mercado e perante as expectativas para o futuro.

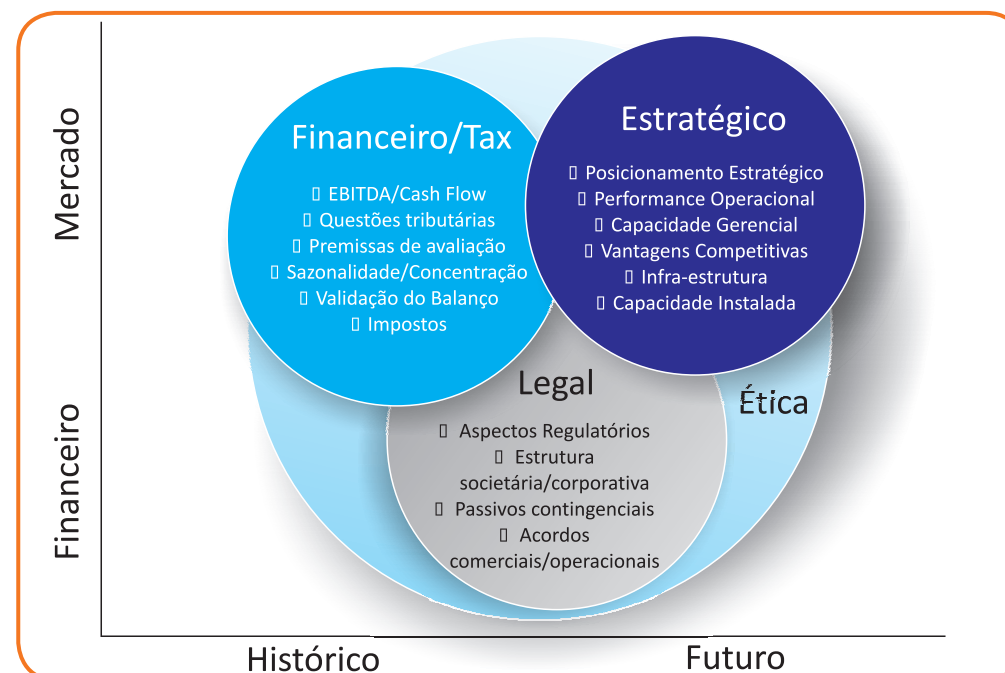


Figura 5.2 – A Abordagem Holística do *Due Diligence*

Fonte: Adaptado pelos autores de Deloitte (2010)<sup>13</sup>

## 5.3.24.1. Fases do Processo de Diligência

Tipicamente, há duas fases que englobam o processo de diligência. A **primeira** ocorre logo quando o gestor do veículo de investimento se interessa de fato pela empresa, e foi explorado, dentro desta apostila, nos tópicos relacionados a fluxo de oportunidade de investimentos (*dealflow*), nos capítulos 3 e 4. A partir do primeiro contato com empresa-alvo, o gestor explora as premissas que levariam a viabilização do negócio. Geralmente, essas premissas são desenvolvidas a partir de fatores externos da empresa, como demanda do consumidor, concorrentes, fatores regulatórios, entre outros. Já a **segunda** fase, é a diligência descrita neste capítulo, que começa após a celebração do *term sheet*. Nessa etapa, a organização gestora de *PE/VC* tem acesso as informações internas da empresa-alvo e conduz um processo de diligência para validar as expectativas em relação ao investimento. Como é demonstrado na Figura 5.3, esse processo de diligência formal pode ser dividido em quatro etapas bastante objetivas.



Figura 5.3 – As Etapas do Due Diligence

Fonte: Adaptado pelos autores de Deloitte (2010)<sup>14</sup>

Embora o ideal é que a primeira fase de diligência seja executada logo após a primeira reunião, muitos compradores só iniciam o processo de diligência confirmatória, ou seja, a segunda fase, após a celebração do *term sheet*.

## 5.3.24.2. Fatores de Risco Considerados na Diligência

A diligência, para uma organização gestora de *PE/VC*, é um mecanismo de gerenciamento de risco ao considerar os seguintes fatores:



1. Modelo de negócios e o tamanho do mercado: o gestor do veículo de investimento precisa saber se o modelo de negócio é o mais apropriado e verificar as estimativas da demanda do mercado potencial.
2. Demanda do consumidor: diversas questões são relevantes no que tange esse aspecto, como vai evoluir essa demanda ao longo dos anos, as características do consumidor-alvo e como ele responde a fatores como produtos concorrentes;
3. Vantagens competitivas: quais são as vantagens competitivas do novo negócio e se elas são sustentáveis no longo prazo;
4. Modelo de distribuição: avaliar como o produto ou serviço vai chegar até o consumidor, levando em conta, especialmente, aspectos operacionais e financeiros;
5. Desenvolvimento do produto e tecnologia: verificar que o produto pode ser feito, que a tecnologia a ser utilizada existe ou é possível de ser obtida dentro dos parâmetros do investimento. Verificar quais são os recursos necessários ao desenvolvimento e produção, entre outros;
6. Gerenciamento de operações e recursos humanos: avaliar se a equipe de empreendedores e os executivos da empresa são capazes de administrar o negócio e atrair talento humano para a empresa;
7. Aspectos financeiros: avaliar os aspectos financeiros ligados ao novo negócio, quais são os custos diretos e indiretos, quais as perspectivas futuras etc. Análise de passivos financeiros de origem trabalhista, fiscal, ambiental etc;
8. Aspectos legais: todos os aspectos regulatórios devem ser explicitados, tanto no que tange a produção dos bens, propriedade intelectual, relações trabalhistas, fiscais, administração da empresa, ambientais etc;
9. Riscos: o gestor precisa verificar os riscos já conhecidos, assim como investigar a existências de outros fatores de risco até então desconhecidos, tais como contingências fiscais, trabalhistas e ambientais, e identificar estratégias de mitigação de tais riscos;
10. Dependência de suprimentos e acesso a fornecedores alternativos, escassez de matérias-primas que podem limitar o crescimento da empresa etc; e
11. Condição de uso dos equipamentos e instalações industriais, capacidade instalada, necessidade de investimentos para expansão e re-investimento para manutenção, entre outros aspectos ligados à produção e aos ativos fixos da empresa.

As organizações gestoras gastam tempo e recursos para realizar o processo de diligência, pois precisam entender a oportunidade e descobrir potenciais desafios do negócio. Como a Figura 5.4 demonstra, o processo pode facilitar a quantificação de alguns desafios e assim o comprador já pode explorar maneiras possíveis de reduzir ou prevenir estes problemas. De forma geral, o processo auxilia o gestor a entender onde existe valor na empresa-alvo e considerar problemas que devem ser considerados antes e depois da aquisição.

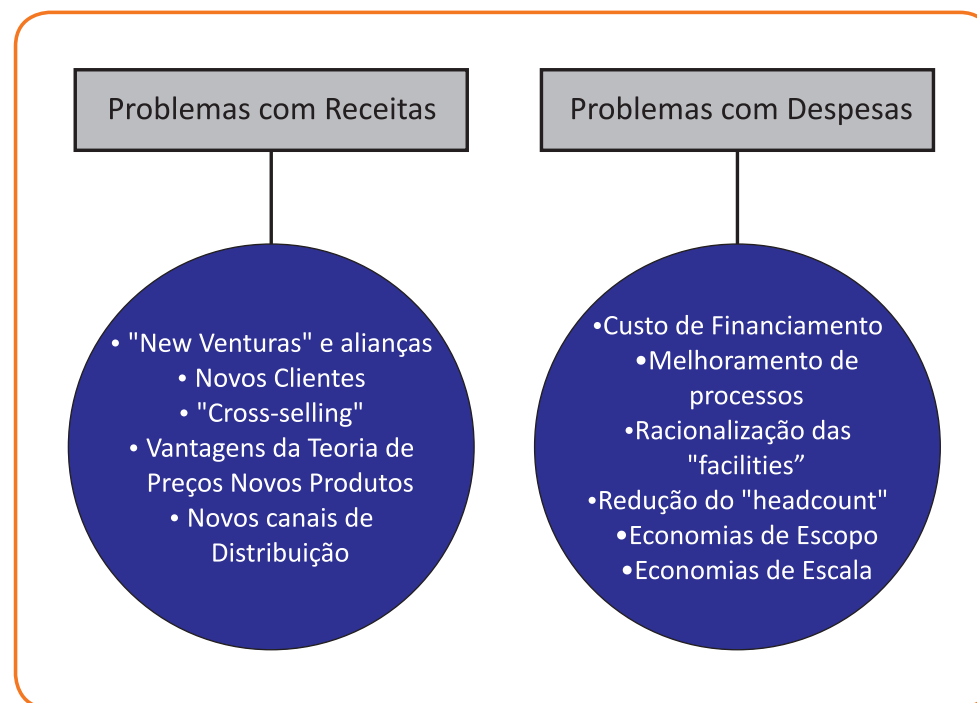


Figura 5.4 – Quantificação dos problemas por meio da *Due Diligence*

Fonte: Adaptado pelos autores de Deloitte (2010) <sup>15</sup>

Empreendedores devem evitar deixar surpresas para que os investidores descubram após o aporte de capital, pois tal procedimento minará a confiança entre o gestor e o empreendedor, e essa dinâmica pode prejudicar o suporte futuro que o gestor vai dar a empresa. Ao interagir com os gestores, o empreendedor precisa dar ênfase aos riscos associados aos fatores do novo negócio e não deve passar informações incompletas ou errôneas. A seguir, exemplos ilustram como o empreendedor deve agir ou não com os gestores:

COMO NÃO AGIR:

*“Não vemos nenhum risco em nosso negócio.”*

COMO AGIR:

*“Entendemos que há certos riscos em nosso negócio para os quais não temos controle ou influência (ex: consolidação entre fornecedores de matérias primas, crises externas impactando o mercado, novos competidores, etc), entretanto, temos tais riscos devidamente mapeados e um plano de contingenciamento demonstrando claramente o que pode ser feito para minimizar eventuais impactos destes riscos.”*

Se os fatores analisados na diligência estiverem de acordo com as expectativas da organização gestora de PE/VC, estas estarão prontas para finalizar as negociações e iniciar o processo de elaboração dos contratos finais. Uma lista de verificação<sup>6</sup> pode ser feita para facilitar a etapa final da diligência, que deve conter no mínimo os itens destacados a seguir:



1. Documentos Societários:
  - Estatuto Social;
  - Acordo de Acionistas;
  - Ata das reuniões da Diretoria, do Conselho de Administração e das Reuniões de Acionistas;
  - Todos os documentos fornecidos a acionistas e diretores;
  - Dados de registro: CNPJ, Inscrição Estadual, Inscrição Municipal;
  - Certidões negativas de tributos federais, estaduais e municipais.
2. Garantias emitidas previamente:
  - Cópias de certificado de ação, bônus de subscrição e opções de compra de ações;
  - Informações completas de contato dos acionistas;
  - Número de ações em negociação, data de emissão e porcentagem de propriedade;
  - Ações preferenciais e cláusulas de resgate;
  - Opções e dívidas conversíveis;
  - Programa de benefícios de ações e outros.
3. Informações Financeiras:
  - Relatórios financeiros auditados desde o início da empresa;
  - Relatórios de receita, balanços e fluxos de caixa da empresa;
  - Métodos e práticas contábeis;
  - Relatórios mensais ou trimestrais da empresa;
  - Orçamento de três anos e projeções financeiras;
  - Plano de negócios completo e atualizado;
  - Prazo das contas a pagar e das contas a receber;
  - Políticas de precificação dos produtos ou serviços;
  - Receitas e margens brutas dos produtos e serviços;
  - Receitas e despesas extraordinárias;
  - Relatórios de baixas relativas a perdas de materiais;
  - Sumário de todas as dívidas mal resolvidas;
  - Relatório do contador a respeito da condição financeira da empresa.
  - Relatórios gerenciais demonstrando claramente a performance financeira/operacional por linha de negócio, família e/ou produto, tipo ou característica do serviço, sazonalidade, geografia, clientes etc.
  - Detalhamento do CAPEX (Plano de Investimento em ativo fixo) da empresa - novas e substituição de máquinas, por planta fabril e/ou linha de produto/serviço.
  - Estudos/relatórios de monitoramento/mensuração do mercado de atuação da empresa

Deve-se lembrar que a qualquer momento do processo de diligência, algo de material pode ser encontrado que realmente inviabilize o investimento. Por esse motivo, o compromisso de investimento (*term sheet*) previamente assinado é não-vinculante, permitindo que as partes se separem sem a realização

do investimento. O processo de diligência (*due diligence*) incorre à custa do potencial investidor, portanto o conteúdo do relatório gerado pelos contadores e/ou advogados é de sua propriedade e cabe a esse a liberalidade de apresentá-lo ou não aos empreendedores. Ao passo que o *vendor due diligence* é investimento do empreendedor com o processo e de sua propriedade.

### 5.3.24.3 Discussões dos Resultados da Diligência

Após colher todas as informações necessárias, feito todos os estudos, os responsáveis pelo processo de diligência (normalmente uma consultoria ou escritório de advocacia), apresentam os resultados da diligência aos investidores em potencial (o gestor de *PE/VC*). Essas informações podem tanto ajudar a convencer o gestor a proporcionar o financiamento à nova empresa, como levar a uma renegociação dos termos presentes no *term sheet* ou remover o gestor da intenção de realizar o investimento. Os gastos com o processo de diligência podem tanto ser da responsabilidade do veículo de investimento como da nova empresa – depende da negociação prévia entre as duas partes.

### 5.3.24.4 Os Potenciais *Deal Breakers*

Os chamados *Deal Breakers* são descobertas por parte de uma das partes envolvidas na negociação que fazem com que o negócio não seja fechado. Como em um casamento, após um convívio mais próximo acabamos descobrindo hábitos e comportamentos que possam vir a abalar uma relação, o processo de *due diligence*, às vezes, gera descobertas que podem acabar sendo potenciais *deal breakers*. Para o comprador, é importante tentar identificar rapidamente potenciais *deal breakers* para eventualmente minimizar os recursos despendidos em um processo de diligência. Normalmente, *deal breakers* advêm de três fatores principais<sup>16</sup>:

1. O Negócio – informalidades nas operações comerciais ou nos registros contábeis, contingências trabalhistas, ambientais e tributárias, dívidas de natureza financeira ou fiscal, transações entre partes coligadas, discrepâncias nos valores declarados dos lucros, quantidade dos ativos/tempo de conversão, entre outros;
2. A Cultura dos Administradores – diferenças culturais, nas regras de governança corporativa ou na abertura e qualidade das informações, divergências entre acionistas, etc;
3. O Mercado – mudanças nas perspectivas de mercado (tendências macro-econômicas, novas tecnologias, etc), mudanças nas condições do mercado financeiro (que podem dificultar ou impedir o acesso a instrumentos de financiamento ou restringir a capacidade de captação de recursos dos compradores), nos aspectos regulatórios, posicionamento competitivo, concorrência local e internacional, atratividade geral, entre outros.



O importante para o empreendedor entender, no entanto, é que *deal breakers* são, às vezes, inevitáveis, e o que pode ser considerado um *deal breaker* por um comprador não necessariamente será por outro. O empreendedor não deve nunca tentar esconder aspectos de seu negócio, ou de sua personalidade, com medo de que estes sejam potenciais *deal breakers*, pois isso certamente causará maiores problemas no futuro. Como dito anteriormente, o principal ativo entre vendedor e comprador é a confiança e a honestidade, e sem que estes dois componentes estejam presentes, uma parceria não será sustentável.

### 5.3.25 Ajustes Decorrentes da *Due Diligence*

Uma vez que o processo de diligência termine e os resultados sejam apresentados, se ambas as partes continuarem interessadas em realizar o negócio, inicia-se o processo de ajustes decorrentes do resultado da diligência, que normalmente será focado no tratamento de contingências (fiscais, trabalhistas, ambientais, etc). Esses ajustes normalmente serão tratados através de mecanismos tais como depósitos de valores estimados de contingências em “*Escrow accounts*”, que serão potencialmente devolvidos para o comprador dentro de prazos pré-determinados (2 a 5 anos normalmente) caso certas contingências não vierem a se materializar neste período.

## 5.4. Fechamento do Negócio

Após os ajustes da diligência acordados mutuamente entre as partes, ocorre o fechamento do negócio com a celebração dos seguintes contratos: Contrato de Subscrição (ou Contrato de Compra e Venda) de Ações e o Acordo de Acionistas, com a posterior revisão do Estatuto Social da empresa alvo.

Em processos organizados de M&A visando a venda de participações acionárias na empresa alvo a investidores de PE/VC, o empreendedor normalmente deverá contar com o apoio da sua equipe de assessores legais trabalhando sob a estrita coordenação do seu assessor financeiro (normalmente bancos de investimento ou boutiques de M&A), de forma a garantir que todos os direitos e obrigações dos empreendedores e dos investidores estejam legal e formalmente garantidos e registrados.

### 5.4.1. Contrato de Subscrição (ou Compra e Venda de Ações)

O Contrato de Subscrição de Ações deve conter os detalhes da rodada de investimento, incluindo números e séries das ações subscritas, condições de pagamento, assim como declarações e garantias referentes à empresa. Essas declarações e garantias, que consistem em relatórios legais sobre o status atual

da empresa, serão qualificadas por uma lista de exceções, bem como de documentos de apoio para todos os assuntos que os fundadores julguem necessários ser do conhecimento dos investidores antes da concretização do investimento. Caso o veículo de investimento esteja comprando ações que haviam sido subscritas anteriormente por outro acionista, o Contrato de Compra e Venda de Ações será celebrado. Este contrato apresenta detalhes similares aos mencionados para o Contrato de Subscrição.

### 5.4.2. Acordo de Acionistas

Contrato utilizado pela organização gestora para regular a relação entre os acionistas, a estrutura de compra e venda de ações, e os direitos societários das partes envolvidas.<sup>17</sup> Abrange as proteções aos investidores, incluindo os direitos de anuência, direitos à representação no Conselho de Administração, restrições à transferência de ações e a obrigação de não competição. O art. 118, *caput*, da Lei Nº 6.404/76 menciona que os acordos de acionistas que se referem a compra e venda de suas ações, preferência para adquirí-las, exercício do direito a voto ou do poder do controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede. A existência de um acordo de acionistas não significa que somente pode haver esse tipo de acordo com relação às matérias que menciona, mas sim que, quando um acordo tratar das matérias mencionadas no acordo de acionistas, e este estiver devidamente arquivado na sede da empresa, esta deverá obrigatoriamente observá-lo. Dessa forma, caso o acordo de acionistas tenha como objeto obrigação diversa das enumeradas no art. 118 da Lei Nº 6.404/76, a empresa deverá ignorá-lo para os efeitos da deliberação em curso. Por outro lado, caso se trate das matérias enumeradas no referido artigo e o acionista vinculado ao acordo descumpra sua obrigação, votando de forma diversa da acordada, o presidente da assembleia ou do órgão colegiado não poderá considerar referido voto.<sup>18</sup> As disposições desse contrato serão utilizadas como base para eventuais rodadas subsequentes de investimentos.

No que tange à estrutura deliberativa da empresa, gestores esperam obter uma representação no Conselho de Administração em nível proporcional ao seu investimento, o que lhes permite examinar decisões gerenciais importantes da empresa e participar de todas as decisões tomadas ao nível de Conselho.

### 5.4.3. Estatutos Sociais

Os Estatutos Sociais estabelecem as diversas séries de ações e os direitos ligados a elas, as estruturas de governança corporativa, os direitos e obrigações dos administradores, dos investidores ou grupos de investidores dentro da estrutura societária, assim como fornecem regras para gestão do dia-a-dia. As modificações que mais afetam o Estatuto Social da empresa envolvem modificações da descrição dos direitos econômicos e de voto pertinentes às ações sendo compradas, a estrutura do conselho administrativo, os procedimentos para nomear e destituir conselheiros, diretores-chave e auditores, bem como os requisitos de voto para o conselho de administração e as assembleias gerais ordinárias e extraordinárias de acionistas.



O Estatuto social da empresa deve incluir direitos ligados às diversas séries de ações, procedimentos para emissão e transferência de ações e a indicação das reuniões de acionistas e do conselho. Algumas das disposições de proteção no Acordo de Acionistas podem estar contidas, ou mesmo, repetidas nos Estatutos Sociais. A decisão de incluir termos em um ou ambos os documentos é tomada de acordo com cada jurisdição, considerando:

- Restrições da legislação societária: algumas jurisdições limitam os direitos que podem estar ligados às cláusulas dos Estatutos Sociais;
- Preocupações com a aplicabilidade dos termos na hipótese de que tal aplicação dependa do conhecimento de direitos existentes por parte de terceiros;
- Confidencialidade - os Estatutos Sociais, em geral, devem ser registrados como documentos públicos na Junta Comercial competente, enquanto que outros documentos do investimento em geral são mantidos nos arquivos da empresa e confidenciais para o público em geral.<sup>19</sup>

### Exercícios de Verificação de Leitura

1. Quais as etapas do processo de investimento?
2. O que é um compromisso não-vinculante (*term sheet*) e quais são seus principais objetivos?
3. Escolha dois aspectos importantes do *term sheet* e descreva: porque essa cláusula é importante para o investidor? E para o empreendedor?
4. O que é *due diligence*? Explícite cinco objetivos do processo de diligência.
5. O que é um acordo de acionistas?

## NOTAS E REFERÊNCIAS

<sup>1</sup> Sistema no qual a remuneração dos empreendedores pela venda de participação acionária está vinculada a objetivos pré-determinados de resultados. Por exemplo, o investidor paga 60-80% do valor de aquisição à vista e depois paga o restante a medida que a empresa-alvo for atingindo certos patamares pré-definidos de vendas, lucratividade, geração de caixa, etc.

<sup>2</sup> SILVER, David. 1985. "Venture Capital: The Complete Guide for Investors". John Wiley & Sons Inc.

<sup>3</sup> DARROW, Peter e VITALE, Thomas. 2000 "Investimentos de Private Equity na América Latina". Mayer Brown & Platt. Para acesso ao documento, vide: <http://www.mayerbrown.com/publications>.

<sup>4</sup> WILMERDING, Alex. 2004. "Term Sheet & Valuations – A Line by Line Look at the Intricacies of Term Sheets & Valuations". Aspatore Books.

<sup>5</sup> LAVCA. 2008. "Guia para Term Sheet de Venture Capital e Private Equity – Brasil". LAVCA – Latin American Venture Capital Association. Para acesso ao documento, vide: <http://www.lavca.org/lavca/web.nsf/pages/modelsandguides.html>.

<sup>6</sup> CERES AIRES. "Dívida Externa Brasileira". Para acesso ao documento, vide: [http://www.bcb.gov.br/htms/Infecon/Divida-Revisada/apends\\_gloss\\_bibliografia.pdf](http://www.bcb.gov.br/htms/Infecon/Divida-Revisada/apends_gloss_bibliografia.pdf)

<sup>16</sup> Disponível em: <http://www.businessfinance.com/books/venturecapital/VentureCapitalWorkbook034.htm>. Acessado em 10 de Fevereiro de 2010.

<sup>17</sup> BERTOLDI, Marcelo M. e RIBEIRO, Márcia. 2009. "Curso Avançado de Direito Comercial". Editora Revista dos Tribunais.







# Capítulo 6

## Gestão e Monitoramento Contínuo

Autores: Abdala Rezek Filho, Caio Ramalho, Eduardo Camargo, Filipe Mattos, Lucas Martins, Marcelo Person, Paulo de Rezende, Rafael Roldão e Rodrigo Lara







## 6.1. Introdução

Este capítulo trata das diversas formas pelas quais o gestor agrega valor à empresa investida, principalmente por meio de sua experiência com a gestão de outros investimentos e em diversas áreas de grande importância para o crescimento da empresa, bem como o papel da organização gestora em cada uma delas e que tipos de ajuda ele pode oferecer.

## 6.2. Monitoramento

Após o término da negociação, na qual se decidiu pelo aporte de capital por parte da organização gestora, é preciso tratar de outro tema de fundamental importância, tanto para o gestor como para o empreendedor, que consiste na maneira como a organização gestora agregará valor à empresa, a fim de auxiliá-la a crescer.<sup>1</sup> Como o foco das organizações gestoras de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC) se baseia em aumentar o valor fundamental da empresa, a gestão e o monitoramento dos investimentos são partes essenciais do ciclo de investimento. É importante ressaltar que o monitoramento das empresas investidas se dá sob o ponto de vista estratégico, financeiro e operacional.

Após a decisão pelo investimento, grande parte dos gestores dedica-se a estabelecer e aprimorar a Governança Corporativa das empresas investidas. Nos últimos anos, verificou-se um grande movimento no sentido de aumentar a transparência e a governança das investidas. Em 2001, a BM&FBovespa criou o “Novo Mercado”, sistema de classificação das empresas listadas em relação às práticas de Governança Corporativa, resultado de crescentes exigências no que se refere aos padrões de governança. Desse modo, as empresas são classificadas em três diferentes níveis, em ordem crescente na adoção de boas práticas de governança. Este sistema consolidou-se como um grande sucesso por meio da criação de valor proporcionada aos acionistas de empresas participantes do nível mais elevado de governança (Nível 3 ou Novo Mercado).

Para que os conflitos de interesses sejam minimizados e o retorno aos acionistas maximizado, é necessário que o nível de Governança Corporativa busque um patamar ótimo por meio do Conselho de Administração e Conselho Fiscal, cujas funções são otimizar o nível de governança, maximizando o retorno aos acionistas. Nas próximas seções, serão explicitadas diversas boas práticas de Governança Corporativa.



Todo negócio necessita de uma boa administração. Dentro desse contexto, corporações são empresas que necessitam fortemente de práticas de governança corporativa, pelo motivo de serem muito diferentes dos outros tipos de empresas. Em empresas de um dono só ou parcerias não ocorrem custos de agência, pois a pessoa que administra ela é a mesma que o dono. Se eles administrarem erroneamente a empresa, eles mesmos serão os que sofreram com as perdas. A partir do momento que em uma corporação, exista uma separação entre a gestão e a propriedade das ações da empresa, a governança se torna essencial para a sobrevivência dessa empresa.

Quadro 6.1 – Diferenças entre corporações, parceiras e empresas de um só dono

Fonte: Adaptado pelos autores de Deloitte (2010) <sup>15</sup>

Governança Corporativa define uma série de práticas, processos, princípios e valores que afetam o modo pelo qual as empresas modernas são dirigidas e monitoradas. O termo envolve, também, relações com os diversos colaboradores de uma organização, como os membros do conselho de administração, executivos e acionistas. Alguns de seus principais objetivos são alinhar os interesses das partes envolvidas visando eliminar problemas de agência e contribuir para a sua perenidade.

Quadro 6.2 – Conceito de Governança Corporativa

Fonte: Adaptado pelos autores de Interpraxis<sup>3</sup> e IBGC<sup>4</sup>

## 6.2.1. Participação no Conselho de Administração

No processo de monitoramento e adição de valor, a participação de representantes da organização gestora no Conselho de Administração compreende um fator fundamental. A missão do Conselho de Administração é proteger e valorizar a organização, engrandecer o retorno do investimento no longo prazo para todos os acionistas e buscar o equilíbrio entre os anseios das partes interessadas, de modo que cada uma receba o benefício apropriado e proporcional ao vínculo que possui com a organização e ao risco a que está exposta.

As principais responsabilidades do Conselho de Administração são a aprovação e o monitoramento das decisões, envolvendo<sup>5</sup>:

1. Estratégia;
2. Estrutura de capital;
3. Exposição e tolerância a risco;
4. Desenvolvimento corporativo (fusões e aquisições);
5. Contratação, dispensa, avaliação e remuneração do diretor-presidente;
6. Contratação, dispensa, avaliação e remuneração dos demais executivos, a partir da proposta apresentada pelo diretor-presidente;
7. Escolha e avaliação da auditoria independente;

8. Processo sucessório dos membros do Conselho de Administração e executivos;
9. Implementação de práticas de Governança Corporativa;
10. Relacionamento com partes interessadas;
11. Sistema de controles internos (incluindo políticas e limites de alçada);
12. Política de gestão de pessoas;
13. Código de conduta.

É importante lembrar que Governança Corporativa se relaciona também com sustentabilidade, especialmente tratando-se de aspectos estratégicos de longo prazo, tendo evoluído ao longo das últimas décadas. Este conceito passou a envolver diferentes dimensões da empresa – a natureza de seus produtos, questões ambientais, sociais, econômico-financeiras e a própria governança corporativa – e que devem ser avaliadas sob critérios de políticas adotadas, sistemas de gestão e desempenho e cumprimento legal.<sup>6</sup>

Para que tais responsabilidades sejam desempenhadas da melhor forma, é importante que o Conselho reúna, entre seus membros, características como experiência de participação em outros Conselhos de Administração, experiência como executivo-sênior de empresas semelhantes à empresa em questão, experiência em identificação e controle de riscos, experiência em gestão de pessoas, conhecimento de finanças, conhecimentos contábeis, contatos de interesses da organização, entre outras. É no esforço para reunir todas essas competências no Conselho de Administração que a organização gestora exprime sua importância, pois, ou ele próprio tem experiências e conhecimentos requisitados, ou ele conhece profissionais que podem preencher tais necessidades.

É importante ressaltar que nem todas as organizações gestoras têm representação no Conselho de Administração. Tal situação ocorre quando, por exemplo, mais de uma organização gestora participa de uma rodada de investimento e fica acordado que apenas uma das organizações terá assento no Conselho. Dessa forma, tal organização passa a ser reconhecida como a líder da rodada de investimento ou investidor-líder. Para tanto, para cada empresa do portfólio a organização gestora indica seus profissionais com melhor experiência administrativa para o Conselho de Administração.

No entanto, organizações com o controle definido devem divulgar, com clareza, como o poder político é exercido por seus controladores, ou seja, é preciso informar se esse controle se dá diretamente, por meio da maioria das ações, ou por meio de mecanismos de ampliação de controle<sup>7</sup>, como na situação acima referida. Dessa forma, a não adoção do conceito de “uma ação = um voto” - preceito fundamental para que a empresa atinja o mais alto grau de governança corporativa – não acarreta em desalinhamento de interesses, o que prejudicaria o desempenho da organização e seu acesso a capital.

O presidente do Conselho de Administração tem a responsabilidade de assegurar a eficácia e o bom desempenho do órgão e de cada um de seus membros. Cabe a ele estabelecer objetivos e programas do Conselho, presidir as reuniões, organizar e coordenar a agenda, coordenar e supervisionar as atividades dos demais conselheiros, delegar responsabilidades e prazos, além de monitorar o processo de avaliação do órgão segundo os



princípios da boa Governança Corporativa. Deve ainda assegurar-se de que os conselheiros recebam informações completas e tempestivas para o exercício dos seus mandatos.<sup>8</sup>

A empresa também realiza eleições periódicas para membro do Conselho de Administração, permitindo que os acionistas tenham a oportunidade de escolher seus representantes no órgão de governança da empresa. Os candidatos a cargo de conselheiro devem ter idoneidade, conhecimento e disponibilidade de tempo para exercer seus mandatos no Conselho de Administração. Por isso, os conselheiros devem ter conhecimentos administrativos e específicos tais como financeiros, contábeis e jurídicos. Embora um importante indicativo da efetividade da governança corporativa de uma empresa seja a frequência de reuniões do Conselho de Administração, os contatos entre seus membros não se limitam às reuniões formais deste órgão.

No que diz respeito à composição do Conselho de Administração e tendo claro seu objetivo, é importante lembrar que é possível que o empreendedor seja afastado da gestão da organização. Isso se deve pelo fato de que muitas vezes o empreendedor não possui conhecimento suficiente para obter sucesso na frente do negócio na busca de eficiência e produtividade.

Ao participar de diversos Conselhos de Administração, as organizações gestoras ganham experiência estratégica em negócios com diferentes perfis, impactando positivamente em todas as empresas que o veículo de investimento tem em seu portfólio. Por exemplo, medidas adotadas em uma empresa podem ser úteis na definição de estratégias de outra empresa; dificuldades vivenciadas em um negócio podem facilitar a antecipação ou a solução de problemas em empresas com características semelhantes; e certas informações sobre o desenvolvimento de mercado podem ser relevantes para mais de uma empresa investida.

**Mito 1: O conselho tem poder supremo na empresa**

Fato: Isso em muitos casos não acaba acontecendo, pois eles acabam sendo subordinados do CEO, a partir do momento que muitos deles estão naquela posição por causa da indicação do CEO. Adicionalmente, muitas vezes o presidente do conselho também é o CEO.

**Mito 2: Acionistas são os donos da empresa**

Fato: Possuir em si as ações não dá os mesmos direitos ou privilégios de outras propriedades. Legalmente o dono de uma ação corporativa é mais um investidor do que um proprietário. Ele muitas vezes possui pouca voz na gestão, tendo somente participação dos lucros.

**Mito 3: O conselho administra a empresa**

Fato: O conselho se encontra pouquíssimas vezes ao ano, delegando aos executivos a real administração da empresa. Esses executivos são as pessoas que possuem o *expertise* para planejar, organizar, coordenar e controlar as atividades diárias

**Mito 4: O conselho representa os acionistas, mantendo os interesses dos mesmos em relação aos executivos**

Fato: Voltando ao mito número 1, os conselheiros representam mais os interesses dos executivos do que dos acionistas

**Mito 5: O conselho foca muito no macro e nos grandes problemas, enquanto os executivos focam nos detalhes micro**

Fato: O conselho acaba ficando no escuro, sabendo pouquíssimas informações da empresa, ao mesmo tempo que os executivos possuem todas as informações estratégicas da empresa. O CEO, ao ser o presidente do Conselho faz a pauta das reuniões, somente informando aos conselheiros o que mais interessa à ele.

**Mito 6: Mesmo que o conselho seja distante normalmente, em períodos de crise eles aparecem, Eles investigam, interrogam executivos e chegam à solução dos problemas.**

Fato: Os conselheiros são relutantes em desafiar ou culpar o CEO, já que estão naquela posição por causa dele. Executivos somente reagem fortemente à crises quando acionistas majoritários começam a detectar esses problemas.

**Mito 7: Ao verificar o baixo desempenho de um executivo, os acionistas podem demiti-lo em reunião anual**

Fato: Geralmente não existe oposição entre os executivos, tendo candidatos únicos nas eleições. Rejeitar os candidatos geralmente é altamente custoso para os acionistas.

Quadro 6.3 – Mitos e Fatos de Governança Corporativa (A experiência norte-americana)<sup>9</sup>

Fonte: Traduzido pelos autores de Cadotte e Bruce (2003)<sup>10</sup>



### 6.2.2. Participação no Conselho Fiscal

Outra importante área em que a organização gestora contribui é o Conselho Fiscal, que é parte integrante do sistema de governança das organizações brasileiras. O Conselho Fiscal pode ser permanente ou não, conforme definido no Estatuto Social da empresa. No segundo caso, sua instalação dará por meio de um sócio, ou grupo de sócios. Os principais objetivos do conselho são:

1. Fiscalizar os administradores e verificar o cumprimento de seus deveres legais e estatutários;
2. Opinar sobre o relatório anual da administração, fazendo constar do seu parecer as informações complementares que julgar necessárias à deliberação da Assembleia Geral;
3. Opinar sobre as propostas dos órgãos da administração;
4. Denunciar aos órgãos da administração e, se necessário, à Assembleia Geral os erros, fraudes ou crimes que descobrir, além de sugerir providências úteis à companhia;
5. Analisar as demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia;
6. Examinar as demonstrações financeiras do exercício social e sobre elas opinar.

É importante que todos os acionistas tenham representatividade no Conselho Fiscal. Vale ressaltar que, antes da eleição para escolher seus membros, as empresas devem estimular o debate, entre todos os acionistas, sobre a composição do conselho, para alcançar a diversidade desejável de experiências profissionais pertinentes às funções do órgão e ao campo de atuação da organização. A organização gestora também tem sua importância destacada por possuir qualidades que possivelmente auxiliarão o Conselho Fiscal, além de frequentemente conhecer profissionais qualificados para compor tal órgão.

### 6.2.3. Nomeação de Executivos

Um dos principais caminhos a partir do qual os veículos de investimento conseguem maximizar a criação de valor para as empresas investidas é por meio da atração de profissionais experientes para a empresa. A atração de tais executivos ajuda a complementar a Diretoria Executiva nas posições onde a equipe pré-existente não tem a experiência necessária para o sucesso da empresa. Alguns cargos que exemplificam esta nomeação são: Diretor Executivo, Diretor de Vendas, Diretor de Distribuição, Diretor de Produção, entre outros.

É muito comum que organizações gestoras nomeiem o Diretor Financeiro da empresa investida, atribuindo-lhe a função de zelar pelo capital investido.

### 6.2.4. Auditoria

Segundo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, “toda organização deve ter suas demonstrações financeiras auditadas por auditor externo independente”. A função desse auditor é analisar se as demonstrações financeiras refletem de forma adequada a realidade da sociedade. Além



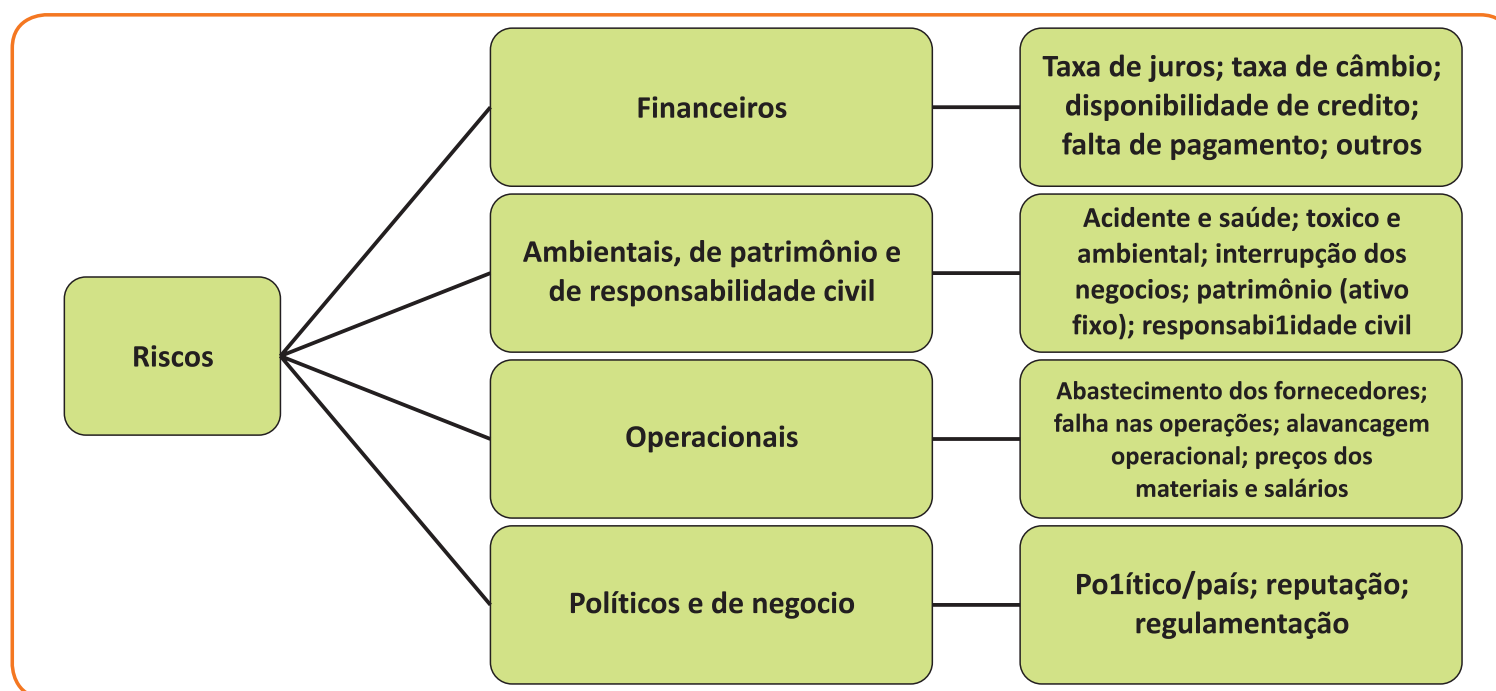
disso, ele é responsável pela revisão e avaliação dos controles internos da organização, o que resultará em um relatório de sugestões de melhorias dos controles internos. Cabe ressaltar que a organização pode contratar o serviço de auditoria para informações não financeiras que considerar relevante.

Ao analisarem as demonstrações financeiras, os auditores devem, de forma clara, dizer se as essas demonstrações apresentam adequadamente a posição patrimonial e financeira e os resultados do período. No parecer dos auditores, deve ser definidos o escopo, os trabalhos efetuados, a opinião emitida e, por consequência, a responsabilidade assumida.<sup>11</sup>

### 6.2.5. Gerenciamento de Risco

O risco é algo inerente a todos os negócios, afinal o futuro é incerto e é impossível prevê-lo com perfeição. A alta administração tem o importante papel de analisar os riscos envolvidos no negócio, estimar a probabilidade de ocorrência e elaborar planos de contingência caso o evento realmente ocorra. Os administradores precisam analisar os riscos das alternativas existentes antes de tomarem qualquer decisão, pois estes podem se revelar demasiadamente grandes em relação ao retorno esperado.

Os modelos de gerenciamento de risco objetivam uma solução ótima entre o desempenho da empresa, seus retornos e os riscos inerentes ao negócio, agregando valor econômico e contribuindo para a realização dos objetivos da empresa. A metodologia mais difundida entre as empresas para o gerenciamento de riscos corporativos é a do IBGC.<sup>12</sup>



Quadro 6.4 – Quadro de riscos

Fonte: Bonomi e Malvessi (2002)<sup>13</sup>

### 6.2.6. Definição da Estratégia de Negócios

Outra maneira de criar valor para a empresa investida é a definição da estratégia que a empresa irá tomar, como, por exemplo, onde a empresa pretende colocar seu produto, com quais fornecedores pretende negociar, qual a melhor estratégia de preço etc. É importante ressaltar que, muitas vezes, a organização gestora de investimentos não terá amplo conhecimento na área de atuação da empresa investida. Todavia, é provável que alguém, por ela indicado – que faça parte do Conselho de Administração da empresa, ou que seja um dos executivos da empresa – tenha tal conhecimento para auxiliar na definição da estratégia. De acordo com a análise das informações, relatórios e estudos apresentados aos membros do Conselho de Administração, a formulação de estratégias para a empresa torna-se possível.

Em casos extremos, em um investimento dividido em rodadas de *PE/VC*, com base nas informações apresentadas nas reuniões de Conselho de Administração e nas opções de estratégia disponíveis a empresa, a organização gestora pode decidir por abandonar o projeto e não participar das próximas rodadas de investimento.

Finalmente, a definição de estratégia de negócios também confere suporte às decisões de desinvestimento, pois a organização gestora realizará a saída tendo como base as condições do mercado - que influenciarão no valor da empresa investida.

Antes de tomar a decisão sobre o primeiro aporte de capital, a organização gestora analisa a estratégia de desinvestimento e as alternativas de estratégia de negócios que a empresa deve seguir para viabilizar a saída. Cada estratégia colocará a empresa em um determinado mercado e impactará em seu desempenho. Sendo assim, cada estratégia levará à possibilidades diferentes de saída para o investimento, o que faz do monitoramento das estratégias da empresa investida algo fundamental para a organização gestora.

### 6.2.7. Definição da Política de Remuneração de Executivos

A organização gestora, tendo em vista sua prévia experiência em vários outros negócios, possui papel preponderante na formulação da política de remuneração do quadro de executivos. Uma das maneiras do gestor participar da decisão de remuneração dos diretores executivos da empresa e alinhar os interesses deles com os das organizações gestoras é por meio da remuneração variável, a qual é atrelada ao cumprimento de metas de curto e médio prazo (remuneração baseada em resultados).

Em uma empresa, raramente os interesses dos acionistas estão alinhados com os interesses pessoais dos executivos dela. Por causa desta falta de alinhamento de interesses, surge o que a teoria clássica de Finanças chama de Custos de Agência (*Agency Costs*)<sup>14</sup>, que seriam custos que a organização tem, causados pela falta de alinhamento de interesses de seus membros. Por esse motivo a política de remuneração do



## Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

quadro de executivos se torna importante, já que ela é uma maneira de alinhar os interesses dos membros da organização, visando à minimização destes custos de agência.

A estrutura de incentivos nesse sentido deve incluir um sistema de freios e contrapesos que indique os limites da atuação dos envolvidos, evitando que uma mesma pessoa controle o processo decisório e a sua respectiva fiscalização. Uma das ferramentas mais utilizadas é o pagamento dos bônus em forma de *stock options*, que são documentos que garantem ao portador o direito (a opção) de compra da ação da empresa a um preço pré-determinado. Isso faz com que os executivos se empenhem de sobremaneira para agregar mais valor ao acionista para que a empresa possa crescer e sua ação valorizar, consequentemente fazendo com que a *stock option* do executivo valorize.

É importante que nenhum executivo esteja envolvido em qualquer deliberação que inclua sua própria remuneração. Além disso, as metas e premissas de eventual remuneração variável devem ser mensuradas e passíveis de serem auditadas e publicadas.

Dia 2 de dezembro de 2001, o colapso da Enron deixou todo o mundo dos negócios surpreso. Como poderia uma empresa que 2 meses antes havia sido avaliada em US\$ 28 bilhões ter declarado falência da noite para o dia? Como tantos experts foram enganados durante tanto tempo pela Enron? Provavelmente porque eles não observaram atentamente a estrutura de governança da empresa e seu conselho de administração.

De início, o conselho de administração era composto por 15 membros, duas vezes o número recomendável. O CEO da empresa na época era Kenneth Lay. Esse excesso de membros dificulta a comunicação e promove uma divisão dentro do próprio Conselho de administração em membros que se envolvem efetivamente e outros que pouco se envolvem. Além disso, o conselho de administração não só compunha fortes nomes de gestão, mas também incluía 2 médicos de grandes hospitais, os quais traziam prestígio para o conselho de administração, mas pouco contribuíam para agregar valor à empresa. Como agravante, alguns dos seus membros pouco compareciam às reuniões, não dedicando tempo, e consequentemente agregando valor à Enron.

Ao contrário de como deveria funcionar, durante toda a sua história, o conselho de administração da Enron se caracterizava por ser composto por diversos conselheiros, que tinham como principal objetivo a satisfação pessoal. Muitos deles se aproveitavam da posição que ocupavam para gerar vantagens pessoais como fechar negócios com outras empresas em que atuavam ou receber remunerações abusivas pelo seu ofício. Havia uma grande distorção no sentido da constituição do conselho de administração da companhia, onde as responsabilidades éticas eram deixadas de lado e esse ambiente de troca de favores configurava uma situação crônica de problema de agência, onde seus participantes não tinham interesses alinhados com a criação de valor para a empresa e perenidade da organização.

Este desalinhamento de interesse foi o estopim do colapso da companhia. Os diretores mantinham um esquema com uma firma de auditoria chamada Arthur Andersen & Company onde os resultados da companhia eram mascarados gerando um valor fictício para o acionista que por desconhecer o esquema se satisfazia com seu investimento. Quando descoberto, as ações da empresa, que antes era avaliada pelos investidores em \$ 28 bilhões, implodiram da noite para o dia surpreendendo seus investidores e diversos especialistas.

O caso da Enron é importante, pois revela diversos erros na atividade do seu conselho de administração aos quais o empreendedor deve prestar muita atenção como problemas de agência, deficiências em sua constituição e deficiências na comunicação.

Quadro 6.5 – O Colapso da Enron: A Maior Falha de Governança Corporativa de Todos os Tempos

Fonte: Traduzido e adaptado pelos autores de Cadotte e Bruce (2003) <sup>15</sup>

### 6.2.8. Captação de Recursos

Após a realização do aporte de capital, o gestor obtém um conhecimento mais específico da empresa investida e está atento às futuras necessidades de capital dela. A partir deste momento o gestor participa ativamente da busca de novos investidores, novas fontes de financiamentos (por exemplo, FINEP, BNDES, etc.) e, por fim, negocia com os potenciais investidores para preservar seus interesses de acionista da empresa.

A prática de investimento em fases (rodadas de investimento) é comum na indústria de *PE/VC*, em especial em aporte de capital em empresas nascentes (ou *startups*), pois é uma maneira de minimizar os riscos das organizações gestoras, e consequentemente dos investidores dos veículos de investimento. No caso de investimentos em empresas maduras e de maior porte, o investimento em fases é de menor necessidade para mitigar risco, e portanto menos utilizado.

### 6.2.9. Revisão Contínua do Plano de Negócios

O empreendedor que recebe aporte de *PE/VC* deve se mostrar flexível e compreender que não é o único tomador de decisão e que o Plano de Negócios não será mais atribuição exclusiva sua. O primeiro plano de negócios apresentado para os investidores será uma primeira versão, que será revisada, modificada e aperfeiçoada ao longo do tempo. À medida que ocorrem maiores interações entre a empresa investida e o investidor, mudanças tendem a ocorrer nessa primeira versão, de acordo com a dinâmica atual do mercado. de acordo com o desenrolar das reuniões entre empresa investida e investidor e de acordo com a dinâmica do mercado na qual a empresa-alvo atua.

A preparação de um plano de negócios deve ser vista como um processo iterativo e dinâmico porque todas as projeções e premissas devem ser constantemente refinadas, portanto a preparação de um plano de negócios efetivamente nunca se encerra. Embora os planos de negócios estejam constantemente sujeitos à mudanças e ajustes, eles não devem ser modificados em períodos muito curtos, a fim de evitar que os erros e aprendizados de uma versão sejam perdidos na versão imediatamente posterior.

É igualmente importante reconhecer em um plano de negócios as premissas e estratégias certas e aquelas que se revelaram equivocadas, para que durante esse aprendizado surjam conclusões importantes para o negócio. Enquanto uma empresa deve revisar formalmente um plano de negócios a cada ano (ou imediatamente após a ocorrência de uma situação radicalmente nova e inesperada), ela pode monitorar e atualizar premissas de seu plano de negócios com mais frequência, talvez trimestralmente. O prazo ideal para revisões depende da atividade da empresa.<sup>16</sup>



### 6.2.10. CPFL Energia: Exemplo de Boa Governança

A agência classificadora Austin Rating, no dia 07/08/2009, concedeu à CPFL Energia o nível AA+ em relação ao grau de aderência às melhores práticas de governança corporativa, sendo a primeira empresa brasileira a receber um título desse nível. Segundo o consultor da agência, Maurício Bassi, em entrevista concedida ao Planeta Sustentável (Editora Abril) disse que “A CPFL Energia encontra-se em um estágio muito avançado em governança corporativa. Mesmo com um curto período de vida como empresa listada na Bolsa de Valores, suas políticas e práticas estão muito acima do que é exigido pela legislação brasileira e em patamar bastante superior à maioria das empresas de capital aberto”.<sup>17</sup>

## 6.3. Ferramentas de Gestão

### 6.3.1. O Ciclo PDCA (*Plan, Do, Check and Act*)

O ciclo PDCA tem como princípio tornar mais claro e ágeis os processos envolvidos na gestão, dividindo-a em quatro passos fundamentais: planejar, executar, checar e agir. A aplicação do PDCA tem como finalidade atingir resultados dentro de um sistema de gestão, de forma a garantir o sucesso dos negócios.

**Planejar:** estabelecer metas a partir da identificação de problemas

**Executar:** realizar as atividades previstas no planejamento

**Checar:** monitorar e avaliar resultados

**Agir:** agir de acordo com o avaliado e de acordo com os relatórios

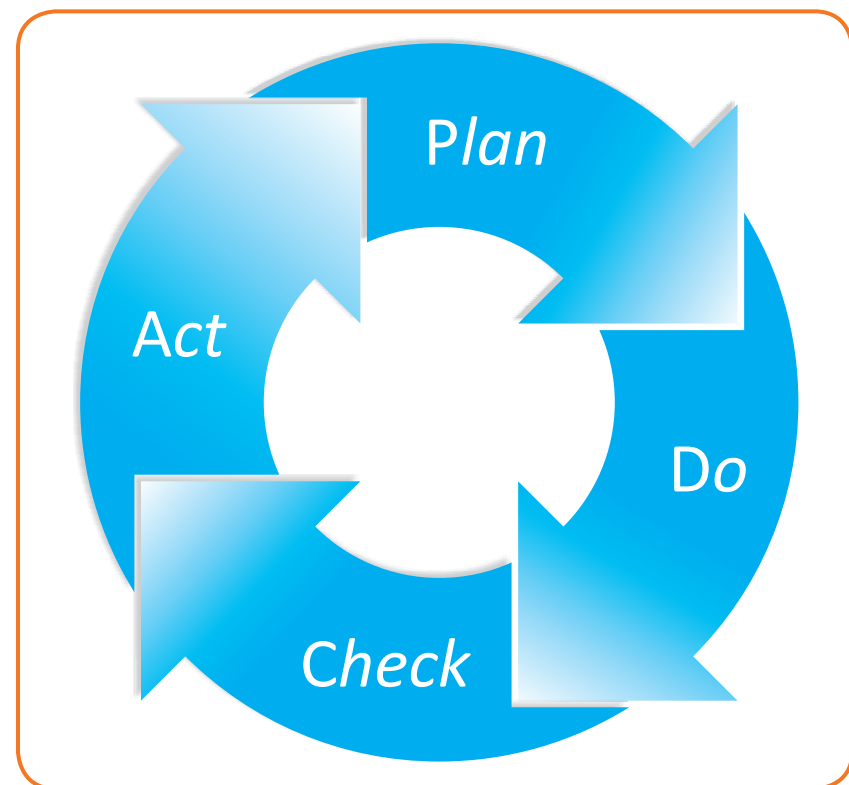


Figura 6.1 – Ciclo PDCA – Plan, Do, Check, Act (ou Planejar, Executar, Checar, Agir)

Fonte: Adaptado pelos autores

### 6.3.2. O Indicador BSC (*Balanced Scorecard*)

O *Balanced Scorecard* consiste em uma metodologia de gestão de desempenho criada pelos professores da Harvard Business School, Robert Kaplan e David Norton, em 1992. Trata-se de uma metodologia difundida e aceita no mercado que se baseia em quatro perspectivas fundamentais para a estratégia empresarial:

- Financeira
- Clientes
- Processos Internos
- Aprendizado e Crescimento

A somatória desses fatores pode alavancar o desempenho da organização, criando valor futuro. Segundo Kaplan e Norton (1997, p.25), o *Balanced Scorecard* reflete o equilíbrio entre objetivos de curto e longo prazo, entre medidas financeiras e não-financeiras, entre indicadores de tendências e ocorrências e, ainda, entre as perspectivas interna e externa de desempenho.

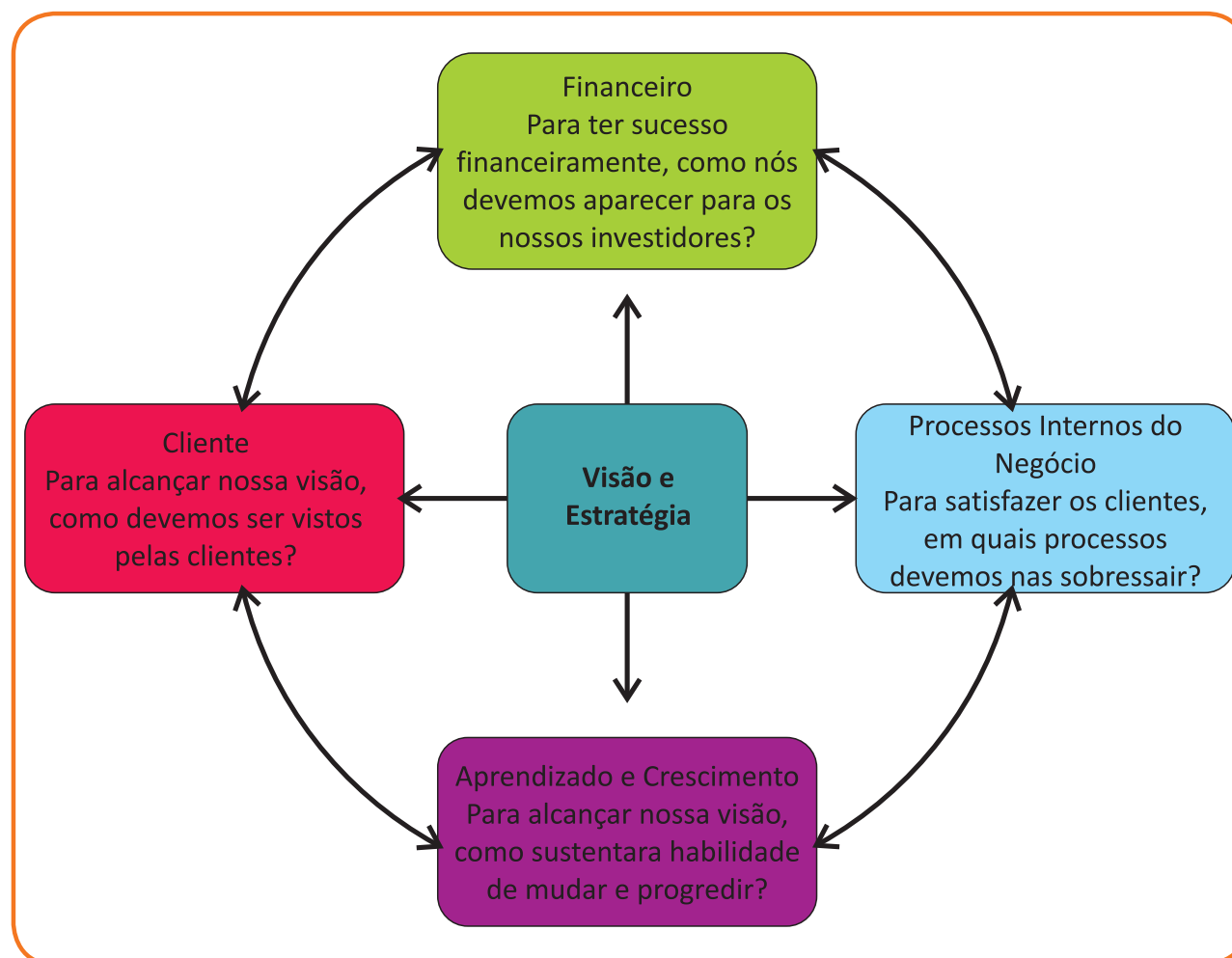


Figura 6.2 – *Balanced Scorecard*  
Fonte: Adaptado pelos autores



### 6.3.3. O Indicador ESC (Estudo de Satisfação de Clientes)

O Estudo de Satisfação dos Clientes (ESC) é uma ferramenta que pretende avaliar a satisfação e se os produtos ou serviços prestados pela empresa estão alinhados com o desejo de seus consumidores atuais e potenciais. O ESC, de forma isolada, possui pouca funcionalidade. Ele precisa ser complementado por ferramentas de gestão de relacionamento com o cliente (CRM – *Customer Relationship Management*) e planos tático-operacionais.

O ESC funciona como uma base de dados para alimentar os sistemas de tratamento e análise dos dados coletados. Se ele não for bem estruturado, não vai agregar novas informações importantes para a empresa ou vai agregar informações desnecessárias, fazendo com que a empresa incorra em custos desnecessários. O Estudo, normalmente, é realizado com o intuito de identificar as necessidades dos clientes e o que ele valoriza em um produto ou serviço. Após essa etapa, a pesquisa identifica se a empresa em questão se enquadra nos valores e demandas dos clientes, facilitando a interpretação do que deve ser feito para atender melhor o cliente e gerar valor para a empresa. Por se tratar de uma pesquisa muito específica, recomendamos não utilizar modelos prontos, mas modelos básicos e adaptá-los a realidade da empresa e do seu setor de atuação.

A SERVQUAL é uma ferramenta largamente difundida para medir a qualidade dos serviços. Seus autores, Valarie A. Zeithalm, A. Parasuraman e Leonard L. Berry, a dividiram em cinco dimensões de qualidade dos serviços: Tangibilidade, elementos físicos da empresa; Confiabilidade, capacidade de entregar o que foi acordado dentro do prazo estipulado; Compreensão, habilidade de compreender e solucionar os problemas dos clientes; Segurança, atender as necessidades dos clientes; e Empatia, capacidade de atender as necessidades dos clientes de forma individualizada.<sup>18</sup>

### 6.3.4. Relatórios Gerenciais

Os Relatórios Gerenciais<sup>19</sup> são uma importante ferramenta de gestão e auxiliam as organizações gestoras a monitorarem as empresas investidas, pois apresentam informações como movimentações financeiras, fluxo de caixa, relatórios de vendas, relatórios de estoque e relatórios de suprimentos. Os relatórios possuem como objetivo principal a comunicação de medidas de desempenho e resultados operacionais, além de fornecer à administração uma visão dos aspectos de eficiência com que as operações estão sendo executadas. O prazo de divulgação dos relatórios deve ser minimizado ao máximo porque (1) as situações e os problemas desfavoráveis adquirem sua maior importância no momento em que ocorrem. A medida que o tempo passa, as pessoas tendem a preocupar-se cada vez mais com novos eventos e menos com os eventos passados; (2) quanto mais uma situação desfavorável perdurar antes de ser corrigida, maior será o prejuízo financeiro da empresa; e (3) com o passar do tempo, há uma tendência para considerar a ineficiência como “normal” ou “o melhor que podemos fazer nestas circunstâncias”. Como os relatórios gerenciais se relacionam a atividades e necessidades do dia-a-dia, eles não são necessariamente discutidos na reunião do Conselho.<sup>20</sup>

6.3.5. Fluxo de Caixa Operacional

O fluxo de caixa operacional pode ser considerado uma ferramenta de gestão muito importante e deve ser calculado constantemente para o empreendedor saber se o negócio está gerando caixa e o momento em que os recursos financeiros se tornaram um limitador do crescimento da empresa. Além disso, a Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC) feita de forma incorreta prejudica o valor da empresa, pois toda a avaliação da companhia é feita a partir da capacidade de geração de caixa da empresa em questão. O fluxo de caixa operacional negativo significa que a empresa não está gerando caixa em sua operação, ou seja, ela está consumindo recursos no lugar de gerá-los, algo péssimo. Caso a empresa esteja gerando caixa operacional, mas não esteja conseguindo gerar caixa para financiar sua atividade e/ou investir em novos projetos, significa que ela precisa de uma fonte de financiamento para expandir suas atividades, ou seja, o crescimento do negócio depende de recursos financeiros.

DEMONSTRAÇÃO DE FLUXO DE CAIXA

Resultado Líquida antes dos Dividendos
Ajustes
(+) Depreciação
(+) Amortização
Alterações no Capital Circulante Líquido
(-) Aumento de Contas a Receber
(-) Aumento dos Estoques
(+) Aumento no Contas a Pagar
(+) Aumento no Ativo Diferido
(=) Fluxo de Caixa Operacional
Atividades de Investimento
(-) Aquisição de Ativos Fixos
(+) Venda de Investimentos a Curto Prazo
(=) Fluxo de Caixa de Investimento
Atividades de Financiamento
(+) Aumento no Contas a Pagar
(+) Aumento de debêntures
(-) Pagamento de dividendos
(=) Fluxo de Caixa de Financiamento
Resumo
(+/-) Alterações no Caixa
(+/-) Caixa no Início do Ano
(=) Caixa no Final do Ano

Fonte: Adaptado de Brigham e Ehrhardt



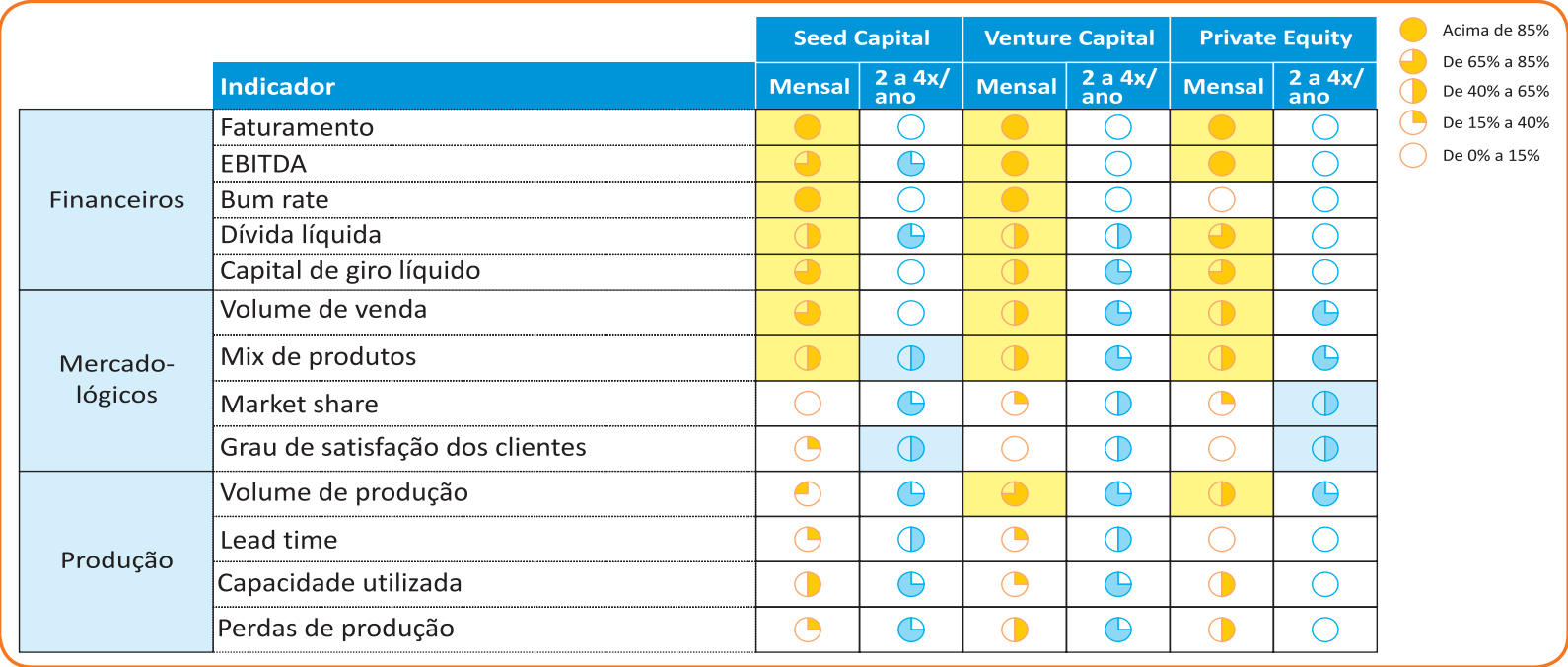


Figura 6.3 – Métricas mais utilizadas pelas Organizações Gestoras de PE/VC no Brasil  
Fonte: GVcepe

6.3.6. Indicadores de Performance

Os indicadores de performance são ferramentas gerenciais muito importantes para os gestores e para a organização gestora de *PE/VC* monitorarem o desempenho das empresas investidas (por exemplo: crescimento, rentabilidade, necessidade de capital, market-share etc) e, de acordo com o crescimento dessa empresa, eles se tornarão mais complexos e haverá um número maior de indicadores para avaliá-la.

A principal conclusão do estudo do GVcepe foi que os indicadores financeiros são utilizados quase sempre mensalmente, enquanto indicadores mercadológicos e sobretudo aqueles de produção, no geral, são utilizados de maneira menos frequente.<sup>22</sup> Os principais indicadores financeiros serão detalhados e exemplificados no capítulo VII para facilitar a compreensão.

6.3.7. Benchmarking

O *benchmarking* é uma ferramenta largamente utilizada pelas empresas atualmente e consiste em identificar práticas comparáveis e exemplares em outras empresas ou em outras áreas da mesma empresa. A partir da identificação dessas práticas (*benchmark*) os gestores comparam com as práticas realizadas na sua empresa e procuram identificar os fatores determinantes para esse desempenho superior da prática realizada pela outra empresa ou área específica. Quando identificam esses fatores, os gestores adaptam as soluções encontradas pela outra empresa e implementam melhorarias as práticas da sua empresa buscando alcançar um desempenho superior para as atividades realizadas pela companhia.<sup>23,24</sup>

### 6.3.8. Planejamento Estratégico

O objetivo do planejamento estratégico é determinar o futuro do negócio e como atingir os objetivos desejáveis da melhor maneira possível. Trata-se de um planejamento de longo prazo que considera o potencial do negócio e mostra a interação entre os objetivos do negócio, as ações práticas e os recursos necessários para realizá-las. Essa ferramenta é utilizada para dar uma diretriz geral para a tomada de decisão, avaliar o desempenho da empresa e, caso necessário, mudar o direcionamento do negócio.<sup>25</sup>

### 6.3.9. Gerenciamento do Relacionamento com Clientes – CRM (*Customer Relationship Management*)

Nos últimos anos, principalmente após a evolução dos sistemas de informação, essa ferramenta se tornou muito importante para as empresas. Atualmente é possível coletar e processar uma grande quantidade de dados em um curto espaço de tempo, viabilizando uma resposta rápida das empresas em relação as mudanças de mercado e, conseqüentemente, as necessidades de seus clientes. O CRM é um processo utilizado pelas empresas para compreender melhor os seus clientes e as peculiaridades de cada grupo de clientes. Essa é uma ferramenta tão relevante atualmente que as grandes empresas estão terceirizando o seu CRM para outras empresas que conseguem explorar melhor os dados fornecidos pelos clientes sem que eles precisem responder a pesquisas formais e, com isso, atender mais rapidamente as necessidades exigidas pelo mercado.<sup>26</sup>

### 6.3.10. Inovação Colaborativa

Esse modelo de inovação faz uso da colaboração de entidades externas, sejam elas consumidores, vendedores ou competidores, para promover inovações viáveis a um baixo custo. Esse modelo permite as empresas focarem seus esforços de inovação onde realmente existe vantagem competitiva, maximizando o uso dos seus recursos. A maior vantagem da inovação colaborativa é a grande produtividade no desenvolvimento de novos produtos sem aumentar demasiadamente os gastos com Pesquisa e Desenvolvimento e aumentar a velocidade e qualidade de introdução de novos produtos no mercado.<sup>27</sup>

### 6.3.11. Planejamento de Cenários e Contingências

A criação de cenários e planos de contingência nada mais é que imaginar diferentes situações micro e macroeconômicas futuras. Esse é um bom exercício para testar as premissas utilizadas pelos empreendedores. Infelizmente nem tudo o que planejamos acontece da maneira como imaginamos e a melhor



maneira de enfrentar esse fato é planejar. Esse planejamento evita que incertezas futuras sejam pensadas de forma simplista, unidimensional e linear, como se o mundo fosse perfeito.<sup>28</sup>

### 6.3.12. Dicas Valiosas para Empreendedores

Em um artigo publicado pela *Harvard Business Press*, “*Lessons from Private Equity Any Company Can Use*”, Orit Gadiesh e Hugh MacArthur deram algumas dicas valiosas úteis para qualquer empresa. Dentre elas estão: 1) Definir o potencial de crescimento da empresa e focar a aplicação dos recursos para atingir esse objetivo; 2) Elaborar um plano estratégico operacional detalhado que contenha iniciativas-chave que fará a empresa alcançar os resultados; 3) Definir os indicadores mais importantes capazes de revelar o desempenho da empresa e monitorá-los constantemente; 4) Selecionar, reter e motivar as melhores pessoas para a empresa e fazê-las pensar como donas da companhia; 5) Saber o montante de dinheiro que a empresa necessitará nos próximos anos, incluindo potenciais aquisições; e 6) Desenvolver uma cultura empresarial voltada para os resultados.<sup>29</sup>

## 6.4. Oportunidades de Desinvestimento

A organização gestora, ao analisar um investimento, tem em mente uma hipótese sobre a forma pela qual ela realizará o desinvestimento e obterá o retorno esperado. Mesmo tendo esta ideia prévia de quando irá vender a participação da empresa, o gestor está permanentemente analisando as oportunidades de desinvestimento presentes em comparação com as futuras, a fim de concluir qual é o melhor momento para desinvestir. Por outro lado, é igualmente importante para o empreendedor ter sempre em mente que o investidor necessita do desinvestimento para retornar o capital aos investidores do veículo.

Esse é o final do ciclo para as empresas investidas. A seguir, são explicitadas, resumidamente, algumas possibilidades de desinvestimento, tema que será aprofundado na próxima unidade.

### 6.4.1. Fusões e Aquisições

Grande parte das saídas de *PE/VC* é realizada quando empresas do portfólio da organização gestora são compradas por companhias maiores e mais capitalizadas. Em situações de aquisição da empresa, o comprador assume integralmente o ativo e passivo da empresa vendida.

Neste modelo de saída integral, as organizações gestoras *PE/VC* esperam que a transação ocorra, em geral, dessa forma porque eles querem realizar seu desinvestimento completo, não tendo mais obrigações com a empresa após esse período, evitando permanecer como sócios minoritários. Desse

modo, não teriam o mesmo controle de gestão e monitoramento que antes tinham, incorrendo com o eventual risco de arcar com passivos sobre os quais não terá mais controle direto. Esse exemplo, porém, não se aplica a 100% dos casos de desinvestimento. Outro ponto de preocupação dentro do processo de desinvestimento são os tipos de ativos que serão utilizados para efetuar a compra como, por exemplo, dinheiro ou até mesmo ações.

**Fusão:** Duas organizações são combinadas, e geralmente não se fundem de forma equitativa, sendo que, quase sempre, uma organização passa a ter o controle da outra de alguma forma. Em uma fusão, na maioria das vezes, o controle da empresa é decidido pela composição do Conselho de Administração, pois este tem a atribuição de definir a estrutura de gestão que estará em vigor.

**Aquisição:** Uma companhia adquire a outra, obtendo seu controle acionário e passando a ter direito aos ativos da empresa adquirida e, conseqüentemente, obrigação pelo passivo.

**Exemplo:** A Allelyx e Canavialis são duas empresas que foram criadas pela Votorantim Novos Negócios em 2002 e 2003, respectivamente. Foram compradas em 2008 pela Monsanto, empresa pioneira no desenvolvimento de tecnologias limpas que contribuem para aliar produção de alimentos com preservação ambiental. Com a aquisição de ambas companhias, a Monsanto incorporou a cana-de-açúcar ao seu portfólio de produtos, que estava centrado em milho, soja e algodão. A multinacional norte-americana investiu US\$ 290 milhões na compra das duas empresas que realizam pesquisas em melhoramento genético convencional e biotecnologia.

### Quadro 6.6 – Fusões e Aquisições

Fonte: Adaptado de Martelanc, Pasin e Pereira (2010) <sup>30, 31</sup>

## 6.4.2. Oferta Pública Inicial de Ações

Em uma Oferta Pública Inicial de Ações (em inglês: *IPO - Initial Public Offering*), uma companhia vende, pela primeira vez, uma parte de suas ações no mercado público de valores mobiliários (bolsa) como a Bovespa ou NASDAQ. Durante o IPO, os bancos de investimento têm a tarefa de identificar a demanda dos investidores para aquela ação e o preço que estes investidores estão dispostos a pagar por cada ação.<sup>32</sup>

7. Oferta Pública Inicial de Ações: é quando uma companhia vende, pela primeira vez, uma parte de suas ações no mercado de ações, como NASDAQ ou BM&FBovespa;
8. *Lock Up*: Período durante o qual os investidores e empreendedores existentes na empresa antes do IPO não podem vender suas ações remanescentes no mercado imediatamente após o IPO; e
9. Mercado de Ações: “é o nome dado aos agentes negociadores de títulos de renda variável denominados ações. Os negócios podem ser instrumentalizados pela Bolsa de Valores ou em Mercado de Balcão. Dessa forma, a Bolsa de Valores é um dos agentes do mercado de ações, que não é restrito a ela.”



Após a venda inicial dessas ações, os compradores podem transacioná-las livremente no mercado de ações, chegando a preços que refletem a avaliação de mais compradores e vendedores. O que torna o IPO especial é que ofertas públicas subsequentes são menos arriscadas para a empresa, visto que há maior informação sobre o preço anterior da ação, uma vez que já existem ações sendo livremente negociadas e que seu preço será estabelecido pelo mercado.

Ao realizar a oferta pública inicial das ações de uma companhia investida, a organização gestora de *PE/VC* consegue, ao longo do tempo, converter sua participação em instrumentos líquidos (caixa ou ações negociadas em bolsa) para posteriormente distribuí-los aos investidores do veículo. No momento do IPO, as ações de propriedade da organização gestora estão tipicamente sujeitas a uma cláusula de retenção de vendas (*lock-up*), segundo a qual os gestores do veículo não podem vender as ações de propriedade do veículo por um período pré-estabelecido.

O IPO é uma das formas preferidas de *PE/VC* para a saída, pois muitas vezes o retorno sobre o capital investido é maior e IPOs conferem visibilidade ao gestor, facilitando captação de novos veículos de investimento junto a investidores.

### 6.4.3. Venda de Ativos

A venda de ativos é um tipo de desinvestimento parcial da empresa investida quando o gestor encontra uma boa oportunidade no mercado para realizar tal venda (quando o preço dos ativos está em alta e o retorno do investimento a ser obtido com tal venda supera o retorno esperado caso a própria empresa continue operando tais ativos).

A venda de ativos também pode ocorrer quando a empresa está em dificuldades financeiras e o Conselho de Administração decide vender parte dos ativos da empresa para conseguir cobrir o passivo da empresa (programa de desmobilização).

#### Exercícios de verificação de leitura

1. No que consiste o “Novo Mercado”?
2. Quais são as funções mais estratégicas do Conselho de Administração e Conselho Fiscal?
3. Quais são as dimensões da empresa envolvidas no conceito de sustentabilidade?
4. Quais são as principais funções do Conselho Fiscal?
5. A respeito dos Relatórios Gerenciais:
  - a. Qual o seu objetivo?

- b. Que tipos de informações são mostradas nestes relatórios?
- 6. Qual a importância estratégica dentro de governança corporativa do quadro de remuneração?
- 7. Os custos de agenciamento (*agency costs*) são inevitáveis? Explique.
- 8. De que forma acionistas e executivos podem alinhar seus interesses? Liste os mecanismos que são mais utilizados para manter os custos de agência sob controle.
- 9. Por que alguns executivos são remunerados com opções de compra de ações (*stock options*)?
- 10. Assinale como verdadeiro ou falso as afirmações abaixo. Justifique:
  - a. É imprescindível que os executivos estejam envolvidos nas deliberações que incluam sua própria remuneração. (    )
  - b. O primeiro Plano de Negócios tende a se manter igual ao longo do tempo, não sofrendo nenhuma alteração. (    )
  - c. A preparação de um Plano de Negócios deve ser vista como um processo iterativo e dinâmico, já que suas premissas devem ser constantemente refinadas. (    )
  - d. O prazo ideal para a revisão do Plano de Negócios é a cada três meses. (    )
  - e. Em situações de aquisição da empresa, o comprador assume somente o ativo da empresa investida. (    )
  - f. Quem define o preço da ação é a empresa que as emite (    )

### REFERÊNCIAS

- <sup>1</sup> BGC-IESE. 2008. “The Advantage of Persistence – How the Best Private Equity Firms ‘Beat the Fade’”. The Boston Consulting Group and IESE Business School of the University of Navarra.
- <sup>2</sup> CADOTTE, Ernest e BRUCE, Harry. 2003. “The Management of Strategy in the Marketplace”. Ed. Thomson South-Western.
- <sup>3</sup> Para mais informações, acesse: [www.interpraxis.com/glossary.htm](http://www.interpraxis.com/glossary.htm)
- <sup>4</sup> Para mais informações, acesse: [www.ibgc.org.br/perguntasfrequentes.aspx](http://www.ibgc.org.br/perguntasfrequentes.aspx)
- <sup>5</sup> IBGC. 2009. “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”. 4ª Edição. IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.
- <sup>6</sup> Estes critérios e dimensões são estabelecidos pelo Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) elaborado pelo GVces – Centro de Estudos de Sustentabilidade da FGV-EAESP. Para informações acesse: [www.fgv.br/ces](http://www.fgv.br/ces)
- <sup>7</sup> IBGC. 2009. “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”. 4ª Edição. IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Pág. 21.
- <sup>8</sup> IBGC. 2009. “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”. 4ª Edição. IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.



<sup>9</sup> Estes mitos e fatos referem-se à grande corporação norte-americana de capital aberto pulverizada. A experiência com empresas que recebem investimentos de Venture Capital é definitiva; empresas que têm acionista controlador também apresentam diferenças marcantes.

<sup>10</sup> CADOTTE, Ernest e BRUCE, Harry. 2003. "The Management of Strategy in the Marketplace". Ed. Thomson South-Western.

<sup>11</sup> IBGC. 2009. "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa". 4ª Edição. IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Pág. 59.

<sup>12</sup> Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Guia de Orientação para Gerenciamento de Riscos Corporativos, 2007. <[http://www.audicaixa.org.br/arquivos\\_auditoria/GerenciamentoRiscosCorporativos-IBGC.pdf](http://www.audicaixa.org.br/arquivos_auditoria/GerenciamentoRiscosCorporativos-IBGC.pdf)>

<sup>13</sup> BONOMI, Claudio e MALVESSI, Oscar. Project Finance no Brasil: fundamentos e estudo de casos. Ed. Atlas, 2002.

<sup>14</sup> JENSEN, Michael e MECKLING, William. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Finance Economics.

<sup>15</sup> CADOTTE, Ernest e BRUCE, Harry. 2003. "The Management of Strategy in the Marketplace". Ed. Thomson South-Western.

<sup>16</sup> FORD, Brian; BORNSTEIN, Jay e PRUITT, Patrick. 2007. "The Ernst & Young Business Plan Guide". 3a Edição. John Wiley & Sons, Inc.

<sup>17</sup> Para maiores informações, acesse o site da CPFL Energia ([www.cpfl.com.br](http://www.cpfl.com.br)) e entre na parte de Governança Corporativa.

<sup>18</sup> Para maiores informações sobre essa ferramenta, consulte o livro: "Serviços de Marketing – Competindo através da Qualidade" (Editora Norma-Maltese).

<sup>19</sup> Disponível em: <http://operandobien.blogspot.com/2007/06/relatrios-gerenciais-base-para-tomadas.html>. Acessado em 05 de fevereiro de 2010.

<sup>20</sup> WELSCH, Glenn Albert. Orçamento Empresarial. Editora Atlas, 4ª edição, São Paulo, 1990.

<sup>21</sup> BRIGHAM, Eugene F. e EHRHARDT, Michael C. Financial Management: theory and practice, 12ª edição, Ed. South-Western, 2008.

<sup>22</sup> GVcepe e Value Partners. Private Equity/Venture Capital: gestão estratégica e monitoramento das empresas do portfólio. São Paulo, 2006

<sup>23</sup> Bain & Company, Ferramentas de Gestão: Um Guia para Executivos. São Paulo, 2009 <[http://www.bain.com/bainweb/images/cms/localOffice/São\\_Paulo/Livreto\\_Ferramentas\\_de\\_Gestão.pdf](http://www.bain.com/bainweb/images/cms/localOffice/São_Paulo/Livreto_Ferramentas_de_Gestão.pdf)>

<sup>24</sup> Caso você tenha interesse em implementar essa ferramenta na sua empresa, acesse o material elaborado pelo SEBRAE em parceria com o MTUR por meio do link <[http://www.biblioteca.sebrae.com.br/bds/bds.nsf/2500872b247e4e1b03256d03006017c9/bd1dff3e5043cab48325761e00684c18/\\$FILE/NT00041DCE.pdf](http://www.biblioteca.sebrae.com.br/bds/bds.nsf/2500872b247e4e1b03256d03006017c9/bd1dff3e5043cab48325761e00684c18/$FILE/NT00041DCE.pdf)>.

<sup>25</sup> Bain & Company, Ferramentas de Gestão: Um Guia para Executivos. São Paulo, 2009 <[http://www.bain.com/bainweb/images/cms/localOffice/São\\_Paulo/Livreto\\_Ferramentas\\_de\\_Gestão.pdf](http://www.bain.com/bainweb/images/cms/localOffice/São_Paulo/Livreto_Ferramentas_de_Gestão.pdf)>

<sup>26</sup> Bain & Company, Ferramentas de Gestão: Um Guia para Executivos. São Paulo, 2009 <[http://www.bain.com/bainweb/images/cms/localOffice/São\\_Paulo/Livreto\\_Ferramentas\\_de\\_Gestão.pdf](http://www.bain.com/bainweb/images/cms/localOffice/São_Paulo/Livreto_Ferramentas_de_Gestão.pdf)>

<sup>27</sup> Bain & Company, Ferramentas de Gestão: Um Guia para Executivos. São Paulo, 2009 <[http://www.bain.com/bainweb/images/cms/localOffice/São\\_Paulo/Livreto\\_Ferramentas\\_de\\_Gestão.pdf](http://www.bain.com/bainweb/images/cms/localOffice/São_Paulo/Livreto_Ferramentas_de_Gestão.pdf)>

<sup>28</sup> Bain & Company, Ferramentas de Gestão: Um Guia para Executivos. São Paulo, 2009 <[http://www.bain.com/bainweb/images/cms/localOffice/São\\_Paulo/Livreto\\_Ferramentas\\_de\\_Gestão.pdf](http://www.bain.com/bainweb/images/cms/localOffice/São_Paulo/Livreto_Ferramentas_de_Gestão.pdf)>

<sup>29</sup> GADIESH, Orit e MACARTHUR, Hugh. Lessons from Private Equity Any Company Can Use. Harvard Business Press, Boston, 2008.

<sup>30</sup> MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; PEREIRA, Fernando. 2010. Avaliação de empresa, um guia para fusões & aquisições e private equity. Editora Pearson

<sup>31</sup> Para mais informações sobre a compra da Allelyx e Canavialis pela Monsanto, acesse: [www.monsanto.com.br](http://www.monsanto.com.br) e <http://www.gazetadopovo.com.br/economia/conteudo.phtml?tl=1&id=824338&tit=Monsanto-adquire-CanaVialis-e-Alellyx-por-US-290-milhoes>. Acessado em 12 de fevereiro de 2010

<sup>32</sup> Disponível em <http://www.markpeterdavis.com/getventure/entrepreneurs-guide-to-ra.html>. Acessado em 12 de Dezembro de 2009.



# Capítulo 7

## Desinvestimentos e Retornos

Autores: Adilon Garcia, Alexander Appel, Bruno Villena, Caio Ramalho, Filipe Mattos, Flávio Fioravanti, Giancarlo Matarazzo, Marcelo Kneese, Paulo de Rezende, Rodrigo Lara e Tiago Rocha







## 7.1. Introdução

Este capítulo discorre sobre o processo de desinvestimento ou saída do investimento, ponto crítico do ciclo de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC), no qual o capital é retornado aos investidores do veículo acrescido dos ganhos ou perdas, conforme for o caso. (ver Figura 7.1, flecha “Retornos Financeiros”).

A partir deste momento, novos veículos de investimento poderão ser captados pela organização gestora, a fim buscar novas oportunidades de investimento, o que fomenta não só a indústria de PE/VC, como a economia brasileira como um todo.

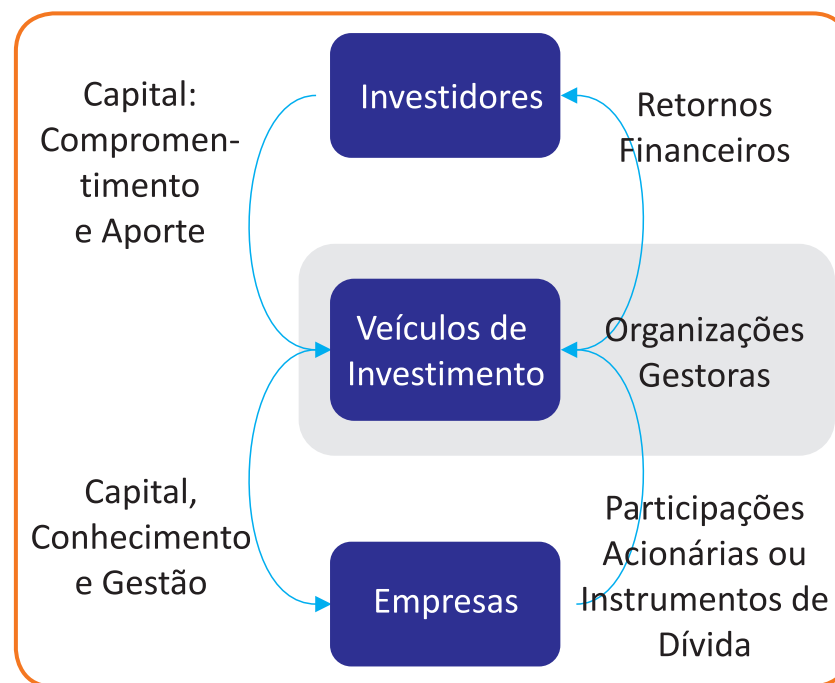


Figura 7.1 – Estrutura de PE/VC

Fonte: GVcepe

## 7.2. Aspectos Gerais do Processo de Desinvestimento

O processo de desinvestimento é um momento crucial de todo o ciclo de PE/VC e foi planejado pelo investidor no veículo de investimento, pela organização gestora e pelo empreendedor antes e durante todo o tempo da sociedade. Para que esse processo seja feito de forma amistosa e traga o máximo de benefício tanto para o empreendedor como para a organização gestora, é fundamental que ambos estejam cientes, desde o início de sua associação, sobre esta etapa do ciclo dessa indústria.

O objetivo do empreendedor, ao buscar este tipo de financiamento, é capitalizar a empresa, melhorar sua gestão e governança, com o objetivo de fazê-la crescer sustentavelmente, atingindo satisfação pessoal



e profissional, valorizando sua empresa. O gestor também tem como objetivo fazer a empresa crescer sustentavelmente; todavia, o retorno do capital investido pelo fundo de investimento advém do desinvestimento. Dessa forma, é muito importante que haja alinhamento entre os objetivos e interesses financeiros do empreendedor e da organização gestora, e que a forma de desinvestimento seja aceita por ambas as partes.

O desinvestimento influencia todas as outras etapas da cadeia de *PE/VC* e é planejado desde a entrada (o aporte de capital na empresa), uma vez que a possibilidade de uma saída (desinvestimento) altamente lucrativa é essencial para que uma organização gestora possa criar uma série de resultados históricos positivos (*track record*) e atrair novos investidores para seus fundos no futuro.

Para avaliar o impacto de investimentos de *PE/VC* no desempenho e no valor de mercado de empresas, estudo realizado pela Ernst & Young com base nas 100 maiores saídas de *PE/VC* na América do Norte, Europa e Ásia, demonstrou que as empresas investidas que abriram seu capital no ano de 2007 registraram crescimento de LAJIDA (*EBITDA*)<sup>1</sup> 33% maior que as empresas públicas analisadas como referência (*benchmark*)<sup>2</sup>. O estudo conclui ainda que o desempenho superior dos investimentos em *PE/VC* não é apenas resultado de um bom aproveitamento das janelas de oportunidade do mercado, mas também está firmemente embasado na melhoria dos fundamentos do negócio.

Os setores com maior potencial para desinvestimento por abertura de capital (*IPO*) atraem mais investimentos do que outros.<sup>3</sup> Por exemplo, setores com grande foco em inovação e potencial de crescimento, são mercados como os de *software*, *hardware*, biotecnologia e Internet. Estes mercados revolucionaram a cadeia de valor de quase todos os setores da economia tradicional, e por conta disto suas empresas têm maior potencial para realizarem oferta pública inicial de ações (abertura de capital em bolsa de valores). Vale ressaltar que, este cenário está muito mais consolidado no mercado norte-americano e gradualmente vem tornando-se uma realidade mais próxima no mercado brasileiro.

### 7.3. Modalidades de Saída

As principais modalidades de saída são: Oferta Pública Inicial de Ações (*IPO*), Venda a Compradores Estratégicos, Venda Secundária, Recompra de Ações pela Empresa, Venda de Ativos e Perda Total do Investimento<sup>4</sup>. Um estudo realizado pelo Tozzini Freire Advogados aponta uma interessante análise da evolução das modalidades de saída:

*“Tradicionalmente, a estratégia de saída mais difundida no Brasil vinha sendo a venda privada de participação a investidores estratégicos, normalmente para companhias de maior*

porte que atuassem no mesmo ramo de atividade ou em ramo complementar ao da companhia investida. Isso porque, para que as vendas por meio de oferta pública ou em bolsa de valores pudessem representar uma alternativa eficiente de desinvestimento, seria necessário um ambiente propício para tanto, com uma cultura de mercado de capitais já em avançado estágio de evolução. Porém, nos últimos anos, uma conjunção de fatores regulatórios e econômicos levou o mercado de capitais brasileiro a um novo patamar de atividade, com o aumento significativo das operações de abertura de capital, resultando no crescimento das alternativas de saída do Private Equity.”<sup>5</sup>

Como demonstra o Gráfico 7.1 Evolução das Modalidades de Desinvestimento No Brasil (1999 a 2004), a modalidade mais usual de saída até 2004 foi a venda para compradores estratégicos. A partir de 2005 as modalidades de saída via IPO e venda secundária ganharam importância, acompanhando o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, conforme observado no Gráfico 7.2.

**Quantidade de Negócios Desinvestidos entre 1999 e 2004**



Gráfico 7.1 – Evolução das Modalidades de Desinvestimento no Brasil (1999 a 2004)  
Fonte: De Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006)<sup>6</sup>

**Quantidade de Negócios Desinvestidos entre 2005 e 2008**

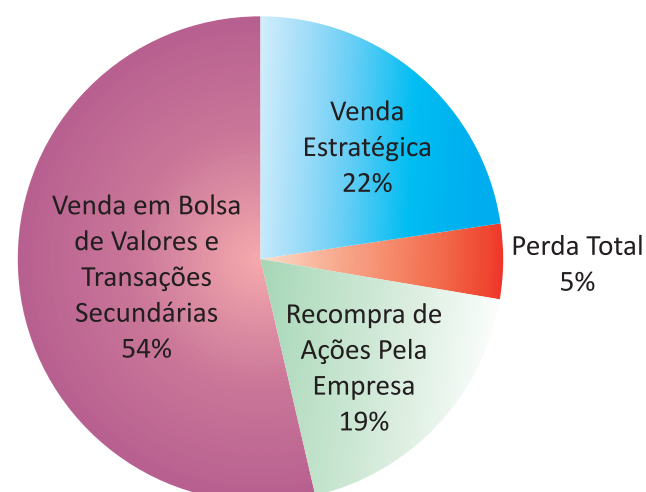


Gráfico 7.2 – Evolução das Modalidades de Desinvestimento no Brasil (2005 a 2008)  
Fonte: Ramalho e Furtado (2008)<sup>7</sup>

Independente da forma de saída utilizada, o processo de desinvestimento requer a avaliação da empresa (ou de seus ativos) para que as partes possam negociar o valor da transação. O Anexo I: Avaliação do Negócio (*valuation*) apresenta resumidamente os principais métodos de avaliação utilizados em transações de desinvestimento; dada a complexidade do tema Avaliação de Empresas, não é possível cobrir o assunto detalhadamente dentro deste texto e recomenda-se que os interessados consultem as referências bibliográficas deste capítulo.



## 7.3.1. Oferta Pública Inicial (IPO)

A Oferta Primária de Ações (OPA), mais conhecida na forma em Inglês “*Initial Public Offering – IPO*”, é a abertura do capital da empresa em bolsa de valores. A partir da realização do IPO, as ações da empresa passam a ser listadas em bolsa de valores e negociadas no mercado de ações, podendo inclusive fazê-lo em mais de um mercado (lançando por exemplo ações para serem negociadas na bolsa brasileira – BM&F Bovespa – e/ou norte-americana – NYSE - *New York Stock Exchange*).

O processo de abertura de capital é essencialmente uma forma de obtenção de recursos financeiros para a empresa, conhecida como oferta primária, e para os acionistas da empresa, conhecida como oferta secundária. No caso de ofertas primárias, a empresa emite novas ações na bolsa de valores para captar recursos financeiros para a própria empresa e destinar tais recursos conforme explicado a seguir. No caso da oferta secundária, as ações comercializadas pertencem a um ou mais acionistas que alienam sua participação na empresa em troca dos recursos financeiros captados. O IPO pode ocorrer tanto na forma primária quanto na secundária e até mesmo através de uma combinação de ambas.

O capital que a empresa capta por meio da venda de suas ações primárias em bolsa de valores pode ser destinado a muitos fins. Porém, três se destacam:

1. Quitação de dívidas, que podem ser de curto prazo ou de longo prazo.
2. Realização de investimentos. Neste ponto a empresa tem uma ampla gama de possibilidades que pode realizar: investimentos em capital de giro, investimentos em infraestrutura, seja expansão de espaço físico, compra de novas máquinas, aumento e/ou renovação de frota, entre outros.
3. Realização de uma fusão ou aquisição de outra empresa do mesmo ou de outro segmento para promover crescimento não orgânico da empresa.

Há diversos motivos para uma empresa abrir capital, conforme mostra a Figura 7.2.



Figura 7.2 – Por que Abrir o Capital de uma Companhia?

Fonte: Adaptado pelos autores de BM&FBovespa<sup>9</sup>

“As empresas de capital aberto utilizam-se da Bolsa para captar recursos dos investidores com o objetivo de financiar seus projetos de investimento e se tornarem mais competitivas. Isso é essencial nos dias de hoje, já que o ambiente empresarial exige que os investimentos em modernização, atualização e pesquisa e desenvolvimento de novos produtos e processos sejam contínuos”<sup>10</sup>.

É importante ilustrar alguns dos passos que a empresa deve percorrer para abrir seu capital. A primeira etapa é a avaliação da pertinência do processo, ou seja, do ponto de vista da empresa, a abertura de capital deve gerar benefícios no longo prazo que justifiquem o ônus do processo e as mudanças que serão implantadas na empresa.

O próximo passo é a contratação de uma auditoria independente e de um intermediário financeiro (banco de investimento) que terão como atribuição, em conjunto com os gestores da empresa, avaliar o plano de negócios da empresa e o volume da operação a ser realizada. Ademais decide-se sobre o preço de cada ação no dia de lançamento levando-se em consideração o valor do negócio, a participação a ser vendida da empresa e o interesse de compra por parte dos investidores.

O banco de investimentos e os gestores terão de decidir a forma pela qual as ações serão cotadas (ações ordinárias, preferenciais), o *timing* para o lançamento e a governança após o IPO. Da mesma forma, uma equipe composta por estes agentes e assessor legal especializado será responsável pela adequação dos estatutos da empresa à realidade de uma empresa de capital aberto.

A seguir, há uma série de processos legais que consistem no registro na Comissão de Valores Mobiliários e na Bolsa de Valores da respectiva localidade. Segue-se, então, a elaboração de uma espécie de campanha de marketing, venda e distribuição usualmente conhecido como “*road show*”, para visitar os investidores potenciais da empresa e apresentar seu Plano de Negócios e as condições da oferta pública de ações. Ao longo do processo de IPO, o banco coordenador pode emitir um lote complementar<sup>11</sup> ao originalmente oferecido, desde que obedecidas as restrições legais para tal. Após o IPO existem mecanismos de proteção ao pequeno acionista tais como o *lock-up*<sup>12</sup>, que restringe a venda da ação por um período pelo comprador participante do IPO.

Concluídos os processos acima, realiza-se o anúncio do início da distribuição pública de ações que ocorre, geralmente, por leilão público que se segue do encerramento da distribuição. Um exemplo de empresa que recebeu aporte de *Private Equity* e utilizou IPO como forma de saída é Dufry, uma empresa de varejo em portos, aeroportos e pontos turísticos, que recebeu aporte de capital do fundo de investimento Advent International, que listou suas ações na Bovespa em dezembro de 2006. Finalmente, um exemplo de *Venture Capital* é a Lupatech, uma empresa voltada ao setor metalúrgico especializado para o segmento energia, que teve seu IPO em maio de 2006<sup>13</sup> e contava entre seus investidores o BNDES-par, GP Investments e Axxon Group<sup>14</sup>.



# Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

Tabela 7.1 – Vantagens e Desvantagens do IPO

Vantagens	Desvantagens
<ul style="list-style-type: none"><li>• Liquidez patrimonial: Os empreendedores podem transformar parte das ações em dinheiro, vendendo algumas delas em oferta secundária ao abrir o capital ou, no futuro, negociando na Bolsa;</li><li>• Permite aos acionistas vender suas ações e diversificá-las, portanto reduzir o risco;</li><li>• Maior acesso ao mercado de capitais;</li><li>• Estabelece o valor de mercado da empresa já que ela é avaliada constantemente pelos investidores. O preço da ação no mercado é um indicador de seu valor, e reflete as expectativas a respeito do futuro da companhia;</li><li>• Facilita negociações de fusão. Ter um preço definido pelo mercado ajuda a definir o preço de uma empresa quando esta sendo adquirida ou pretende comprar outras por meio da opção de compra por ações;</li><li>• Melhora dos padrões de governança corporativa e transparência contábil da empresa.</li><li>• Aumenta os mercados potenciais. Muitas empresas afirmam que têm mais facilidade em vender seus produtos no exterior uma vez listadas em bolsa.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Custo de reportar relatórios que são obrigatórios para empresas de capital aberto;</li><li>• Divulgação de diversas informações operacionais da empresa ao mercado;</li><li>• Existe uma pressão sobre os executivos para gerarem ganhos anuais, mesmo que esta não seja a melhor estratégia para a empresa no curto prazo;</li><li>• Relação com investidores: é preciso que empresas públicas mantenham os investidores atualizados sobre os acontecimentos da empresa, o que demanda muito tempo de seus executivos.</li></ul>

Fonte: Brigham e Ehrhardt (2008)<sup>15</sup>

Em 2005, de acordo com os dados do Primeiro Censo da Indústria Brasileira de *PE/VC*, dos nove IPO's que ocorreram, mais de 50% foram de empresas com financiamento de *PE/VC*. Entre 2004 e 2009 foram realizados 116 IPO's levantando R\$112,3 bilhões, das quais 39 empresas tinham recebido investimentos de *PE/VC* anteriormente à oferta pública<sup>16</sup> como pode ser visto nos gráficos 7.3. e 7.4. Esta evolução do mercado de capitais favoreceu a indústria de *PE/VC*, oferecendo aos gestores e empreendedores mais opções para o seu desinvestimento.



Gráfico 7.3 – Quantidade de IPO's realizados entre 2004 e 2009

Fonte: Adaptado pelos autores de BMFBovespa<sup>17</sup>

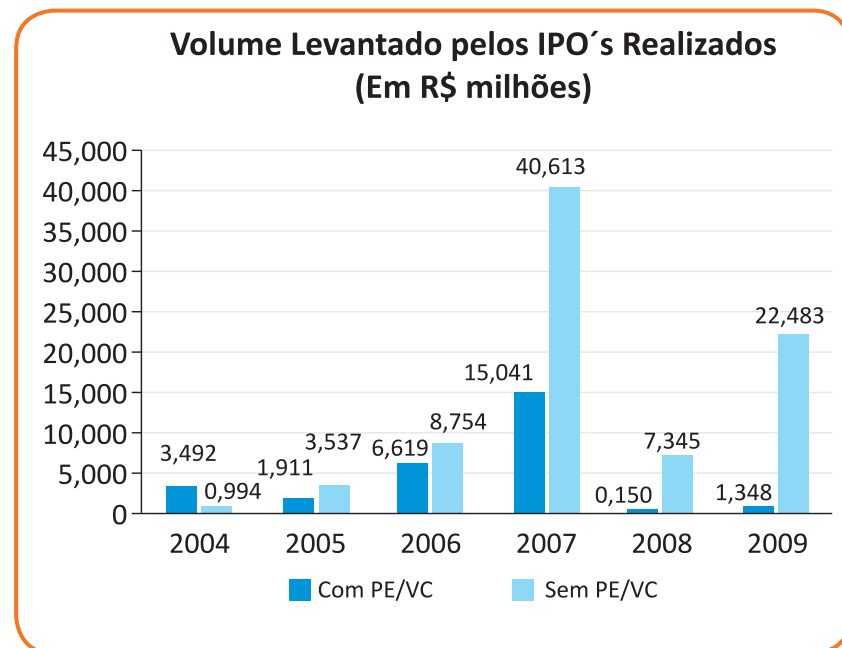


Gráfico 7.4 – Volume de IPO's realizados entre 2004 e 2009

Fonte: Adaptado pelos autores de BMFBovespa<sup>18</sup>

Segundo Tavares (2008), os retornos do investimento em ações na data do IPO de empresas com participação de veículos de investimento de *PE/VC* é superior aos retornos das empresas que não receberam essa modalidade de investimento. No período analisado, de 2004 a 2007, o retorno dos investimentos em ações na data dos IPO's das empresas que receberam aporte de capital de veículos de *PE/VC* foi de 17,6% frente a um retorno de -7,6% de empresas sem aporte de capital de veículos de investimento. Ainda de acordo com o autor, o que motiva esta discrepância é o fato de que essas empresas estão mais preparadas para a abertura de capital e possuem ferramentas de gestão eficazes e políticas de remuneração que alinham os interesses entre acionistas e investidores, entre outros.<sup>19</sup>

## 7.3.2. Venda a Compradores Estratégicos

Conforme o Gráfico 7.2, a venda estratégica (ou venda a compradores estratégicos) representa 22% dos desinvestimentos no período.

A venda a compradores estratégicos, também conhecida pelo termo em Inglês "*Trade Sale*", é uma das principais formas de saída de um investimento, acompanhada nos últimos anos, em importância, pela saída por meio da venda em bolsa de valores, considerando-se tanto o critério de número de ocorrências quanto em termos de valor.<sup>20</sup> O comprador estratégico é geralmente um grupo ou um conglomerado de maior porte do que a empresa adquirida<sup>21</sup> que opera no mesmo segmento de mercado e tem por objetivo integrar vertical ou horizontalmente a nova empresa às suas atividades buscando dentre outras coisas aumentar suas vendas e/ou sua participação de mercado (*market share*), ou obter sinergias operacionais, administrativas, fiscais ou financeiras.



Na integração vertical, a nova aquisição atuará como uma coligada da empresa maior, produzindo um bem que possa ser combinado a produtos produzidos por outras empresas do mesmo grupo, obtendo benefícios de economia de custos na produção. Geralmente, estes produtos são voltados para uma mesma necessidade ou então são componentes de um produto final que é comercializado pelo comprador estratégico. Na integração horizontal, a empresa maior busca expandir sua participação de mercado ou ingressar em um novo mercado, procurando desenvolver economias de escala por meio de um processo cuidadoso de integração.

Como exemplos de venda a compradores estratégicos no Brasil, podemos mencionar: a venda da participação da DGF Investimentos na DHC Outsourcing<sup>22</sup> para o provedor de Internet UOL, em 2009; a venda da Nutecnet (provedor de acesso à Internet) para a RBS e depois para a Telefônica; a venda da Zip.net (portal de Internet) para a Portugal Telecom e depois para a UOL; e a venda da Allellyx e da Canavialis da Votorantim Novos Negócios para a Monsanto em 2008. Nos EUA, podemos mencionar: a venda do Hotmail (webmail) para a Microsoft<sup>23</sup>, a venda do Youtube (comunidade online de vídeos) para a Google<sup>24</sup>; a venda do Admob (empresa de publicidade em celulares) para a Google<sup>25</sup>.

Numa aquisição por comprador estratégico geralmente a empresa alvo já possui fluxo de caixa, permitindo o uso dos métodos tradicionais de avaliação de empresas como o de fluxo de caixa descontado, múltiplos de transações precedentes e múltiplos de empresas públicas comparáveis. O processo de venda a um comprador estratégico, principalmente quando bem conduzido por uma organização gestora de *PE/VC*, e almejando a maximização do retorno do investimento, é muitas vezes desenvolvido em paralelo ao de avaliação para um processo de oferta pública inicial (IPO), de maneira a aumentar as possibilidades e o potencial de valor de saída.

A empresa e seus acionistas podem conduzir o complexo processo de venda de participações acionárias (normalmente envolvendo a venda do controle acionário ou de 100% das ações da empresa) ao mais adequado comprador estratégico por conta própria ou, como recomendado, contratar um assessor financeiro profissional (tais como bancos de investimento ou boutiques de *M&A*) para assessorá-los e para coordenar a atuação dos outros participantes do time de representantes da empresa e seus acionistas, como seus assessores legais, auditores ou contadores, e alguns de seus executivos.

Em ambos os casos o processo se inicia com um processo de diligência financeira e operacional (o *due diligence* inicial), normalmente conduzido pelo assessor financeiro, visando a sua melhor compreensão da situação atual e das perspectivas da empresa. Com base nesses dados, o assessor financeiro preparará uma avaliação financeira potencial da empresa (via a preparação de modelos de projeção financeira que serão usados como base na análise dos fluxos de caixa descontados da empresa, e a análise de múltiplos de empresas comparáveis e de múltiplos de transações precedentes). A faixa de valores potenciais determinada através da avaliação financeira determinará os retornos financeiros potenciais a serem alcançados em função do valor obtido na venda a compradores estratégicos. A *due diligence* inicial também permitirá aos assessores financeiros a elaboração dos materiais de oferta da empresa: os *teasers*, apresentações da gestão da empresa (*management presentations*), e o Memorando de Informações ("Info Memo").

Em processos competitivos de M&A para a venda de participações acionárias, normalmente os assessores financeiros enviarão os *teasers* dos potenciais investidores estratégicos operando nos mercados locais e internacionais e que podem ter interesse na aquisição da empresa para um grupo pré-aprovado pela empresa e/ou seus acionistas. Os *players* estratégicos que tiverem interesse em analisar a oportunidade de investimentos de modo mais profundo deverão assinar acordos de confidencialidade (ou *non-disclosure agreements*, ou “NDAs”). Os potenciais compradores que assinarem o NDA receberão em seguida o Memorando de Informações. Este Memorando é um documento confidencial que contém todas as principais informações acerca da empresa, de seu negócio, do time de gestão, demonstrações financeiras históricas e projetadas, e que os compradores recebem contra a assinatura de um acordo de confidencialidade. Este documento visa capacitar os potenciais compradores a fazerem sua própria avaliação da empresa e apresentarem uma oferta indicativa de compra, também conhecida como oferta não-vinculante.

Uma vez recebidas as ofertas não-vinculantes, os assessores darão suporte à empresa e aos seus acionistas na seleção da mais adequada oferta indicativa recebida durante o processo. Ao aceitar a oferta indicativa não-vinculante de compra o vendedor organizará o fornecimento de informações adicionais, possibilitando assim ao comprador iniciar o processo de diligência (*due diligence*) confirmatória para ratificar ou ajustar o preço final a ser pago ao vendedor. O processo de diligência confirmatória normalmente contará com a preparação coordenada pelos assessores legais da empresa de um *data room* (uma sala normalmente localizada nos escritórios dos assessores legais, e que podem hoje em dia ser feitas virtualmente em meio eletrônico), que deverá fornecer aos compradores (e seu time de executivos, assessores financeiros e legais, auditores) acesso a todos os documentos, contratos e informações da empresa, de natureza societária, comercial, financeira, fiscal e trabalhista. As eventuais contingências identificadas podem ser deduzidas do preço pago ou liberadas gradualmente em favor do vendedor por meio de mecanismos estruturados tais como os de contas de depósito em garantia (ou *escrow accounts*).

Após o aceite da oferta firme e do preço final determinado após esta diligência, comprador e vendedor elaborarão os contratos definitivos para a compra e venda de participações acionárias com o apoio de seus assessores legais. Na assinatura destes contratos o comprador efetua o pagamento, concluindo desta forma o processo de venda.

### 7.3.3. Venda Secundária

A venda secundária, do termo em Inglês “*Secondary Sale*”, é o processo de venda das ações que um veículo de investimento detém junto a uma empresa para outro investidor. Uma organização gestora comercializa sua participação transferindo os direitos e deveres advindos da participação na empresa para o comprador. Para a organização gestora que realizou a venda secundária, esta saída é equivalente às outras, ou seja, deve ser avaliada do ponto de vista do retorno esperado para aquele investimento. Como



exemplo de venda secundária, podemos mencionar a venda da Casa do Pão de Queijo (empresa investida pela organização gestora Pátria Investimentos) para o Standard Bank Private Equity (outra organização gestora) ocorrida em Dezembro de 2009.<sup>26</sup>

### 7.3.4. Recompra de Ações pela Empresa

A recompra ocorre quando o empreendedor/fundador da empresa adquire a participação da organização gestora de PE/VC em sua empresa. Conforme o Gráfico 7.2 Evolução das Modalidades de Desinvestimento no Brasil (2005 a 2008), a recompra de ações pela empresa representa 19% dos desinvestimentos no período.

Trata-se de uma modalidade de saída que ocorre quando a empresa possui bastante caixa e avaliou diversos investimentos possíveis desse caixa. No caso de PE/VC, é importante que o empreendedor tenha consciência das oportunidades e do crescimento potenciais, que tendem a se refletir em valorização da empresa e, conseqüentemente, no preço da ação.<sup>27</sup>

### 7.3.5. Venda de Ativos

Esta forma de desinvestimento consiste na venda de parte ou da totalidade dos ativos da empresa investida; os recursos obtidos podem ser utilizados, conforme o caso, para pagamento de dívidas, distribuição de dividendos, custeio de operações, expansão do negócio, etc. A venda de ativos ocorre, por exemplo, nos casos de a empresa ter obtido pouco crescimento orgânico e não haver compradores interessados.

Esta opção de desinvestimento pode também ser uma forma de “liquidação” dos bens da empresa para saldar as dívidas remanescentes e retornar aos acionistas os recursos restantes. Em situações de liquidação, é comum os veículos de investimento de PE/VC receberem apenas uma parcela do capital investido e registrarem em seus livros contábeis a perda de parte do capital investido naquela empresa.

Do ponto de vista do empreendedor, a venda de ativos é uma boa opção em situações em que a liquidez da empresa é muito baixa e não há visualização de outras opções de desinvestimento. A venda de ativos promove, então, a transformação de um ativo com baixa liquidez em caixa (alta liquidez). Do ponto de vista dos veículos de investimento, a venda de ativos representa uma alternativa de saída para negócios que não obtiveram um crescimento significativo a ponto de propiciar outras opções de desinvestimento que pudessem ser mais rentáveis ao veículo.

Um exemplo de venda de ativos é a venda dos ativos da empresa dMarc Broadcasting pela Google para a WideOrbit em Agosto de 2009; vale notar que dMarc Broadcasting havia sido comprada pela Google<sup>28</sup> em 2006, mas a Google não obteve os resultados esperados e decidiu pela venda de ativos.<sup>29</sup>

### 7.3.6. Perda Total do Investimento (*Write-Off*)

Devido ao alto risco inerente aos investimentos de *Private Equity* e, sobretudo, *Venture Capital*, é bem frequente<sup>30</sup> a ocorrência de insucesso de empresas investidas, representando, em muitos casos, a perda total do investimento realizado. A perda total também é conhecida pelo termo em Inglês “*Write-Off*”.

A possibilidade de perda total em um determinado investimento leva os veículo de investimentos a diversificarem sua carteira de investimentos, investindo em várias empresas diferentes com o objetivo de obter um retorno da carteira que seja compatível com o retorno médio<sup>31</sup> esperado pelos investidores.

## 7.4. Retorno do Capital aos Investidores

Quando ocorre um desinvestimento dentro da carteira de um veículo de investimento, os recursos obtidos devem ser retornados aos investidores do próprio veículo de investimento. Este procedimento deve ser aplicado tanto em situações em que houve ganho de capital (apreciação das ações da companhia investida) como uma perda de capital (depreciação das ações da companhia investida). Há raras exceções nas quais o gestor retém os recursos no veículo para realizar aportes em outras empresas.

O ganho de capital é distribuído aos investidores do veículo de investimento e, caso os investidores já tenham recebido cem por cento do capital investido mais o montante equivalente ao capital investido multiplicado por uma taxa mínima de atratividade (TMA ou “*hurdle rate*”), uma parcela dos retornos adicionais é paga aos gestores do veículo de investimento a título de taxa de performance. Tipicamente esta parcela dos retornos adicionais varia de 10% a 20%, dependendo do acordo celebrado entre os investidores do veículo de investimento e a organização gestora.

O capital retornado aos investidores do veículo comprova a capacidade de execução do time gestor do veículo e é de fundamental importância para a organização gestora captar recursos para seus próximos veículos de investimento.

Nos casos em que o retorno realizado nos investimentos do portfólio do veículo é aquém do esperado, os investidores podem vir a perder parte ou até o total do capital investido. Para evitar remunerar a equipe de gestão do veículo de investimentos em uma situação na qual houve perda do capital do investidor, os investidores exigem que os gestores de um veículo de investimento somente recebam remuneração relativa à performance após os investidores receberem de volta cem por cento de seu capital investido corrigido por uma taxa mínima de retorno ou TMA (Taxa Mínima de Atratividade).

Por exemplo, se no momento de encerramento de um fundo de *PE/VC* o fundo não tiver retornado 100% do capital comprometido pelos investidores, acrescido do montante representado pela correção do



capital comprometido corrigido pela TMA, a equipe do gestor não recebe taxa de performance mesmo após ter trabalhado oito ou dez anos no fundo; no período de duração do fundo, a equipe recebeu somente a taxa de administração do fundo, a qual é muito menor que a taxa de performance.

O Anexo II: Retorno da Carteira de Investimentos apresenta detalhes sobre o cálculo da Taxa Interna de Retorno de um dado investimento de um fundo de investimento e sobre o cálculo da Taxa Interna de Retorno da Carteira de Investimentos do fundo. Estes cálculos são importantes para os gestores de veículos de investimento pois constituirá seu histórico de resultados, o qual é um dos principais fatores analisados por investidores antes de se comprometerem a aportar recursos em um determinado veículo de investimento.

## 7.5. Vida Profissional do Empreendedor após o Desinvestimento

Muitas são as possibilidades de caminho profissional a serem seguidas pelo empreendedor após o desinvestimento da organização gestora. Aqui, são apresentados, de forma sucinta, alguns exemplos reais de empreendedores e das suas experiências tanto no investimento, como após o desinvestimento.

### 7.5.1. Daniel Heise e Grupo Direct

Daniel Heise é empreendedor, tendo, junto a outros sócios, criado diversas empresas, dentre as quais se destacam: Atrativa, Ingresso Fácil e SoftExport – todas já vendidas. Atualmente, Heise é sócio-fundador e presidente da empresa de tecnologia para gestão do relacionamento com clientes *Grupo Direct*, que conta com 28 sócios e apresentou, em 2009, faturamento de R\$ 18 milhões, segundo revista Exame PME de junho de 2010.

Para Heise, quando o empreendedor monta um negócio, seu foco deve estar no desenvolvimento desse negócio, ou seja, em agregar valor à empresa criada, e não apenas em fazer o negócio sobreviver. Dessa forma, o empreendedor estará a frente de um negócio valorizado pelo mercado, que, naturalmente, despertará o interesse de investidores ou compradores.

A *Direct Talk*, primeira empresa do Grupo Direct, surgiu tendo como base o foco na criação de um negócio de valor. Criada em 2000, a empresa nasceu da união de dois pequenos negócios dos empreendedores Daniel Heise, Alexandre Bernardoni, Gustavo Zaiantchick e Giovanni Cervieri. Segundo Heise, a missão da *Direct Talk* é ajudar outras empresas a interagir com seus clientes e a compreender melhor quem eles são e o que eles realmente querem, utilizando diferentes tecnologias.

A ideia de trazer mais sócios para o negócio se deu a partir do momento em que os sócio-fundadores identificaram um cenário positivo, a partir dos seguintes elementos de mercado: oportunidade de inovar, existência de um grande público-alvo, vantagem em ser pioneiro e ter um modelo de negócio escalável. Esses elementos serviram como sinal para os sócios fundadores da *Direct Talk* de que era o momento certo para se atrair sócios com capacidade de injeção de capital e que iriam agregar valor à operação da empresa.

Decidir por agregar outros sócios ao negócio é uma decisão muito importante e que envolve certas escolhas. Para Heise, é uma opção que justifica-se a partir do momento em que os elementos citados acima estão presentes. Este tipo de sociedade entre a organização gestora de PE/VC e o empreendedor permite que o negócio atinja o seu potencial. Todavia, é preciso ter consciência de que essa escolha exigirá, por parte do empreendedor, aceitar que outras pessoas (seus novos sócios) também decidam sobre a empresa. Trata-se, portanto, de uma posicionamento que exigirá dos fundadores um grau de comprometimento e seriedade muito maiores do que antes, tendo em vista que é uma decisão de longo prazo, na qual se abre mão de deliberar sozinho frente a empresa, mas que se ganha ao atrair pessoas de qualidade junto à gestão. Ou seja, a liberdade do empreendedor é restringida, mas há ganho de foco e determinação.

Após decidir por ter mais sócios no negócio, é importante que o empreendedor tenha consciência de que se trata de uma escolha mútua, ou seja, tanto a organização gestora escolhe o empreendedor, como este também escolhe aquela. No caso da *Direct Talk*, os principais aspectos considerados na escolha da organização gestora foram: alinhamento de objetivos, identificação e afinidade do time empreendedor com as pessoas da organização gestora e existência dos mesmos princípios e do mesmo perfil para executar e gerenciar o negócio.

Foi com base nesse pensamento sobre como escolher um parceiro para o negócio, que os sócios da *Direct Talk* escolheram a Rio Bravo – e foram por ela escolhidos. Esse alinhamento de perfil entre empreendedor e organização gestora levou a empresa a obter novas parcerias. Em 2005, seus sócios decidiram que era necessária uma nova capitalização da empresa. Por conta da boa parceria entre *Direct Talk* e Rio Bravo, os sócios fundadores da primeira conversaram com a organização gestora para decidirem em conjunto sobre quem chamar para compor a sociedade. E foi em consenso que *Direct Talk* e Rio Bravo decidiram convidar DGF Investimentos e Companhia de Participações (CRP) para serem seus novos sócios no negócio.

Ainda que a *Direct Talk* não tenha sido desinvestida, Heise, com base em sua experiência, destaca que conflitos entre empreendedor e organização gestora, com relação a quando e de que forma realizar a saída do investimento, podem existir. Esses conflitos podem ocorrer principalmente quando o negócio se encontra em uma fase madura. Para evitá-los, Heise destaca que é importante que o empreendedor tenha consciência de que o capital aportado pela organização gestora não tinha como único objetivo fazer o negócio crescer, mas também trazer retorno para seus investidores. Para isso é preciso que ambas as partes cumpram o que havia sido acordado desde o início; e que o empreendedor entenda que o ciclo acordado



apenas termina após o desinvestimento, sendo importante até mesmo que o fundador auxilie e organização gestora neste processo de saída.

Por fim, ainda segundo Heise, há basicamente dois caminhos que a vida profissional do empreendedor pode tomar após a saída da organização gestora. Os empreendedores que sempre foram conscientes em relação ao que estava sendo acordado contribuíram para o desenvolvimento de suas empresas e obtiveram grandes retornos com isso. Por outro lado, os que não apresentam este grau de consciência e não estavam seguros para receber investimentos, a saída representou algo “doloroso” para os sócios-fundadores e “destrutivo” para o negócio.

### 7.5.2. Caio Auriemo e DASA

O grupo DASA foi fundado 1961 com o nome de Médicos Associados em Patologia Clínica (MAP). Após a entrada do Dr. Caio Auriemo, a empresa mudou o nome para Delboni Auriemo e a partir desse momento eles começaram a expansão. Em 2000 o fundo de investimento do Pátria fez um aporte no grupo e mudou o nome para Diagnósticos da America S.A. (DASA), tendo Dr. Caio à frente do negócio. Após quatro anos de investimentos e expansão, no ano de 2004, o Pátria desinvestiu do negócio na forma de IPO.

Encerrado o IPO, Dr. Caio Auriemo permaneceu como um grande acionista (aproximadamente 11% das ações ordinárias) e continuou a expansão do grupo através de investimentos provenientes dos recursos captado na bolsa. Ele deixou a presidência da diretoria executiva da companhia em 2005 permanecendo como presidente do conselho de administração. Com medidas de reestruturação na empresa, o Conselho de Administração foi renovado no ano de 2009 e Caio deixou de vez o negócio, saindo da presidência do conselho. Dr. Caio foi muito importante para a profissionalização e consolidação do grupo DASA em todas as suas áreas atuantes.

Após sua saída definitiva na parte administrativa da empresa, Dr. Caio Auriemo se desfez de todas as suas ações, lançando-as na bolsa de valores e disse dedicar sua vida a sua família, deixando os negócios de vez.

### 7.5.3. Nestor Perini e Lupatech

A Lupatech foi criada em 1980 por Nestor Perini com o nome de Micronix e somente após algumas aquisições, resultou no atual nome, dado apenas no ano de 1993. Em 1987 ela recebeu o primeiro aporte (no total foram quatro) de capital de fundo de *Private Equity* e a partir de então a empresa passou a adotar maior nível de Governança Corporativa. Em 1995 recebeu o segundo aporte, proveniente da parceria com o fundo Bozano Simonsen – Advent. Em 2003 houve o penúltimo aporte de PE na empresa feita pelo BNDESpar através da conversão de debêntures e também do fundo da GP Investimentos.

No ano de 2005 realizou-se o último aporte feito pela Natexis Mercosul Fund. Em 2006 foi celebrado o Contrato de Participação no Novo Mercado com a BOVESPA, e desde maio desse ano, as ações da empresa são negociadas na bolsa de valores, concluindo parte dos investimento dos fundos de PE.

Depois de concluída o desinvestimento, Nestor Perini continua a frente da Lupatech, mantendo a ótima gestão que pôde ser aprimorada com a ajuda dos fundos de investimentos. A Governança Corporativa introduzida por esses fundos melhoram significativamente a gestão de Perini.

### 7.5.4. Aleksandar Mandic e MANDIC BBS

Em outubro de 1990, Aleksandar Mandic criou sua empresa, a MANDIC BBS, empresa destinada ao acesso de Internet. Em 1996, Mandic fechou parceria com a GP Investments para o aporte de capital de *Venture Capital*, e daí então sua empresa ascendeu rapidamente. No ano seguinte, 1998, a GP realizou o desinvestimento de sua participação para a empresa argentina Impsat.

Após o fim de seu negócio, Mandic continuou com seu espírito empreendedor permanecendo no mesmo setor, porém, com a ideia de oferecer a internet sem custo algum aos usuários. Junto de alguns sócios, criou o iG no ano de 2000, provedor de acesso grátis à internet, onde permaneceu na direção por exatamente dois anos e um dia.

Em 2002, Mandic voltou a usar o seu sobrenome como nome de seu empreendimento e criou a mandic:mail, um sistema de e-mail “diferenciado” por ser pago e ofertar funções inovadoras em relação aos demais. Esse negócio permanece promissor e Mandic tem grandes expectativas futuras a respeito dele.

### 7.5.5. Laércio Consentino e TOTVS

Em 1983, Laércio Consentino com o seu então chefe Ernesto Haberkorn, tornaram-se sócios na abertura de uma nova empresa especializada em microinformática, a Microsiga que mais tarde se tornaria a TOTVS. Conseguir um fundo de investimento para trabalhar junto da empresa seria a melhor opção para suportar este grande crescimento que a empresa almejava. Em 1999 a TOTVS fez parceria com a Advent que ajudou a empresa a se expandir e se consolidar no mercado. A parceria acabou em 2005, quando a TOTVS recomprou os 25% das ações que pertenciam ao fundo e no ano seguinte, em 2006, ela realizou seu IPO, tornando-se a primeira empresa de TI na América Latina de capital aberto.

Desde os tempos de Microsiga e mesmo com a abertura do capital, Laércio Consentino permanece na presidência da empresa até os dias de hoje. Deu continuidade aos projetos de expansão e crescimento da TOTVS com importantes aquisições de concorrentes que os fizeram ainda maior. Laércio manteve uma boa relação quanto a governança corporativa e a empresa foi premiada por isso. Além disso, ele conquistou duas vezes o prêmio de Executivo de Valor na área de TI, sendo o último em 2009.



### Anexo I: Avaliação do Negócio (*Valuation*)

A avaliação do Negócio (também conhecida pelo termo em Inglês “*Valuation*”) estima o valor da empresa, ou seja, quanto se deve hoje pagar para comprar o direito de receber todos os benefícios econômicos e financeiros advindos da empresa no futuro.

Os métodos de avaliação do negócio são muito utilizadas pelas organizações gestoras em dois momentos: primeiro, quando avaliam o valor da participação que pretendem adquirir em determinada empresa (momento de investimento ou entrada) e, segundo, quando se avalia por quanto a organização gestora conseguirá vender sua participação (momento de desinvestimento ou saída).

Existem vários métodos de avaliação de uma empresa e é muito importante ter consciência de que, qualquer que seja o método, haverá impasses entre a parte compradora e a parte vendedora na percepção de valor. Isso pode ocorrer porque muitas vezes as premissas que a parte compradora utiliza para fazer a avaliação não são as mesmas que a parte vendedora utiliza. Esse fato não invalida os métodos de avaliação e as avaliações feitas, mas ressalta a necessidade de se ter em mente as premissas utilizadas e a qual resultado se chegou com elas. Fazendo dessa forma, é possível entender a lógica da avaliação e caminhar para um consenso sobre o conjunto de premissas e o método de avaliação mais adequados à situação.

É importante diferenciar a avaliação que é feita no momento de entrada e no momento de saída. No momento em que a organização gestora procura uma oportunidade de investimento em *Venture Capital*, a avaliação utilizada é mais focada em métodos menos quantitativos. Isso ocorre porque, nos casos de *Venture Capital* as empresas se encontram em estágio inicial do seu ciclo de vida e é difícil conseguir estimar com alguma precisão os valores dos seus fluxos de caixa livres para se calcular o valor da empresa. Como consequência, métodos como o *Método do Venture Capital* e *Avaliações Relativas* são mais utilizados.

Já na fase de saída, visto que a empresa cresceu e possui uma operação e estrutura que possibilitam avaliá-la com base nas estimativas dos Fluxos de Caixa Livres da empresa, os métodos mais quantitativos (Fluxo de Caixa Descontado e Valor Presente Ajustado) são os mais utilizados.

Levando-se em consideração o que foi descrito, conclui-se que a avaliação para empresas privadas, especialmente aquelas que estão em estágios iniciais do seu ciclo de vida, é um processo complexo e, muitas vezes, subjetivo.<sup>32</sup> Sendo assim, é importante que alguns mitos que se tem sobre a avaliação sejam questionados:

- Mito 1: Avaliação é uma busca objetiva pelo valor verdadeiro;
  - Verdade 1.1: Todas as avaliações são enviesadas. A única questão é quanto e em que direção;
  - Verdade 1.2: A direção e a magnitude do viés são diretamente proporcionais a quem paga e quanto paga pela avaliação;

- Mito 2: Uma boa avaliação resulta em um valor preciso;
  - Verdade 2.1: Não há valor preciso, mas sim uma faixa de valores;
  - Verdade 2.2: A estimativa da avaliação é melhor quando ela é menos precisa;
- Mito 3: Quanto mais quantitativo o modelo, melhor a avaliação;
  - Verdade 3.1: O entendimento da avaliação é inversamente proporcional ao número de variáveis requeridas pelo modelo;
  - Verdade 3.2: Modelos mais simples de avaliação têm resultados melhores que os mais complexos.<sup>33</sup>

Há diferença entre mensurar o valor de uma empresa em estágio inicial do seu ciclo de vida e uma que já se encontra em estágio mais avançado. Na primeira situação há poucas informações sobre a empresa e o nível de incerteza, com relação à situação do mercado e da empresa no futuro, é maior; na segunda situação, o nível de incerteza é menor, o que faz com que métodos mais quantitativos façam mais sentido. É por isso que há diversas formas de se fazer uma avaliação para que, a depender da situação, seja escolhida a forma mais adequada. Os principais métodos para avaliação serão explicadas a seguir.

### 1. Método do *Venture Capital*

É comumente aplicado na indústria de *PE/VC*. O método avalia a empresa em um momento futuro, no qual sua projeção de fluxo de caixa é positiva. Para estabelecer o valor futuro da empresa utiliza-se o método de comparação de múltiplos. A seguir, o valor do fluxo de caixa é descontado por uma taxa de desconto alta e que incorpore o risco inerente ao investimento na empresa (geralmente, a taxa de desconto utilizada está entre 40% e 75%), e, então, é encontrado o valor da empresa. Essa taxa de desconto incorpora também uma estimativa de prazo para que o investidor de *Venture Capital* realize uma saída com êxito, uma estimativa do múltiplo desejado do investimento inicial e ainda uma expectativa de percentual de retenção entre a data do primeiro investimento e a da saída com êxito.

Por exemplo: se a projeção do valor de saída de uma empresa daqui a três anos for R\$ 3 milhões e a taxa de desconto for de 50%, o valor presente da empresa será aproximadamente R\$ 800 mil. O método do *Venture Capital* é bastante simplista e embute um fator crítico – o risco de realização do fluxo de caixa futuro. É por esta razão que, na impossibilidade de discutir taxas corretas de crescimento de um fluxo incerto, o investidor opta por assumir as projeções financeiras do empreendedor mas descontá-las a uma taxa elevada que reflete o risco percebido pelo investidor daquele fluxo realmente se materializar.



## 2. Avaliações Relativas

É uma forma rápida e fácil de obter uma estimativa do valor da empresa. Primeiramente procuram-se outras empresas que possuem características de negócio similar à empresa que se quer avaliar. Por exemplo, antes de comprar um imóvel, o potencial comprador analisa o valor por metro quadrado (R\$/m<sup>2</sup>) de imóveis na mesma região e características a fim de estimar o valor do imóvel no qual está interessado.

Com a avaliação relativa de empresas utiliza-se a variável mais relevante para comparação, dadas as características do negócio. Por exemplo, na compra e venda de usinas de açúcar e álcool em geral utiliza-se um múltiplo de US\$ por tonelada de capacidade de moagem de cana-de-açúcar; por outro lado, na compra e venda de lojas de varejo utiliza-se um múltiplo de receita de vendas por metro quadrado de loja (receita em R\$/m<sup>2</sup> de loja).

Vale ressaltar que pode ser difícil utilizar o método do *Venture Capital* para empresas de capital fechado, pois os demonstrativos financeiros destas empresas muitas vezes podem ter sido preparados dentro de preceitos contábeis diferentes dos padrões internacionais ou não estar disponíveis. Por este motivo, no processo de avaliação das empresas, muitas vezes, são utilizados um ou mais dos múltiplos apresentados a seguir, de acordo com sua disponibilidade:

- **Múltiplos de Empresas Abertas Comparáveis:** compara-se a empresa que se está avaliando com empresas similares de capital aberto negociadas em bolsa de valores onde geralmente se tem acesso fácil a todas as demonstrações financeiras e dados operacionais. Como exemplo, segue abaixo tabela com análise das empresas publicamente negociadas na indústria de açúcar e álcool:

Companhia	Último preço ago-10	Capitalização de Mercado MM	Valor da Firma MM	Valor da Firma/EBITDA			Valor da Firma/Receita			Terras/Distrib.	Valor da Firma/ton (em US\$)		
				09/11	10/11E	11/12E	09/11	10/11E	11/12E		09/10	10/11E	11/12E
Açúcar Guarani S/A	3,92	1.118	1.743	3,8x	4,3x	3,9x	1,0x	1,0x	1,0x	-	89,8	62,8	62,8
Cosan S.A. Indústria e Comércio	23,97	9.707	14.885	6,9x	8,0x	6,6x	0,9x	0,8x	0,7x	3.315	91,0	84,0	84,0
São Martinho SA	16,60	1.938	2.704	6,3x	4,8x	4,8x	2,1x	1,6x	1,6x	562	72,3	69,2	66,5
Mediana				9,3x	6,8x	7,0x	1,6x	1,4x	1,4x	562	89,8	69,2	66,5
Média				8,4x	6,2x	6,6x	1,8x	1,5x	1,5x	1.292	84,4	72,0	71,1

Nota:  
Fonte: Baseado em informações públicas. Cedido por TGI Capital.

- **Múltiplos de transações precedentes:** compara-se a empresa que se está avaliando com empresas similares que foram adquiridas transformando os valores pagos em transações de fusão e

aquisições e aportes de capital em múltiplos que possam ser comparados. Como exemplo, segue abaixo tabela com a análise das transações precedentes na indústria de açúcar e álcool:

Atividade Recente do M&A no Brasil

Data	Companhia	Alvo	Localização	US\$ MM	Cap. (kt)	US\$/tc	Notas
Mar-09	Cosan	Nova America	São Paulo	689	10.600	65,0	Somente usinas. Pago em ações mais assunção de dívida
Nov-09	Shree Renuka	Vale do Ival	Paraná	240	3.000	80,0	
Nov-09	São Martinho	Mitsubishi	Goiás	14	225	62,2	Adquiriu de volta a participação de 10% na Usina Boa Vista da Mitsubishi
Dez-09	Amyris	Sãs Martinho	Goiás	203	1.360	149,3	Combinação de dinheiro, ações e dívida. Vai coinvestir na produção de químicos a base de cana-de-açúcar. Preços elevados pois parte será paga apenas em 2012 e envolve a JV que pagara <i>royalties</i> para a Amyris, desta forma compensando em parte o preço original pago
Dez-09	Bunge	Moema	São Paulo	932	9.240	100,9	Pago em ações mais assunção de dívida
Fev-10	Shree Renuka	Equipav	São Paulo	333	10.500	62,6	Pagou R\$ 600MM por 50,79% da Equipav com 10.5MM tons de capacidade
Mar-10	ETH	Brenco	MT, GO, MS	972	15.200	64,0	Brenco ficou com 35% da <i>joint-venture</i> avaliada em R\$5bn resultando em um valuation da porção da Brenco por R\$1,75bn
Mar-10	Alta Alegre	Cofercatu	Paraná	101	1.500,0	67,4	
Mar-10	Cosan	Shell					Não Aplicável. <i>Joint-venture</i>
Mar-10	Guarani	Mandú	São Paulo	333	3.500	95,2	
Abr-10	Petrobras	Guarani	São Paulo	889	15.600	124,7	Petrobras Biocombustíveis pagou R\$1.6bn por 45,7% da Guarani com 15.6MM tons capacity
Mediana sem Amyris, Cosan/Shell e Petrobras						66,2	
Mediana sem Amyris, Cosan/Shell e Petrobras						74,7	

Fonte: Baseado em informações públicas. Cedido por TGI Capital.

Em qualquer das situações acima os múltiplos podem relacionar o valor da empresa a algum indicador financeiro ou operacional relevante ou simplesmente comparar indicadores operacionais que possibili-



tem a quem está avaliando a empresa considerar se ela tem potencial de valer mais ou menos que uma empresa comparável por estes critérios.

- \* Múltiplos de valor da empresa:
  - Valor da Empresa/EBITDA;
  - Valor da Empresa/Faturamento;
  - Valor da Empresa/Tonelada (para o caso de empresas industriais);
  - Valor da Empresa/MW (para o caso de empresas de energia); e
  - Valor da ação/Lucro por ação; etc.
- \* Múltiplos operacionais:
  - Faturamento/loja;
  - Faturamento/Número de funcionários registrados pela empresa; e
  - Número de patentes registradas (por exemplo, no ramo de biotecnologia) por gasto com pesquisa e desenvolvimento etc.

Este método de avaliação por múltiplos é muito utilizado por todo o mercado financeiro e em especial por organizações gestoras de *PE/VC* pela sua simplicidade e facilidade de cálculo; por outro lado, ele assume a disponibilidade das informações financeiras das empresas de capital fechado a serem utilizadas como referência, o que não nem sempre ocorre. Para remediar este fato, são utilizadas informações de empresas negociadas em bolsa de valores que tenham perfil de negócios o mais próximo possível da empresa avaliada; por outro lado, deve-se levar em conta que estas empresas têm perfil financeiro e estrutura de capital diferente das empresas-alvo da avaliação, o que pode acarretar imprecisões no valor final de avaliação.

Assim como em qualquer avaliação, o método de Avaliações Relativas oferece uma indicação de faixa de valores que o empreendedor poder utilizar para iniciar um processo de negociação com a organização gestora de *PE/VC*.

### 3. Taxa Interna de Retorno

Para evitar a discussão sobre a taxa de desconto mais adequada para a análise do fluxo de caixa descontado, vários gestores preferem analisar a Taxa Interna de Retorno da oportunidade e compará-la com sua Taxa Mínima de Atratividade.

Por exemplo, um investidor quer avaliar uma empresa e sabe que empresas similares no mercado valem cinco vezes o LAJIDA; se o LAJIDA da empresa analisada for R\$ 100 milhões, então seu valor será estimado em R\$ 500 milhões. Se a organização gestora decide comprar 20% de participação da empresa, pagará R\$ 100 milhões. No momento previsto para o desinvestimento, daqui a cinco anos, estima-se que o LAJIDA da empresa seja R\$ 500 milhões, portanto seu valor calculado com múltiplo de 5X LAJIDA será

R\$ 2.500 milhões. Como a organização gestora possui 20%, suas ações valem R\$ 500 milhões. Ao se calcular a Taxa Interna de Retorno do investimento de R\$ 100M no momento inicial e valor de R\$ 500M ao final do quinto ano, encontra-se aproximadamente 38% a.a. Assumindo que o investidor considere a Taxa Mínima de Atratividade (TMA) para este tipo de oportunidade é igual a 30% a.a., como a Taxa Interna de Retorno é superior à TMA, o investidor decidirá por realizar o investimento.

### 4. Valor de Reposição

O valor de reposição, como o próprio nome diz, refere-se ao valor que seria necessário caso se desejasse repor ou constituir uma nova empresa, idêntica à existente, comprando a valor de mercado os ativos equivalentes aos que hoje existem no balanço patrimonial desta empresa. Inclui-se normalmente neste valor além do valor de compra pelo qual podem ser adquiridos os ativos desta empresa, os custos para colocá-los em efetivo funcionamento, pois muitas vezes o ativo comparável não é exatamente comparável sendo necessários ajustes ou manutenções para que um ativo usado equivalente seja colocado no mesmo estado do existente. Além disso, o valor de reposição deve considerar também os investimentos necessários para treinamento de pessoal a fim de operar a empresa, criação de uma reputação ou marca, etc. Por exemplo, utilizando-se o método de avaliação de valor de reposição para avaliar um restaurante, além dos ativos fixos (equipamentos profissionais de cozinha, móveis e decoração, baixelas) devem ser considerados os custos de treinamento de pessoal (cozinha e de salão) e de propaganda para criar o reconhecimento do nome do restaurante.

Outra forma clássica de se calcular o valor de reposição dos ativos da empresa é por meio do ajuste do patrimônio líquido da empresa (valores contábeis históricos) após uma reavaliação de seus ativos e passivos a valores de mercado, pois muitas vezes os ativos estão registrados apenas ao custo histórico e seus valores de mercado não têm mais nenhuma correlação com o valor patrimonial contabilizado no balanço. Esta reavaliação dos ativos é também muito defendida pelas metodologias de Valor Econômico Adicionado ao negócio, segundo a qual não se pode medir o retorno sobre os ativos do negócio a custos históricos, mas deve-se reavaliá-los a valor de mercado.

Na reavaliação pode-se considerar, além da reavaliação dos ativos a valor de mercado as potenciais contingências, ou seja, passivos ainda não registrados em balanço mas que podem tornar-se passivos reais. Este é o caso normalmente de passivos trabalhistas e fiscais em pequenas empresas que operam na informalidade e não recolhem todos os encargos trabalhistas e tributos e acabam sofrendo um forte ajuste de seu patrimônio líquido quando da negociação com organizações gestoras de PE/VC:

$$\text{Valor do Patrimônio Líquido Ajustado} = \text{Valor do Patrimônio Líquido Original} + \text{Reavaliações} - \text{Contingências}$$



Esta metodologia de valor de reposição de ativos é muito utilizada em situações onde a organização gestora de PE/VC tem interesse em adquirir apenas os ativos da empresa como forma de se proteger do excesso de passivos ou contingências identificadas e, neste caso, procede uma reavaliação dos ativos constantes do balanço. Trata-se ainda de um dos parâmetros para negociação com empreendedor. Obviamente, além do valor dos ativos, a avaliação das empresas está ligada a seu potencial de crescimento, carteira de clientes e projeção de resultados; por este motivo o método de Valor de Reposição deve ser utilizado como um dos vários métodos de avaliação em uma negociação entre organização gestora e empreendedor.

### 5. Fluxo de Caixa Descontado

Relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de caixa esperados desse ativo. Por exemplo, um investidor interessado em comprar uma propriedade com uma fonte de água mineral para a qual todas as licenças ambientais estão regularizadas e cujo histórico dos últimos 30 anos é uma vazão média anual é de 20,000 metros cúbicos. A água mineral é vendida para empresas engarrafadoras da região por R\$ 0,05 por litro (ou R\$ 50,00 por metro cúbico). Assumindo que a demanda por água mineral seja constante ao longo dos anos e que há um grande número de empresas engarrafadoras interessadas em pagar R\$ 0,05 por litro de água da fonte, a fonte gera uma receita anual de R\$ 1.000.000,00 por ano e pode-se esperar que esta receita continuará a existir no futuro. O investidor quer identificar o preço a ser pago hoje, para ter o direito de colher, ano após ano, o fluxo de caixa de R\$ 1 milhão por ano proveniente da venda de água mineral para as engarrafadoras. Simultaneamente, o empreendedor quer determinar o preço de sua propriedade e de sua fonte que justifica abrir mão da receita futura de R\$ 1 milhão por ano.

O pressuposto deste método é que todo ativo tem um valor intrínseco que pode ser estimado, levando-se em conta características como fluxo de caixa, crescimento e risco. No exemplo acima, o fluxo de caixa é dado pela venda de água mineral para as engarrafadoras, o crescimento é o possível aumento de preço pago pelas engarrafadoras por litro de água, e o risco está ligado a fatores como: variação do volume produzido pela fonte (exemplo: queda de volume devido a secas multianuais), poluição da mina d'água por atividade imobiliária na região, queda da demanda por água mineral por parte do consumidor, etc.

O método de Fluxo de Caixa Descontado é mais utilizado para empresas em estágio de desenvolvimento mais avançados, pois o método exige, entre outras, as seguintes informações:

- Estimativa da vida útil do ativo;
- Estimativa dos fluxos de caixa gerados pelo ativo durante sua vida útil;
- Estimativa da taxa de desconto aplicável aos fluxos de caixa do ativo, para trazê-los a valor presente

Em outras palavras, o valor de uma empresa pode ser calculado pela seguinte expressão que projeta os fluxos de caixa futuros descontados pela taxa estimada:

$$Valor = \frac{FC_1}{(1+r)^1} + \frac{FC_2}{(1+r)^2} + \frac{FC_3}{(1+r)^3} \dots + \frac{FC_n}{(1+r)^n}$$

Na expressão, os “FCs” são os Fluxos de Caixa projetados nos momentos 1,2,..., n (meses, anos, etc.) e “r” é a taxa de desconto, pela qual os fluxos serão descontados para serem trazidos a valor presente.

Para se encontrar o valor de uma empresa pelo método em questão, é preciso partir de duas preposições:

**Preposição 1:** Para que um ativo tenha valor, é preciso que os fluxos de caixa esperados sejam positivos em algum momento da vida do ativo.

**Preposição 2:** Ativos que geram fluxos de caixa mais cedo no seu ciclo de vida terão maior valor do que ativos que demorarão mais para gerar fluxos de caixa; todavia, pode ser que o ativo tenha maior potencial de crescimento e gere fluxos de caixa maiores para compensar.

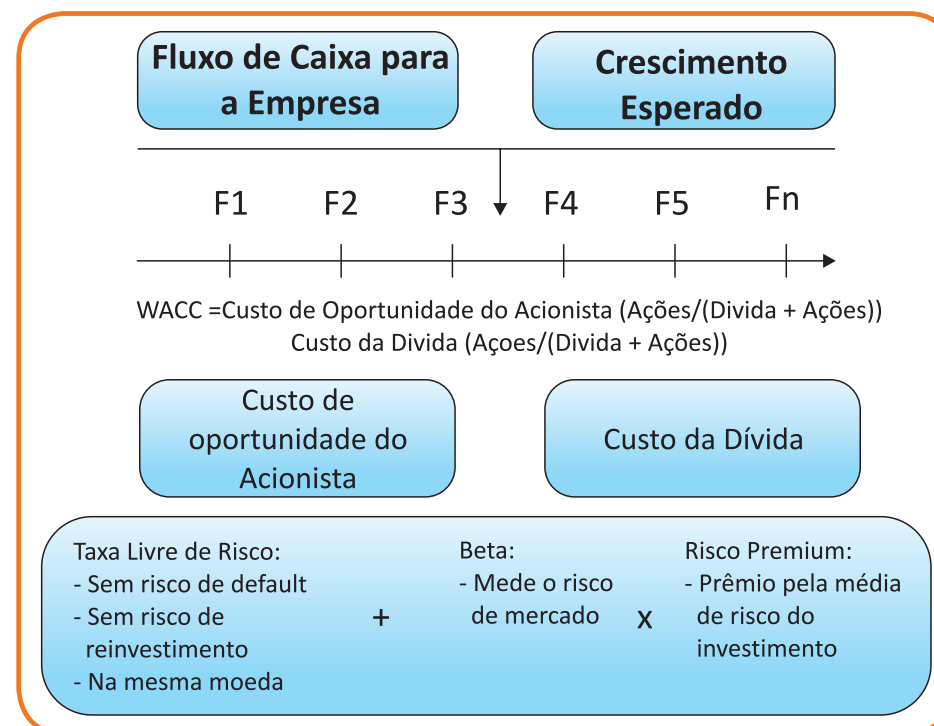


Figura 7.2. – Fluxo de Caixa Descontado

Fonte: Adaptado pelos autores de Damodaran<sup>24</sup>

A figura a seguir resume o método do Fluxo de Caixa Descontado:

Fluxo de Caixa para a Empresa: Trata-se do fluxo de caixa livre que a empresa terá:

$$FC = LAJIR \cdot (1 - t) - (CAPEX - Depreciação) - (Mudança no Capital Operacional)$$

- **LAJIR:** Lucro Antes de Juros e do Imposto de Renda.
- **t:** Taxa do Imposto de Renda.



- **CAPEX:** Despesas com capital – são gastos que a empresa tem, principalmente, com investimentos em ativos fixos.
- **Crescimento Esperado:** Inclui taxa de Reinvestimento e Retorno sobre o Capital. Na perpetuidade, considera-se que a empresa tem um crescimento estável, ou seja, cresce a uma taxa constante para sempre.
- **Custo de Oportunidade para o Acionista:** é o custo de oportunidade que se tem por ter o valor das ações aplicado no negócio.

$$\text{Custo de Oportunidade para o Acionistas} = R_f + \beta \cdot R_p$$

- **Taxa livre de risco ( $R_f$ ):** taxa que reflete nenhuma variação nos retornos esperados, como por exemplo a taxa dos títulos de renda fixa do tesouro norte-americano (os *Treasury Bonds*), e que as seguintes características:
  - Sem risco de inadimplência;
  - Sem risco de reinvestimento;
  - Tem de estar na mesma moeda que o fluxo de caixa.
- **Beta ( $\beta$ ):** É uma medida do risco de mercado de uma determinada ação. Este coeficiente indica como os retornos de uma determinada ação se movem em relação ao mercado.
  - $\beta = 1$ : A ação irá se mover, em média, junto com os índices de mercado e terá tanto risco quanto os índices de mercado;
  - $\beta > 1$ : A ação terá um perfil de ser mais arriscada que o mercado, mas também com maior retorno esperado;
  - $\beta < 1$ : A ação terá um perfil de ser menos arriscada que o mercado, mas também com menor retorno esperado.
- **Prêmio de Risco ( $R_p$ ):** É a diferença entre o retorno esperado no mercado ( $R_m$ ) e a taxa livre de risco ( $R_f$ ), ou seja, o retorno adicional que se exige por se assumir um risco adicional.
- **Custo da Dívida:** é entendido como o custo médio das dívidas em aberto da empresa na data-base considerada para o cálculo, ou no caso do fluxo de caixa descontado, o custo médio financeiro projetado da empresa.

## 6. Valor Presente Ajustado

O Valor Presente Líquido Ajustado (VPA ou em Inglês, “APV – *Adjusted Present Value*”) parte dos mesmos conceitos do Valor Presente Líquido, mas reconhece que a estrutura de capital de uma empresa e sua alíquota líquida de imposto de renda tende a mudar com o tempo devido a diversos fatores tais como a existência de

prejuízos operacionais acumulados no passado e que podem ser utilizados para abater parte do imposto a pagar no futuro. Em operações altamente alavancadas onde a estrutura de capital é composta de dívida (*debt*) e ações (*equity*) e grande parte desta dívida tomada para aquisição será paga ao longo do tempo com reestruturação operacional, lançamento de novos títulos no mercado e venda de ativos, e por consequência a estrutura de capital se alterará significativamente ao longo deste período, o VPA é mais adequado do que o método de fluxo de caixa descontado (FCD), já que o último não considera uma estrutura de capital variável.

No fluxo de caixa descontado, ao calcular-se o custo médio ponderado de capital (CMPC ou em Inglês “WACC – *Weighted Average Cost of Capital*”), assume-se uma proporção de dívida e ações constante, a qual é aplicada no cálculo desta única taxa fixa que é utilizada para descontar a valor presente todos os fluxos do período. O VPA soluciona esse problema pois no primeiro passo considera os fluxos de caixa gerados pelos ativos de uma empresa, sem levar em conta sua estrutura de capital. Em um próximo passo pode-se calcular outros ganhos obtidos por meio de, por exemplo, um financiamento por dívida, avaliando esses ganhos separadamente. O processo é explicado em detalhe abaixo.

O método APV é feito em três passos:

- I. Os fluxos de caixa são avaliados sem levar em conta a estrutura de capital da empresa. Eles são descontados da mesma maneira que no método Fluxo de Caixa Descontado (FCD), mas usando uma taxa de desconto diferente assumindo uma empresa financiada inteiramente por ações. Isso resulta em uma taxa de desconto com um beta não alavancado<sup>35</sup>, comparado a um beta alavancado usado anteriormente no método FCD para calcular o custo de capital (CPMC ou “WACC”). Nesse caso a taxa de desconto é calculada com a aplicação do modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).
- II. A seguir calcula-se o benefício da dívida relacionado a estrutura de capital da empresa. O benefício da dívida é obtido pela redução no valor presente da base de cálculo do imposto de renda e tem um valor que precisa ser quantificado. O pagamento de juros é variável e muda ao longo do tempo enquanto a dívida for aumentando ou diminuindo. Usualmente a taxa de desconto usada para calcular o valor presente do benefício da dívida é a taxa de custo médio ponderado da dívida, ou seja, equivalente aos juros pagos, considerados antes dos impostos ou em inglês a “*pre-tax rate of return on debt*”. Esta será em geral mais baixa que o custo médio ponderado de capital.
- III. Por fim, as perdas operacionais também devem ser quantificadas. Elas também podem ser usadas para reduzir a alíquota efetiva do imposto pago, oferecendo assim a empresa uma fonte importante de recursos líquidos, especialmente nos seus anos iniciais. Por exemplo, se uma empresa registrar R\$10 milhões de perdas operacionais líquidas e a taxa de juros for de 40%, a empresa terá economizado R\$ 4 milhões em alíquota de imposto (em Inglês “*Tax Shield*”).

Em resumo, embora mais complexo, o Valor Presente Líquido Ajustado considera condições mais próximas a realidade da empresa durante seu desenvolvimento.



## 7. Comparação entre os Métodos

Dependendo do estágio e setor da empresa que se está avaliando, o avaliador está mais propenso a utilizar um método em detrimento de outro. Muitas vezes, mais de um método é utilizado em um processo de avaliação, permitindo diferentes abordagens para o cálculo da avaliação de uma empresa ou de uma oportunidade de negócio.

A tabela 7.13 apresenta comparação entre as forças e fraquezas dos métodos de avaliação de empresas:

Tabela 7.13 – Forças x Fraquezas

Método	Forças	Fraquezas
1. Método do <i>Venture Capital</i>	Fácil de entender; rápido de aplicar; e de utilização difundida.	É muito simplificado; depende do valor futuro, calculado em outros métodos.
2. Avaliações Relativas	Rápidas de se utilizar; de fácil compreensão; comumente utilizadas na indústria; com base no mercado.	As empresas ou transações podem não ser exatamente comparáveis.
3. Taxa Interna de Retorno	Não necessita calcular a taxa de desconto; de fácil compreensão; comumente utilizada na indústria.	Dificuldade de se estimar os fluxos de caixa ao longo do tempo.
4. Valor de Reposição	Na impossibilidade de se calcular com precisão o fluxo de caixa pode-se estimar o valor de reposição dos ativos.	Pode ser difícil estimar o real valor de reposição dos ativos se estes forem ilíquidos e não possuírem um mercado secundário ativo.
5. Fluxo de Caixa Descontado	Modelo conceitualmente “perfeito”.	Dificuldade de estimar os fluxos de caixa; dificuldade de encontrar e avaliar empresas privadas comparáveis (beta e estrutura de capital); O custo médio ponderado de capital (WACC) presume que a estrutura de capital seja constante; o modelo é muito sensível à taxa de desconto.
6. Valor Presente Ajustado	Modelo conceitualmente “perfeito”; aplicável e de utilização simples em situações em que a estrutura de capital não é fixa; aplicável em situações em que as alíquotas não são fixas.	É mais complicado de se calcular do que o método do Fluxo de Caixa Descontado; como no Fluxo de Caixa Descontado, há dificuldade de estimar os fluxos de caixa e de encontrar e avaliar empresas privadas comparáveis (beta e estrutura de capital).

Fonte: Adaptado pelos autores de Lerner e Hardyman (2002)36

## Anexo II: Retorno da Carteira de Investimentos

Antes de se entrar a fundo no tema de retorno de portfólio é necessário entender o conceito da Taxa Interna de Retorno (TIR), que é usada para calcular e acessar a performance de um investimento.

### 1. Taxa Interna de Retorno (TIR)

O método de cálculo do Valor Presente Líquido (VPL) traz para a data de hoje o valor de projeções futuras de fluxo de caixa de determinado projeto, descontando tais projeções de fluxo de caixa pela taxa retorno mínimo esperado. A partir do momento que se calcula o valor presente das projeções futuras de fluxo de caixa, é possível comparar este valor com o montante investido. Caso o montante investido seja superior à soma dos valores presentes das projeções de fluxo de caixa, o investimento no projeto é superior ao benefício que o mesmo gera, portanto o projeto não é viável (ou em linguagem financeira, o VPL do projeto é negativo, o retorno do projeto não remunera o investimento realizado).

A Taxa Interna de Retorno (TIR) é definida como a taxa de retorno do investimento para a qual o Valor Presente Líquido é zero, ou seja, encontrar a TIR de um investimento é encontrar a taxa de desconto que permite igualar o valor presente do investimento com o valor dos fluxos de caixa futuros, trazidos a valor presente a tal taxa. Calcular a TIR de um investimento é o encontrar o percentual exato de remuneração que o investimento oferece.<sup>37</sup>

Para se apurar a taxa de retorno do capital investido no negócio ao final do período do investimento calcula-se a TIR, levando-se em conta o capital aportado pelo veículo de investimento a cada rodada de investimento, as eventuais distribuições de dividendos e pagamento de juros sobre capital próprio, e o capital obtido no momento de saída ou desinvestimento.

A TIR calculada ao final do desinvestimento é comparada com a Taxa Mínima de Atratividade (TMA) adotada no momento do investimento. Do ponto de vista do investidor, caso a TIR seja superior à TMA, o investimento foi bem sucedido; consequentemente, caso a TIR seja inferior à TMA, o investimento não foi bem sucedido.

### Exemplo de cálculo de Taxa Interna de Retorno:

Um veículo de investimento de Venture Capital aportou R\$ 100 mil em uma empresa emergente na data zero. O investimento obteve retornos líquidos de R\$ 10 mil do ano um ao ano cinco e o veículo realizou o desinvestimento ao final do quinto ano por meio de uma venda a compradores estratégicos obtendo o montante de R\$ 150 mil.



## Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

Considerando que a Taxa Mínima de Atratividade era de 15% a.a., pergunta-se se o retorno do investimento superou a Taxa Mínima de Atratividade, isto é, a TIR é maior que a TMA)? O gráfico 7.5 ilustra os fluxos de entrada e saída na empresa segundo o exemplo em questão.

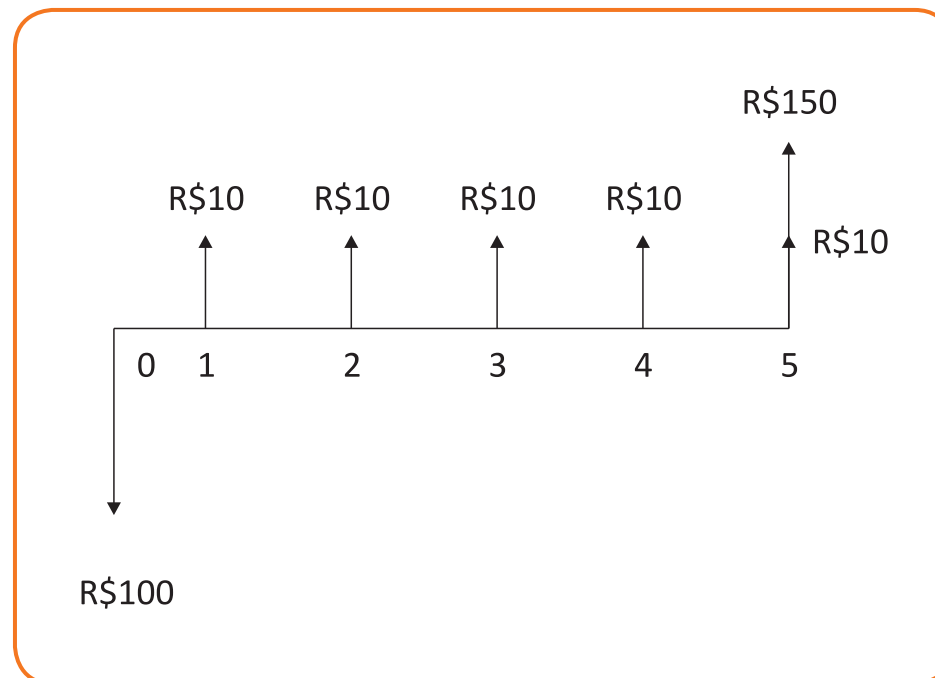


Gráfico 7.5 – Fluxos de Entradas e Saídas de Caixa

Fonte: Pilão e Hummel (2003)<sup>38</sup>

Para calcularmos o VPL do retorno 1 (representado por “V1”), devemos descontá-lo a taxa obtida na TIR e elevado ao expoente que corresponde ao período do fluxo em relação ao investimento inicial, ou seja:

$$V1 = \frac{\text{Retorno 1}}{(1 + \text{TIR})^1} \quad V2 = \frac{\text{Retorno 2}}{(1 + \text{TIR})^2} \quad \text{etc...}$$

No exemplo em questão, teríamos:

$$100 = \frac{10}{(1 + \text{TIR})^1} + \frac{10}{(1 + \text{TIR})^2} + \dots + \frac{160}{(1 + \text{TIR})^5}$$

Existem alguns métodos utilizados para descobrir o valor da TIR. O primeiro é o método algébrico que se obtém à partir da resolução da equação acima. Outra maneira é a utilização de calculadoras financeiras (por exemplo a HP12c) que possuem as teclas próprias para resolução de tais problemas. Uma outra opção é a utilização da ferramenta “Atingir Meta” do programa Excel, disponível no Microsoft Office®. Para o exercício em questão a TIR é de 17,11%.

A tabela 7.2 mostra os valores dos “VPL’s” para que a TIR seja 17,11%. Note que a somatória dos fluxos calculados no momento inicial é igual a zero, ou seja, o VPL é igual a zero.

Tabela 7.2 – Valores dos VPLs do Fluxo de Caixa

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Somatório dos Fluxos
Retorno Obtido	R\$ 10,00	R\$ 10,00	R\$ 10,00	R\$ 10,00	R\$ 160,00	
Valor Presente Líquido	R\$ 8,54	R\$ 7,29	R\$ 6,23	R\$ 5,32	R\$ 72,63	R\$ 100,00

Fonte: Pilão e Hummel (2003)<sup>39</sup>

Visto que a TIR obtida a partir dos fluxos fornecidos é maior que o retorno esperado pelo veículo (15% a.a), o investimento superou a Taxa Mínima de Atratividade.

## 2. Retorno da Carteira de Investimentos

Os veículos de investimentos de PE/VC alocam seus investimentos em várias empresas, de modo a diluir o risco específico de um só negócio<sup>40</sup> e obter, com uma carteira de investimentos diversificada, um retorno do portfólio (composto pelos retornos individuais dos investimentos) que justifique o custo de oportunidade dos investidores. Mesmo tentando diversificar a carteira de investimentos, em casos extremos, é possível que a organização gestora tenha somente perdas em sua carteira

Neste sentido, quando discorrermos sobre o cálculo da TIR da carteira de investimentos de um veículo de investimento, devemos aplicar o mesmo raciocínio utilizado no cálculo da TIR de um investimento isolado, seguido de estendê-lo para os demais investimentos e desinvestimentos de uma carteira de PE/VC e, por fim, considerar como fluxos negativos os valores pagos à organização gestora do veículo de investimento a título de taxas de administração e de performance.

### 2.1. Diversificação de Risco por meio de Carteira de Investimentos

A estratégia de diversificação do portfólio, teoricamente, faz com que as eventuais perdas<sup>41</sup> realizadas por alguns dos investimentos feitos pelo veículo sejam contrabalançadas por ganhos de outros negócios razoáveis e eventuais ganhos extraordinários de um investimento muito rentável. A tabela 7.3 ilustra uma situação hipotética de distribuição de resultados obtidos com os investimentos de uma carteira de fundo de investimento.

Tabela 7.3 – Taxa de Êxito dos Investimentos de PE/VC-- Ilustrativo

Resultado Obtido	Quantidade de Empresas na Carteira
Excelente	1-2
Bom	1-2
Médio	3-4
Write-Off	3-4
Total da Carteira	10

Fonte: Autores



O Gráfico 7.6 de Mathonet e Weidig (2004)<sup>42</sup> mostra o perfil de risco de um investimento direto de PE/VC medido por meio do valor do desinvestimento, representado através de múltiplos de capital investido.

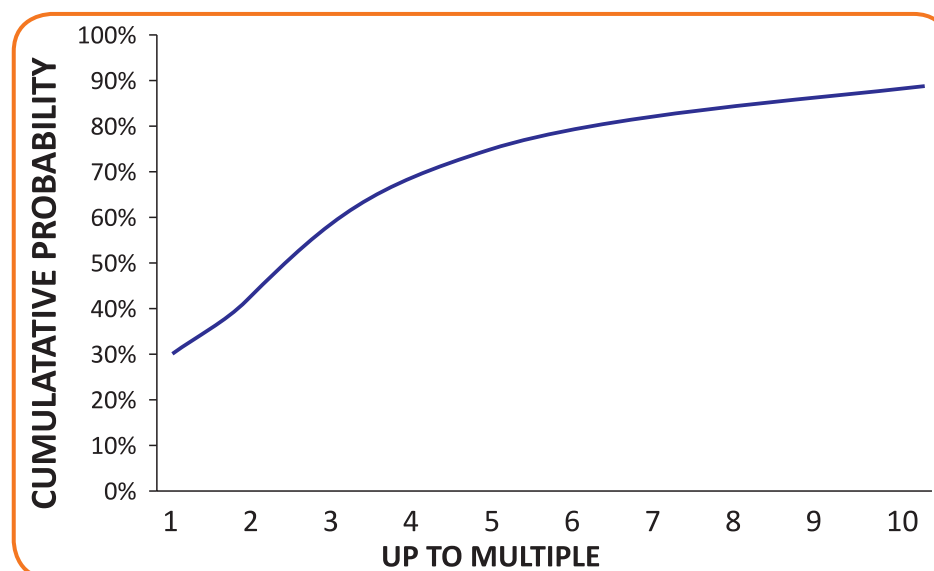


Gráfico 7.6 – Perfil de Risco dos Investimentos de PE/VC

Fonte: Mathonet e Weidig (2004)<sup>43</sup>

Usando-se o múltiplo zero para investimentos que resultaram em tiveram perda total (*Write-offs*), os demais múltiplos representam o montante obtido no momento da saída (desinvestimento) dividido pelo montante investido no instante da entrada (investimento). Os múltiplos na faixa entre 0,2 e 3,0 representam investimentos com desempenho abaixo do esperado e que não atingiram a performance esperada pelas organizações gestoras; e o múltiplo acima de três representam investimentos bem sucedidos. Conforme demonstra o gráfico 7.6, segundo Mathonet e Weidig (2004), 30% dos investimentos apresentaram perda total; cerca de 40% apresentaram retornos com múltiplos entre 0,2 e 3,0; os 30% restantes apresentaram retornos superiores a três vezes o capital investido.<sup>44</sup> Este gráfico demonstra o alto grau de risco de investimentos de PE/VC, no qual há uma chance em três (aproximadamente 30%) de perda total.

Para se medir o retorno do portfólio, pode-se utilizar também a Taxa Interna de Retorno de uma carteira de investimentos, na qual os valores dos investimentos e dos desinvestimentos realizados em cada uma das empresas investidas da carteira são considerados conjuntamente no cálculo da Taxa Interna de Retorno.

No gráfico 7.7, é possível observar a mediana e os 25% melhores retornos de carteiras de PE/VC entre 1980 e 2002. Por exemplo, em 1996, o retorno das carteiras de PE/VC no primeiro quartil atingiram aproximadamente 100% a.a. de Taxa Interna de Retorno.

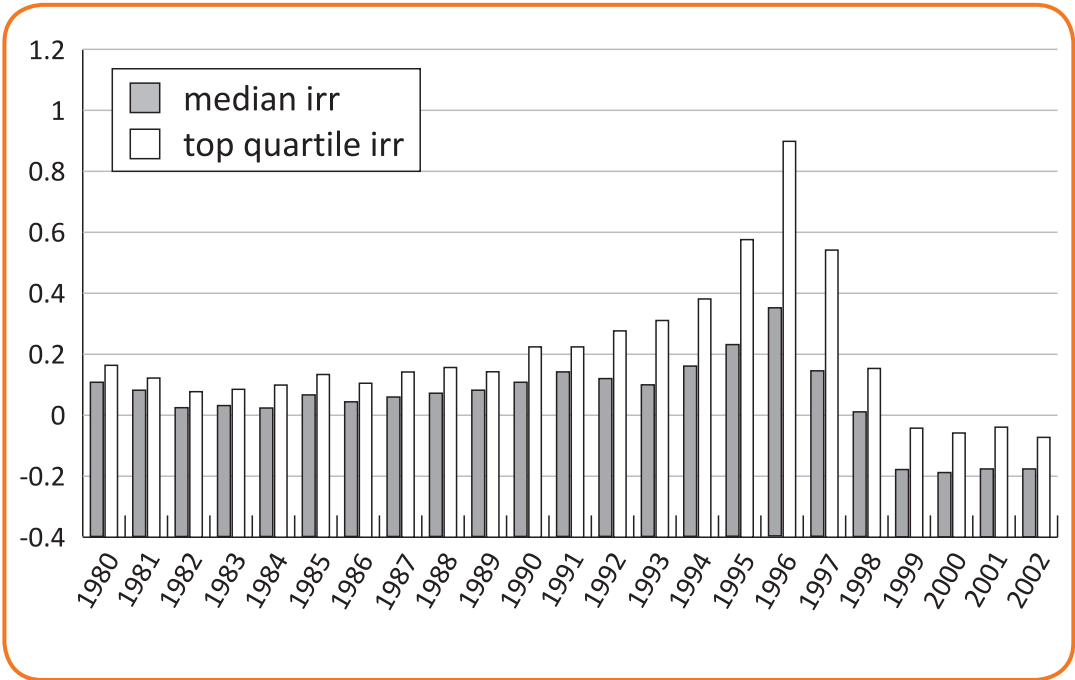


Gráfico 7.7 – Retornos de carteiras PE/VC entre 1980 e 2002

Fonte: Metrick (2002)<sup>45</sup>

O estudo de Kameyama (2001)<sup>46</sup> comprova o fato de os veículos de investimento de PE/VC, apesar de possuírem alto índice de perdas totais e outros negócios que apresentaram resultados abaixo do esperado, conseguem ter uma TIR final acima de outros tipos de investimentos. Isso contribui de maneira bastante significativa para atração dos investidores para os veículos de investimento. Este fato também pode ser observado na tabela 7.4, onde são apresentados os valores dos retornos médios que os veículos de investimentos de PE/VC no período de 1969 a 1995, comparativamente com outras classes de ativos de investimentos.

Tabela 7.4 – Retornos de PE/VC

Retornos de fundos de Private Equity		TIR
Fundos de <i>Venture Capital</i>		14,0%
Fundos de <i>Buyout</i>		13,7%
Fundos de <i>Mezannine</i>		7,8%
Private Equity total		13,8%
Retornos outros investimentos		TIR
Ações		
Empresas de grande porte		11,1%
Empresas de pequeno porte		12,3%
Renda Fixa		
Títulos privados de longo prazo (Corporates)		9,2%
Títulos federais de longo prazo (Treasury)		9,1%

Font: Association for investment Management Research (1997, p. 3)

Fonte: AIMR47



2.2 Impacto de Taxas de Administração e de Performance

Outros dois fatores que afetam o cálculo da TIR líquida para o investidor são a Taxa de Administração<sup>48</sup> e a Taxa de Performance. Estas taxas são cobradas pelo organização gestora e representam fluxos de caixa negativos do ponto de vista do investidor do veículo e afetam a rentabilidade líquida final para o investidor.

2.2.1 Impacto da Taxa de Administração na TIR do Carteira

A taxa de administração é paga pelos investidores à organização gestora pelos serviços prestados pela gestão do veículo de investimentos e para pagamento de encargos do veículo (taxas de inspeção da Comissão de Valores Mobiliários, auditoria, etc.). Esta taxa é calculada tipicamente como um percentual anual (tipicamente 2% ao ano) do capital sob gestão em um dado veículo de investimento. Esta taxa independe do desempenho das empresas investidas e é paga durante toda a duração do veículo de investimento.

2.2.2 Impacto da Taxa de Performance na TIR do Carteira

A taxa de performance<sup>49</sup> normalmente incide somente sobre o que exceder uma taxa-piso de retorno ao investidor (em Inglês “*Hurdle Rate*”). A taxa de performance pode ser deduzida sobre:

- Investimentos individuais (em Inglês “*Deal-by-deal Basis*”): nesse caso os investidores estabelecem uma taxa-piso, e a taxa de performance é calculada para cada investimento e desinvestimento realizado;
- Método da agregação: consiste no pagamento da performance sobre o agregado da carteira de investimentos.<sup>50</sup>

A Tabela 7.5 mostra as taxas-piso usuais para veículo de investimento PE/VC em atuação no Brasil. As taxas diferem entre veículos de investimento constituídos em reais e aqueles constituídos em dólar.

Tabela 7.5 – Taxa Mínima de Atratividade

índice	Taxa (%)	Número de Veículos	Capital Comprometido (US\$ bilhões)
IGPM	10 ou +	3	0,04
			(1,3)
	8	8	0.34
			(10.9)
	6	19	0.34
			(10.9)
IPCA	10 ou +	4	0.24
			(7,7)

Continua

Continuação

INPC	6 a 12	4	0.25
			(8,0)
USS	10	4	0.76
			(24.5)
	8	3	0.69
			(19.0)
	6 ou +	6	0.17
			(5,5)
Outros		6	0.38
			(12.2)
Não se aplica/sem informação		38	2.47
			-
Total		97	5.58
		(100,0)	(100,0)

Fonte: De Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006)<sup>51</sup>

2.3. Exemplo: Cálculo de Retorno de Carteira de Investimentos

A Tabela 7.6 calcula a TIR de um investimento isolado em que foi aportado R\$ 6 milhões no ano 1, R\$ 1 milhão no ano 2 e a partir do ano 3 a empresa passou a dar um resultado positivo em R\$ 4 milhões tendo o investidor realizado sua saída no ano 4 por R\$ 10 milhões de fluxo total, resultando em uma taxa interna de retorno (TIR) de 31,12%.

Tabela 7.6 – TIR

TIR de um Investimento Isolado				
R\$MM	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4
Empresa 1	-6	-1	4	10
TIR	31,12%			

Fonte: Autores

A tabela 7.7 detalha um portfólio de investimento constituído por esta organização gestora de PE/VC de nosso exemplo, no qual, além do investimento na empresa 1 já descrito acima, ele investe em mais três empresas com resultados variados. Notadamente neste exemplo abaixo, a empresa 3 foi uma perda total sendo que no ano 4 a organização gestora optou por interromper os desembolsos e limitar seus prejuízos ao que já havia investido, e na empresa 4 os retornos foram substancialmente superiores aos das empresas 1 e 2 (faça o cálculo da TIR individual de cada empresa). O portfólio de investimentos teve uma TIR de 34,07%.



Tabela 7.7 – TIR

TIR de um portfólio de investimento					
R\$MM	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	
Empresa 1	-6	-1	4	10	
Empresa 2	-5	-3	1	15	
Empresa 3	-10	-5	-2	0	
Empresa 4	-5	-2	10	40	
Somatório dos Fluxos do Portfólio	-26	-11	13	65	

Fonte: Autores

Para calcular a taxa de administração de um veículo de investimentos é necessário calcular o desembolso total acumulado em cada período e sobre este capital comprometido e desembolsado aplica-se a taxa de administração (no exemplo igual a 2% sobre o desembolso total acumulado). Conforme mostra a tabela 7.8, a taxa de administração resulta nos desembolsos entre R\$ 520 e 780 mil por ano, para o veículo de R\$ 39 milhões a título de taxa de administração.

Tabela 7.8 – TIR

Cálculo da Taxa de Administração					
R\$MM	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	
Empresa 1	-6	-1	4	10	
Empresa 2	-5	-3	1	15	
Empresa 3	-10	-5	-2	0	
Empresa 4	-5	-2	10	40	
Desembolso Total Acumulado (Capital)	26	37	39	39	
Taxa de Administração (2%)	0,52	0,74	0,78	0,78	

Fonte: Autores

A taxa de performance é um pouco mais complexa de calcular pois o seu pagamento tem diversas regras estabelecidas no regulamento do veículo e pode variar significativamente. No exemplo abaixo assumimos que a taxa de performance é paga no encerramento do veículo que para efeitos de simplificação assumimos em quatro anos, ocasião em que o veículo exercita a saída dos investimentos (lembre-se que no caso da empresa 3 a opção foi encerrar os prejuízos e desembolsos e sair do investimento, assumimos que o fluxo final seria de zero também por simplificação; na prática o veículo possivelmente teria algum valor residual mesmo dos investimentos mal sucedidos). Enfim, no exemplo abaixo estabelecemos a TMA como 15% (esta taxa como vimos nos dados do censo pode ser calculada de diversas formas, geralmente como inflação ou algum outro indexador mais uma taxa de juros; neste caso assumimos apenas 15%).

O somatório dos fluxos do portfólio resultou em uma taxa de retorno (TIR) de 34,07%. Como a taxa-piso é de 15% temos um retorno acima da TMA de 19,07% sobre o qual incide a taxa de 20% de performance. Portanto, o veículo teria direito a título de performance a uma taxa de performance equivalente a

3,81% do retorno total fazendo com que o retorno do portfólio líquido desta taxa de performance ficasse em 30,26%. Estes cálculos são apresentados na tabela 7.9.

Tabela 7.9 – Taxa de Performance

Cálculo da Taxa de Performance				
Somatório dos Fluxos do Portfólio	-26	-11	13	65
TIR antes das taxas de administração e performance	34,07%			
Taxa-Piso ( <i>Hurdle Rate</i> )	15,00%			
Retorno do Portfólio Acima da Taxa-Piso	19,07%			
Taxa de Performance (20% do que superar a taxa piso)	3,81%			
Retorno do Portfólio líquido de performance fee	30,26%			

Fonte: Autores

Traduzindo este desconto percentual em um valor numérico temos o seguinte cálculo abaixo, ou seja, o de um pagamento de R\$ 5,8 milhões ao veículo a título de performance, fazendo com que o somatório dos fluxos do portfólio, já deduzida esta taxa de performance, seja a que calculamos previamente de 30,26%.

Tabela 7.10 – Taxa de Performance

Cálculo do Valor Pago a Título de Taxa de Performance				
Somatório dos Fluxos do Portfólio	-26	-11	13	65
Pagamento da Taxa de Performance	-5.8			
Somatório dos Fluxos do Portfólio	-26	-11	13	59.2
TIR Líquida da Taxa de Performance: 30.2 6%				

Fonte: Autores

Com os dados acima (Tabela 7.10), é possível calcular o valor que se deve pagar à organização gestora a título de Taxa de Performance. O cálculo se dá da seguinte forma: temos os fluxos do portfólio antes do pagamento da taxa de performance (-26, -11, 13 e 65) e os fluxos após o pagamento da taxa (-26, -11, 13 e o último fluxo equivalente a 65 - X), no qual falta calcular o valor a ser pago como taxa de performance (X), visto que é necessário debitar este montante do fluxo “65”. Também sabemos que a TIR líquida da taxa de performance é 30.26%. Dessa forma, calculamos o valor a ser pago a título de taxa de performance que quando deduzido do fluxo “65” resulta na taxa líquida desejada, de 30,26%. O resultado deste cálculo é uma taxa de performance cujo valor monetário é R\$ 5,8 milhões. O fluxo final no quarto ano de operação de R\$ 59,2 milhões.

Por fim, para que fique bem claro ao leitor a estrutura desta remuneração do veículo incluímos na tabela 7.11 um fluxo final com todas estas taxas calculadas. Do valor total do somatório dos fluxos do portfólio deduzimos a taxa de administração de 2% e a taxa de performance de 20% sobre o que exceder a TMA, ambas já previamente calculadas. Desta forma calculamos o somatório dos fluxos do portfólio



líquidos de todas estas taxas, o fluxo para o investidor, e com isto podemos calcular a taxa interna de retorno líquida do investidor, equivalente a 27,46%.

Tabela 7.11 – TIR

TIR líquida para o investidor após taxas de administração e performance				
Somatório dos Fluxos do Portfólio	-26	-11	13	65
Pagamento de taxa de administração	-0,52	-0,74	-0,78	-0,78
Pagamento da taxa de performance				-5,80
Somatório dos Fluxos do Portfólio	-26,52	-11,74	12,22	58,42
TIR líquida para o investidor	27,46%			

Fonte: Autores

Desta forma, demonstramos de que forma as organizações gestoras geram retornos para os investidores e estes remuneram as organizações gestoras por seu desempenho com o objetivo de alinhar interesses. No exemplo, os investimentos geraram um retorno total de 34,07% que mesmo após o desconto das taxas ainda resultou em um ganho líquido para o investidor de 27,46%.

Exercícios de verificação de leitura

1. Quais são as principais modalidades de saída e por que houve uma evolução das duas modalidades principais de desinvestimento no Brasil entre 1999 e 2008?
2. Quais as principais características da venda a compradores estratégicos?
3. Quais as principais vantagens e desvantagens de uma Oferta Primária de Ações?
4. O que é TIR e qual a regra de decisão de investimento?
5. O que é TMA e por que ela é importante ao empreendedor?
6. Qual a importância da avaliação? Qual sua principal premissa?
7. Quais são os principais métodos de avaliação?
8. Faça um resumo sobre o método do fluxo de caixa descontado.

# Anexo III: Aspectos Gerais de Tributação de Empresas e Operações com Investimentos no Brasil

## 1. Aspectos Gerais

Neste capítulo vamos analisar os principais aspectos fiscais envolvidos em três momentos de um investimento:

- (i) **Formação da empresa:** no momento em que a empresa é formada juridicamente, os seus sócios (sejam eles pessoas físicas ou jurídicas) entregam recursos financeiros ou ativos para o desenvolvimento das atividades operacionais da empresa;
- (ii) **Vida da empresa:** durante o regular desenvolvimento de suas atividades, a empresa estará sujeita a diversos tributos e o investidor deverá tomar importantes decisões que terão impacto imediato na lucratividade do empreendimento; e
- (iii) **Venda da empresa:** na venda de uma determinada empresa, os sócios devem pagar impostos sobre o ganho reconhecido na operação (ganho de capital).

Abaixo analisaremos os aspectos fiscais gerais envolvidos em cada um destes momentos. Note-se que a legislação tributária é complexa e possui diversos regimes específicos, dependendo do ramo de atividade, do tamanho e da localização da pessoa jurídica. A efetiva tributação aplicável deve ser verificada caso a caso.

## 2. Constituição da Pessoa Jurídica

Ao iniciar um determinado empreendimento, os sócios devem constituir uma pessoa jurídica e entregar os recursos (dinheiro, máquinas, equipamentos, móveis e outros ativos) que serão inicialmente utilizados no desenvolvimento das atividades. Como contrapartida pela entrega destes recursos, a pessoa jurídica emitirá quotas (se sociedades limitadas) ou ações (se sociedades anônimas) para os sócios (a operação é denominada “integralização em aumento de capital”).

Nesse momento inicial, assumindo que os sócios sejam brasileiros, não deve haver qualquer tributação caso a integralização seja efetuada com dinheiro ou, se efetuada em bens, estes sejam entregues pelo seu valor de custo. O motivo para que não exista qualquer tributação é que os sócios normalmente entregarão determinados ativos, recebendo em troca quotas ou ações que possuem exatamente o mesmo valor dos ativos entregues.

Caso os sócios sejam pessoas físicas, o investimento realizado na nova sociedade será informado em sua Declaração de Imposto de Renda das Pessoas Físicas (DIRPF), pelo valor efetivamente investido (1.e os recur-



tos financeiros aportados ou o valor dos bens transferido para a sociedade). Como será verificado adiante, este custo será utilizado como base para cálculo do imposto devido na venda do investimento no futuro.

Na hipótese em que os sócios sejam pessoas jurídicas, o investimento será registrado no balanço da empresa pelo custo dos bens ou direitos transferidos para a pessoa jurídica em razão da integralização do capital social. Ou seja, se determinado bem estava registrado na contabilidade da empresa por R\$ 1.000,00, e este bem ou direito é utilizado na integralização do capital social da empresa investida, o custo das ações recebidas pela empresa investidora será os mesmos R\$ 1.000,00.

Note-se que, quando a integralização for realizada em bens, a pessoa jurídica e a pessoa física poderão entregar os bens em aumento de capital da sociedade por seu valor de mercado. Neste caso, o ganho auferido nesta transação pelo investidor estará sujeito à tributação (se pessoa física, pelo imposto sobre a renda da pessoa física – IRPF; se pessoa jurídica, pelo Imposto de Renda da Pessoa Jurídica – “IRPJ” e pela Contribuição Social sobre o Lucro Líquido – CSL).

Vale mencionar que, caso o investimento na empresa brasileira seja realizado em dinheiro por um investidor não residente, a entrada dos recursos no Brasil estará sujeita ao Imposto sobre Operações Financeiras (“IOF”) devido sobre operações de câmbio. Se o investimento for realizado em uma sociedade limitada ou em uma sociedade por ações de capital fechado, o IOF incidirá à alíquota de 0,38%. De outra forma, se o investimento for realizado no mercado financeiro e de capitais (investimento em fundos de investimento, por exemplo), o IOF incidirá na entrada dos recursos financeiros no Brasil, à alíquota de 2%.

## 3. Vida da Empresa

### 3.1 Tributos devidos pelas empresas em geral

Durante a sua existência, a empresa estará sujeita a diversos tributos, dependendo do ramo de atividade em que atua. Como regra geral, todas as empresas constituídas no Brasil estão sujeitas aos seguintes tributos:

#### 3.1.1 Imposto sobre a Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSL)

O IRPJ e a CSL são tributos que incidem sobre o lucro reconhecido anualmente pela pessoa jurídica. Em linhas gerais, existem duas formas para se calcular o lucro das empresas para o pagamento destes tributos: o método do **lucro real** e o método do **lucro presumido**.

No **lucro real**, toma-se como base o lucro líquido verificado na contabilidade da empresa. A partir do lucro líquido contábil, a empresa efetua adições, exclusões e compensações determinadas pela

legislação fiscal. De fato, de acordo com as regras fiscais, alguns custos e despesas que reduzem o lucro para fins contábeis não podem reduzir o lucro para fins fiscais (e vice-versa). Da mesma forma, em certos casos, a legislação fiscal pode exigir o reconhecimento de receitas adicionais por parte da pessoa jurídica. Por isso, dizemos que a base de cálculo do IRPJ e da CSL será equivalente ao lucro contábil, ajustado pelas adições, exclusões e compensações previstas na legislação.

No **lucro presumido**, o lucro para fins fiscais é calculado tomando-se como base a receita bruta da pessoa jurídica. Sobre a receita bruta será aplicada uma margem de lucro presumida, que varia conforme o ramo de atividade desenvolvido pelas empresas (como regra, a alíquota presumida é de 32% para prestadores de serviços e de 8% para empresas comerciais). O lucro presumido, portanto, é determinado a partir da multiplicação da receita bruta da empresa pela margem de lucro presumida (as despesas da empresa não são relevantes para a determinação do lucro).

O regime de lucro presumido (regime de “lucro presumido”) só pode ser utilizado por empresas que tenham tido receita bruta no ano anterior inferior a R\$ 48.000.000,00 (quarenta e oito milhões de reais). Além disso, existem algumas atividades que estão proibidas de utilizar o método do lucro presumido (como as atividades financeiras, por exemplo).

Como regra geral, o método do lucro presumido é menos oneroso para empresas prestadoras de serviços. Entretanto, o lucro real pode ser mais eficaz no início das atividades da empresa, uma vez que a sociedade tende a ter uma receita reduzida e elevados custos de implantação.

Após a apuração do lucro real ou presumido, as alíquotas do IRPJ e da CSL serão aplicadas sobre o lucro tributável (real ou presumido) para se determinar o tributo devido: (i) a alíquota do IRPJ é de 15%, com adicional de 10% (25% no total) sobre a parcela do lucro que exceder R\$ 240.000,00 por ano; e (ii) a alíquota da CSL é de 9%.

Vale notar que, em regra, no regime de lucro real, as pessoas jurídicas realizam antecipações mensais do IRPJ e da CSL devidos, vindo a fazer um ajuste final no término do ano-calendário. Para as empresas de lucro presumido, os tributos são pagos trimestralmente.

### 3.1.2 Contribuição para o Programa de Integração Social (PIS) e Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS)

As contribuições do PIS e da COFINS tomam por base a receita bruta da empresa. Estas receitas também podem ser tributadas por dois métodos distintos: método cumulativo ou método não-cumulativo.

Note-se que a opção pelo método cumulativo está intrinsecamente relacionada com a opção do lucro real ou presumido. As empresas que adotam o lucro real estão obrigadas a adotar o regime não-cumulativo (exceto quando expressamente excluído por lei), enquanto que as empresas que adotam o lucro presumido estão obrigadas a adotar o regime cumulativo.



No método cumulativo, o PIS e a COFINS são calculados pela aplicação das alíquotas de 0,65% e de 3%, respectivamente, sobre a receita bruta auferida pela pessoa jurídica em suas atividades. Não há a possibilidade de se compensar qualquer crédito sobre custos e despesas incorridos pela pessoa jurídica.

No método não-cumulativo, o PIS e a COFINS são calculados pela aplicação das alíquotas de 1,65% e de 7,6%, respectivamente, sobre a receita bruta auferida pela pessoa jurídica em suas atividades. Entretanto, neste caso, poderão ser descontados créditos de PIS e de COFINS no montante equivalente às contribuições pagas sobre bens e serviços utilizados com insumo nas atividades da pessoa jurídica.

Além dos tributos mencionados acima, as empresas estão sujeitas a outros tributos, dependendo do ramo de atividade desenvolvido.

### 3.2 Tributos devidos pelos prestadores de serviços

#### 3.2.1 Imposto sobre Serviços (ISS)

Os prestadores de serviços estão sujeitos ao ISS. Note-se que os prestadores de serviços de transporte interestadual e intermunicipal e de comunicação não estão sujeitos ao ISS, mas sim ao Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços.

O ISS é geralmente calculado sobre o valor recebido em razão da prestação de serviços (receita de serviços). A alíquota do ISS varia entre 2% e 5%, dependendo do município no qual o serviço é prestado e conforme a sua natureza específica.

### 3.3. Tributos devidos pela industrialização e venda de bens

#### 3.3.1 Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI)

O IPI é calculado na venda de produtos industrializados por empresa brasileira ou na importação de produtos industrializados.

As alíquotas do IPI variam de forma inversamente proporcional à necessidade do produto (de 0% a 365%). Assim, em regra, produtos supérfluos estão sujeitos a alíquotas mais altas do que outros produtos de necessidade geral.

#### 3.3.2 Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS)

O ICMS é exigido na venda de mercadorias e de serviços de transporte intermunicipal e interestadual e de comunicação. O imposto é não-cumulativo, de forma que os impostos pagos pela empresa na aquisição

de suas matérias-primas, por exemplo, podem ser utilizados para compensação com o imposto devido na venda de um produto acabado.

As alíquotas variam, em regra, de 7% a 25%, dependendo do estado do vendedor, do estado do adquirente e da natureza dos produtos. O ICMS também incide sobre as operações de prestação de serviços de transporte, telecomunicações e venda de energia elétrica, entre outros.

### 3.4 Lucros e dividendos pagos aos sócios

Durante a vida da empresa, após o pagamento dos tributos descritos acima, os lucros apurados na contabilidade da empresa podem ser distribuídos aos sócios sem qualquer tributação (assumindo que os sócios estejam localizados no Brasil).

Caso os sócios estejam sediados no exterior, os lucros também podem ser remetidos ao exterior, com a incidência do IOF. Se o investidor não-residente tiver investido em uma sociedade limitada ou de capital fechado, a remessa dos lucros estará sujeita ao IOF devido à alíquota de 0,38%. Por outro lado, se o investimento tiver sido realizado no mercado financeiro e de capitais, o IOF será devido à alíquota zero.

## 4. Venda da Empresa

### 4.1 Regra Geral

Na venda da empresa, o sócio reconhecerá um ganho na operação, que estará sujeito à tributação, variável de acordo com a natureza jurídica do vendedor.

Para o sócio pessoa física, o ganho será calculado pela diferença entre: (i) o preço de venda das ações ou quotas da empresa; e (ii) o custo registrado em sua declaração de imposto de renda (DIRPF). Sobre o valor do ganho, incidirá o Imposto de Renda à alíquota de 15%.

Para o sócio pessoa jurídica, o ganho será calculado pela diferença entre: (i) o preço de venda das ações ou quotas da empresa; e (ii) o custo da empresa vendida registrado em sua contabilidade. Sobre o valor do ganho, incidirá o IRPJ à alíquota de 25% e a CSL à alíquota de 9%.

### 4.2 Situações Específicas

Há várias situações específicas que devem ser analisadas em detalhes. Neste curso, vale destacar o tratamento fiscal nas vendas efetuadas por empresas sediadas no exterior ou fundos de investimentos localizados no Brasil.



Em relação aos **investidores não-residentes**, o ganho de capital auferido na venda de quotas ou ações de empresas não listadas em bolsa de valores ou mercado assemelhado será em geral tributado de acordo com a mesma regra aplicável à pessoa física brasileira. Isso significa que o ganho de capital nessa situação estará sujeito à tributação pelo imposto sobre a renda à alíquota de 15%. Caso o investidor esteja localizado em um país com tributação favorecida, a alíquota do imposto sobre a renda aplicável será de 25%.

Caso o investimento tenha sido realizado no mercado financeiro e de capitais (1.e. bolsa de valores ou assemelhados), o ganho de capital auferido por um não-residente (que não esteja localizado em país com tributação favorecida) não estará sujeito a qualquer tributação no Brasil, desde que a venda seja realizada na bolsa de valores (ou ambiente assemelhado). Caso o investidor esteja localizado em um país com tributação favorecida, a alíquota do imposto sobre a renda aplicável será de 15%.

Por sua vez, caso o investimento seja realizado por um **fundo de investimento localizado no Brasil** (1.e. Fundo de Investimento em Participações – FIP), o ganho de capital auferido pelo fundo de investimento não estará sujeito a qualquer tributação. A tributação ocorrerá apenas quando o fundo de investimento distribuir os rendimentos aos seus cotistas.

Se o investidor final do fundo for um não-residente (que esteja situado em país com tributação favorecida ou que tenha mais do que 40% das quotas ou dos benefícios econômicos do fundo) ou uma pessoa física residente no Brasil, o imposto de renda será devido à alíquota de 15%, como tributação definitiva. Se o investidor do fundo de investimento for uma pessoa jurídica brasileira, o ganho de capital será tributado à alíquota de 34% (IRPJ e CSL).

Vale notar que, no caso específico de Fundos de Investimentos em Participações (FIPs), se um determinado quotista tiver menos que 40% das quotas e dos benefícios econômicos, não estiver sediado em país com tributação favorecida e se o fundo não detiver, a qualquer tempo, mais do que 5% de sua carteira investida em ativos de renda fixa (exceto títulos do governo ou debêntures conversíveis em ações), os rendimentos remetidos ao exterior pelo referido fundo estarão sujeitos ao imposto sobre a renda a alíquota zero.

### REFERÊNCIAS

<sup>1</sup> Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. Em português LAJIDA – Lucro Antes dos Impostos, Juros, Depreciação e Amortização.

<sup>2</sup> Ernst & Young – How do Private Equity Investors Create Value? A global study on 2007 exits. Beyond the credit crunch. 2007.

<sup>3</sup> GOMPERS, Paul e LERNER, Josh. 2006. “The Venture Capital Cycle”. HBS Press.

<sup>4</sup> Para mais informações acesse: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<sup>5</sup> FREIRE, José Luis de Salles e VIEGAS, Marta. Private Equity – Mecanismos de saída. Tozzoni Freire Advogados. 2008. Disponível em [http://intranet.tfts.com.br/public/Arquivo\\_29-09-2008\\_17-31-53.pdf](http://intranet.tfts.com.br/public/Arquivo_29-09-2008_17-31-53.pdf)

<sup>6</sup> DE CARVALHO, A. Gledson; RIBEIRO, Leonardo e FURTADO, Claudio. 2006. “A Indústria de Private Equity e Venture Capital – Primeiro Censo Brasileiro”. Editora Saraiva.

<sup>7</sup> RAMALHO, Caio e FURTADO, Cláudio. 2008. “Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital – Dezembro 2008”. GVCEPE – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP.

<sup>8</sup> Oferta Inicial de Ações

<sup>9</sup> Para mais informações, acesse: [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)

<sup>10</sup> Para mais informações, acesse: [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)

<sup>11</sup> O lote complementar é um lote adicional a ser negociado quando os bancos coordenadores da oferta identificam uma demanda de mercado superior ao valor originalmente contratado para emissão de ações. O tamanho deste lote complementar deve ser determinado junto à empresa pois um dos fatores críticos em um processo de IPO é a destinação dos recursos e obviamente se a empresa pretender captar muito mais recursos em um lote complementar precisa estar bem segura da destinação dos recursos.

<sup>12</sup> O *lock-up* é uma advertência contratual que se refere a um determinado período depois que a empresa fez o IPO, geralmente entre 90 e 180 dias. Durante esse período, os participantes do *lock-up* são proibidos de vender suas ações. Assim que o *lock-up* termina, a maioria das restrições de transação são removidas.

<sup>13</sup> Para mais informações, acesse: [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

<sup>14</sup> A CRP Participações também investiu na Lupatech, em um estágio anterior da vida da empresa e já havia feito o seu desinvestimento antes do IPO.

<sup>15</sup> BRIGHAM, Eugene F., EHRHARDT, Michael. 2008. “Financial Management – Theory & Practice”. 12ª Edição. South-Western Cengage Learning. Pág. 676 a 678.

<sup>16</sup> RAMALHO, Caio e FURTADO, Cláudio. 2008. “Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital – Dezembro 2008”. GVCEPE – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP.

<sup>17</sup> Para mais informações acesse: [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)

<sup>18</sup> Para mais informações acesse: [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)

<sup>19</sup> TAVARES, Pedro. 2008. “Análise dos Retornos de Longo Prazo dos IPO’s no Mercado Brasileiro. Evidências de fundos de Private Equity”. IBMEC. Dissertação de Mestrado.

<sup>20</sup> RAMALHO, Caio e FURTADO, Cláudio. 2008. “Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital – Dezembro 2008”. GVCEPE – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP.

<sup>21</sup> Não necessariamente o comprador precisa ser uma empresa de maior porte. Nos anos 80, Michael Milken, criador do mercado de “*junk bonds*” ou títulos de empresas de baixa liquidez e alto retorno, promovia o seu tradicional “Baile do Predador” no qual unia pequenas empresas com a ambição predadora de crescer e investidores que proviam o capital, viabilizando desta forma a aquisição de grandes empresas por pequenas empresas, muitas vezes em operações altamente alavancadas. Esta época foi o auge das transações de aquisição alavancadas (os “*leveraged buyouts*”). Para mais informações: BRUCK, Connie. The Predators’ Ball: The Inside Story of Drexel Burnham and the Rise of the Junk Bond Raiders. Penguin Books. 1989.

<sup>22</sup> Para mais informações, acesse <http://www.dh-c.com.br/>

<sup>23</sup> Para mais informações sobre a venda, acesse : <http://www.microsoft.com/presspass/press/1997/dec97/Hotmlpr.msp>

<sup>24</sup> Para mais informações, acesse <http://www.msnbc.msn.com/id/15196982/>

<sup>25</sup> Para mais informações, acesse: [http://www.businessweek.com/the\\_thread/techbeat/archives/2009/11/google\\_buys\\_adm.html](http://www.businessweek.com/the_thread/techbeat/archives/2009/11/google_buys_adm.html)

<sup>26</sup> Para mais informações sobre a empresa, acesse <http://www.casadopaodequeijo.com.br/>. Para mais informações sobre a venda, acesse [http://g1.globo.com/Noticias/Economia\\_Negocios/0,,MUL1401862-9356,00.html](http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL1401862-9356,00.html)

<sup>27</sup> Para se entender mais sobre o tema, visite o site a seguir: <http://www.investidorjovem.com.br/entenda-recompra-de-acoes>

<sup>28</sup> Para mais informações, acesse : [http://www.socaltech.com/google\\_buys\\_dmarc\\_broadcasting\\_deal\\_potentially\\_worth\\_over\\_\\_b/s-0002992.html](http://www.socaltech.com/google_buys_dmarc_broadcasting_deal_potentially_worth_over__b/s-0002992.html)

<sup>29</sup> Para mais informações sobre a saída, acesse : [http://www.socaltech.com/goodbye\\_dmarc:\\_google\\_sells\\_radio\\_automation\\_assets/s-0023252.html](http://www.socaltech.com/goodbye_dmarc:_google_sells_radio_automation_assets/s-0023252.html)



<sup>30</sup> Segundo dados do GVcepe, conforme a tabela “Cálculo do êxito médio de Venture Capital” contida na página 14 desta mesma unidade, cerca de 70% da quantidade de empresas que receberam aporte de *Venture Capital* tiveram resultados que as classificam como investimentos de insucesso.

<sup>31</sup> Segundo dados fornecidos no livro *Venture Capital and the Finance of Innovation* de Andrew Metrick (Editora John Wiley & Sons, Inc. United States of America, 2007), resultados da pesquisa do Investment Benchmark Report, os veículos de investimento obtiveram retornos médios em torno de 20% a.a durante o período de 1980 a 2002, conforme o gráfico expresso na página 14 desta mesma unidade.

<sup>32</sup> LERNER, Josh e HARDYMON, Felda. 2002. “*Venture Capital and Private Equity: A Casebook*; Vol. 2”. Pág. 197. Editora John Wiley & Sons.

<sup>33</sup> Para mais informações acesse: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<sup>34</sup> Para mais informações, acesse: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<sup>35</sup> O Beta reflete o risco do ativo em relação ao mercado. Este risco tem uma componente do próprio ativo e um componente de risco da estrutura de capital – quanto mais dívida mais risco e maior o beta. Ao calcular-se o beta desalavancado ou beta do ativo estamos desconsiderando a estrutura de capital ou o risco da dívida. Para um entendimento completo do beta e dos conceitos de beta alavancado e desalavancado ver WESTON, Fred e BRIGHAM, Eugene. 2000. “*Fundamentos da Administração Financeira*”. Ed. Makon. 10ª Edição.

<sup>36</sup> LERNER, Josh e HARDYMON, Felda. 2002. “*Venture Capital and Private Equity: A Casebook*. Vol. 2”. Pág. 197. Editora John Wiley & Sons.

<sup>37</sup> Note que a TIR possui algumas restrições e, por isso, deve ser analisada e utilizada com atenção. Por exemplo, o cálculo da TIR não funciona adequadamente com fluxos não convencionais com entradas e saídas ao longo das projeções, ou com uma entrada e diversas saídas, caso em que a regra de decisão se inverte.

<sup>38</sup> PILÃO, Nivaldo e HUMMEL, Paulo. 2003. “*Matemática Financeira e Engenharia Econômica – A Teoria e a Prática da Análise de Projetos de Investimentos*”. Editora Thomson.

<sup>39</sup> PILÃO, Nivaldo e HUMMEL, Paulo. 2003. “*Matemática Financeira e Engenharia Econômica – A Teoria e a Prática da Análise de Projetos de Investimentos*”. Editora Thomson.

<sup>40</sup> No modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), a diversificação dos investimentos é a forma de diluir o risco específico dos investimentos, sobrando o risco de mercado ao qual todos estão expostos. A composição de um carteira de investimentos diversificada seria a melhor forma de diminuir o risco do capital investido

<sup>41</sup> Quando tratamos de investimento em *Venture Capital* as perdas totais do investimentos são bem comuns, representando cerca de 35% do total de investimentos realizados, como mostrados na tabela “Cálculo do êxito médio de Venture Capital”

<sup>42</sup> WEIDIG, Tom e MATHONET, Pierre-Yves. 2004. “The Risk Profiles of Private Equity – Private Equity is a Risky Asset, But Private Equity Investments Are Not Necessarily So”.

<sup>43</sup> WEIDIG, Tom e MATHONET, Pierre-Yves. 2004. “The Risk Profiles of Private Equity – Private Equity is a Risky Asset, But Private Equity Investments Are Not Necessarily So”.

<sup>44</sup> WEIDIG, Tom e MATHONET, Pierre-Yves. 2004. “The Risk Profiles of Private Equity – Private Equity is a Risky Asset, But Private Equity Investments Are Not Necessarily So”.

<sup>45</sup> METRICK, Andrew. 2002. “*Venture Capital and Finance of Innovation*”. John Wiley & Sons.

<sup>46</sup> KAMEYAMA, Ruy. Visão Geral das Atividades de Private Equity. Faculdade de Economia e Finanças Ibmecc RJ. 2001. Página 6.

<sup>47</sup> Para mais informações, acesse: [www.aimr.org](http://www.aimr.org)

<sup>48</sup> Segundo dados do Censo da Indústria de PE/VC organizado pelo GVcepe (2004), 51 de 97 veículos informaram cobrar uma Taxa de Administração entre 1,5% e 3% ao ano e todos veículos cuja estrutura legal era CVM informaram cobrar Taxa de Administração.

<sup>49</sup> Segundo dados do Censo da Indústria de PE/VC organizado pelo GVcepe (2004), 60 de 97 veículos informaram cobrar uma Taxa de Performance de 20% e 95,5% dos veículos cuja estrutura legal era CVM informaram cobrar Taxa de Performance.

<sup>50</sup> CARVALHO, Antônio Gledson de Carvalho; RIBEIRO, Leonardo de Lima e FURTADO, Cláudio Vilar. A Indústria de PE/VC - Primeiro Censo Brasileiro. GVcepe. Editora Saraiva. São Paulo, 2004 - pág. 107

<sup>51</sup> DE CARVALHO, A. Gledson; RIBEIRO, Leonardo e FURTADO, Claudio. 2006. "A Indústria de Private Equity e Venture Capital – Primeiro Censo Brasileiro". Editora Saraiva.





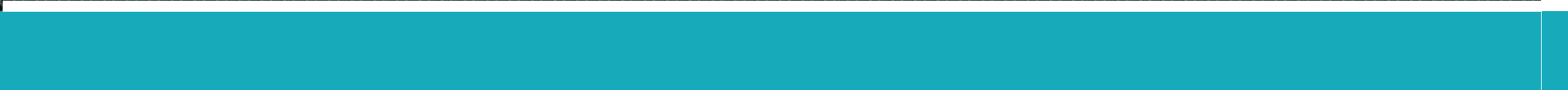


# Capítulo 8

Estudios de Casos









Este capítulo tem um objetivo diferente dos anteriores. Enquanto, inicialmente, o escopo era o de apresentar conceitos e apresentar ao leitor as variáveis determinantes do ciclo dos investimentos de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC), neste ponto o intuito passa a ser testar todos os conceitos aprendidos e verificar a capacidade de o leitor resolver problemas que não estruturados sem apresentar uma solução única.

## 8.1. Diagnósticos da América S/A (DASA)<sup>1</sup>

No início do ano de 2004, após uma série de aquisições bem sucedidas e abertura de novas unidades nos três estados em que a empresa estava presente, o Dr. Caio Auriemo, Diretor-Presidente da Diagnósticos da América S/A (DASA) e o Sr. Alexandre Saigh, sócio do Pátria Banco de Negócios, precisavam identificar outra maneira de prosseguir em seu intento de crescimento permanente, de forma a perseguir a macro-estratégia de tornar a DASA um provedor nacional de conhecimento e serviços em medicina diagnóstica.

Além disso, havia a necessidade de se encontrar uma saída para o Banco Pátria. Para tanto, estabeleceram a próxima etapa do empreendimento: abrir o capital da empresa, lançando ações em bolsa por meio de oferta pública de ações ordinárias (IPO). Isso possibilitaria obter recursos de capital para os novos projetos da empresa, estabelecendo um novo método de financiamento no setor e criando liquidez para participações acionárias detidas pelo empreendedor Dr. Caio Auriemo e o fundo de *private equity* administrado pelo Pátria Banco de Negócios. A estratégia de crescimento via aquisições se mostrara acertada e necessitava de novas fontes de financiamento permanente para sua continuidade.

### 8.1.1. Histórico do Setor de Medicina Diagnóstica no Brasil

As empresas privadas de análises clínicas existem no Brasil desde a década de 1920. Exemplo é o Laboratório Fleury, um dos mais antigos, fundado em 1926. Mas foi nos anos 70 que a grande maioria delas surgiu. Empresas com estrutura societária tipicamente familiar, apresentavam, em sua grande maioria, médicos, biomédicos ou bioquímicos como seus fundadores e gestores.

A automação foi uma contribuição importante para a disseminação desse tipo de empresa, proporcionando maior rapidez de resposta às demandas dos médicos. Práticas manuais são raras hoje em dia, o que confirma que o setor se desenvolveu plenamente pela possibilidade de utilizar tecnologia sempre mais avançada para realização de análises clínicas. Decorre daí um melhor controle da qualidade dos processos de produção e um menor tempo de resposta às informações necessárias.



Da mesma forma, os diagnósticos por imagem tiveram rápido desenvolvimento tecnológico: de exames tipicamente centrados na radiologia tradicional, as técnicas foram aprimoradas por meio da engenharia e da física aplicadas à medicina, resultando em procedimentos robustos de diagnóstico por imagem, sobretudo por meio da ressonância magnética e da tomografia computadorizada, ao lado da ampliação do uso das técnicas de investigação por ultrassom.

Atualmente, os maiores representantes do setor são as empresas de medicina diagnóstica, que ofertam os dois grupos de especialidades mencionados anteriormente:

1. Análises Clínicas: instalação destinada à realização de exames biológicos, microbiológicos, sorológicos, químicos, imunohematológicos, hematológicos, biofísicos, citológicos, patológicos ou outros exames, de material ou amostra de paciente, com a finalidade de fornecer informações para o diagnóstico, prevenção ou tratamento de qualquer doença ou deficiência de seres humanos, ou para a avaliação da sua saúde;
2. Diagnósticos por Imagem: serviços de ressonância magnética, tomografia computadorizada, ultrassonografia, radiografia, mamografia, endoscopia, colposcopia, densitometria óssea, testes ergométricos etc.

A medicina diagnóstica pode ser definida como a ponte que liga a pesquisa e o desenvolvimento de testes diagnósticos à sua aplicação na prática médica. Segundo a Agência Nacional de Saúde Suplementar, em 2004 existiam no Brasil aproximadamente 18.000 laboratórios privados de análises clínicas e de diagnóstico por imagem. Para os laboratórios de análises clínicas, costuma-se utilizar uma taxonomia própria no setor.

Basicamente, existem dois tipos de instituição: o laboratório clínico, prestador do serviço destinado à análise de amostras de pacientes, com a finalidade de oferecer apoio ao diagnóstico e à terapêutica; e o laboratório de apoio, aquele que executa exames em amostras enviadas por outros laboratórios. São poucos os de grande porte, se for considerada a métrica empregada no setor e a quantidade de exames processados por mês. Na prática, os empresários dessa área consideram como grande aquele laboratório que processa mais do que 500.000 exames ao mês, como médio aquele que processa entre 100.000 e 500.000 e como pequeno aquele com capacidade de processamento abaixo dos 100.000 exames mensais.

De maneira análoga poder-se-ia considerar o tamanho de uma clínica de diagnóstico por imagem pela sua capacidade de processamento de exames: grande, aquela que processa mais de 20.000 exames mensais e pequena aquela que processa menos de 5.000 exames mensais, segundo entendimentos existentes na indústria.

A maior parte dos laboratórios consiste de uma ou mais unidades com presença geográfica regional, limitada a um único município ou área urbana específica, onde o reconhecimento da marca é uma das características mais importantes para que esses prestadores de serviços mantenham sua fatia de merca-

do. O grande número de laboratórios atuantes em diferentes especialidades e segmentos levou o setor de medicina diagnóstica a se dividir em três grandes linhas de negócio:

1. Atendimento Ambulatorial: atendimento a pacientes em unidades localizadas fora de hospitais, onde são coletadas amostras para exames de análises clínicas. Após a coleta dessas amostras, os exames são processados na própria unidade ou em uma unidade central; no caso das imagens, estas são capturadas na unidade e posteriormente interpretadas;
2. Atendimento Hospitalar: caracterizado pelo atendimento a pacientes em unidades localizadas dentro de hospitais. O procedimento de análise e interpretação das imagens é semelhante ao atendimento ambulatorial;
3. Atendimento a Laboratórios (apoio ou referência): consiste na prestação do serviço de processamento de amostras de análises clínicas para outros laboratórios, que têm restrições técnicas para a execução de determinados exames, mais raros e especializados, conhecidos como esotéricos.

Hoje tornou-se prática comum que um médico solicite exames das duas especialidades, análises clínicas e diagnósticos por imagem, em uma mesma consulta. Seria lógico, então, concluir que essas duas especialidades se encontrariam no futuro. O cliente, portanto, procuraria um só local para realização de todos os exames necessários, o que os americanos chamam de “one-stop shopping”.

Seguindo essa tendência, alguns laboratórios de análises clínicas possuem capacidade de prestar, adicionalmente, o serviço de diagnóstico por imagem, o que, na realidade, constitui uma outra especialidade. Assim, existem três tipos de empresas neste setor que, a partir deste ponto, será designado apenas por medicina diagnóstica: a) as que realizam análises clínicas; e procedimentos de diagnóstico por imagem; b) as que realizam somente análises clínicas; e c) as que oferecem apenas diagnósticos por imagem, conhecidas comumente como clínicas de imagem.

Entretanto, em muitos casos, os prestadores de serviços ainda se limitam a realizar exames de análises clínicas ou de diagnósticos por imagem, sendo comum a especialização em apenas um grupo específico de exames, o que torna o mercado altamente fragmentado, com centenas de empresas prestadoras de serviços com escala limitada.

### 8.1.2. A Saúde Privada no Brasil

O Brasil é o maior mercado privado de serviços relacionados à saúde da América Latina. Este setor é formado por prestadores de serviços (incluindo médicos, hospitais, clínicas, laboratórios de análises clínicas e empresas de diagnósticos por imagem) e financiadores públicos e privados. O Sistema Único de Saúde (SUS) integra todos os serviços de assistência à saúde e apoio médico à



população, tanto os prestados por instituições públicas das esferas federal, estadual e municipal, quanto por instituições privadas contratadas com esse objetivo. Em 2004, o SUS era responsável por cerca de 50% do financiamento desses serviços, atendendo aproximadamente 77% da população brasileira. Já o sistema privado atendia a cerca de 23% da população brasileira nesta época.

Por meio de pagamentos particulares e planos de saúde privados, os usuários financiam uma estrutura de gestão que contrata os prestadores de serviço (médicos, hospitais e laboratórios) para atendê-los. Os planos de saúde privados podem ser divididos em quatro grupos, onde cada categoria possui características próprias. No seguro-saúde, a segmentação permite acesso a um maior número de prestadores credenciados conforme o tipo de plano contratado. As seguradoras pagam ao prestador ou reembolsam o segurado por suas despesas médicas de acordo com regras específicas. As organizações de medicina de grupo e cooperativas médicas operam por meio de suas redes próprias ou terceirizadas e também por meio de prestadores contratados. O sistema de auto-gestão é também utilizado por grandes companhias para oferecer assistência médica a seus funcionários.

O negócio de medicina diagnóstica estrutura-se em torno de três atores principais: o cliente/paciente, o prestador de serviços de medicina diagnóstica e a fonte pagadora. Empresas privadas de medicina diagnóstica auferem 90% de suas receitas, em média, de clientes possuidores de planos de saúde ou seguros-saúde, individuais ou empresariais; os demais 10% são particulares ou do Sistema Único de Saúde (SUS). Esse perfil de receita prevaleu em 2004 e se manteve durante muitos anos.

A remuneração pelos serviços prestados é recebida não do cliente primário, aquele que recebe a prestação do serviço, mas sim da fonte pagadora, com quem o paciente mantém um contrato. Estabelece-se assim uma tripla relação de negócios: a primeira, do cliente com seu plano de saúde, ao qual ele paga um valor mensal que varia conforme os serviços que contrata e pela rede de prestadores que aquele plano possui; a segunda, do cliente com o prestador do serviço, que pode ser um médico clínico geral, um hospital, um oftalmologista, uma clínica ortopédica ou um laboratório de análises clínicas que, muitas das vezes, é de sua livre escolha; a terceira, entre o plano de saúde e o prestador de serviço, que é remunerado pelo serviço efetivamente executado.

### 8.1.3. O Setor de Medicina Diagnóstica no Brasil no Final dos Anos 90

Na metade da década de 1990, o setor já demonstrava envelhecimento de suas práticas empresariais: empresas já maduras passaram a enfrentar, depois de alguns anos de estabilidade da moeda, uma diminuição do número de clientes possuidores de planos de saúde e uma diminuição crescente da remuneração por seus serviços. Alguns movimentos começavam a aparecer.

Data de 1996 a primeira experiência com a certificação de um laboratório de análises clínicas pela ISO 9000: a do Hospital Israelita Albert Einstein. Uma verdadeira onda de projetos de certificação de

sistemas de gestão da qualidade tomou conta do país: até final de 2000, cinquenta dos maiores e mais importantes laboratórios de análises clínicas já haviam obtido o certificado ou estavam em vias de obtê-lo. Em 2004, todos os vinte maiores laboratórios clínicos do Brasil já haviam conquistado a certificação ISO 9000.

Esse processo foi uma resposta dos empresários do setor aos problemas que enfrentavam, com o objetivo claro de, ao melhorar a qualidade da gestão, obter menores custos operacionais para compensar as perdas de uma remuneração baixa e estagnada. São numerosos e conhecidos os casos de empresas deste setor que, desde então, passaram a enfrentar dificuldades financeiras e optaram por:

- a) Não recolher o Imposto Sobre Serviços (ISS) municipal, algumas alegando que tinham caráter uniprofissional;
- b) Aderir ao Programa de Regularização Fiscal do Governo Federal (REFIS), para equacionar diversos processos administrativos junto aos diferentes órgãos federais, como Previdência e Receita Federal; e
- c) Tomar empréstimos continuamente para fazer frente à falta de capital de giro ou a retiradas excessivas dos sócios.

Somado a isso, ocorreu a mudança do regime cambial do Brasil, o que acarretou a desvalorização do real frente ao dólar americano no ano de 1999. Isto elevou o custo dos insumos para processamento técnico e diminuiu o poder de compra das empresas de medicina diagnóstica junto à seus principais fornecedores, a maioria grandes empresas multinacionais com sede no Brasil e que importam grande parte dos seus insumos.

Os grandes equipamentos de processamento técnico de amostras de material biológico para análises clínicas não são de propriedade dos laboratórios; são cedidos em regime de comodato, atrelado a aquisição de insumos específicos por grandes empresas farmacêuticas, como Abbott, Bayer e Roche. Entretanto, os equipamentos de diagnóstico por imagem de grande porte, tais como tomógrafos, cintilógrafos e equipamentos de ressonância magnética, são obtidos por meio de contratos de arrendamento mercantil (*leasing*), denominados em moeda norte-americana.

Adicionalmente, algumas empresas demonstraram interesse em encontrar uma saída para (a) uma descontinuidade sucessória, (b) problemas societários ou (c) problemas de agência. Comuns eram as ocasiões em que os empresários do setor se encontravam<sup>2</sup> nos Congressos Brasileiros da Sociedade Brasileira de Patologia Clínica e Medicina Laboratorial e aí – uma vez por ano, todos os anos – discutia-se o setor, suas ameaças e oportunidades, as novidades, os movimentos, os fatos relevantes. Findo o congresso, voltavam para seus locais de origem e tudo voltava ao cotidiano local.

O máximo que os empresários do setor se permitiam era, em primeiro lugar, trocar experiências de cunho operacional, como, por exemplo, formas de gestão de recursos humanos; compartilhar as com-



pras de alguns itens de consumo direto e, no exemplo no mais avançado, criar uma empresa nova para processar exames ditos esotéricos. Isto de fato ocorreu: criação do LCA (Laboratórios Clínicos Associados) em São Paulo, em 2001, em local próximo a Congonhas, formado por dez outros laboratórios de médio e pequeno porte e cujo diferencial seria realizar uma logística mais rápida pela proximidade do aeroporto.

Dessa forma, estava desenhado um ambiente setorial propício a uma mudança estrutural. Era um setor conservador, no qual os proprietários eram todos de formação médica ou correlata e que entendiam a sua atividade como técnico-científica, na qual a dimensão econômica do negócio era consequência e não consistente com o objetivo maior da empresa de criar valor para o acionista. Muitas dessas empresas eram vistas pelos donos como uma extensão de suas vidas pessoais: a empresa deveria permitir aos sócios a retirada necessária a eles, ainda que destruísse seu valor.

Propostas empresariais mais modernas eram tidas como não aplicáveis ao setor, sendo até entendidas como arrogantes ou inoportunas, desconsiderando a história trilhada ao longo dos anos: a qualidade dos serviços e dos laudos certamente diminuiria quando os laboratórios e as empresas de medicina diagnóstica focassem em obter resultados que criassem riqueza para os seus proprietários. Afinal, o foco dessas empresas sempre fora o atendimento aos clientes.

Neste ponto, é importante situar o que ocorreu ao setor nos dois mandatos do presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC), no período de 1994 a 2001. O primeiro governo FHC começou com um contingente de cerca de 40 milhões de brasileiros possuidores de um plano de saúde, seja individual ou empresarial. Houve perspectivas de que a economia da saúde – no esteio do Plano Real – atraísse mais 40 milhões de pessoas, resultando em um contingente de 80 milhões de segurados privados.<sup>3</sup>

Se isso acontecesse, esse acréscimo permitiria às empresas do setor crescer, organicamente, ampliando sua economia de escala com recursos próprios, fazendo frente ao rigor que as fontes pagadoras queriam impor, tais como reajustes de preços dos serviços de medicina diagnóstica inferiores ao crescimento do índice geral de preços.

Ao final do segundo governo FHC, estima-se que restavam não mais do que 37 milhões de brasileiros ainda detentores de planos ou seguros-saúde, em sua grande maioria empresariais, fato que merece registro à parte. O que se produziu nesses oito anos foi apenas o marco regulatório do setor, por meio do Decreto-lei nº 9656/98, que impunha restrições e dava condições para um maior respeito ao cliente das operadoras e seguradoras, mas que fez com que grande parte das empresas deixasse de vender planos individuais, mais difíceis de renunciar caso a operadora não tivesse mais interesse naquele cliente.

O número de brasileiros cobertos por planos privados de saúde e por planos de autogestão passou de aproximadamente 36,4 milhões em 2001 para cerca de 38,7 milhões em 2004, equivalente a uma cobertura de cerca de 23% da população total.<sup>4</sup>

Estimativas não oficiais indicavam que, em 2004, o setor de medicina diagnóstica respondia por aproximadamente 11% do total do mercado privado de saúde no Brasil. A realização de exames de análises clínicas é mais frequente e o preço médio desses exames é inferior ao dos exames de imagem, de maneira que os gastos com serviços de análises clínicas correspondem a 40% do total do mercado de medicina diagnóstica, sendo os 60% restantes gerados por serviços de diagnósticos por imagem.

As opções aceitas pelos empresários do setor passavam todas por projetos próprios de financiamento, desenvolvidos por eles mesmos. Mas como isso teria sucesso se as empresas estavam sem capital de giro, baixa liquidez, alto endividamento e sem projetos com valor presente líquido (VPL) positivo? Adquirir uma outra empresa soava como uma heresia, afinal, aquele mercado era daquele empresário, foi lá que ele se estabeleceu, a clientela reconhecia seu nome e sua marca, seu espaço estava consolidado há anos. Ninguém aceitaria ser comprado. E, se isso acontecesse, o possível adquirido não aceitaria tal situação passivamente. Era esse o cenário no final dos anos 1990.

#### 8.1.4. A Medicina Diagnóstica no Mundo

Em todo o mundo, a existência de grupos consolidadores de medicina diagnóstica já era uma realidade, entretanto. Nos Estados Unidos, o modelo se diferencia um pouco pelo fato de existirem somente dois grandes grupos focados em análises clínicas somente. Lá, em geral, o paciente tem seu material biológico coletado no próprio consultório do médico que está demandando os exames; o paciente não sabe para qual laboratório a sua amostra será encaminhada. O modelo comercial é totalmente distinto, não existindo os pontos de atendimento nas ruas. Nesse caso, os médicos determinam para qual processador o material será enviado, o que caracteriza um tipo de relacionamento de marketing focado no médico e no laboratório.

Esses dois grandes grupos americanos processadores de análises clínicas são os dois maiores do mundo na atualidade: o Quest Diagnostics e o Labcorp Laboratory Corporation of America, empresas com faturamento bruto anual de US\$6 bilhões e US\$5 bilhões, respectivamente.

O terceiro maior grupo mundial é o Sonic Healthcare, da Austrália, processador de análises clínicas, mas também de procedimentos de diagnóstico por imagem. Este grupo já adquiriu empresas correlatas nos EUA e na Inglaterra. Possuem formato de atendimento diferente do modelo americano, com unidades externas de captação de material biológico diretamente dos pacientes. O Unilabs, com sede na Suíça e atuação na Europa, é o quinto maior grupo. No Japão encontra-se o BML, o sexto maior grupo de medicina diagnóstica, que oferece tanto análises clínicas quanto diagnósticos por imagem.

Poder-se-ia dizer que o modelo brasileiro deveria emular o modelo praticado na Austrália. Sabe-se que, no Brasil, a configuração da indústria de medicina diagnóstica já agregava análises clínicas



e diagnósticos por imagem, serviços estes ofertados por meio de marcas de atendimento direto ao paciente em pontos de coleta externa aos consultórios.

### 8.1.5. Surge um Novo Modelo de Negócio no Brasil

Como implantar um novo modelo de negócios no setor? Fundir empresas mantendo os antigos donos em suas posições já havia sido discutido e pouco se evoluiu, tendo em vista que a expectativa quanto a quem seria o primeiro executivo tornou esta hipótese inviável; trazer outros acionistas – e investidores profissionais – não parecia razoável e os investidores pessoas físicas não enxergavam o setor como estrategicamente interessante ou como gerador e criador de valor ou de riqueza para os investidores e proprietários. Era preciso auferir ganhos com economias de escala, gerando maiores resultados por meio de aumento de quantidade, sem perda de qualidade e ganhando robustez para exercer maior poder de negociação com as fontes pagadoras e com os fornecedores.

Por que este setor não poderia se valer de estratégias já testadas em outros setores da economia? A saúde poderia ditar um modelo próprio? Ou deveria seguir algum caminho já trilhado? Boas empresas para serem adquiridas existiam, gerando sinergia; práticas de gestão poderiam ser replicadas; adquirir mantendo a marca poderia contribuir para a fidelização dos clientes. Restava uma variável a ser considerada: um investidor profissional. Faltava então um investidor robusto que pudesse entender a oportunidade e o modelo de negócios e compartilhasse visão estratégica com o empreendedor:

- Crescer por aquisições, aumentando a sinergia entre negócios;
- Auferir ganhos de escala e de escopo;
- Obter financiamento externo em sucessivas rodadas;
- Criar valor nas decisões de gestão e investimento
- Qualificar o capital humano da organização;
- Manter o atual acionista como contralador, compartilhando decisões estratégicas por meio de um acordo de acionistas e governança adequada.

O acionista-controlador do Delboni Auriemo, Dr. Caio Auriemo, discutiu seu projeto com pelo menos doze representantes de bancos de negócios, gestores de fundos de *private equity* e assessores de investimentos de pessoas físicas. O escolhido foi o Pátria Banco de Negócios, em 1999. Conhecido como Banco Patrimônio até 2003, foi o gestor de investimentos escolhido para compartilhar com o Delboni Auriemo um novo projeto de crescimento nacional em medicina diagnóstica. O crescimento do negócio estaria amparado pelo modelo de *PE/VC*.

### 8.1.6. Do Laboratório Médico Delboni Auriemo até a DASA

Durante os primeiros anos da década de 2000, empresários do setor de medicina diagnóstica começaram a entender as ações empreendidas pela DASA: uma empresa de medicina diagnóstica que passava a ser encarada e compreendida como um negócio como qualquer outro da economia de serviços. Era comum ouvir descréditos e opiniões de que a qualidade dos serviços fatalmente cairia. Sinal de rejeição por parte de quem não conseguiu antever essa opção empresarial ou porque não conseguiu adotar o mesmo modelo, o fato é que a DASA foi a pioneira representante do setor como empresa de capital aberto a ter implantado um modelo de aquisições e consolidação setorial, contando com um profissional com vasta experiência no setor financeiro como seu primeiro executivo.

A Diagnósticos da América (DASA) é hoje a maior empresa prestadora de serviços de medicina diagnóstica da América Latina, oferece mais de 3.000 tipos de exames de análises clínicas e de imagem, atende, em média, mais de 25.000 clientes diariamente (modelo B2C), além de atuar como laboratório de apoio e referência para mais de 2.200 outros laboratórios de todo o Brasil (modelo B2B)<sup>5</sup>. Em 2004, a DASA estava presente em três estados brasileiros: São Paulo, Rio de Janeiro e Paraná.<sup>6</sup> No segmento de análises clínicas, as amostras são coletadas nas unidades de atendimento e analisadas em seis laboratórios centrais. No segmento de diagnósticos por imagem, os exames são avaliados e laudados por médicos de acordo com a especialidade.

A empresa que originou o grupo Delboni Auriemo foi a MAP Médicos Associados em Patologia Clínica, fundada em 1961 pelos médicos Humberto Delboni Filho e Raul Dias dos Santos. Em 1974, o médico Caio Roberto Chimenti Auriemo, atual presidente do Conselho de Administração da DASA, ingressou na empresa que, em 1985, passou a denominar-se Delboni Auriemo, também em decorrência da saída de um dos fundadores. O Delboni Auriemo já era considerado, em 1999, um dos dois maiores do Brasil, rivalizando com o Fleury.<sup>7</sup>

O primeiro movimento estratégico para a expansão da empresa deu-se com a saída do último sócio-fundador que ainda remanescia na empresa Delboni Auriemo: o Dr. Humberto Delboni Filho teve sua participação societária adquirida em 1999 com recursos próprios do outro sócio. Estilos, sonhos empresariais e vontades distintos parecem ter selado o primeiro grande ciclo desta empresa.

O processo de crescimento por aquisições começou então pelo Laboratório Lavoisier, de São Paulo, em 1999, com a qual ficou caracterizada a estratégia de segmentação, com a manutenção da marca Lavoisier como uma segunda marca. Isso se tornaria uma característica comum dos processos posteriores de aquisição de empresas de medicina diagnóstica: a preservação da marca local, aquela que a população conhece. Nesse segmento, não se consegue entrar em novos mercados com marcas desconhecidas, primeiro porque a população local não as conhece nacionalmente e, segundo, porque as fontes pagadoras não têm interesse e resistem em credenciar mais um prestador de serviços. A segunda marca permite



ainda outra estratégia de negócios: a segmentação da oferta de serviços, daí a segmentação de clientes e, portanto, a segmentação de atendimento a determinados planos.

Consequentemente, como remunerações distintas advêm de ofertas distintas dos serviços; fica evidenciado que um cliente de uma marca B adquirida deveria ser mantido como cliente desta segunda marca, não migrando para a marca A adquirente. A canibalização seria evitada quando uma aquisição fosse executada na mesma cidade.

A experiência da aquisição paulistana moveu a empresa para outras regiões: o 2º maior mercado foi o alvo seguinte. Duas empresas da cidade do Rio de Janeiro foram adquiridas: o Bronstein e o Lâmina; aquisições relativamente tranquilas, pois os donos almejavam sair do dia-a-dia, mas com um “*day after*” que se mostrou mais difícil e demorado do que parecia inicialmente. A aprendizagem de incorporação de uma adquirida se iniciava nesse momento: demissão de funcionários, uniformização de procedimentos técnicos e administrativos, além dos protocolos médicos, logística integrada, plataformas distintas de tecnologia da informação, equipamentos processadores de análises clínicas de marcas distintas, gestão de causas trabalhistas, tributárias e fiscais. Esta política confirmaria o modelo instituído por Jack Welch na GE: adquirir sempre a 1ª ou a 2ª empresa líder do setor de interesse.

O setor de medicina diagnóstica se surpreenderia com a inserção de um banco de negócios na gestão de serviços privados de saúde: operações que tradicionalmente eram financiadas com capital próprio agora podiam contar com aporte de investidores financeiros engajados na gestão estratégica do negócio. Essa estratégia – consolidada em 2000 – não pôde ser acompanhada por qualquer um dos outros concorrentes de mesmo porte. O diferencial fora alcançado pela opção de ter sido o 1º. As vantagens competitivas produzidas se mostrariam permanentes, já que não surgiu nenhum outro projeto semelhante ou que pudesse enfrentar esse modelo. Ficou patente que a chave para a questão de crescimento é o financiamento externo robusto, em grande escala e com visão de grandes operações: foi o confronto de duas visões muito diferentes dentro do setor de medicina diagnóstica. Quem pensa grande, nacionalmente, e quem pensa pequeno, localmente.

A empresa estava bem posicionada no seu mercado de atuação e o Dr. Caio Auriemo mostrava visão estratégica clara quanto ao futuro da empresa, ou seja, transformá-la no maior provedor de serviços de medicina diagnóstica do Brasil, motivo pelo qual construiu o centro de análises clínicas em Alphaville, Barueri. Era patente que o crescimento iria ocorrer também por aquisições de redes de laboratórios independentes em todo o Brasil.

Evento importante ocorreu quando o Dr. Caio Auriemo foi visitar seu filho mais velho na Graduate School of Business da Universidade de Chicago, onde estudava. Tendo participado de diversos encontros com representantes de *private equity* no Brasil, ele parecia confuso. Como prosseguir num terreno desconhecido? O seu filho o colocou em contato com um professor da Escola de Negócios de Chicago que lhe

“deu uma aula” sobre *private equity*, a sua importância para a economia americana e o tamanho dessa indústria. No retorno ao Brasil, as ideias do empresário estavam mais sedimentadas e ele se tornou um interlocutor mais preparado para os questionamentos dos gestores de fundos de *PE/VC* locais.

O primeiro passo na estratégia de crescimento foi, então, selecionar um parceiro de negócios e investidor de longo prazo. O Banco Pátria, que havia iniciado o contato com o empreendedor ao final de 1998, foi o escolhido. A partir de julho de 1999, o Pátria, representado pelo seu sócio, Alexandre Saigh, liderando um conjunto de investidores, adquiriu 63% do capital total, porém o controle continuou nas mãos do fundador, que possuía 51% das ações ordinárias. Este era o primeiro sinal de que o processo de consolidação do setor de medicina diagnóstica no Brasil poderia prosseguir.

Uma nova etapa e um novo modelo de financiamento estava surgindo. Emergia a DASA, como uma sociedade anônima resultante da fusão do Delboni Auriemo com o Lavoisier, financiada por investimentos de capital dos veículos de *private equity* do Banco Pátria. A estrutura organizacional da DASA seria alterada, outros executivos seriam trazidos do mercado e executivos do Banco Pátria assumiriam posições relacionadas com funções econômico-financeiras e estratégicas.

A entrada de recursos do fundo de *private equity* gerido pelo Banco Pátria capitalizou a empresa possibilitando iniciar um período de forte expansão com aquisições de laboratórios diretamente concorrentes ou situados em cidades nas quais não havia uma concorrência direta.

### 8.1.7. O Pátria Banco de Negócios

O Pátria – Banco de Negócios é a empresa que sucedeu ao antigo Banco Patrimônio, que configura-se como um banco de negócios completo, especializado em assessoria corporativa e gestão de investimentos, esta última como sua maior atuação no momento. Destacam-se entre os seus serviços dois principais: (1) assessoria em fusões, aquisições e reestruturação de empresas, (2) gestão de fundos de *private equity*, de *hedge funds* e de fundos de investimentos na área imobiliária e energia. Por meio de aquisições do controle ou de participação minoritária relevante na empresa investida e atuando como consultor estratégico, o Banco Pátria se propõe a prover capital, gestão e consultoria que possibilitem a geração de valor, resultando em aceleradas taxas de crescimento.

Os sócios do Pátria acumularam durante suas carreiras sólidas experiências anteriores nos mercados financeiros local e internacional, entre eles, parcerias com os bancos de investimento norte-americanos Salomon Brothers e Oppenheimer e a administração das operações do J. P. Morgan no Brasil. Em 2004, o Banco Pátria firmou uma parceria estratégica com o The Blackstone Group, gestora de fundos de *private equity* com atuação global, considerada uma das líderes na gestão de investimentos, com escritórios em Nova York, Atlanta, Boston, Londres e Hamburgo. A aliança entre o Pátria e o The Blackstone Group tem por objetivo oferecer soluções em Finanças Corporativas para clientes no Brasil.



No início de sua atuação em *private equity* no Brasil (em 1994), o banco captou recursos de investidores nacionais e internacionais por meio de dois veículos de investimentos: *The Brazil Private Equity Fund L.P.*, com sede nas Ilhas Cayman e *Patrimônio Brasil Private Equity FIA*, sediado no Brasil, com o intuito de investir em empresas brasileiras de serviços, voltadas ao consumidor final. As empresas que faziam parte do portfólio do fundo em 2004 são apresentadas na Ilustração 1.

Como exemplo da atuação do banco, pode-se destacar o projeto desenvolvido em 1994, quando o então Patrimônio iniciou a atividade de *private equity* por meio da aquisição de uma participação minoritária na rede de drogarias Drogasil, assumindo a gestão operacional da empresa por três anos, com o objetivo de reestruturá-la e recolocá-la na condição de empresa lucrativa. A partir dessa experiência, considerada de sucesso pelos sócios do banco, em 1997 decidiu-se iniciar a atividade de administração de fundos de *venture capital* e *private equity*, criando-se o fundo *Patrimônio Brasil Private Equity Fund I*, em associação com o banco de investimento americano Oppenheimer (posteriormente adquirido pelo Canadian Imperial Bank of Commerce – CIBC).

Ao final dos anos 1990, parecia razoável pensar que algo deveria mudar no setor de medicina diagnóstica no país. Visto que alguns *players* que nunca haviam atuado no setor começaram a despontar e a pensar em realizar negócios, dentre eles o Banco Pactual, o Banco Icatu, a TMG e o Pátria. O Pátria acabou por tornar-se o único investidor líder de *private equity* no setor de medicina diagnóstica e isso se deveu ao seu entendimento de que era um segmento fragmentado em que a consolidação poderia gerar grandes sinergias com crescimento. O Pátria se mostrou interessado nesse segmento de medicina diagnóstica por dois conjuntos de motivos, o primeiro deles de ordem institucional e o segundo de fundo mercadológico, a seguir explicados.

Do ponto de vista institucional, a completa inexistência de outro *player* de *private equity* com investimento já realizado no setor tornou a entrada menos incerta do ponto de vista concorrencial. Não havia barreiras à entrada de investidores financeiros externos ao setor, nem mesmo ao capital estrangeiro no modelo *private equity*. Aliado a isso, o Dr. Caio Auriemo, mostrou-se um empreendedor de visão estratégica, negociador hábil e flexível, que entendia que o setor necessitava de outros mecanismos de financiamento da expansão, diferentemente de outros empreendedores proprietários de laboratórios que, por razões já conhecidas, descartavam sua associação com investidores de *PE/VC*.

Do ponto de vista mercadológico, merecem destaque o aumento da faixa etária da população e o consequente aumento na expectativa de vida, além do maior acesso dos pacientes à informação por meio da mídia e maior proteção pelas leis voltadas ao consumidor. Somado a isso, havia uma maior percepção do valor agregado pelos métodos de diagnóstico e uma crescente disponibilidade de novos testes de diagnóstico precoce; uma maior demanda por testes ditos esotéricos, ou mais complexos, à medida que a classe médica os conhecia melhor, com as decisões médicas cada vez mais dependentes e atreladas aos exames

de imagem. Finalmente, o desenvolvimento de novos medicamentos aumentou a demanda por pesquisas clínicas.

Conhecedor desta indústria de serviços, o Banco passou a envidar esforços para viabilizar um dos projetos de maior significado para o banco e seus acionistas. Alguns de seus funcionários, diretores e mesmo sócios passaram a atuar como gestores internos na DASA, o que de fato constituiria elemento central para construir a nova modelagem do negócio.<sup>8</sup> Por fim, em função da carência de serviços no mercado brasileiro, a existência de opções reais de crescimento parecia muito provável.

A DASA se apresenta hoje como o maior e o melhor investimento realizado pelo Pátria, sendo também o de melhor desempenho financeiro no conjunto de empresas do portfólio do fundo.

#### 8.1.8. A DASA e seu Modelo de Negócios

A DASA possui os valores característicos de empresas que adotaram a qualidade como princípio de gestão corporativa. A empresa acredita que, para crescer de modo sustentável, é preciso investir em pessoas e tecnologias que produzam processos eficientes, capazes de satisfazer aos consumidores. Clientes satisfeitos geram retorno financeiro, o que permite investir continuamente em pessoas e tecnologias, completando o ciclo virtuoso da qualidade.

A execução do modelo parte de um processo primário, que consiste em entregar medicina diagnóstica sustentado por quatro outros processos, cada um deles articulados em objetivos e metas:

- Atender: processo que objetiva fazer da empresa o fornecedor preferencial do cliente, seja ele paciente ou médico, atendendo às suas necessidades com qualidade e no tempo adequado;
- Produzir: processo que consiste em desenvolver e produzir medicina diagnóstica, por meio da utilização de técnicas adequadas, seguras e atualizadas desde a coleta de material até a entrega dos resultados;
- Suportar: processo destinado a assegurar qualidade e eficiência às operações, garantindo suporte adequado às áreas comercial, tecnológica, de gestão de pessoas, de qualidade, jurídica, financeira e de logística e suprimentos;
- Inovar: criação de novas tecnologias e processos, tanto para identificar as demandas quanto as necessidades de clientes (pacientes e médicos), nas áreas de saúde e de gestão.

Tendo o Pátria como investidor, a empresa precisou se valer de modernos instrumentos de gestão e monitoramento de processos, com base no acompanhamento de indicadores de desempenho, como o Balanced Scorecard (BSC), os quais são utilizados para desenvolver ações de criação de valor dos negócios. O seu Modelo de Negócios está definido de acordo com a Ilustração 2, o qual



permite atender melhor às necessidades dos clientes, que abrangem, em geral, no setor de saúde, os pacientes, os médicos e as fontes pagadoras, destacando-se, portanto as ações adotadas em sua gestão cotidiana.<sup>9</sup>

Para cumprir sua macroestratégia de ser um provedor nacional de serviços e conhecimento em medicina diagnóstica, a DASA estabeleceu três pilares de sua estratégia corporativa:

1. Prestar serviços da mais alta qualidade, com a confiabilidade e a qualidade necessárias ao tipo de serviço prestado, principalmente porque estes dois pontos são as maiores exigências dos pacientes, dos médicos e dos planos de saúde ao procurar serviços de análises clínicas e de diagnósticos por imagem;
2. Expandir o negócio, uma vez que se entende que o mercado brasileiro proporciona boas oportunidades para a contínua expansão do setor da saúde. Para isso, a DASA declara que pretende crescer por meio (1) de expansão orgânica e (2) de expansão para novos mercados no Brasil, por meio de aquisições.
3. Diminuir custos, pois um crescimento contínuo permitirá a redução permanente de custos e despesas por exame de análises clínicas e de diagnósticos por imagem, proporcionando benefícios, tanto para os seus clientes, como para os seus acionistas.
4. A empresa considerava, já em 2004, como composto de oito itens o conjunto de suas vantagens competitivas não-temporárias. Abaixo, são apresentadas as características particulares de cada um dos oito, que, analisados em conjunto, permitem perceber que o foco é a melhoria da competitividade:
  - a) Foco na qualidade e no atendimento à classe médica: além de possuir as certificações da qualidade ISO 9001, ISO 14001 e OHSAS 18001 e a credenciamento pelo *College of American Pathologists* (CAP), atualmente a empresa opera as suas unidades centralizadas de produção de análises clínicas em São Paulo, Rio de Janeiro, Paraná, Ceará e Goiás, dentro da metodologia 6 Sigma, conseguindo patamares de 5,5 Sigma, equivalente a aproximadamente 31,7 não-conformidades por milhão de exames, comparado com 4,8 Sigma, equivalente a 483 não-conformidades por milhão de exames, que é a referência do setor de medicina diagnóstica;
  - b) Foco no paciente, com a presença em mais de 240 unidades de atendimento (novembro de 2006) localizadas principalmente nas áreas metropolitanas de São Paulo, Rio de Janeiro, Curitiba, Salvador, Goiânia, Fortaleza, Florianópolis, Palmas e Brasília, Cascavel e Foz do Iguaçu, oferecendo aos seus pacientes: (i) localizações convenientes para a realização de exames; (ii) ambientação adequada, com serviços de apoio e amenidades que incluem frequentemente uma área de café e áreas de recreação para crianças; (iii) horário amplo de funcionamento (horários estendidos e, em alguns casos, sete dias por semana) e (iv) menores prazos de entrega dos resultados.

- c) Multiproduto, que vem a ser a capacidade de atender a 100% da prescrição médica de medicina diagnóstica. As mais de 240 unidades de atendimento são organizadas em torno de 27 “mega-unidades” de atendimento (dados de novembro de 2006), onde se oferece a coleta de análises clínicas e a realização dos exames de diagnósticos por imagem em um só lugar, dentro do conceito do “one-stop shopping”.
- d) Multimarcas, que considera a atuação, em cada um dos mercados onde a empresa atua, com a oferta de três níveis de atendimento com marcas distintas – níveis premium, executivo e básico – em linha com a segmentação própria dos planos de saúde no Brasil. Essas marcas diferem entre si de acordo com os serviços de apoio e amenidades oferecidos e consequentemente, com o preço cobrado. Quanto aos serviços de apoio prestados aos demais laboratórios nacionais, devido às características particulares dessa linha de negócios, a DASA utiliza a marca Álvaro.
- e) Presença Nacional, caracterizando as três linhas de negócios que permitem prestar serviços nos principais centros urbanos do Brasil, localizados em estados que representam, conjuntamente, mais de 65% do PIB brasileiro.
- f) Economias de escala e plataforma para expansão, à medida que a empresa expande suas operações, alcançando crescentes economias de escala, decorrentes da melhor utilização de seus ativos fixos e da alavancagem de seu poderoso poder de compra. Vale ressaltar que o mercado de atendimento a laboratórios é muito beneficiado pelas economias de escala, garantindo vantagens competitivas a empresa.
- g) Suporte de conhecimento médico, pois hoje a prestação de serviços de medicina diagnóstica significa não apenas realizar eficientemente as atividades entre a coleta do material e a emissão do laudo do exame, mas inclui também o suporte aos médicos na leitura e interpretação dos exames. Faz-se necessária uma maior interação entre os médicos solicitantes dos exames e o especialista em prestação de serviços de apoio à medicina diagnóstica, sendo este último a ponte entre a pesquisa e desenvolvimento de um teste e a sua aplicação na prática médica.
- h) Administração experiente com histórico operacional de crescimento, a partir da aquisição e integração de empresas e expansão de atividades via crescimento orgânico. A empresa declara que vem obtendo sucesso na integração das atividades das empresas que são adquiridas às suas próprias atividades.

Nos anos de 2002 e 2003, a atuação da empresa caracterizou-se por uma grande expansão orgânica, com a abertura de 25 novas unidades: primeiro, criou-se em São Paulo, dentro da marca Delboni Auriemo, os serviços Club DA com oferta diferenciada de serviços para clientes possuidores de planos de melhor remuneração; depois, instalou-se uma pequena operação em Curitiba para se testar o mercado local, dentro da Santa Casa e, a seguir, adquiriu-se uma pequena operação de serviços de imagem no Rio de Janeiro, o Centro Radiológico da Lagoa (CRL).



A empresa precisou aprender com as aquisições realizadas até então, além de não contar mais com recursos financeiros para novas aquisições. Nesse ponto, alguns atores do setor de medicina diagnóstica imaginaram que o ímpeto de consolidação havia diminuído, sinal de que as coisas não estavam indo tão bem assim.

O biênio 2002/2003 serviu para “arrumar a casa”, o que permitiu à empresa evoluir em seus processos de certificação da qualidade, ambiental, segurança e medicina do trabalho. A empresa obteve as seguintes certificações: ISO 9001 em 2004, ISO 14001 e a OHSAS 18001 em Junho de 2006.

Outros executivos entraram na empresa durante esses últimos anos, demonstrando o intuito dos acionistas majoritários em modernizar e profissionalizar a gestão.

Em 2004, após dois anos sem fatos relevantes, a empresa deu duas mostras de sua força empresarial e institucional: (1) retomaria uma estratégia já empregada anteriormente, a de aquisições, com a compra de 100% das cotas do Laboratório Elkis & Furlanetto, de São Paulo e (2) consideraria uma nova estratégia, esta muito relevante e com foco no longo prazo: abrir seu capital na BOVESPA por meio de uma Oferta Pública de Ações (IPO).

### 8.1.9. A Oferta Pública Inicial de Ações da DASA

Caio Auriemo e Alexandre Saigh debateram a próxima etapa do empreendimento: abrir o capital da empresa, lançando ações em bolsa por meio de oferta pública de ações ordinárias (IPO). Isso possibilitaria obter disponibilidade de recursos para os novos empreendimentos da empresa, ao mesmo tempo em que estabeleceria um novo canal de acesso ao financiamento via mercado e a realização de ganhos para os cotistas dos fundos para o segmento de medicina diagnóstica. A estratégia de crescimento por meio de aquisições se mostrava acertada e necessitava de capital para sua continuidade. Seriam necessários aproximadamente R\$100 milhões para a primeira fase desse processo de crescimento.

O ano de 2004 se mostrava particularmente interessante para realizar um IPO: o mercado de ações comportava-se de forma bastante favorável, com valorização significativa dos papéis negociados, já que o valor de capitalização total de mercado das empresas listadas passou de um ponto mínimo de uma série histórica desde 1995, de US\$ 127 bilhões em 2002, para US\$ 234 bilhões em 2003 e US\$ 337 bilhões em 2004, US\$ 482 bilhões em 2005 e US\$ 722 bilhões em 2006. O volume médio diário negociado evoluiu no mesmo sentido, passando de um mínimo histórico de US\$ 197 milhões em 2002, para US\$ 272 milhões em 2003, US\$ 416 milhões em 2004, US\$ 589 milhões em 2005 e US\$ 949 milhões em 2006.<sup>10</sup> O volume de emissões de ações reiniciou uma curva de recuperação, passando, apenas em ofertas iniciais de ações, de US\$1,512 bilhões em 2004, para US\$2,117 bilhões em 2005 e US\$6,419 bilhões em 2006.

A recuperação do valor e a melhoria da liquidez dos ativos negociados na BOVESPA favoreceram a realização de novas emissões de ações em 2004, uma “janela de oportunidade” aproveitada por uma série de empresas que vieram a realizar os seus IPOs, tais como ALL e GOL em junho, CPFL Energia em setembro, DASA e Porto Seguro em novembro, reiniciando uma nova fase para as aberturas de capital em bolsas de valores, proporcionando também a obtenção de liquidez dos investimentos de acionistas, inclusive fundos de *private equity*, que haviam investido no passado nestas empresas, sob as mais variadas formas.

Percebe-se claramente que no período 2002-2004, o mercado de ações apresentou fortes oscilações, muito em função das expectativas incertas dos agentes econômicos com o governo do Presidente Luiz Inácio Lula da Silva. O índice BOVESPA atingiu um “vale” no ano de 2002, mas passou a reagir fortemente desde então, atraindo capitais estrangeiros num período de alta liquidez internacional, com forte valorização dos preços das ações, possibilitando às empresas realizarem ofertas públicas. Estas oscilações podem ser vistas claramente na Ilustração 3.

A DASA, que desde 1999 vinha passando por uma nova gestão coordenada por seus controladores, inclusive dois executivos egressos do Pátria Banco de Negócios (um como Diretor Financeiro e outro como Gestor de Planejamento Estratégico), aproveitou-se bem desta oportunidade, realizando a sua oferta pública em 2004, possibilitando a saída parcial dos seus investidores de *private equity*, assim tornando-se um caso de sucesso, decorridos apenas cinco anos do investimento inicial.

A intenção era captar recursos junto a investidores globais. Para isso, foi preciso identificar os agentes adequados à condução do *underwriting*: pela tradição nesse tipo de situação, foi escolhido como *underwriter* o UBS Securities Global, cuja atuação ao nível mundial o qualificava para tal missão.

Na frente de venda para um grupo estratégico, a DASA sempre se manteve próxima dos maiores *players* da indústria, mas naquele momento as conversações não estavam avançadas. A DASA precisava avançar em seu projeto de expansão e não poderia esperar por mais tempo. Para isso, ficava claro que a DASA e o Pátria precisavam de uma “máquina de vendas internacionais”, o que UBS tinha. Como colíderes dessa oferta pública, foram escolhidas duas instituições brasileiras, o Itaú BBA e o Unibanco, que já eram os bancos de relacionamento da DASA e do Pátria, cujo foco seria captar os investidores nacionais.

No lançamento total das ações, a taxa de remuneração dos quatro bancos foi de 4,78% sobre o montante das vendas. A partir da identificação desses parceiros internacionais, começou uma série de *road shows* pelo mundo, em particular, EUA e Europa e no próprio Brasil. Participaram dessas viagens de venda da DASA, Alexander Saigh, sócio do Pátria, o então presidente executivo da DASA, o diretor financeiro e o gerente de planejamento estratégico. Esse grupo de executivos da DASA e do Pátria realizaram aproximadamente 100 reuniões em todo o mundo, num período de três semanas.



Os bancos fizeram a avaliação detalhada da empresa e após uma série de negociações árduas entre os lados interessados na transação do IPO – de um lado, DASA e Pátria, de outro, os bancos – fixou-se a faixa de R\$ 16,00 a R\$ 20,00 por ação. O fato de a DASA ter como sócio o Pátria parece ter facilitado as negociações: “banqueiro fala melhor com um interlocutor também banqueiro”. Os bancos demonstravam uma preocupação com o crescimento continuado do valor da ação, que poderia refletir mais tarde no *follow on*, deixando clara a sua intenção de longo prazo.

Nessas reuniões, de uma hora de duração cada, os investidores internacionais se comportavam de maneira direta e objetiva; já sabiam das informações macroeconômicas do Brasil e algumas informações sobre o setor da saúde aqui. Queriam conhecer o projeto de se construir um grupo de medicina diagnóstica no Brasil e o potencial de crescimento do negócio a longo prazo.

Do total de investidores visitados, em torno de 98% colocaram ofertas de compra das ações; mais de 90% deles declararam que comprariam a ação mesmo sem saber o seu valor de lançamento final, pois acreditavam que era um ótimo empreendimento. O “book” foi de 10 vezes o tamanho da oferta inicial, o que provocou um aumento do percentual a ser ofertado no IPO. A oferta adicional de ações (*green shoe*) foi realizada na totalidade.

Gestores de fundos mútuos de investimentos importantes e reconhecidos globalmente, como Fidelity e Oppenheimer, aderiram ao lançamento das ações. Os fundos estrangeiros de investimentos enxergavam a DASA como a melhor opção de investimento no setor de saúde na América Latina. As negociações para racionar e distribuir as propostas de subscrição durante a etapa de fechamento do *bookbuilding* foram intensas. Muitos investidores precisavam ser atendidos e os bancos tiveram duras negociações para atender o máximo possível as suas demandas específicas. A operação parecia mostrar que teria imenso sucesso. A faixa fora estabelecida e divulgada para os analistas de mercado por meio do prospecto preliminar no mês de outubro de 2004, seria de R\$ 16,00 a R\$ 20,00. Encontrou-se o valor da empresa e, em seguida, definiu-se o preço definitivo de lançamento. Na noite anterior ao IPO, surge o valor final: R\$ 20,00 por ação ordinária.

Para o sucesso do IPO, contribuíram algumas ações de reorganização societária, que precisavam ser realizadas, conforme mostra a Ilustração 4:

1. Em agosto de 2004, os acionistas Platypus (grupo de investidores liderados pelo Pátria) e Balu (*holding* pertencente ao Dr. Caio Auriemo) detinham, respectivamente, 63% e 37% das ações da empresa;
2. Nesse momento, as duas *holdings* transferiram parte das ações de emissão da empresa para a DASA Participações;
3. Passo seguinte, esses dois acionistas reduziram o capital dessas duas empresas (Platypus e Balu), mediante a entrega de ações de emissão da DASA aos seus acionistas, na proporção de suas respectivas participações no capital dessas duas sociedades;

4. Foi objeto da oferta pública inicial de ações ordinárias em novembro de 2004, um montante de 19.016.699 ações, distribuídas da seguinte forma: uma distribuição pública primária de 5.484.187 ações (28,84%) e uma secundária de 13.532.512 ações (71,16%);
5. Para o mercado brasileiro um total de 11.972.606 ações (62,96%) e para o mercado americano, um total de 7.044.093 ações (37,04%), sob a forma de ADSs (American Depositary Shares);
6. A perspectiva de captação líquida de recursos era de R\$126.000.000,00 na oferta primária, com o objetivo de aumentar o capital e
7. A perspectiva de captação líquida de recursos era de R\$ 311.000.000,00 na oferta secundária, para adquirir as participações de um total de 15 acionistas, o maior deles o Dr. Caio Auriemo, com uma proporção de 26,64% do total.

As participações do Dr. Caio Auriemo e do Pátria sempre se mantiveram proporcionais, nos momentos pré-IPO e pós-IPO. Em 2007, a Balu possui 37% do capital total, sendo 51% das ordinárias; a Platypus possui 63% do capital, conforme pode ser visto na ilustração 6. Isso permitiu que o Dr. Caio Auriemo ainda permanecesse como acionista controlador da empresa. Os acionistas da DASA tiveram facilidade em acompanhar os trâmites de uma negociação desse tipo por conta de já ter sido, ao longo do tempo, exposta a práticas introduzidas pelo Pátria em seu cotidiano. Além disso, em 1999, quando o Pátria começou a atuar na DASA, foi feita uma due dilligence, que proporcionou um alto grau de transparência das operações. O Dr. Caio Auriemo declara que foi um processo pessoal muito tranquilo.

Com a abertura de seu capital em novembro de 2004, a DASA tornou-se a primeira empresa da área da saúde do Brasil a estar listada na BOVESPA. A Ilustração 5 apresenta o comportamento da ação DASA ON, negociada no segmento do Novo Mercado, nos períodos que se seguiram ao IPO, comparada a outras quatro ações de empresas nacionais que abriram seu capital em datas próximas ao IPO da DASA.

Com essa operação, a empresa arrecadou um montante líquido aproximado de R\$ 126.000.000,00 na distribuição primária e mais R\$ 311.000.000,00 na distribuição secundária. Nessas emissões 68% do total das ações vendidas foram adquiridas por investidores estrangeiros. O valor patrimonial da ação ordinária em 30 de setembro de 2004 era de R\$ 2,70. O preço de emissão foi estabelecido em R\$ 20,00; ao final do primeiro dia, a ação fechou cotada a R\$ 24,00, 20% acima do preço de subscrição.

Os recursos obtidos com a emissão primária da oferta teriam destino claro: 40% para financiar investimentos em modernização e abertura de unidades de atendimento, 30% para potenciais aquisições e capital de giro em geral e 30% para redução de dívidas de curto prazo. Os contornos do novo negócio chamado DASA estavam firmados: captação de recursos de fontes externas internacionais, participação ativa de investidores de *private equity*, crescimento por meio de aquisições, presença nacional, o acionista fundador na função de Presidente do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva, gestão integrada



de marcas e economia de escala. Com essa reserva financeira, a empresa poderia empreender um novo ciclo de aquisições.

### 8.1.10. A Governança Corporativa na DASA

Desde abril de 2004, a DASA possui um Conselho de Administração para deliberação colegiada, responsável pelo estabelecimento das políticas gerais de negócios, incluindo a estratégia de longo prazo. É responsável também, dentre outras atribuições, por aconselhar e apoiar a gestão dos diretores. De acordo com o Estatuto Social da DASA, esse Conselho de Administração deve ser composto por no mínimo cinco e, no máximo, nove membros, todos acionistas, eleitos pela Assembleia Geral, para mandato de um ano, sendo permitida a reeleição. A composição do Conselho de Administração apresenta-se na Ilustração 7.<sup>11</sup>

Os diretores da empresa são seus representantes legais, responsáveis, principalmente, pela administração cotidiana da firma e pela implementação das políticas e diretrizes gerais estabelecidas pelo Conselho de Administração. De acordo com o Estatuto Social vigente após IPO, a Diretoria deve ser composta por no mínimo cinco e no máximo nove membros, todos eleitos pelo Conselho de Administração para mandato de três anos, podendo, a qualquer tempo, ser por ele destituídos. Atualmente, a Diretoria é formada por oito membros, eleitos na reunião do Conselho de Administração realizada em 29 de abril de 2004, com mandato até a realização da Assembleia Geral de 2007. A estrutura organizacional de primeira linha da DASA está apresentada na Ilustração 8.

A Diagnósticos da América pauta sua gestão por boas práticas de Governança Corporativa, que possibilitam a profissionalização, a maximização do valor e a perenidade da empresa, a medida que garantem que as ações de todos os seus executivos estejam alinhadas ao interesse maior da empresa e de seus acionistas. De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), governança corporativa é “o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal”. As boas práticas de governança corporativa criam mecanismos eficientes para garantir que o comportamento dos executivos responsáveis pela gestão da empresa reflita os interesses de seus acionistas.

A Platypus tem o direito de indicar o diretor financeiro da DASA. A maneira como o Banco Pátria atua deve também ser objeto de análise: na Ilustração 9 descreve-se esse mecanismo. Existem quatro etapas principais:

- a) a governança corporativa e a instalação de mecanismos de gestão mais eficazes, de forma a garantir a transparência e a qualidade da nova gestão;

- b) a implantação de melhorias operacionais, que pode implicar em mudanças estruturais importantes, como modelo de gestão, desenho organizacional e processos de negócio mais robustos e eficazes;
- c) crescimento orgânico, derivado da melhor estruturação dos processos organizacionais; e
- d) aquisição de concorrentes ou novas oportunidades de negócio em mercados geograficamente distintos dos atuais.

Para que essas etapas possam se desenvolver a contento, o Banco Pátria se vale de alguns instrumentos de monitoramento e controladoria estratégica, a saber:

- a) alocação de profissionais em funções ligadas aos processos estratégicos de negócio;
- b) auditoria independente para mostrar e garantir a transparência da gestão aos seus clientes e acionistas;
- c) relatórios gerenciais periódicos, com apresentação dos resultados pelos gestores de negócios e de unidades de apoio; e
- d) análise de novas oportunidades de negócio para aquisições, a partir de analistas de negócios especialmente selecionados pelo Banco Pátria para tal função.

A evolução das aquisições realizadas pela DASA pode ser analisada na Ilustração 10 a seguir apresentada; percebe-se que no período pré-IPO, a DASA já havia efetuado seis aquisições.

Nas Ilustrações 14 a 16, estão apresentados os resultados financeiros da DASA, nesse mesmo período.

### 8.1.11. Considerações Finais

Com um contingente de aproximadamente 6.000 funcionários espalhados por capitais e cidades de oito estados e mais o Distrito Federal, a Diagnósticos da América S/A opera no setor privado de medicina diagnóstica por meio de um grupo composto por 13 marcas distintas, sendo quase todas líderes em seus mercados locais. Em pouco mais de seis anos, a DASA conseguiu estabelecer um modelo de negócios inovador no setor da saúde privada brasileira.

Após o IPO, a DASA ficou com a seguinte composição societária:

- 59,2% pertenciam à DASA Participações S/A, empresa controladora, com participação de 37% da Balu e de 63% da Platypus;
- Isso determinou uma participação de 21,9% do Dr. Caio Auriemo;
- 37,3% pertenciam a diversos fundos de investimentos capitaneados pelo Pátria por meio da empresa Platypus; e
- Os demais 40,8% estavam pulverizados no mercado de ações.



## Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

Lançada a R\$ 20,00, após os sete primeiros dias do IPO, as ações DASA ON alcançaram uma valorização de 18%. A empresa realizou seis aquisições no período de 1999 a 2004 e, por ter obtido um crescimento substantivo por meio de aquisições, seu caso merece estudo do ponto de vista dos benefícios que essas aquisições e essa consolidação de negócios pode proporcionar a um conjunto amplo de *stakeholders*: pacientes, médicos, fornecedores, operadoras e seguradoras de saúde e acionistas. Dentro do setor privado da medicina diagnóstica e da saúde privada brasileira, a estratégia de crescimento acelerado por meio de aquisições da DASA – primeiramente com o *private equity* e, posteriormente, com a abertura do capital – mostrou-se inovadora, produtora de uma vantagem competitiva permanente.



Ilustração 1. Os negócios mantidos pelo Pátria Banco de Negócios em 2004

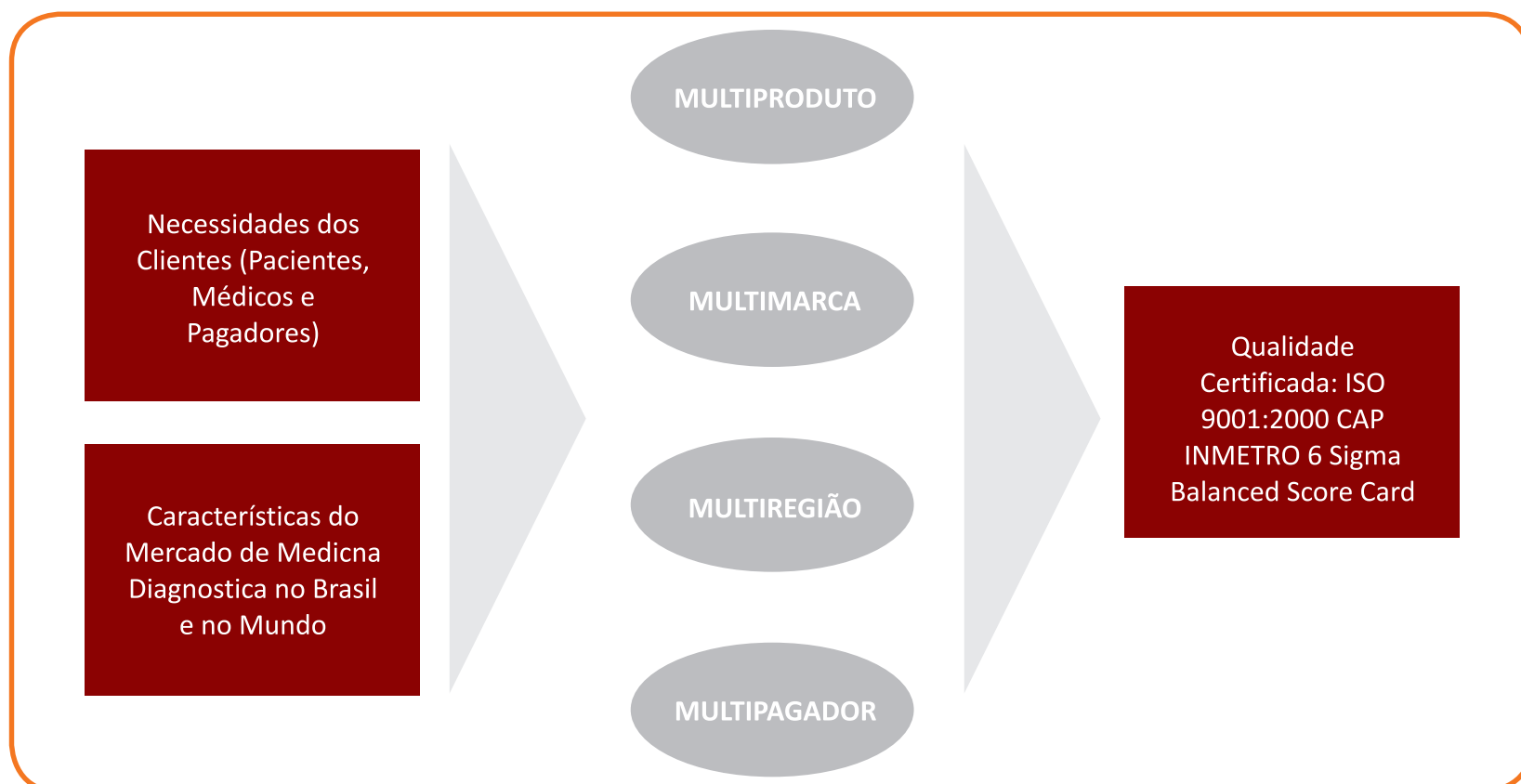


Ilustração 2. As estratégias da DASA

Ano	Emissão de títulos (Milhões de R\$)		Capitalização de mercado (Milhões de US\$) (Bilhões de US\$) Fonte: BOVESPA	Média mensal do volume diário (Milhões de US\$) VOLUME MÉDIO DIÁRIO	Índice BOVESPA (Pontos) MÉDIA MENSAL NO ANO	Taxa de juros nominais da SELIC (% ao ano)
	Ações	Debêntures BILHÕES DE R\$				
1999	2750	1887	228.536	519	11.377	19,03
		6,676	228	346		
2000	1410	12.127	225.528	637	16.019	16,19
		8,748	226	411		
2001	1353	4309	185.443	523	13.936	19,05
		15,162	186	264		
2002	1050	5097	124.042	484	11.484	23,03
		14,636	127	197		
2003	300	1856	234.219	942	22.236	16,92
		5,282	234	272		
2004	4470	4683	340.922	1217	26.196	17,50
		9.614	337	416		
2005	4365	6635	481117	1501	33.455	18,24
		41,539	482	589		
*2006	14223 <sup>(1)</sup>	12761 <sup>(1)</sup>	670.000 <sup>(2)</sup>	4242 <sup>(3)</sup>	43.400	13,75 <sup>(1)</sup>
		69,464	722	949		

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM); Conjuntura Econômica – Estatísticas e BOVESPA.

(1) Datas diversas na terceira semana de Dezembro de 2006;

(2) Novembro de 2006;

(3) Fevereiro de 2006.



# Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

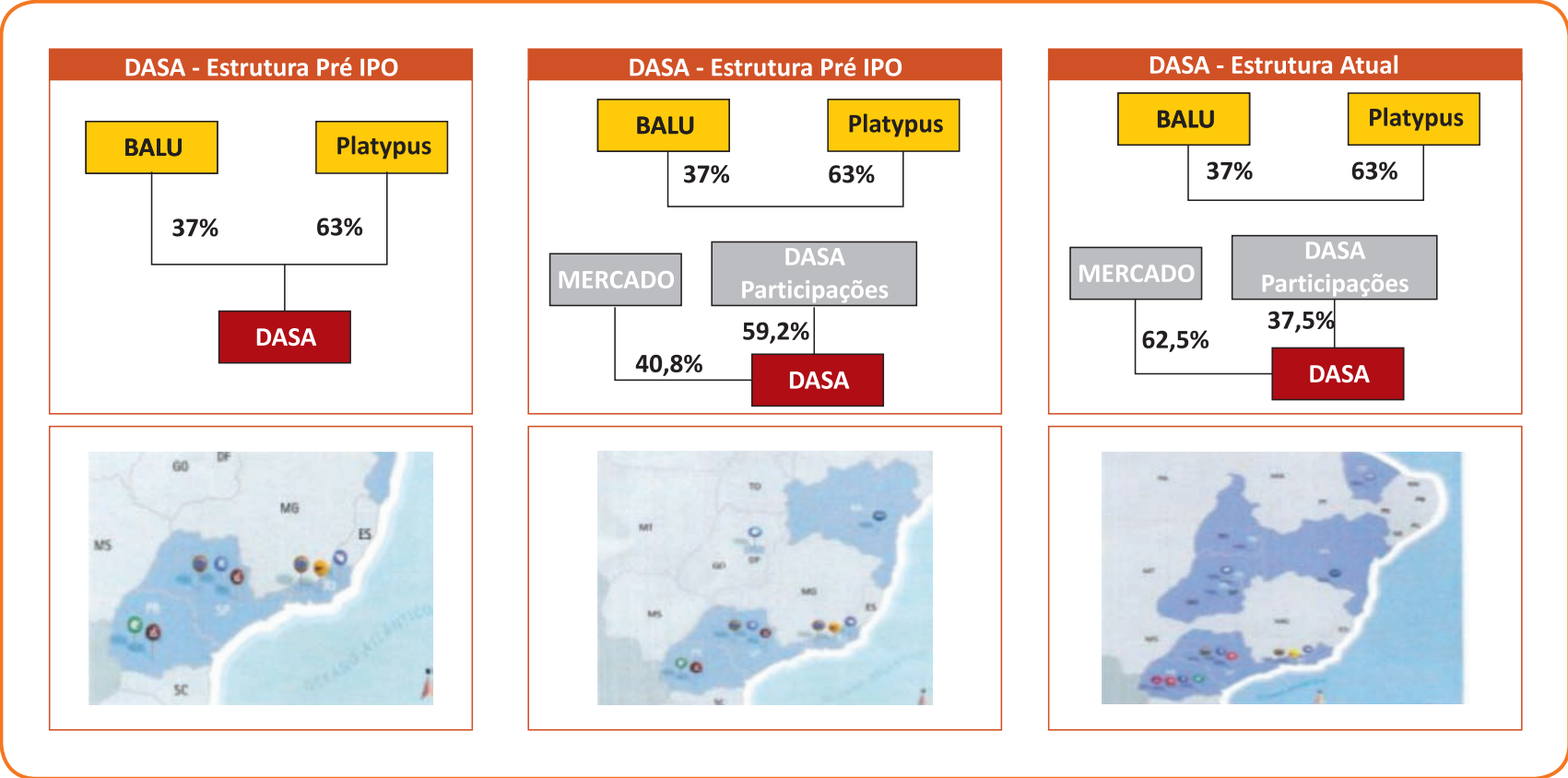


Ilustração 4. Estrutura societária da DASA antes do IPO, após o IPO e em 2007

Ação Ofertada	DASA ON		Porto Seguro ON		CPFL Energia ON		GOL PN		SUBMARINO PN	
Índices	Índice de Preços	Índice BOVESPA	Índice de Preços	Índice BOVESPA	Índice de Preços	Índice BOVESPA	Índice de Preços	Índice BOVESPA	Índice de Preços	Índice BOVESPA
Data	18/11/2004		19/11/2004		29/9/2004		24/6/2004		30/3/2005	
Dia Oferta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
1 dia após	1,2	0,99	1,06	1,02	0,97	1,01	1	1	0,98	1,01
1 semana após	1,18	1,03	1,02	1,04	0,99	1,03	0,93	1,03	0,81	0,99
30 dias após	1,16	1,06	1,02	1,06	0,97	0,99	0,9	1,03	0,78	0,94
3 meses após	1,53	1,11	1,43	1,12	1,09	1,13	0,99	1	0,8	0,95

Ilustração 5. Comportamento da ação DASA ON em D+1, D+7 e D+90 do IPO e comparativo com outros quatro IPOs entre 2004 e 2005

Acionistas (ON)	Oferta Pública	
	Antes %	Após %
Dasa Participações S/A	65	57,35
Dr. Caio Roberto C. Auriemo	12,93	0,54
Patrimônio Brasil Private Equity	2,3	0,1
Brazilian Analysis and Diagnostics Private Investments	9,46	0,4
PP Participações	0,55	0,11
JP Morgan partners LP	2,43	0,1
Latin Healthcare Fund LP	2,56	0,11
Latin Healthcare Partners LLC	1	0,04
Sub-total	96,23	58,75
Outros acionistas (1)	3,77	41,25
Total	100	100
Total de ações	47.301.120	53.607.935

Fonte: Prospecto de lançamento ( DASA, 2004).

(1) Total de 16 investidores institucionais inclusive o Banco Patrimônio antes do IPO na BOVESPA em Novembro de 2004;

(2) A diferença entre a quantidade de ações do capital antes e após o IPO é de 6.306.815 ações, mostrando ter havido um ajuste no volume de ações da oferta primária, inicialmente prevista para ser de 5.484.187 ações ON.

Nota: o Dr. Caio Auriemo detém 37% da DASA Participações.

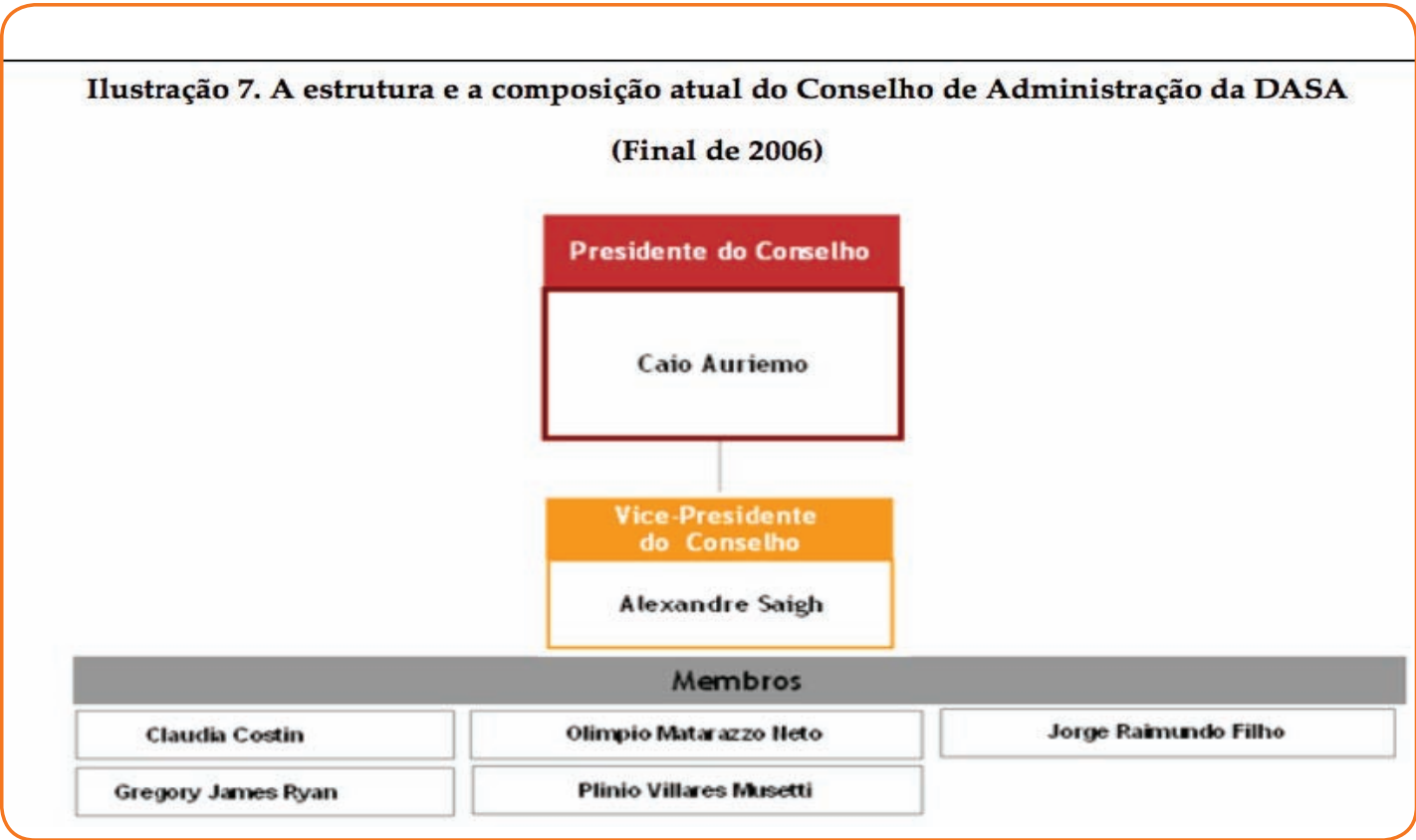


Ilustração 7. A estrutura e a composição atual do Conselho de Administração da DASA (Final de 2006)



Ilustração 8. A Estrutura e a Composição da Diretoria Executiva da DASA (Final de 2006)

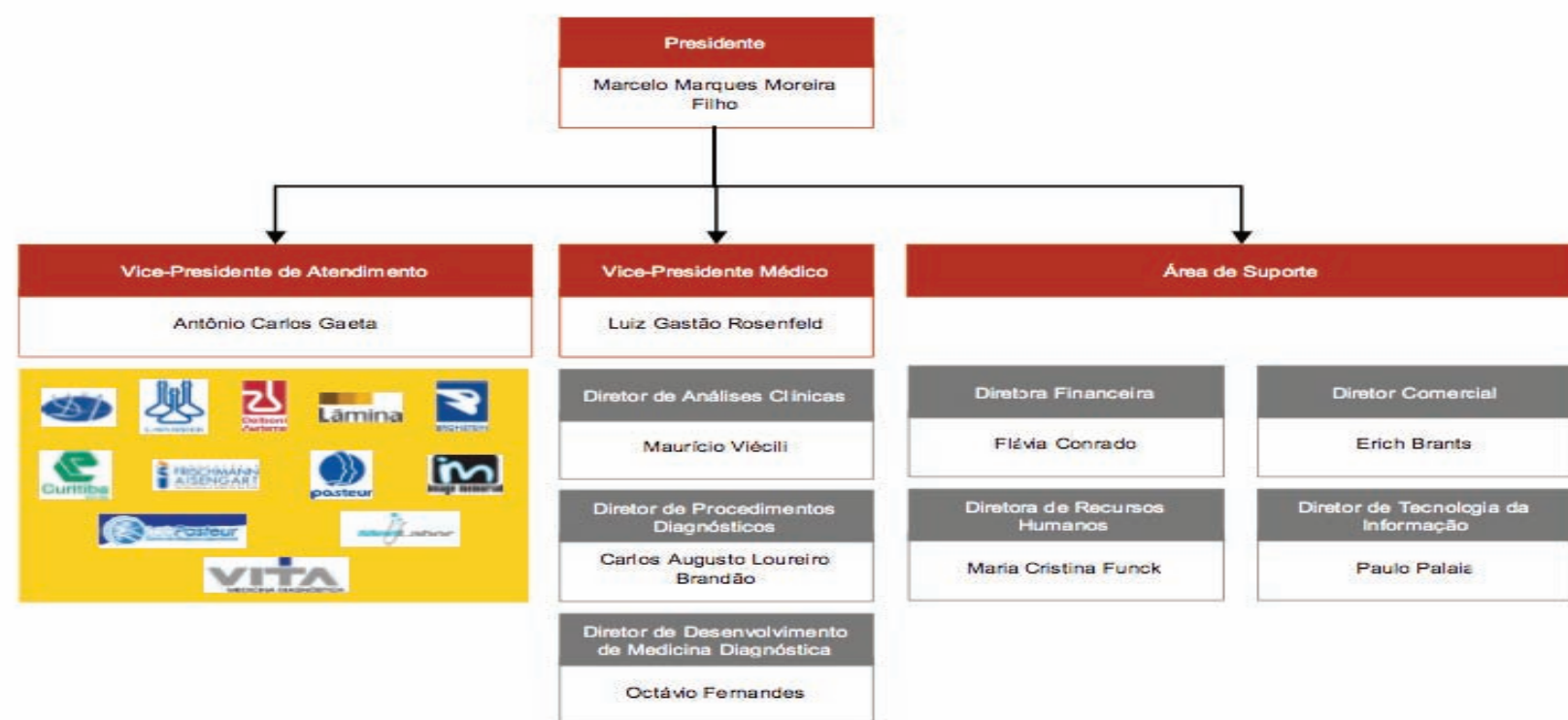


Ilustração 8. A Estrutura e a Composição da Diretoria Executiva da DASA (Final de 2006)

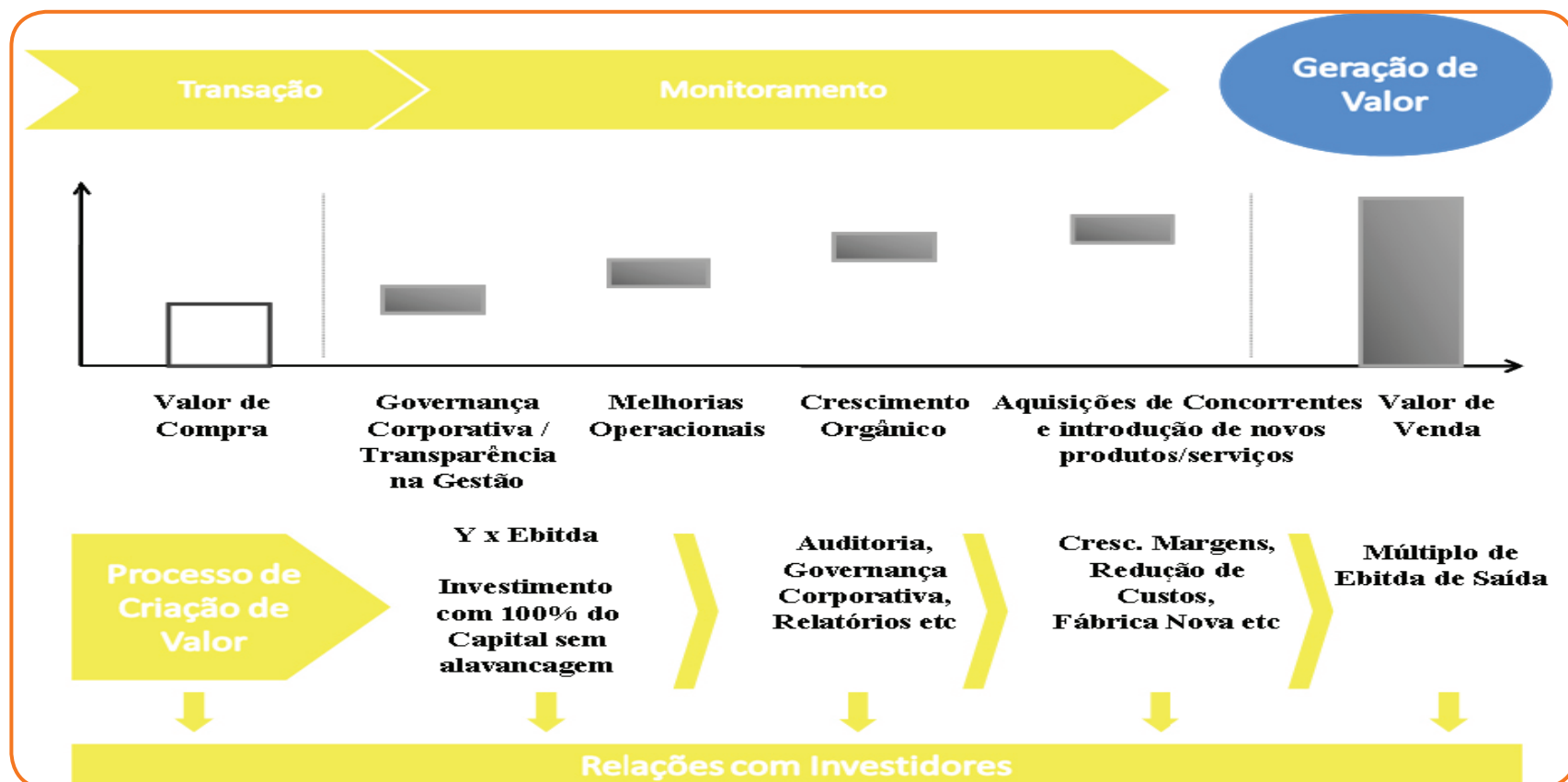


Ilustração 9. As etapas do processo de monitoramento e criação de valor do Pátria Banco de Negócios em PE/VC

### 8.1.12. Exercícios Propostos

1. Quais são os prós e contras de uma oferta pública inicial nas circunstâncias da DASA na época de sua abertura de capital? Do ponto de vista do Pátria Banco de Negócios, até que ponto a abertura de capital mostrou-se a melhor alternativa?
2. Qual o momento adequado para uma empresa da carteira de investimentos de um fundo de *venture capital/private equity* abrir seu capital. Avalie esta questão no contexto do mercado de capitais brasileiro em Novembro de 2004. Qual foi o papel e a importância do investidor estrangeiro nesse processo de abertura de capital?
3. Seria viável a abertura de capital, sem a prévia participação societária e gerencial do Pátria?
4. Em que aspectos o Pátria agregou valor para o negócio da DASA enquanto exercendo o papel de *venture capitalist*?
5. Quais os elementos fundamentais do modelo de governança praticado pelo gestor Pátria Banco de Negócios na DASA enquanto empresa fechada? Descreva o processo de monitoramento e suas implicações na criação de valor da DASA.
6. Avalie o preço de oferta proposto. Ele parece justo?
7. Colocando-se na posição de gestor principal da DASA, quais os próximos passos a serem seguidos?

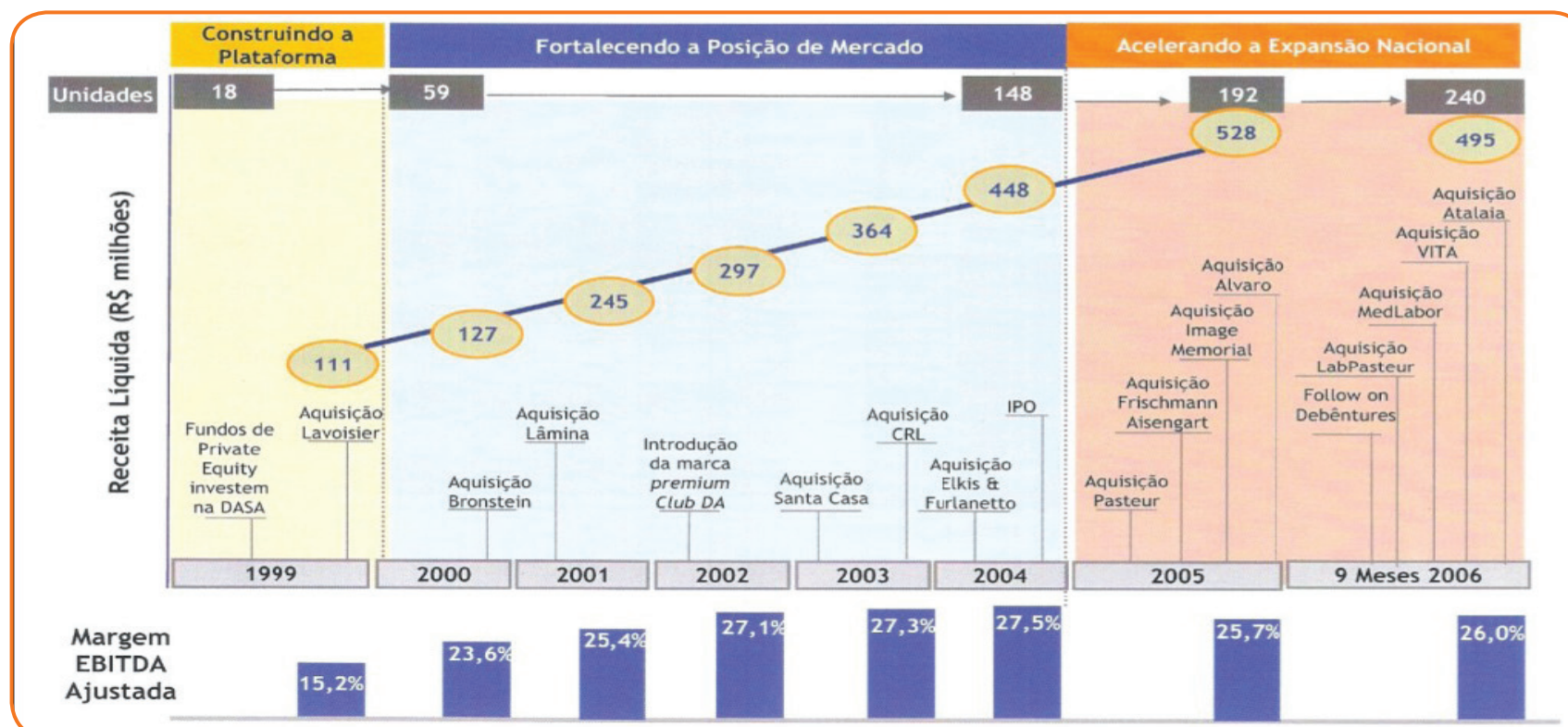


Ilustração 10 – A evolução das aquisições realizadas pela DASA no período 1999 a 2006, com as respectivas margens de EBITDA ajustadas no mesmo período.



# Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

Destaques Financeiros						
(em R\$ milhões, exceto percentuais e dados operacionais)						
	Exercício social encerrado em 31 de dezembro de				Em 30 de Junho de	
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Receita Operacional Líquida	244,5	297,1	363,6	448,0	253,0	315,0
Lucro Bruto	89,1	96,1	106,7	141,5	81,0	107,6
Margem Bruta	36,4%	32,3%	29,3%	31,6%	32,0%	34,1%
Lucro (Prejuízo) Líquido	(13,5)	(34,9)	(8,5)	(18,9)	10,6	0,0
EBITDA <sup>1</sup>	47,2	64,9	84,1	84,6	59,6	54,4
EBITDA Ajustado <sup>2</sup>	62,2	80,4	99,4	123,1	56,6	78,7
Margem EBITDA Ajustado	25,4%	27,1%	27,3%	27,5%	26,6%	25,0%
Patrimônio Líquido	131,3	119,7	134,6	244,3	118,7	423,9
Dívida Líquida	61,0	110,4	115,1	63,5	147,6	5,8
Unidades de Atendimento	93	118	131	148	176	216

Ilustração 11. Resultados anuais da DASA de 2001 a 2004 e semestrais em 2005 e 2006

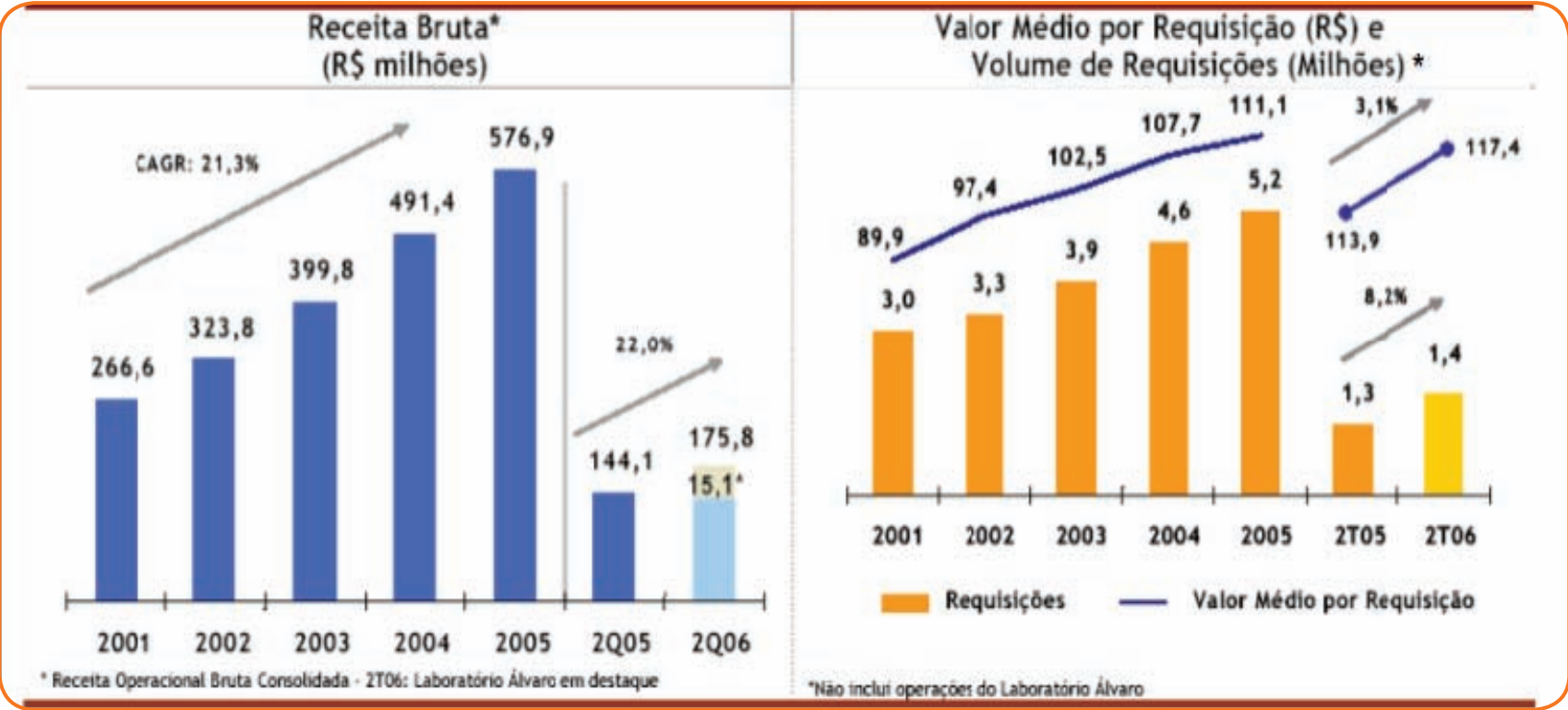


Ilustração 12. A evolução da receita bruta no período de 2001 a 2006

\*uma requisição corresponde a uma receita para realização de exames, que normalmente é emitida por um médico.



Anos	Receita Líquida R\$MM	Unidades	Margem EBITDA em %	Investimentos Fixos em R\$ MM	Fatos mais relevantes no período
1999	111	18	4,5	nd	Fundos de P/E investem na DASA e Aquisição Lavoisier
2000	127	59	11,1	nd	Aquisição Bronstein
2001	245	93	19,3	nd	Aquisição Lâmina
2002	297	118	21,8	nd	Introdução da marca CLUB DA
2003	364	131	23,1	40,0	Aquisição da Santa Casa e do CRL
2004	448	148	18,9	65,0	Aquisição do Elkis & Furlanetto e IPO

Ilustração 13. A evolução da margem EBITDA no período de 1999 a 2004 e os correspondentes fatos mais relevantes

Descrição da Conta	31/12/2004	31/12/2003	31/12/2002
Ativo Total	511.006	349.298	328.837
Ativo Circulante	268.444	125.638	109.837
Disponibilidades	125.864	28.565	34.949
Caixa e Bancos	2.630	3.414	1.008
Aplicações Financeiras	123.234	25.151	33.941
Créditos	103.916	72.239	53.787
Contas a Receber Clientes	103.916	72.239	53.787
Estoques	15.125	14.413	9.644
Outros	23.539	10.421	11.457
Impostos a Recuperar	16.777	7.424	6.237
Adiantamentos a Fornecedores	516	775	495
Despesas Antecipadas	901	343	251
Outras Contas a Receber	2.195	1.879	4.474
Créditos com Antiga Gestão	3.150	0	0
Ativo Realizável a Longo Prazo	26.389	17.644	8.280
Créditos Diversos	7.824	4.997	4.441
Aplicações Financeiras	7.824	4.997	4.441
Créditos com Pessoas Ligadas	13.420	9.157	1.061
Com Coligadas	0	0	0
Com Controladas	13.420	6.917	0
Adto. para Futuro Aumento de Capital	5.319	1.287	0
Mútuos	8.101	5.630	0
Com Outras Pessoas Ligadas	0	2.240	1.061
Mútuo com Controladora	0	2.240	1.061
Outros	5.145	3.490	2.778
Depósitos Judiciais	3.616	3.470	2.738
Outros	0	20	40
Crédito com Antiga Gestão	1.529	0	0
Ativo Permanente	216.173	206.016	210.720
Investimentos	2.933	2	0
Participações em Controladas	2.931	0	0
Centro Radiológico da Lagoa Ltda.	325	0	0
Elkis e Furlanetto Lab. Médico Ltda.	2.606	0	0
Outros Investimentos	2	2	0
Outros	2	2	0
Imobilizado	170.280	141.530	126.367
Diferido	42.960	64.484	84.353

Ilustração 14. Ativo DASA do período 01/01/2002 a 31/12/2004

Descrição da Conta	31/12/2004	31/12/2003	31/12/2002
Passivo Total	511.006	349.298	328.837
Passivo Circulante	100.465	84.118	68.651
Empréstimos e Financiamentos	25.811	31.874	29.058
Debêntures	0	0	0
Fornecedores	20.829	18.075	13.377
Impostos, Taxas e Contribuições	6.049	3.610	3.030
Imposto de Renda e Contribuição Social	883	0	0
Impostos Parcelados	1.870	1.637	1.390
Impostos e Contribuições a Recolher	3.296	1.973	1.640
Dividendos a Pagar	0	0	0
Provisões	0	0	0
Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	0
Outros	47.776	30.559	23.186
Salários, Encargos Soc. e Férias a Pagar	13.992	11.895	9.316
Passivo a Descoberto em Controladas	2.427	1.097	0
Contas a Pagar por Aquis. de Controladas	19.983	8.901	7.841
Outras Contas Pagar	11.374	8.666	6.029
Dividas com Pessoas Ligadas	0	0	0
Passivo Exigível a Longo Prazo	166.279	130.592	140.444
Empréstimos e Financiamentos	105.207	70.278	87.278
Debêntures	0	0	0
Provisões	29.067	27.050	28.791
Provisão para Contingências	26.204	27.050	28.791
Processos com Depósitos Judiciais	2.863	0	0
Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	0
Outros	32.005	33.264	24.375
Contas a Pagar por Aquis. de Controladas	19.657	20.188	18.358
Impostos Parcelados	12.348	13.076	6.017
Resultados de Exercícios Futuros	0	0	0
Patrimônio Líquido	244.262	134.588	119.742
Capital Social Realizado	216.136	27.327	27.327
Reservas de Capital	52.579	115.743	170.845
Reserva Especial de ágio na Incorporação	52.579	115.743	170.845
Lucros/Prejuízos Acumulados	-24.453	-8.482	-78.430

Ilustração 15. DASA do período 01/01/2002 a 31/12/2004



### 8.2. Mandic BBS

Aleksandar Mandic nasceu no Brasil em 1954, filho de emigrantes sérvios. Cursou escola técnica, em São Paulo e ingressou na Siemens Brasil em 1975, onde atuou na área de Automação Industrial com computadores de processo. Apesar de sua modesta educação, Mandic obteve relativo sucesso durante o período (17 anos) que trabalhou na Siemens, visto que em 1993 ele era o responsável por 50 engenheiros.

Em 1989, após uma visita a uma empresa europeia de engenharia que implementara um sistema de transmissão de informação, de volta ao Brasil, Mandic sugeriu à Siemens que fosse implementado tal sistema ou outro semelhante para o mesmo fim. A resposta foi negativa sob a alegação de que não havia dinheiro disponível para investimento em novas redes de computadores e que sistemas de informação com redes de computadores não receberiam ajuda ou financiamento da Siemens.

Convicto de que o fornecimento de uma plataforma que permitisse o intercâmbio de informação para os usuários de computadores obteria sucesso, Mandic criou uma estação de Bulletin Board System (BBS) no quarto de visitas na sua casa, no ano de 1990, onde trabalhava na recém-criada empresa como um *hobby*. Uma estação BBS consiste em um sistema de troca de informações via conexão telefônica. No início, a empresa começou a cobrar por seus serviços, oferecendo, em troca, alguns serviços básicos como armazenamento de dados e simples envio de mensagens entre usuários.

Com o advento da internet, em 1995, a BBS, que passaria a ser chamada de Mandic BBS (com a dedicação integral de seu fundador, após sua saída da Siemens em março de 1993), a empresa foi a primeira provedora de acesso discado à internet e se transformou num dos gigantes da internet brasileira, a Mandic Internet S.A. Em 1999, Aleksandar Mandic vendeu a empresa para o Grupo Impsat.

Em 1999 Aleksandar Mandic recebeu o prêmio “Empreendedor Master do Ano” pela Ernst & Young, em 1999 e a empresa foi premiada como “Melhor Provedor IBEST 97/98” e “Melhor Provedor TOP3 IBEST 98/99”, o mais importante prêmio da internet brasileira.

Em janeiro de 2000, Aleksandar Mandic se tornou sócio-fundador do Internet Group (iG), onde ocupou o cargo de vice-presidente até setembro de 2001. Decidido a ter novamente seu próprio negócio, Aleksandar Mandic reabriu a MANDIC, em janeiro de 2002.

A MANDIC LTDA., novo empreendimento de Mandic opera como provedora de internet, porém com foco no serviço de correio eletrônico. O serviço, batizado de mandic:mail, foi desenvolvido com a mais recente tecnologia disponível à época e incluía todos os recursos necessários para o público, que precisava do e-mail de alta confiabilidade. A empresa se destaca no mercado com suas recentes inovações: caixa postal que nunca lota, duplo sistema antispam, Central de E-mail, um recurso que permite ao usuário acessar suas outras contas de e-mail a partir do mandic:mail etc.

Além de suas atividades como empresário, Mandic atua, desde de sua fundação, como Conselheiro do INSADI e ministra palestras com foco no empreendedorismo.

### 8.2.1. Evolução do Sistema BBS para Internet

A BBS foi o embrião de práticas que se tornaram parte do dia-a-dia de milhões de pessoas em todo o mundo, como conectar-se a outro computador, conversar com outras pessoas, participar de jogos *on-line*, salas de bate-papo e fóruns e baixar arquivos. Os “Bulletin Board Systems” foram extremamente populares também no Brasil, logo no início da década de 90. Com a cooperação de seus usuários e a própria evolução dos PC’s, o sistema ganhou certo grau de complexidade.

O primeiro BBS apareceu em fevereiro de 1978, em Chicago, nos Estados Unidos, e chamou-se CBBS. Além de proporcionar a distribuição de *softwares*, aplicativos, informações e lazer (jogos *on-line*, por exemplo), os BBS’s eram usados, muitas vezes, por empresas que precisavam integrar seus funcionários externos. Um computador e um telefone eram suficientes para o envio de relatórios de vendas e compartilhamento de dados da empresa com demais funcionários, incorrendo em custos relativamente baixos. Atualmente, essas funções são fáceis devido ao advento da internet, mas o BBS teve papel inovador fundamental nas funções acima descritas.

Na prática, o sistema BBS permitia que, por meio de um modem e uma linha telefônica, as pessoas trocassem mensagens umas com as outras com a intermediação de uma central. Por meio dessas redes, era possível acessar fóruns sobre diversos assuntos. Havia alguns BBS gratuitos, mas a maioria cobrava uma taxa de assinatura, que dava direito ao uso de 20 a 50 minutos por dia. Nos dois casos, era necessário pagar tarifas telefônicas (como na internet discada). Exemplos de BBS’s podem ser vistos nas ilustrações 1 e 2, ao final desta unidade.

O usuário que se conecta a um BBS pode fazer funções tais como (dependendo do que cada BBS oferece): descarregamento de *softwares* e dados (*download*); envio de *software* e dados (*upload*); leitura de notícias; troca de mensagens, e até mesmo *chat*, com outros usuários ou com o *sysop*<sup>12</sup>; participação de alguns fóruns de discussão; utilização para entretenimento como jogos *online*.

Com a multiplicação do BBS’s e a evolução gradual do sistema, a internet foi ganhando forma. Muitos provedores surgiram a partir de um BBS, mas logo desapareceram. A popularidade dos BBS’s decresceu muito com a expansão da internet, especialmente com a expansão da *World Wide Web* (WWW), por alguns motivos como: a utilização dos BBS’s era bem mais cara que a da Internet; os BBS’s tinham capacidade de conectividade bastante reduzidas quando comparadas com as da Internet; a *World Wide Web* (WWW) é de mais fácil utilização que os BBS’s; entre outros.

Além do brasileiro Aleksandar Mandic, outros nomes persistem na rede e mantêm viva a memória de sua gênese. Note que essa característica das BBS migrarem para a Internet parece ser única do Brasil. Em muitos Países, as BBS simplesmente desapareceram sem deixar vestígios.



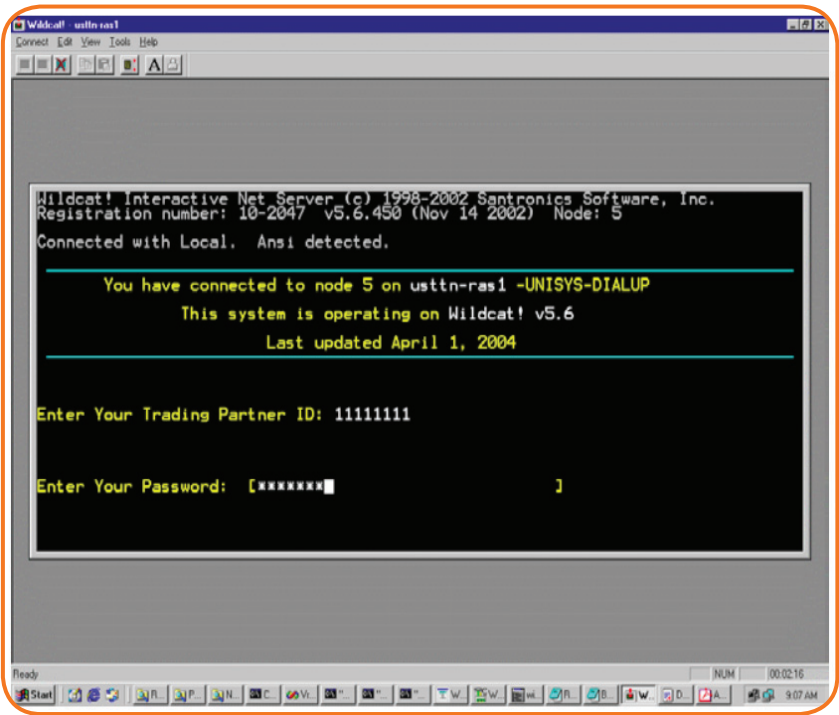


Ilustração 1 - Tela Inicial da BBS

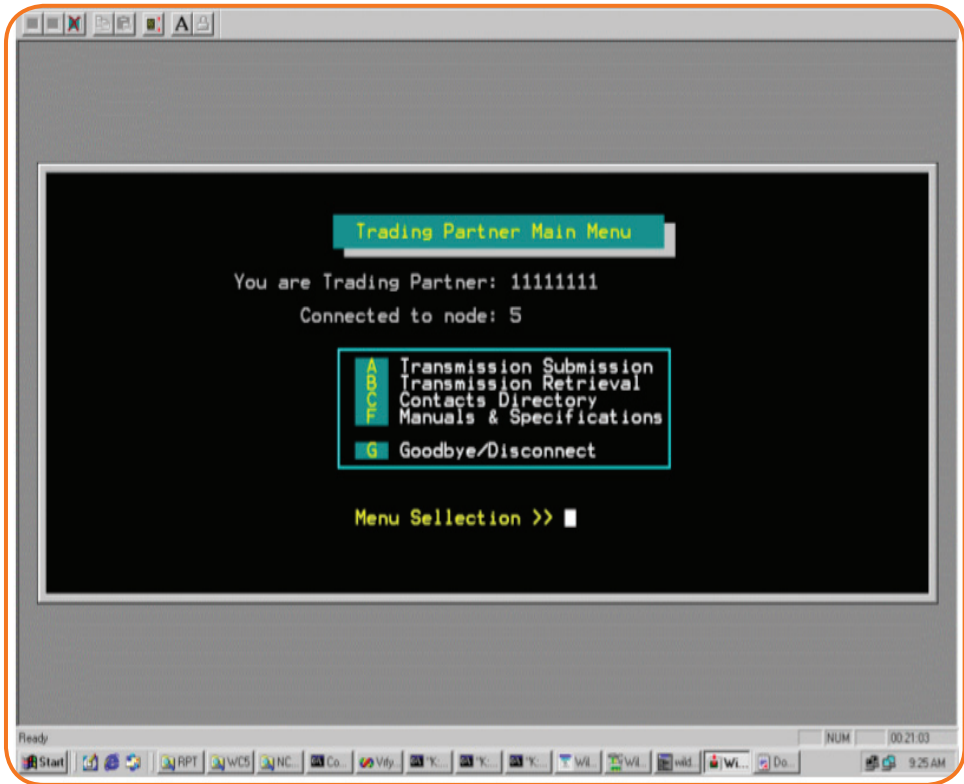


Ilustração 2 – Tela de Resposta a Transmissão de dados

### 8.2.2. Caso “Mandic BBS: An Entrepreneurial Harvesting Decision”

Copyright © 1999 President and Fellows of Harvard College. Para solicitar cópias ou permissão para reproduzir o material ligue para 1-800-545-7685, escreva para Harvard Business School Publishing, Boston, MA 02163 ou acesse <http://www.hbsp.harvard.edu>. Nenhum trecho deste documento pode ser reproduzido, armazenado em sistemas de informação, usado em computadores ou transmitido de qualquer forma ou por qualquer meio – eletrônico, mecânico, fotocópia, gravação ou qualquer outro – sem a permissão da Harvard Business School.

### 8.2.3. Epílogo: Decorrências da Venda da Mandic para a IMPSAT

Em 1998, a empresa argentina Impsat do grupo Pescarmona, comprou 59% da brasileira Mandic BBS por US\$ 9,8 milhões. Após pouco mais de um ano, a Impsat foi adquirida pelo grupo argentino El Sitio International Corporation (provedora de serviços e conteúdos em português e espanhol para a América Latina). Enquanto isso, Aleksander Mandic continuou no ramo da internet.

Junto de Nizan Guanaes e Matinas Suzuki Junior, ainda no ano de 1999, Mandic fundou o Internet Group (iG), provedor grátis brasileiro, assumindo a vice-presidência por dois anos. Após essa passagem no iG, ele voltou a usar o seu sobrenome para, no ano de 2002, criar a mandic:mail, o primeiro e único com capacidade ilimitada de armazenagem.

Entre algumas vantagens desse produto, estão:

- Anjo-da-guarda - Monitoramento de mensagens em tempo real;
- Backup - Recuperação das mensagens perdidas de uma conta IMAP;
- Email registrado - Envio de mensagens registradas, assim como uma carta registrada enviada pelo correio;
- Gasparzinho - Pasta inviolável que está dentro do seu mandic:mail e protegida por uma senha única e exclusiva;
- iMandic - Transforma o iPhone em um verdadeiro controle remoto do mandic: mail;
- Implode - Funcionalidade gratuita do mandic:mail que preserva a sua privacidade na rede;
- Ironport - Sistema anti-spam com técnica pioneira para bloqueio de mensagens indesejadas;
- Missão secreta - Mensagem que se autodestrói assim que for lida.

O empresário dedica-se à Mandic:mail até hoje e descarta uma possível venda como no caso da Mandic BBB.

### 8.2.4. Execícios Propostos

1. Descrever os elementos centrais em um processo de descoberta e desenvolvimento de oportunidades pelo empreendedor Mandic.



2. Avalie a aquisição da Mandic pelo GP em setembro de 1995. Ela reflete uma avaliação justa? Por que, na sua opinião, a Mandic aceitou?
3. Se você fosse o Alexander Mandic, você desejaria vender, no início de 1998, a sua participação na Mandic BBS? Por que? Por que não? No caso de uma resposta positiva, qual o percentual da sua participação você desejaria vender?
4. Qual dos adquirentes em potencial traria o maior proveito para o Alexander Mandic e por que?
5. Existem diferentes *approaches* para se avaliar (precificar) a Mandic BBS. Qual deles você prefere? Por que?
6. Se você se decidisse pela venda, a que preço e em que termos você o faria?
7. Qual seria a sua estratégia de negociação? Com quem você falaria primeiro? E em seguida? Comovocê envolveria a GP Investimentos na negociação?

### 8.3. Caso DHC *Outsourcing*

*Sinopse de caso em desenvolvimento pela FGV-EAESP, por meio do Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital (GVcepe) para fins exclusivamente acadêmicos, com conteúdo e informações cedidas pela DGF Investimentos. Nenhum trecho deste documento pode ser reproduzido, armazenado em sistemas de informação, usado em computadores ou transmitido de qualquer forma ou por qualquer meio-eletrônico, mecânico, fotocópia, gravação ou qualquer outro, sem a permissão da FGV-EAESP.*

#### 8.3.1. Histórico da Empresa

A DHC Outsourcing, fundada em 2000, oferece serviços de terceirização de infraestrutura de tecnologia da informação para operações de missão crítica. Seu fundador e CEO, Dario Boralli, foi presidente da Sun Microsystems Brasil e diretor da IBM no Brasil e no exterior antes de fundar a companhia, acumulando vasta experiência no setor. Durante esse período, percebeu que o mercado de Data Center era composto por empresas norteadas por duas vertentes estratégicas distintas. A primeira era composta por companhias com baixa qualidade técnica e confiabilidade, prestando serviços para clientes pequenos com baixa dependência de recursos de TI. A segunda é formada por grandes empresas prestadoras de serviços de alto valor agregado e alto nível de confiabilidade, prestando serviços para clientes cuja operação depende fortemente de uma infraestrutura de TI sólida e confiável.

A DHC se posicionou mais próxima da segunda vertente, contudo, com uma proposta de valor composta também de grande flexibilidade e custo benefício mais interessante para clientes de médio/grande porte. Esse posicionamento estratégico foi essencial para viabilizar o crescimento da empresa e suportado, desde sua origem, pela vasta experiência do fundador nesse segmento do mercado, que conseguiu

conciliar sua experiência anterior com grande habilidade de liderança e facilidade de adaptação às mudanças do mercado.

Do ponto de vista do serviço ofertado pela companhia, o principal diferencial é o foco em tecnologia e a flexibilidade dos projetos desenvolvidos, adequando cada solução/serviço a exata necessidade do cliente. Essa é a principal razão para tornar a relação custo/benefício muito mais atraente para o cliente em comparação com os grandes *players* do mercado. Essas características tornaram a DHC líder no mercado tendo quase a totalidade dos grandes portais de e-commerce do país, um dos maiores dependentes desses serviços.

### 8.3.2. O Investimento do DGF-REIF

O projeto de investimento do veículo de investimento REIF na companhia foi originado em 2003, por meio da rede de contatos (*network*) dos diretores da DGF Investimentos, organização gestora do DGF-REIF. Nessa época, iniciou-se a primeira tentativa de investimento, a qual acabou não se concretizando em função de desacordos quanto aos direitos exigidos pelo fundo. Após cerca de dois anos, em um cenário operacional financeiro mais estável, as negociações foram retomadas e finalizadas com sucesso em dezembro de 2005, resultando em um investimento de R\$ 2,2 milhões por 24% do capital social da companhia.

Vale destacar também, que o cenário econômico brasileiro no momento do investimento – dez/2005 – era promissor e o mercado de terceirização de infraestrutura de TI ainda não havia se consolidado, havendo claro espaço para crescimento. O tema terceirização de infraestrutura de TI já vinha se tornando uma tendência irreversível no universo corporativo ao aumentar a qualidade de serviço e reduzir custos, tendo como consumidores de primeira instância os grandes *players* de e-commerce ou grandes corporações migrando sua infraestrutura de TI, bancos de dados e sistema de gestão (ERP) para a Internet.

Durante o período de investimento (2005 – 2009), o empresário ratificou a sua solidez e preparo técnico/comercial demonstrado durante o período de negociação, conseguindo performar de acordo com as projeções do fundo, superando-a em alguns momentos. Durante esses anos, o DGF-REIF atuou de maneira ativa na implementação de boas práticas de governança corporativa, desenvolvendo um conselho de administração ativo, sendo formado por representantes do fundo, empresário e um independente.

Constituído em 2002, o *Returning Entrepreneur Investment Fund* (Fundo REIF) é um Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) que iniciou suas atividades em Fevereiro de 2002 com o objetivo de investir em empresa com alto potencial de crescimento e faturamento de até R\$ 10 milhões. O REIF, que já encerrou o seu período de investimentos, possui 11 companhias em seu portfólio que se encontram em fase de crescimento e maturação, desde já buscando alternativas de saída. O capital comprometido do veículo é R\$ 22,0 milhões, e os investidores são BID/FUMIM, ABN Amro, SEBRAE NACIONAL e SEBRAE-SP.



### 8.3.2.1. A DGF Investimentos

A DGF Investimentos foi fundada em 2001 por Sidney Chameh (ex-aluno FGV-EAESP'99) com a missão de investir em *PE/VC*. Desde então, agregou outros sócios igualmente experientes neste mercado: Frederico Greve e Eduardo Pamplona juntaram-se ao final de 2003 e Humberto Casagrande no início de 2007. Conjuntamente, estes sócios apresentam histórico de sucesso e extensa experiência acumulada em participações, tendo realizado diversos negócios conjuntamente além de outros independentemente como executivos de outras instituições.

A DGF Investimentos gere hoje ativos de cerca R\$ 450 milhões, tendo desenvolvido ao longo de sua história metodologia própria de avaliação de oportunidades e de atuação junto ao seu portfólio de investimentos. Adicionalmente, desenvolve intenso trabalho institucional, visando desenvolvimento da indústria de *PE/VC* no Brasil, em especial por meio da Associação Brasileira de *Venture Capital* e *Private Equity* (ABVCAP), tendo na figura de conselheiro da associação um de seus sócios

### 8.3.3. Desinvestimentos

Devido ao grande crescimento do mercado, da companhia e da excelente qualidade técnica do time de gestão, diversos *players* do setor se interessaram pelo ativo, tornando a possibilidade de venda da companhia para um estratégico real. Contudo, durante o início do ano de 2008, as propostas recebidas pela companhia eram significativamente inferiores às expectativas dos acionistas, até que no último trimestre de 2008 foram iniciadas as negociações com o Grupo UOL.

Após três meses de negociações, ao final de 2008 e início de 2009, o comprador apresentou uma proposta de compra em linha com a expectativa dos vendedores, sendo iniciada, portanto a parte de diligência contábil e legal, resultando na venda do ativo em março de 2009.

No primeiro semestre de 2009, a DGF Investimentos vendeu sua parte no negócio para o provedor de internet UOL, utilizando o mecanismo de venda estratégica como forma de desinvestimento. O montante negociado foi cerca de oito vezes o volume aportado na empresa. O faturamento da empresa foi de R\$ 48 milhões em 2008 (48% maior que em 2007), montante esse insuficiente para justificar a abertura de capital da empresa.

## 8.4. Caso Odontoprev<sup>13</sup>

A Odontoprev, atualmente é a maior operadora de planos odontológicos do Brasil, com 17,6% do mercado, representando 1,4 milhão de usuários, distribuídos em 1.200 empresas. Em 1998, há apenas oito anos, era uma pequena empresa fundada por um grupo de dentistas com 90 mil usuários, ou 3% do mercado. A razão para esse crescimento sem precedentes na história da empresa e do setor tem suas

raízes na injeção de capital de PE/VC, que consolidou a gestão e trouxe recursos para esse crescimento de quase 1.600% no número de clientes.

Em 30 de novembro de 2006, data do seu IPO no Novo Mercado, as ações foram negociadas a 12.9 dólares, o que resultou em um valor para a empresa de US\$ 329 milhões. Desde então, o desempenho acionário da empresa só tem aumentado: de dezembro de 2006 a maio de 2007, houve um crescimento de quase 60% no preço das ações, enquanto a Bovespa segue um acumulado de pouco mais de 20% para o mesmo período.

### 8.4.1. Empresa

A Odontoprev surgiu em 1987, a partir de uma associação de dentistas, liderados por Randal Luiz Zanetti, que viram um mercado em potencial de crescimento. Era um momento em que havia muitas empresas multinacionais já consolidadas no país, e, como os anos seguintes provaram, a tendência foi o crescimento no número de empresas nessa configuração, devido à maior estabilidade das instituições e da economia brasileira. Naquela época, as multinacionais começaram um movimento de expansão dos benefícios ao funcionário, seguindo alguns dos padrões de benefícios já praticados em outros países de atuação dessas empresas. Esse movimento que se disseminou no Brasil a partir de meados da década de 90. As multinacionais foram seus primeiros clientes, colocando os benefícios por elas oferecidos como referência para muitas outras.

11 anos depois de sua criação, em 1998, a empresa possuía bons resultados: contava com 82 funcionários e tinha cerca de 90 mil usuários de seus planos, gerando US\$ 8,7 milhões em receitas. Contava com uma gestão bastante competente, um posicionamento voltado a grandes clientes (empresas de grande porte), e uma boa plataforma de TI, que é imprescindível para a gestão da carteira de clientes e do risco atuarial. No entanto, a empresa não tinha uma estratégia de crescimento consistente. Sabia-se que era necessário captar recursos para a expansão do negócio; porém, o Brasil é um país bastante conhecido pelos juros altos e dificuldades de crédito, principalmente para empresas de pequeno e médio porte e pessoas físicas.

### 8.4.2. Mercado

No Brasil, ao contrário dos planos médico-hospitalares, surgidos nos anos 40 e 50, o mercado de cobertura odontológica é um empreendimento relativamente novo. Por ser um mercado menos consolidado, possui uma penetração menor: apenas 3,8% da população brasileira, ou 6,9 milhões de habitantes, frente a 36,1 milhões dos planos médico-hospitalares – aproximadamente 20% da população. Por serem mercados diferentes, porém complementares, pode-se prever que haja muito mais espaço para o crescimento no segmento odontológico. O perfil de cliente é semelhante, demanda investimentos mais modestos e conta com uma ampla classe – o Brasil é o país que possui o maior número de cirurgiões-dentistas no mundo (cerca de 203 mil), segundo o IBGE.



Dados da Agência Reguladora dos Planos de Saúde no Brasil, (ANS – Agência Nacional de Saúde Suplementar), indicam um crescimento de 17,9% nos planos de saúde entre dezembro de 2000 e junho de 2006.

No Brasil, os planos médico-hospitalares são de grande importância. O sistema público de saúde nos moldes atuais não consegue suprir a sua demanda com serviços de qualidade. A população sofre com a falta de infraestrutura e de profissionais dispostos a trabalhar no serviço público de saúde. A exemplo do sistema de ensino, que a partir de 1970 sofreu um “boom”, a tendência é a terceirização dos serviços para atender a classe média e alta do país.

Há 589 provedores de serviços de cobertura odontológica. As sete maiores empresas do setor somam apenas 40,8% de *market share*. Estendendo a análise para as 64 maiores empresas, temos 79,7% do mercado. É uma característica bastante interessante, porque mostra quão menor é a barreira à entrada comparada com os planos de assistência médico-hospitalar, que conta com X provedores. O fato de os custos com a cobertura odontológica ser consideravelmente menor, assim como as sinistralidades, são certamente favorecedores para essa configuração mercadológica.

### 8.4.3. 1998: O início da expansão

No ano de 1998, a empresa buscava captação de recursos para a sua expansão e consolidação no mercado. Como dito anteriormente, o crédito no Brasil é bastante oneroso, principalmente para pequenas e médias empresas, como o caso da Odontoprev. A necessidade de crescimento no setor era bastante grande, assim como as oportunidades. Os anos de plano Real, iniciado em 1994, trouxeram grandes oportunidades, com o aumento do poder de compra do brasileiro e da demanda por qualidade de vida, bem como a consolidação das relações externas. Isso possibilitou o surgimento de novas empresas, bem como a entrada de novas multinacionais. Além disso, a Odontoprev ainda tinha pouquíssima penetração nas carteiras de planos das pequenas e médias empresas. O mercado potencial estava crescendo rapidamente, e era necessário tomar ações de expansão, antes que a concorrência o fizesse.

A TMG Capital Partners, organização independente de PE/VC fundada por Luis Francisco Novelli Viana, decide analisar a proposta de capitalização da Odontoprev. Viana, renomado Angel Investor, junto com sócios experientes, administra o TMG, que entre seus fundos, é responsável pelo TMG PE I, que conta com 100 milhões de dólares de recursos internacionais. Além de prover capital para empresas privadas que possuem boa gestão e excelentes oportunidades de crescimento, a TMG Capital busca adicionar valor às empresas em que investe, a partir do trabalho conjunto com os empreendedores.

O investimento ocorreu depois de uma avaliação completa via auditoria externa (*due diligence*), que avaliou principalmente a qualidade da gestão e da atratividade do mercado. A TMG acreditava que as características do mercado fragmentado poderiam se traduzir em excelentes oportunidades de crescimento para uma empresa bem capitalizada.

Nesse momento, a Odontoprev já possuía uma marca bastante forte frente a seus *stakeholders*, principalmente o setor empresarial. Continha pontos fortes como a gestão e o sistema de TI bastante avançado. Com a capitalização, a estratégia era a expansão das vantagens competitivas da empresa bem como a consolidação no mercado via aquisições. A TMG entraria não apenas com o capital, mas com a habilidade de gestão e com a competência dos executivos, trazendo à companhia “sangue novo” em termos de práticas de gestão. No final da negociação, a TMG assume 2/3 da empresa, constituindo posição majoritária.

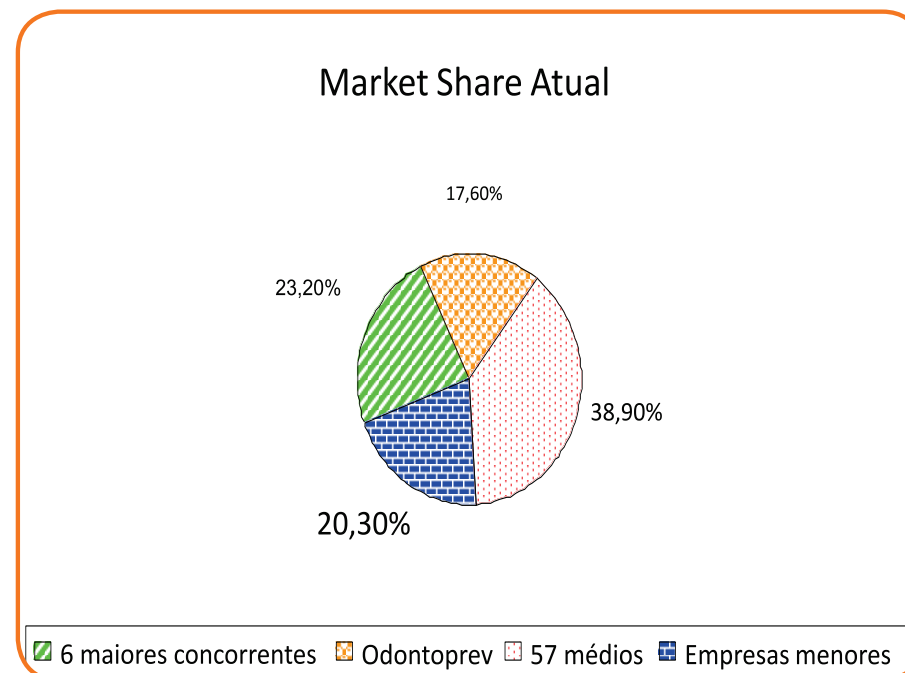


Figura 1: Market Share do Setor, baseado em estimativas de 2006

Inicia-se a fase de aquisições da empresa. Nos períodos de 1999 a 2000, a Odontoprev adquire três competidores: Unidont, Cade e Clidec. Os “*buyouts*” desses anos dão estrutura para o desenvolvimento de resultados recordes nos anos seguintes.

Quatro anos depois da entrada da TMG na Odontoprev, a empresa já se apresentava como líder de mercado, com cerca de 700 mil usuários, gerando receitas de US\$ 42,5 milhões. Isso representa 777% de aumento no número de clientes e 488% nas receitas. Não ocorreu por acaso: nesse período, a empresa investiu na profissionalização da gestão, contratando executivos experientes e investiu no desenvolvimento de um sistema próprio de gerenciamento das operações e do risco atuarial. O sistema de TI, que já era uma vantagem da empresa, consolidou-se. O DCMS-7, como foi chamado, foi registrado como inovação no INPI.



### 8.4.4. Os passos seguintes

Entre 2003 e 2005, a Odontoprev aumentou seu número de usuários em 48,4%, elevando a sua carteira para quase 1,2 milhão de usuários. O número de empregados está por volta de 650, quase oito vezes mais do que 1998.

A emissão pública de ações (IPO), no final de novembro de 2006, levantou US\$ 329 milhões de caixa, já que a empresa adentrou no mercado acionário sem dívidas em seu passivo. Com esse caixa, a empresa aposta em crescimento orgânico e aquisições, comprando, por exemplo, a Dentalcorp, quinta maior empresa de planos odontológicos do Brasil. O negócio envolveu US\$ 11,4 milhões, trazendo mais 180 mil usuários à Odontoprev. Destes, a maioria dos clientes são PMEs, justamente o segmento onde a Odontoprev não possuía grandes posições.

A empresa também projeta que as aquisições podem fazer o número de clientes bater os dois milhões, apenas com empresas já cotadas para esse processo. Além disso, a Odontoprev espera crescer por meio das receitas com os clientes atuais, expandindo os planos de saúde bucal, através da diversificação e da regionalização, uma vez que 63,7% do mercado se encontra na Região Sudeste. A busca por novos mercados é um plano ousado, porém essencial para o desenvolvimento de uma grande empresa.

As receitas cresceram de US\$ 32,9 (queda em relação a 2002 pela oscilação cambial) para US\$ 61,1 milhões. A geração de caixa, ou EBITDA, em moeda local se multiplicou 2,6 vezes. Hoje, a empresa possui aproximadamente 650 empregados e uma rede de 12,5 mil dentistas atuando em mais de 1.000 cidades brasileiras.

Finalmente, podemos acompanhar a empresa depois da saída parcial dos investidores da TMG, no IPO. As ações da empresa, em dólares, subiram 45% em 2 meses. Aparentemente, a Odontoprev está pronta para fazer todos os seus *stakeholders* sorrirem, exceto seus competidores.

### REFERÊNCIAS

<sup>1</sup>Caso elaborado pelo Professores Francisco S. Rodrigues e Wilson T. Nakamura, com supervisão do Prof. Cláudio Vilar Furtado para o módulo universitário do Programa de capacitação de gestores da FINEP/Fundação Getulio Vargas, contrato FINEP/ FGV nº 30.06.0106.00. Os autores agradecem as contribuições do Prof. Silvio A. Laban Neto, Leonardo de L. Ribeiro, Sabrina P. Ozawa Gioielli e Eduardo M. R. Siqueira.

<sup>2</sup> Existem duas sociedades ligadas às análises clínicas e medicina laboratorial: a formada essencialmente por médicos é a Sociedade Brasileira de Patologia Clínica e Medicina Laboratorial (SBPC/ML) e a outra, formada essencialmente por bioquímicos é a Sociedade Brasileira de Análises Clínicas (SBAC). Cada uma desenvolve o seu encontro anula de forma independente.

<sup>3</sup> Outros dados podem ser verificados no documento “Mãos à Obra, Brasil”, proposta de governo do então candidato Fernando Henrique Cardoso à Presidência do Brasil, em 1994.

<sup>4</sup> De acordo com dados divulgados pela Agência Nacional de Saúde (ANS), em setembro de 2005 aproximadamente 75% do total de planos privados de saúde médicos e odontológicos eram contratados por empresas, sendo o restante corres-

pondente a planos individuais. O número de brasileiros cobertos por planos privados de saúde e por planos de auto-gestão passou de aproximadamente 36,4 milhões em 2001 para 38,2 milhões em 2005, equivalente a uma cobertura de cerca de 23% da população total.

<sup>5</sup> Até final de 2006, as aquisições no mundo relacionadas com esses seis principais players era a seguinte: o Quest adquiriu 11 empresas, o Labcorp 13, o Sonic Healthcare 21, o Unilabs 9, o DASA 14 e o BML 6.

<sup>6</sup> Hoje a empresa está presente no Distrito Federal e em oito estados brasileiros: São Paulo, Rio de Janeiro, Paraná, Santa Catarina, Ceará, Bahia, Goiás e Tocantins.

<sup>7</sup> Até então, nem DASA nem Fleury eram empresas de capital aberto, o que dificultava a identificação da posição de mercado de cada um.

<sup>8</sup> O Pátria possuía, ao final de 2006, 11 acionistas e cerca de 60 funcionários.

<sup>9</sup> O Modelo de Negócios DASA se mantém nessa formatação desde 2003.

<sup>10</sup> BOVESPA. 2007.

<sup>11</sup> Atualmente, o Dr. Caio Auriemo ocupa apenas o cargo de Presidente do Conselho de Administração.

<sup>12</sup> A expressão Sysop refere-se à abreviatura da expressão inglesa system operator (operador do sistema) e era como eram chamados os administrados e responsáveis por uma BBS.

<sup>13</sup> Caso elaborado por Leonardo L. Ribeiro.







# Syllabus









DEPARTAMENTO	
CURSO	Curso GVcepe-ABDI de Private Equity e Venture Capital para empreendedores
DISCIPLINA	
PROFESSOR	
PERÍODO	
SEMESTRE/ANO	

PROGRAMA

OBJETIVOS DA DISCIPLINA

Proporcionar aos empreendedores de alto impacto e aos executivos de empresas nascentes o conhecimento básico de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC) para que estes estejam preparados para solicitar, negociar e receber aportes de capital.

Oferecer uma introdução a indústria de PE/VC no Brasil e no mundo, apresentando seus conceitos, as instituições envolvidas, as características de seus participantes e a forma como esta indústria financia e impulsiona o crescimento de empresas de alto impacto.

PÚBLICO-ALVO

Empreendedores ou dirigentes de empresas nascentes, investidas ou não por estes veículos de investimentos. Não obstante, o material selecionado também torna o curso adequado para estudiosos e profissionais que procuram aprofundar seu conhecimento no assunto, independentemente de sua atividade, bem como para profissionais interessados no desenvolvimento de negócios na indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* ou na originação de negócios para veículos de investimentos e empresas investidas.

CONTEÚDO RESUMIDO

O curso abordará os seguintes tópicos:

- Aula 1    Introdução; A Arte de Empreender; Transformando o Sonho em Realidade; Modelo PONC (Pessoas-Oportunidades-Negócio-Contexto); A Indústria de PE/VC; Exemplos de Casos de Sucesso; Exemplos de Casos de Insucesso.
- Aula 2    Introdução; Aspectos Gerais dos Investimentos em PE/VC; O Ecossistema de PE/VC; O Ciclo de PE/VC.
- Aula 3    Introdução; Estágios e Modalidades; Perfil das Empresas Investidas por PE/VC; Perfil dos Negócios em PE/VC; Fluxo de Oportunidades de Negócios (Deal Flow)
- Aula 4    Introdução; Elementos Analisados pelas Organizações Gestoras; Ferramentas para os empreendedores; Análise da Oportunidade de Investimento; Alternativas de Financiamento (Além do PE/VC).



# Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

- Aula 5** Introdução; Negociação Preliminar; PRI; Compromisso Não-Vinculante (Term Sheet) e suas Cláusulas; Fechamento do Negócio.
- Aula 6** Introdução; Monitoramento; Ferramentas de Gestão; Oportunidades de Desinvestimento.
- Aula 7** Introdução; Aspectos Gerais do Processo de Desinvestimento; Modalidades de Saída; Retorno do Capital aos Investidores; Vida Profissional do Empreendedor Após o Desinvestimento; Anexo I: Avaliação do Negócio (Valuation); Anexo II: Retorno da Carteira de Investimentos; Anexo III: Aspectos Fiscais Gerenciais de Empresas no Brasil.
- Aula 8** Diagnósticos da América S/A (DASA); Mandic BBS; Caso DHC Outsourcing; Caso ODONTOPREV.

## CRITÉRIO DE AVALIAÇÃO

Preparação pré-aula (leitura bibliografia básica/questões)	30%
Participação em exercícios práticos em sala de aula	60%
Participação em sala de aula (avaliação subjetiva)	10%

## METODOLOGIA

O curso fundamenta-se na exposição dos conceitos teóricos seguida pela discussão aprofundada dos textos alocados. As aulas são complementadas por exercícios práticos, realizados em grupos de até quatro alunos.

Ao longo do curso serão discutidas situações práticas vivenciadas pelos alunos e pelo docente. Conforme possível, fatos contemporâneos relacionados ao conteúdo didático do curso e divulgados pela imprensa serão discutidos em sala para contextualizar o curso no ambiente econômico atual.

## BIBLIOGRAFIA BÁSICA

- DE CARVALHO, A. Gledson; RIBEIRO, Leonardo e FURTADO, Claudio. 2006. "A Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* – Primeiro Censo Brasileiro.
- GAZETA INVESTE. São Paulo: Gazeta Mercantil. 2008
- LERNER, J.; HARDYMON, F.; LEAMON, A. *Venture Capital and Private Equity: A Casebook*. 3ª edição. John Wiley & Sons, 2005.
- METRICK, A. *Capital and the Finance Of Innovation*. Hardcover, 2007
- NAKAGAWA, Marcelo. 2007. "Como Fazer uma Empresa dar Certo em um País Incerto"; Instituto Endeavor. 8ª edição.
- RAMALHO, Caio e FURTADO, Cláudio. 2008. "Panorama da Indústria Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* – Dezembro 2008". GVCEPE – Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da FGV-EAESP
- SAHLMAN, W. A.; Stevenson, H. H.; Roberts, M. J.; Bhid, A. *The Entrepreneurial Venture: Practice of Management Series*. 2ª edição. USA: Harvard Business School Press, 1999.

TAVARES, Pedro C.A. Análise dos Retornos de Longo Prazo dos IPO's no Mercado Brasileiro: Evidências de veículo de investimentos de *Private Equity*. São Paulo, 2008. IBMEC São Paulo.

## BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

BURROUGH, Bryan e HELYAR, John. 1990. "Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco". New York: Harper & Row.

FERRARY, Michel e GRANOVERTER, Mark. 2009. "The Role of Venture Capital Firms in Silicon Valley's Complex Innovation Network". *Economy and Society*, v.38, n.2.

GUIA BOVESPA DE ABERTURA DE CAPITAL: São Paulo. Bovespa. 2000.

GUIA PARA TERMSHEETS DE VENTURE CAPITAL e PRIVATE EQUITY. Brasil: LAVCA (Latin American Venture Capital Association). Harvard Business School Press. 2001.

HELLMANN, Thomas. "A Note on Valuation of Venture Capital Deals". Stanford Graduate School of Business. Estados Unidos, E-95.

LERNER, J., *The Money of Invention*

LERNER, Josh e WILLINGE, John. "A Note on Valuation in Private Equity Settings". Harvard Business School. Estados Unidos, 9-297-050.

MARKOWITZ, Henry. "Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments". New York: John Wiley & Sons. 1959.

MARKOWITZ, Henry. "Portfolio Selection". *The Journal of Finance*, v.7, n.1, 1952.

MEYER, Thomas; MATHONET, Pierre-Yves, *Beyond the J Curve*. John Wiley & Sons., 2006.

SILVER, David A. "Venture Capital: The Complete Guide for Investors". John Wiley & Sons Inc. 1985.

### Artigos, Vídeos e Links

O programa reúne diversos artigos e vídeos – principalmente de origem internacional – sobre o tema *Private Equity* e *Venture Capital*, disponíveis no site do GVcepe ([www.cepe.fgvsp.br](http://www.cepe.fgvsp.br)). Exemplos:

Onde eles começaram suas fortunas: Facebook, Google, Runescape, PopCap Games entre outros:

<http://gobusiness101.com/category/millionaires-startup-place/>.

Plano de Negócios Yahoo (1995):

<http://ycorpblog.com/2009/03/02/where-were-you-in-1995/>

História do Google:

<http://awearnessblog.com/2008/09/google-gives-back.php>

História de Marc Andreessen (Revista Time – Golden Geeks):

<http://www.time.com/time/covers/0,16641,19960219,00.html>

Programas Especiais da FAPESP. Disponível em: [www.fapesp.br](http://www.fapesp.br)

Site do Desafio Brasil para Empreendedores: contém informações sobre empreendedorismo, planos de negócios e discursos objetivos (elevator pitch): <http://desafio.ning.com/>



## Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

Guia para a elaboração de Planos de Negócios:

DORNELAS, José. "Planos de Negócios que Dão Certo". Empreende. Disponível em: [www.josedornelas.com.br/wp-content/uploads/2009/09/emp41.ppt](http://www.josedornelas.com.br/wp-content/uploads/2009/09/emp41.ppt)

PROGRAMA DE INOVAÇÃO FINEP. Disponível em: [www.finep.gov.br/programas/inovabrasil.asp](http://www.finep.gov.br/programas/inovabrasil.asp)

Informações sobre Valuation. Disponível em: <http://www.damodaran.com>

Vídeo "What Venture Capital & Angel Investors want in an Exit Strategy", disponível em <http://video.google.com/videoplay?docid=-7593427561760467066&ei=GFbnSpqFEI-MqALr1MWaDw&q=%22what+venture+capital%22&view=2#>

Artigo comentando a venda do Youtube para a Google (exemplo de Trade-sale). Disponível em <http://www.msnbc.msn.com/id/15196982/>

Artigo comentando a venda do Admob para a Google (exemplo de Trade-Sale). Disponível em [http://www.businessweek.com/the\\_thread/techbeat/archives/2009/11/google\\_buys\\_adm.html](http://www.businessweek.com/the_thread/techbeat/archives/2009/11/google_buys_adm.html)

Artigo comentando a venda do Hotmail para a Microsoft (exemplo de Trade-sale). Disponível em <http://www.microsoft.com/presspass/press/1997/dec97/Hotmlpr.msp>

Artigo comentando a recompra das ações da TOTVS (exemplo de buyback). Disponível em [http://www.mzweb.com.br/totvs/web/conteudo\\_en.asp?tipo=17276&idioma=1&conta=44](http://www.mzweb.com.br/totvs/web/conteudo_en.asp?tipo=17276&idioma=1&conta=44)

Artigo comentando a venda da Casa do Pão de Queijo (exemplo de Secondary Private Sale). Disponível em [http://g1.globo.com/Noticias/Economia\\_Negocios/0,,MUL1401862-9356,00.html](http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL1401862-9356,00.html)

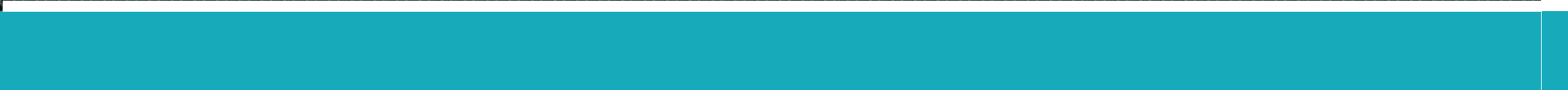
Artigo comentando a venda dos ativos da empresa dMarc Broadcasting (exemplo de Venda de Ativos). Disponível em [http://www.socaltech.com/goodbye\\_dmarc:\\_google\\_sells\\_radio\\_automation\\_assets/s-0023252.html](http://www.socaltech.com/goodbye_dmarc:_google_sells_radio_automation_assets/s-0023252.html)



# Programa, Roteiro e Sessões do Curso

*Private Equity e Venture Capital*  
para Empreendedores







# Programa, Roteiro e Sessões do Curso de *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

## Planos de Aula - 16 a 20 horas

### 1. Objetivo

Proporcionar aos empreendedores de alto impacto e aos executivos de empresas nascentes o conhecimento básico de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC), para que estes estejam preparados para solicitar, negociar e receber aportes de veículo de investimentos.

Oferecer uma introdução à indústria de PE/VC no Brasil e no mundo, apresentando seus conceitos, as instituições envolvidas, as características de seus participantes e a forma como esta indústria financia e impulsiona o crescimento de empresas de alto impacto.

### 2. Público-alvo

Empreendedores ou dirigentes de empresas nascentes, investidas ou não por estes veículos de investimentos.

O material selecionado também torna o curso adequado para estudiosos e profissionais que procuram aprofundar seu conhecimento no assunto, independentemente de sua atividade, bem como para profissionais interessados no desenvolvimento de negócios na indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* ou na originação de negócios para veículos de investimentos e empresas investidas.

O material do curso foi estruturado e está disponível para divulgação por terceiros (multiplicadores de conteúdo), sendo permitida a adaptação do material para suas necessidades específicas.

### 3. Descrição do Curso

O curso inicia com a descrição do conceito de investimento em participações em empresas, apresentando as modalidades de *Venture Capital* e *Private Equity*. Além disso, apresenta o conceito de ecossistema de *Venture Capital*, no qual estão inseridos diversos intermediários prestadores de serviços a esta indústria e o histórico de criação e desenvolvimento da indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil e no resto do mundo.



A seguir, é apresentado o ciclo de *Venture Capital* e *Private Equity*: captação de recursos junto a investidores; análise de oportunidades de investimento; realização do investimento em empresa de alto impacto; gestão do investimento e governança da empresa; processo de desinvestimento da empresa; retorno do capital desinvestido para o veículo de investimento e deste para os investidores. A ênfase, no entanto, é no investimento e na saída.

O curso utiliza casos, vídeos e artigos como exercício de forma a oferecer aos alunos a oportunidade de tomar decisões necessárias para a realização do ciclo descrito acima.

### 4. Pré-requisitos

O curso proposto demanda conhecimentos básicos de finanças, administração de empresas e empreendedorismo, porém não demanda conhecimentos profundos de finanças corporativas. Além disso, é altamente recomendável o domínio do idioma inglês para acompanhamento das referências bibliográficas.

### 5. Bibliografia

DE CARVALHO, A. Gledson; RIBEIRO, Leonardo e FURTADO, Claudio. 2006. “A Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* – Primeiro Censo Brasileiro.

GAZETA INVESTE. São Paulo: Gazeta Mercantil. 2008

LERNER, J.; HARDYMON, F.; LEAMON, A. *Venture Capital and Private Equity: A Casebook*. 3ª edição. John Wiley & Sons, 2005.

METRICK, A. *Capital and the Finance Of Innovation*. Hardcover, 2007

NAKAGAWA, Marcelo. 2007. “Como Fazer uma Empresa dar Certo em um País Incerto”; Instituto Endeavor. 8ª edição.

RAMALHO, Caio e FURTADO, Cláudio. 2008. “Panorama da Indústria Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* – Dezembro 2008”. GVICEPE – Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da FGV-EAESP

SAHLMAN, W. A.; Stevenson, H. H.; Roberts, M. J.; Bhid, A. *The Entrepreneurial Venture: Practice of Management Series*. 2ª edição. USA: Harvard Business School Press, 1999.

TAVARES, Pedro C.A. Análise dos Retornos de Longo Prazo dos IPO's no Mercado Brasileiro: Evidências de veículo de investimentos de *Private Equity*. São Paulo, 2008. IBMEC São Paulo.

### Livros Complementares

BURROUGH, Bryan e HELYAR, John. 1990. “Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco”. New York: Harper & Row.

FERRARY, Michel e GRANOVETTER, Mark. 2009. “The Role of *Venture Capital* Firms in Silicon Valley's Complex Innovation Network”. *Economy and Society*, v.38, n.2.

GUIA BOVESPA DE ABERTURA DE CAPITAL: São Paulo. Bovespa. 2000.

GUIA PARA TERMSHEETS DE *VENTURE CAPITAL* e *PRIVATE EQUITY*. Brasil: LAVCA (*Latin American Venture Capital Association*). Harvard Business School Press. 2001.

HELLMANN, Thomas. "A Note on Valuation of *Venture Capital Deals*". Stanford Graduate School of Business. Estados Unidos, E-95.

LERNER, J., *The Money of Invention*

LERNER, Josh e WILLINGE, John. "A Note on Valuation in *Private Equity Settings*". Harvard Business School. Estados Unidos, 9-297-050.

MARKOWITZ, Henry. "Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments". New York: John Wiley & Sons. 1959.

MARKOWITZ, Henry. "Portfolio Selection". *The Journal of Finance*, v.7, n.1, 1952.

MEYER, Thomas; MATHONET, Pierre-Yves, *Beyond the J Curve*. John Wiley & Sons., 2006.

SILVER, David A. "*Venture Capital: The Complete Guide for Investors*". John Wiley & Sons Inc. 1985.

## Artigos, Vídeos e Links

O programa reúne diversos artigos e vídeos – principalmente de origem internacional – sobre o tema *Private Equity e Venture Capital* – cujos links estão citados nas aulas e/ou no *teaching notes*.

## 6. Organização do Curso

### Módulo 1: Introdução a *Venture Capital e Private Equity*

Aula 1: Introdução; A Arte de Empreender; Transformando o Sonho em Realidade; Modelo PONC (Pessoas-Oportunidades-Negócio-Contexto); A Indústria de PE/VC; Exemplos de Casos de Sucesso; Exemplos de Casos de Insucesso.

Aula 2: Introdução; Aspectos Gerais dos Investimentos em PE/VC; O Ecossistema de PE/VC; O Ciclo de PE/VC.

### Módulo 2: O Ciclo de *Venture Capital*

Aula 3: Introdução; Estágios e Modalidades; Perfil das Empresas Investidas por PE/VC; Perfil dos Negócios em PE/VC; Fluxo de Oportunidades de Negócios (*Deal Flow*)

Aula 4: Introdução; Elementos Analisados pela Organização Gestora; Ferramentas para os Empreendedores; Análise da Oportunidade de Investimento; Alternativas de Financiamento (Além do PE/VC).

Aula 5: Introdução; Negociação Preliminar; *PRI*; Compromisso Não-Vinculante (*Term Sheet*) e suas Cláusulas; Fechamento do Negócio.

Aula 6: Introdução; Monitoramento; Ferramentas de Gestão; Oportunidades de Desinvestimento.



Aula 7: Introdução; Aspectos Gerais do Processo de Desinvestimento; Modalidades de Saída; Retorno do Capital aos Investidores; Vida Profissional do Empreendedor Após o Desinvestimento; Anexo I: Avaliação do Negócio (*Valuation*); Anexo II: Retorno da Carteira de Investimentos; Anexo III: Aspectos Fiscais Gerenciais de Empresas no Brasil.

Módulo 3: Estudo de Caso: Ciclo Completo de Venture Capital

Aula 8: Diagnósticos da América S/A (DASA); Mandic BBS; Caso DHC Outsourcing

Módulo 1: Introdução a <i>Venture Capital</i> e <i>Private Equity</i>	
Aula 1	Introdução ao Empreendedorismo e ao <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>
Descrição	Histórico da indústria de <i>Venture Capital</i> Internacional e Brasileira, Casos de Sucesso, Conceitos Básicos.
Objetivos	<ul style="list-style-type: none"><li>• Despertar o interesse dos alunos para com o curso motivando-os a se envolver com o conteúdo do mesmo.</li><li>• Destacar os principais recursos e competências que o empreendedor necessita para alcançar seus objetivos.</li><li>• Introduzir os conceitos básicos de <i>Venture Capital</i> e apresentar casos de sucesso de empresas de alto impacto que receberam aporte de capital de veículo de investimentos de <i>Venture Capital</i>.</li><li>• Motivar os alunos a conhecerem o ciclo de investimento de <i>Venture Capital</i>.</li></ul>

Módulo 1: Introdução a Venture Capital e Private Equity	
Exposição e discussão	<div>1.1 Introdução</div> <div>1.2 A Arte de Empreender</div> <div>1.3 Transformando o sonho em realidade</div> <div>1.4 Modelo PONC (Pessoas-Oportunidades-Negócio-Contexto);<div>1.4.1 Pessoas</div><div>1.4.2 Oportunidade</div><div>1.4.3 Negócio</div><div>1.4.4 Contexto</div></div> <div>1.5 A Indústria de PE/VC<div>1.5.1 O PE/VC no Brasil</div></div> <div>1.6 Exemplos de Casos de Sucesso<div>1.6.1 Fairchild Semiconductors</div><div>1.6.2 Netscape e Kleiner Perkins Caufield and Byers</div><div>1.6.3 Totvs e Advent International (Brasil)</div><div>1.6.4 Lupatech e CRP (Brasil)</div><div>1.6.5 BuscaPé</div><div>1.6.6 De empreendedor a investidor</div></div> <div>1.7 Exemplos de Casos de Insucesso<div>1.7.1 BRA Companhias Aéreas</div><div>1.7.2 Imbra Tratamentos Odontológicos</div></div>
Leituras básicas	<div>NAKAGAWA, Marcelo. 2007. “Como Fazer uma Empresa dar Certo em um País Incerto”; Instituto Endeavor. 8ª edição.</div> <div>RAMALHO, Caio e FURTADO, Cláudio. 2008. “Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital – Dezembro 2008”. GVCEPE – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP</div> <div>Onde eles começaram suas fortunas: Facebook, Google, Runescape, PopCap Games entre outros: <a href="http://gobusiness101.com/category/millionaires-startup-place/">http://gobusiness101.com/category/millionaires-startup-place/</a>.</div> <div>Plano de Negócios Yahoo (1995): <a href="http://ycorpblog.com/2009/03/02/where-were-you-in-1995/">http://ycorpblog.com/2009/03/02/where-were-you-in-1995/</a></div> <div>História do Google: <a href="http://awearnessblog.com/2008/09/google-gives-back.php">http://awearnessblog.com/2008/09/google-gives-back.php</a></div> <div>História de Marc Andreessen (Revista Time – Golden Geeks): <a href="http://www.time.com/time/covers/0,16641,19960219,00.html">http://www.time.com/time/covers/0,16641,19960219,00.html</a></div>



# Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

Módulo 1: Introdução a <i>Venture Capital</i> e <i>Private Equity</i>	
Leituras complementares	BURROUGH, Bryan e HELYAR, John. 1990. “Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco”. New York: Harper & Row. SAHLMAN, William; STEVENSON, Howard; ROBERTS, Michael e BHIDE, Amar. 1999. “The Entrepreneurial Venture”. HBS Press.
Outros materiais	<b>Universidade do Colorado: Oscar Pastorius:</b> <a href="http://www.colorado.edu/news/r/14de1a1049d4df00e6fd0614606e42d5.html">http://www.colorado.edu/news/r/14de1a1049d4df00e6fd0614606e42d5.html</a> RAMALHO, Caio; LARA, Rodrigo e FURTADO, Cláudio. 2009. “Panorama da Indústria Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> – Dezembro 2008, Volume 2”. GVCEPE – Centro de Estudos em <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> da FGV-EAESP. Em produção
Módulo 1: Introdução a <i>Venture Capital</i> e <i>Private Equity</i>	
Aula 2	Características Gerais da Indústria e Aspectos da Captação de Recursos
Descrição	Caracterização do conceito de <i>Private Equity</i> e de <i>Venture Capital</i> , Estágios de Investimento, organização da indústria, estrutura e organização dos gestores de veículo de investimentos; Corporate Venturing; Search Funds; conceitos de risco e retorno no ambiente de <i>Venture Capital</i> ; veículos de investimento nos Estados Unidos e no Brasil, características das empresas investidas.
Objetivos	<ul style="list-style-type: none"><li>• Apresentar os diversos atores participantes na indústria de <i>Venture Capital</i>, seus respectivos papéis e incentivos financeiros dentro da cadeia de valor de <i>Venture Capital</i>.</li><li>• Expor quais são as principais características dos atores desta indústria.</li><li>• Destacar as diferentes estruturas que uma organização gestora pode ter.</li><li>• Introduzir os conceitos de risco e retorno dentro do ambiente de <i>Venture Capital</i>.</li><li>• Apresentar e comparar a regulação e as estruturas de veículo de investimentos utilizadas nos Estados Unidos e no Brasil.</li><li>• Apresentar a primeira parte do ciclo de PE/VC, que diz respeito à captação de recursos por parte da organização gestora.</li></ul>

Exposição e discussão	<div>2.1 Introdução</div> <div>2.2 Aspectos Gerais dos Investimentos em PE/VC</div> <div>2.3 O Ecossistema de PE/VC<div>2.3.1 Organização Gestora<div>2.3.1.1 Perfil dos Gestores</div><div>2.3.1.2 Experiência dos Gestores</div><div>2.3.1.3 Remuneração dos Gestores</div></div><div>2.3.2 Investidores-Anjo e Search Funds<div>2.3.2.1 Investidores-Anjo</div><div>2.3.2.2 Search Fund</div></div></div> <div>2.4 O Ciclo de PE/VC<div>2.4.1 Captação de Recursos<div>2.4.1.1 Os Investidores dos fundos de PE/VC</div><div>2.4.1.2 Veículos de Investimentos<div>2.4.1.2.1 Estrutura Legal<div>a) Modelo Norte-Americano</div><div>b) Modelo Brasileiro</div></div><div>2.4.1.2.2 Tese de Investimento</div><div>2.4.1.2.3 Tamanho do Veículo de Investimento</div></div></div></div>
-----------------------	--



# Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

Módulo 2: O Ciclo de <i>Venture Capital</i>	
Exposição e discussão	<p>3.1 Introdução</p> <p>3.2 Estágios e Modalidades:</p> <p>Estágios:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>a) <i>Seed</i></li><li>b) <i>Start-up</i></li><li>c) <i>Venture Capital - Early Stage</i></li><li>d) <i>Venture Capital - Later Stage</i></li><li>e) <i>Private Equity - Growth</i></li><li>f) <i>Private Equity - Later Stage</i></li><li>g) <i>Distressed</i></li></ul> <p>Modalidades:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>a) <i>Mezanino</i></li><li>b) <i>PIPE - Private Investment in Public Equity</i></li><li>c) <i>Greenfield</i></li></ul> <p>3.3 Perfil das Empresas Investidas por PE/VC</p> <p>3.3.1 Risco e Retorno: TMA, TIR e VPL.</p> <p>3.4 Perfil dos Negócios em PE/VC</p> <p>3.5 Fluxo de Oportunidades de Negócios (Deal Flow)</p>
Leituras básicas	<p>DE CARVALHO, A. Gledson; RIBEIRO, Leonardo e FURTADO, Claudio. 2005. "A Indústria de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> – Primeiro Censo Brasileiro. Editora Saraiva. São Paulo.</p> <p>RAMALHO, Caio e FURTADO, Cláudio. 2008. "Panorama da Indústria Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> – Dezembro 2008". GVCEPE – Centro de Estudos em <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> da FGV-EAESP</p>
Leituras complementares	<p>WEIDIG, Tom; MATHONET, Pierre-Yves. 2004. "The Risk Profiles of <i>Private Equity</i>". Disponível em <a href="http://ssrn.com/abstract=495482">http://ssrn.com/abstract=495482</a>. Acessado em 26 de janeiro de 2010.</p> <p>NVCA – National <i>Venture Capital</i> Association. 2005. "What is <i>Venture Capital</i>? <i>Venture Capital</i> 101". NVCA – National <i>Venture Capital</i> Association.</p>
Módulo 2: O Ciclo de <i>Venture Capital</i>	
Aula 4	Análise das Oportunidades de Investimento
Descrição	<p>Critérios de análise de oportunidades de investimento; fluxo de trabalho envolvido na análise de oportunidades; informações necessárias para apresentação de uma oportunidade a gestores do veículo de investimento; a importância do <i>Elevator Pitch</i>, Lições Práticas de Investidores-Anjo no Brasil, Plano de Negócios: Sumário Executivo, Planos de Marketing e Operações, Equipe Empreendedora e Projeções Financeiras; fatores de risco inerentes a oportunidade de investimento e sua gestão; critérios para a decisão de investimento; alternativas de estruturação de negócio, Incubação e Parques Tecnológicos e Clusters Empresariais.</p>

Módulo 2: O Ciclo de Venture Capital	
Objetivos	<ul style="list-style-type: none"><li>• Apresentar aos alunos os critérios utilizados na análise de investimento, para que estes estejam mais bem preparados para participar do processo.</li><li>• Apresentação da importância do “Elevator Pitch”, sumário executivo, e das diversas partes do Plano de Negócios.</li><li>• Exposição dos alunos aos critérios de análise de risco do investimento, conforme realizada por gestores de veículo de investimentos de <i>Venture Capital</i>.</li><li>• Apresentação e discussão de alternativas de financiamento aos empreendimentos, quando o aporte de <i>Venture Capital</i> não é possível.</li></ul>
Exposição e discussão	<div>4.1 Introdução</div> <div>4.2 Elementos Analisados pelas Organizações Gestoras<div>4.2.1 Sustentabilidade e Responsabilidade Social<div>4.2.1.1. <i>PRI (Principles for Responsible Investments)</i></div></div></div> <div>4.3 Ferramentas para os empreendedores<div>4.3.1 Discurso objetivo (<i>Elevator Pitch</i>)</div><div>4.3.2 Sumário Executivo (<i>Executive Summary</i>)</div><div>4.3.3 Plano de Negócios (<i>Business Plan</i>)</div><div>4.3.4 Demonstrativos Financeiros: Histórico e Projeções</div></div> <div>4.4 Análise da Oportunidade de Investimento<div>4.4.1 Equipe</div><div>4.4.2 Tecnologia e Produto<div>4.4.2.1 Lei da Inovação e Lei do Bem</div></div><div>4.4.3 Mercado: Demanda, Competição e Escala</div><div>4.4.4 Modelo de Negócio e Necessidade de Financiamento</div></div> <div>4.5 Alternativas de Financiamento (além do PE/VC)<div>4.5.1 <i>Bootstrapping</i></div><div>4.5.2 Dinheiro dos Sócios</div><div>4.5.3 Amigos e Família</div><div>4.5.4 Órgãos de Fomento<div>4.5.4.1 FINEP – Financiadora de Estudos e Projetos</div><div>4.5.4.2 BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social</div><div>4.5.4.3 FAPs (Fundações de Amparo à Pesquisa)</div><div>4.5.4.4 Financiamento Não-Reembolsável</div></div><div>4.5.5 Dívida Bancária Tradicional</div><div>4.5.6 Debêntures</div><div>4.5.7 BOVESPA MAIS</div><div>4.5.8 Parcerias Estratégicas</div></div>



# Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores

Módulo 2: O Ciclo de <i>Venture Capital</i>	
Leituras básicas	<p>DE CARVALHO, A. Gledson; RIBEIRO, Leonardo e FURTADO, Claudio. 2005. "A Indústria de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> – Primeiro Censo Brasileiro. Editora Saraiva. São Paulo</p> <p>RAMALHO, Caio e FURTADO, Cláudio. 2008. "Panorama da Indústria Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> – Dezembro 2008". GVCEPE – Centro de Estudos em <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> da FGV-EAESP</p> <p>Site do Desafio Brasil para Empreendedores: contém informações sobre empreendedorismo, planos de negócios e discursos objetivos (elevator pitch): <a href="http://desafio.ning.com/">http://desafio.ning.com/</a></p> <p>GAZETA INVESTE. São Paulo: Gazeta Mercantil.2008.</p> <p>Guia para a elaboração de Planos de Negócios:</p> <p>DORNELAS, José. "Planos de Negócios que Dão Certo". Empreende. Disponível em: <a href="http://www.josedornelas.com.br/wp-content/uploads/2009/09/emp41.ppt">www.josedornelas.com.br/wp-content/uploads/2009/09/emp41.ppt</a></p>
Leituras complementares	<p>Programas Especiais da FAPESP. Disponível em: <a href="http://www.fapesp.br">www.fapesp.br</a></p> <p>FINEP. Disponível em: <a href="http://www.finep.gov.br">www.finep.gov.br</a></p> <p>PROGRAMA DE INOVAÇÃO FINEP. Disponível em: <a href="http://www.finep.gov.br/programas/inovabrazil.asp">www.finep.gov.br/programas/inovabrazil.asp</a></p> <p>TIMMONS, Jeffrey e SPINELLI, Stephen. 2004. "New Venture Creation: Entrepreneurship for the 21st Century". Boston: Irwin McGraw Hill, 6a edição.</p>
Módulo 2: O Ciclo de <i>Venture Capital</i>	
Aula 5	Processo de Investimento e Aspectos Contratuais
Descrição	Etapas e tarefas da realização de um investimento: negociação preliminar; celebração de um compromisso não-vinculante com principais termos e condições; realização de diligência; negociação final e celebração do Acordo de Acionistas e demais contratos.
Objetivos	<ul style="list-style-type: none"><li>• Apresentar as diversas etapas envolvidas no processo de negociação e execução de um aporte de capital.</li><li>• Oferecer uma visão geral do processo através de exercícios práticos e negociação simulada entre os participantes do curso.</li></ul>

Módulo 2: O Ciclo de Venture Capital	
Exposição e discussão	<div>5.1 Introdução</div> <div>5.2 Negociação Preliminar</div> <div>5.3 Compromisso Não-Vinculante (<i>Term Sheet</i>) e suas Cláusulas</div> <div>5.3.1 Tipos de Ações</div> <div>5.3.2 Direito de Recebimento de Dividendos</div> <div>5.3.3 Avaliação da Empresa e Valor Investido</div> <div>5.3.4 Anti-Diluição (Proteção do Preço por Ação)</div> <div>5.3.5 <i>Vesting Period</i></div> <div>5.3.6 Conversão Automática de Classe de Ações Preferenciais</div> <div>5.3.7 Direito de Primeira Recusa (<i>First Refusal</i>), Direito de Primeira Oferta (<i>First Offer</i>), <i>Tag Along</i> e <i>Drag Along</i></div> <div>5.3.8 Preferência de Liquidação</div> <div>5.3.9 Resgate de Ações</div> <div>5.3.10 Direito de Preferência na Emissão de Novas Ações</div> <div>5.3.11 Ação dos Fundadores</div> <div>5.3.12 Composição do Conselho de Administração</div> <div>5.3.13 Planos de Opções de Compra de Ações</div> <div>5.3.14 Informações Confidenciais, Cessão de Propriedade Intelectual e Contratos de Não-Concorrência</div> <div>5.3.15 Declarações e Garantias</div> <div>5.3.16 <i>Escrow Account</i> (Conta Caução)</div> <div>5.3.17 Taxas de Operação e Monitoramento</div> <div>5.3.18 Confidencialidade</div> <div>5.3.19 Exclusividade</div> <div>5.3.20 Exequibilidade</div> <div>5.3.21 Ajustes de Preço</div> <div>5.3.22 Condições Precedentes</div> <div>5.3.23 Avaliação do Negócio (<i>Valuation</i>)</div> <div>5.3.24 Processo de Diligência (<i>Due Diligence</i>)</div> <div>5.3.24.1 Fases do Processo de Diligência</div> <div>5.3.24.2 Fatores de Risco Considerados na Diligência</div> <div>5.3.24.3 Discussões dos Resultados da Diligência</div> <div>5.3.24.4 Os Potenciais <i>Deal Breakers</i></div> <div>5.3.24 Ajustes Decorrentes da <i>Due Dilligence</i></div> <div>5.3.25 Fechamento do Negócio</div> <div>5.3.25.1 Contrato de Subscrição (ou Compra e Venda de Ações)</div> <div>5.3.25.2 Acordo de Acionistas</div> <div>5.3.25.3 Estatutos Sociais</div>



Módulo 2: O Ciclo de <i>Venture Capital</i>	
Leituras básicas	<p>GAZETA INVESTE. São Paulo: Gazeta Mercantil.2008.</p> <p>DE CARVALHO, A. Gledson; RIBEIRO, Leonardo e FURTADO, Claudio. 2006. “A Indústria de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> – Primeiro Censo Brasileiro.</p> <p>GUIA PARA TERMSHEETS DE <i>VENTURE CAPITAL</i> e <i>PRIVATE EQUITY</i>. Brasil:LAVCA (<i>Latin American Venture Capital Association</i>).</p>
Leituras complementares	<p>LERNER, Josh e WILLINGE, John. “A Note on Valuation in <i>Private Equity</i> Settings”. Harvard Business School. Estados Unidos, 9-297-050.</p> <p>HELLMANN, Thomas. “ A Note on Valuation of <i>Venture Capital</i> Deals”. Stanford Graduate School of Business. Estados Unidos, E-95.</p> <p>SILVER, David A. “<i>Venture Capital: The Complete Guide for Investors</i>”. John Wiley &amp; Sons Inc. 1985.</p>
Módulo 2: O Ciclo de <i>Venture Capital</i>	
Aula 6	Gestão e Monitoramento Contínuo dos Investimentos
Descrição	Gestão e Monitoramento do investimento; Governança Corporativa da Companhia Investida; Revisão contínua do <i>Business Plan</i> ; Monitoramento das futuras necessidades de financiamento da companhia; Monitoramento das oportunidades de desinvestimento (fusões e aquisições, oferta pública de ações).
Objetivos	<ul style="list-style-type: none"><li>• Apresentar o processo de gestão e monitoramento dos investimentos e governança das companhias investidas, através do qual a organização gestora agrega valor aos seus investimentos e administra os riscos inerentes ao negocio e ao investimento.</li><li>• Apresentar o processo de monitoramento das oportunidades de desinvestimento através de (fusões e aquisições, oferta pública de ações, ou venda de ativos). Fazer um link com o tema da próxima aula</li><li>• Revisão Contínua do <i>Business Plan</i></li></ul>

Módulo 2: O Ciclo de Venture Capital	
Exposição e discussão	<div>6.1 Introdução</div> <div>6.2 Monitoramento<div>6.2.1 Participação no Conselho de Administração</div><div>6.2.2 Participação no Conselho Fiscal</div><div>6.2.3 Nomeação de Executivos</div><div>6.2.4 Auditoria</div><div>6.2.5 Gerenciamento de Risco</div><div>6.2.6 Definição da Estratégia de Negócios</div><div>6.2.7 Definição da Política de Remuneração de Executivos</div><div>6.2.8 Captação de Recursos</div><div>6.2.9 Revisão Contínua do Plano de Negócios</div><div>6.2.10 CPFL Energia: Exemplo de Boa Governança</div></div> <div>6.3 Ferramentas de Gestão<div>6.3.1 O Ciclo PDCA (Plan, Do, Check, Act)</div><div>6.3.2 O Indicador BSC (Balanced Scorecard)</div><div>6.3.3 O Indicador ESC (Estudo de Satisfação de Clientes)</div><div>6.3.4 Relatórios Gerenciais</div><div>6.3.5 Fluxo de Caixa Operacional</div><div>6.3.6 Indicadores de Performance</div><div>6.3.7 Planejamento Estratégico</div><div>6.3.8 Gerenciamento do Relacionamento com Clientes – CRM</div><div>6.3.9 Inovação Colaborativa</div><div>6.3.10 Planejamento de Cenários e Contingências</div><div>6.3.11 Dicas Valiosas para Empreendedores</div></div> <div>6.4 Oportunidades de Desinvestimento<div>6.4.1 Fusões e Aquisições;</div><div>6.4.2 Oferta Pública Inicial de Ações;</div><div>6.4.3 Venda de Ativos</div></div>
Leituras básicas	<div>DE CARVALHO, A. Gledson; RIBEIRO, Leonardo e FURTADO, Claudio. 2006. “A Indústria de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> – Primeiro Censo Brasileiro.</div> <div>RAMALHO, Caio e FURTADO, Cláudio. 2008. “Panorama da Indústria Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> – Dezembro 2008”. GVCEPE – Centro de Estudos em <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> da FGV-EAESP</div>
Leituras complementares	<div>IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa</div> <div>IBCG; Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa; 4ª Ed.</div>
Módulo 2: O Ciclo de Venture Capital	
Aula 7	Desinvestimentos e Retornos e Anexos
Descrição	Processo de desinvestimento; estruturação da transação de desinvestimento (fusões e aquisições, oferta pública, venda de ações, venda de ativos, fechamento da empresa); cálculo da taxa interna de retorno do investimento na empresa; cálculo da taxa interna de retorno do investimento no veículo de investimento (consolidação do retorno da carteira); retorno do capital para os investidores do veículo de investimento; cálculo da taxa de performance do veículo de investimento.



Módulo 2: O Ciclo de <i>Venture Capital</i>	
Objetivos	<ul style="list-style-type: none"><li>• Apresentar aos alunos a importância do fechamento do ciclo, quando os recursos obtidos no processo de desinvestimento retornam aos investidores do veículo de investimento.</li><li>• Exercício de cálculo de Taxa Interna de Retorno para um investimento e para a carteira de investimentos do veículo de investimento.</li></ul>
Exposição e discussão	<p>7.1 Introdução</p> <p>7.2 Aspectos Gerais do Processo de Desinvestimento</p> <p>7.3 Modalidades de Saída</p> <p>7.3.1 Oferta Pública Inicial (IPO)</p> <p>7.3.2 Venda a Compradores Estratégicos</p> <p>7.3.3 Venda Secundária</p> <p>7.3.4 Recompra de Ações pela Empresa</p> <p>7.3.5 Venda de Ativos</p> <p>7.3.6 Perda Total do Investimento (<i>Write-Off</i>)</p> <p>7.4 Retorno do Capital aos Investidores</p> <p>7.5 Vida Profissional do Empreendedor Após o Desinvestimento</p> <p>7.5.1 Daniel Heise e <i>Grupo Direct</i></p> <p>7.5.2 Caio Auriemo e DASA</p> <p>7.5.3 Nestor Perini e Lupatech</p> <p>7.5.4 Aleksandar Mandic e Mandic BBS</p> <p>7.5.5 Laércio Consentino e TOTVS</p> <p>Anexo I: Avaliação do Negócio (<i>Valuation</i>)</p> <p>1. Método do <i>Venture Capital</i></p> <p>2. Avaliações Relativas</p> <p>3. Taxa Interna de Retorno</p> <p>4. Valor de Reposição</p> <p>5. Fluxo de Caixa Descontado</p> <p>6. Valor Presente Ajustado</p> <p>7. Comparação entre os Métodos</p> <p>Anexo II: Retorno da Carteira de Investimentos</p> <p>1. Taxa Interna de Retorno (TIR)</p> <p>2. Retorno da Carteira de Investimentos</p> <p>Anexo III: Aspectos Fiscais Gerenciais de Empresas no Brasil</p> <p>1. Aspectos Gerais</p> <p>2. Constituição da Pessoa Jurídica</p> <p>3. Vida da Empresa</p> <p>4. Venda da Empresa</p>
Leituras básicas	<p>PILÃO, Nivaldo Elias e HUMMEL, Paulo Roberto Vampré. <i>Matemática Financeira e Engenharia Econômica</i>. Editora Thomson, São Paulo, 2003. Capítulo 9.</p> <p>TAVARES, Pedro C.A. <i>Análise dos Retornos de Longo Prazo dos IPO's no Mercado Brasileiro: Evidências de veículo de investimentos de <i>Private Equity</i></i>. São Paulo, 2008. IBMEC São Paulo.</p> <p>GUIA BOVESPA DE ABERTURA DE CAPITAL: São Paulo. Bovespa. 2000.</p>

Módulo 2: O Ciclo de Venture Capital	
Leituras complementares	CARVALHO, Antônio Gledson de Carvalho; RIBEIRO, Leonardo de Lima e FURTADO, Cláudio Vilar. A Indústria de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> - Primeiro Censo Brasileiro. GVcepe. Editora Saraíva. São Paulo, 2004. LERNER, Josh; HARDYMON, Felda. <i>Venture Capital and Private Equity: A casebook</i> .vol.2. Informações sobre <i>Valuation</i> . Disponível em: <a href="http://www.damodaran.com">http://www.damodaran.com</a>
Outros Materiais	Vídeo “What Venture Capital & Angel Investors want in an Exit Strategy”, disponível em: <a href="http://video.google.com/videoplay?docid=-593427561760467066&amp;ei=GFbnSpqFEI-MqALr1MWaDw&amp;q=%22what+venture+capital%22&amp;view=2#">http://video.google.com/videoplay?docid=-593427561760467066&amp;ei=GFbnSpqFEI-MqALr1MWaDw&amp;q=%22what+venture+capital%22&amp;view=2#</a> Artigo comentando a venda do Youtube para a Google (exemplo de Trade-sale). Disponível em: <a href="http://www.msnbc.msn.com/id/15196982/">http://www.msnbc.msn.com/id/15196982/</a> Artigo comentando a venda do Admob para a Google (exemplo de Trade-Sale). Disponível em: <a href="http://www.businessweek.com/the_thread/techbeat/archives/2009/11/google_buys_adm.html">http://www.businessweek.com/the_thread/techbeat/archives/2009/11/google_buys_adm.html</a> Artigo comentando a venda do Hotmail para a Microsoft (exemplo de Trade-sale). Disponível em: <a href="http://www.microsoft.com/presspass/press/1997/dec97/Hotmlpr.mspx">http://www.microsoft.com/presspass/press/1997/dec97/Hotmlpr.mspx</a> Artigo comentando a recompra das ações da TOTVS (exemplo de buyback). Disponível em: <a href="http://www.mzweb.com.br/totvs/web/conteudo_en.asp?tipo=17276&amp;idioma=1&amp;conta=44">http://www.mzweb.com.br/totvs/web/conteudo_en.asp?tipo=17276&amp;idioma=1&amp;conta=44</a> Artigo comentando a venda da Casa do Pão de Queijo (exemplo de Secondary Private Sale). Disponível em: <a href="http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL1401862-9356,00.html">http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL1401862-9356,00.html</a> Artigo comentando a venda dos ativos da empresa dMarc Broadcasting (exemplo de Venda de Ativos). Disponível em: <a href="http://www.socaltech.com/goodbye_dmarc:_google_sells_radio_automation_assets/s-0023252.html">http://www.socaltech.com/goodbye_dmarc:_google_sells_radio_automation_assets/s-0023252.html</a>
Módulo 3: Estudo de Caso: Ciclo Completo de Venture Capital	
Aula 8	Estudos de Caso
Descrição	Exercício prático com ciclo completo de <i>Venture Capital</i> , da captação do veículo de investimento até o retorno do capital aos seus investidores, passando pela geração de oportunidades de investimento, negociação de aporte de capital, gestão e monitoramento e processo de desinvestimento. Encerramento do curso e avaliação.
Objetivos	<ul style="list-style-type: none"><li>• Proporcionar aos alunos uma oportunidade de verificar seu aprendizado sob acompanhamento do Professor em sala de aula.</li></ul>



Módulo 3: Estudo de Caso: Ciclo Completo de <i>Venture Capital</i>	
Exposição e discussão	<p>8.1 Diagnósticos da América S/A (DASA)</p> <p>8.1.1 Histórico do Setor de Medicina Diagnóstica no Brasil</p> <p>8.1.2 A Saúde Privada no Brasil</p> <p>8.1.3 O Setor de Medicina Diagnóstica no Brasil no Final dos Anos 90</p> <p>8.1.4 A Medicina Diagnóstica no Mundo</p> <p>8.1.5 Surge um Novo Modelo de Negócio no Brasil</p> <p>8.1.6 Do Laboratório Médico Delboni Auriemo até a DASA</p> <p>8.1.7 O Pátria Banco de Negócios</p> <p>8.1.8 A DASA e seu Modelo de Negócios</p> <p>8.1.9 A Oferta Pública Inicial de Ações da DASA</p> <p>8.1.10 A Governança Corporativa na DASA</p> <p>8.1.11 Considerações Finais</p> <p>8.1.12 Exercícios Propostos</p> <p>8.2. Mandic BBS</p> <p>8.2.1 Evolução do Sistema BBS para Internet</p> <p>8.2.2 Caso “Mandic BBS: An Entrepreneurial Harvesting Decision”</p> <p>8.2.3 Epílogo: Decorrências da Venda da Mandic para a IMPSAT</p> <p>8.2.4 Exercícios Propostos</p> <p>8.3 Caso DHC Outsourcing</p> <p>8.3.1 Histórico da Empresa</p> <p>8.3.2 O Investimento do DGF-REIF</p> <p>8.3.2.1 A DGF Investimentos</p> <p>8.3.3 Desinvestimentos</p> <p>8.4 Caso ODONTOPREV</p> <p>8.4.1 Empresa</p> <p>8.4.2 Mercado</p> <p>8.4.3 1998: o início da expansão</p> <p>8.4.4 Os passos seguintes</p>
Leituras básicas	KUEMMERLE, Walter; ELLIS, Chad. Mandic BBS: Na Antrepreneurial Harvesting Decision. Harvard Business School, Case nº 899082, Mar. 1999.
Leituras complementares	<p>LERNER, Josh. Martin Smith: January 2002. Harvard Business School, Case nº 298076, Nov. 1997.</p> <p>ROBERTS, Michael; TEMPEST, Nicole. ONSET Ventures. HBS Premier Case Collection, Case nº 898154, Mar. 1998.</p> <p>HAYES, Samuel; LERNER, Josh. Fojtasek Companies and Heritage Partners. HBS Premier Case Collection, Case nº 297046, Jan. 1997.</p> <p>LERNER, Josh; HARDYMON, Felda; LEAMON, Ann. Brazos Partners: The CoMark LBO. Harvard Business School, Case nº 202090, Fev. 2002.</p> <p>APPLEGATE, Lynda; MONTEIRO, Luiz Felipe; COLLURA, Meredith. Submarino.com (A). Harvard Business School, Case nº 801350, Ma1. 2001.</p> <p>APPLEGATE, Lynda; MONTEIRO, Luiz Felipe. Submarino.com (B). Harvard Business School, Case nº 803012, Ma1. 2003.</p>





