

Universidade de São Paulo
Escola de Engenharia de São Carlos
Departamento de Engenharia de Produção

Guilherme Garcia de Vasconcelos

***Private Equity* e principais desafios para o seu desenvolvimento no Brasil**

**São Carlos
2021**

GUILHERME GARCIA DE VASCONCELOS

Private Equity e principais desafios para o seu desenvolvimento no Brasil

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Escola de Engenharia de São Carlos da
Universidade de São Paulo, como parte dos
requisitos para obtenção do título de Engenheiro
de Produção

Orientador: Profa. Associada Daisy Aparecida do
Nascimento Rebelatto

São Carlos

2021

AUTORIZO A REPRODUÇÃO TOTAL OU PARCIAL DESTE TRABALHO, POR QUALQUER MEIO CONVENCIONAL OU ELETRÔNICO, PARA FINS DE ESTUDO E PESQUISA, DESDE QUE CITADA A FONTE.

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca Prof. Dr. Sérgio Rodrigues Fontes da EESC/USP com os dados inseridos pelo(a) autor(a).

D331p de-Vasconcelos, Guilherme Garcia
Private Equity e principais desafios para o seu desenvolvimento no Brasil / Guilherme Garcia de-Vasconcelos; orientadora Daisy Aparecida do-Nascimento-Rebelatto. São Carlos, 2021.

Monografia (Graduação em Engenharia de Produção) -- Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo, 2021.

1. Private Equity. 2. Investimentos ilíquidos. 3. investimentos alternativos. 4. Fundos de Private Equity. I. Título.

FOLHA DE APROVAÇÃO

Candidato: Guilherme Garcia de Vasconcelos
Título do TCC: <i>Private Equity</i> e principais desafios para o seu desenvolvimento no Brasil
Data de defesa: 07/12/2021

Comissão Julgadora	Resultado
Professora Associada Daisy Aparecida do Nascimento Rebelatto (orientadora)	Aprovado
Instituição: EESC - SEP	
Professor Titular Luiz Cesar Ribeiro Carpinetti	Aprovado
Instituição: EESC - SEP	
Pesquisadora Karoline Arguelho da Silva	Aprovado
Instituição: EESC - SEP	

Presidente da Banca: **Professora Associada Daisy Aparecida do Nascimento Rebelatto**

AGRADECIMENTOS

À minha família, Mário, Raquel e Laura, pelo carinho e suporte durante minha jornada acadêmica. Não teria chegado aonde cheguei sem o companheirismo deles.

À professora Daisy Rebelatto por ter me auxiliado durante minha jornada acadêmica, e ter me orientado durante a execução deste trabalho.

RESUMO

VASCONCELOS, G.G. **Private Equity e principais desafios para o seu desenvolvimento no Brasil**. 2021. 77p. Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso) – Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2021

A indústria de *Private Equity* se desenvolveu de diversas formas ao redor do mundo nas últimas décadas, variando suas características de país para país de acordo com o ambiente macroeconômico de cada região. Atualmente, nos Estados Unidos, essa indústria representa aproximadamente 6,5% do PIB, enquanto no Brasil esse número é de apenas 0,37%, o que indica grande possibilidade de crescimento para investimentos dessa classe no país. Apesar disso, há uma diversidade de fatores que colaboram para a criação de um ambiente de negócios hostil no Brasil, como o elevado grau de informalidade, alta volatilidade, alto custo de oportunidade, taxas de juros elevadas, dentre outros, e que atrapalham o desenvolvimento da indústria de *Private Equity* no país. Por meio de uma pesquisa explicativa, este trabalho busca explicar como tais fatores dificultam o desenvolvimento do *Private Equity* no Brasil, fazendo um levantamento de bibliografias relacionadas ao tema, e detalhando o funcionamento dessa indústria no país. Ainda, é desenvolvido um exemplo prático que mostra como tais fatores atuam na atratividade de investimentos ilíquidos no Brasil. Tem-se como resultado da pesquisa que, caso não haja mudanças estruturais relacionadas aos fatores que contribuem para a criação de um ambiente de negócios hostil no Brasil, essa classe de investimentos tende a ter uma curva de crescimento atenuada.

Palavras-chave: *Private Equity*. Investimentos Ilíquidos. Investimentos Alternativos. Fundos de *Private Equity*.

ABSTRACT

VASCONCELOS, G.G. **Private Equity and the main challenges to its development in Brazil**. 2021. 77p. Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso) – Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2021

The *Private Equity* industry has been developed in different ways around the world during the last decades, varying its characteristics depending on the country, according to macroeconomics environment in each region. Currently, in the United States, this industry represents approximately 6,5% of the gross domestic product (GDP), meanwhile in Brazil, this number is 0,37%, which indicates a big possibility of growth for this type of investments in the country. However, there is a great diversity of factors that contribute to creating a hostile business environment in Brazil, such as high level of informality, high volatility, elevated cost of equity, high interest rates, among others, that creates hazards to the development of the Private Equity industry in Brazil. This monography intends to explain how these factors generate difficulties to the practice of Private Equity in Brazil, bringing up bibliographies related to this theme, and details how this industry functions in the country. Beyond that, a practical example is developed in order to show how these factors influence the attractiveness of illiquid investments in Brazil. As a result of the research, in the case that there are no structural changes on the factors that create hazards for the business environment in Brazil, the growth of this class of investments tend to continue attenuated.

Keywords: Private Equity. Illiquid Investments. Alternative Investments. Private Equity funds.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Participantes da indústria de Private Equity	28
Figura 2 - Esquema do ciclo de uma transação de Private Equity.....	33
Figura 3 - Esquema básico do plano de criação de valor	41

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Número de empresas investidas de PE/VC por estágio no Brasil.....	27
Tabela 2 - Obstáculos ao sucesso de teses de PE no Brasil.....	54
Tabela 3 - Exemplo de trading ou transaction comps.....	59
Tabela 4 - DRE e Cálculo de TIR do Investimento	67
Tabela 5 - Cenarização de variáveis	70

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – MOIC médio, por setor e ano de investimento	32
Gráfico 2 – Capital Comprometido e Disponível em PE no Brasil	36
Gráfico 3 – Fundraising na indústria de PE e VC	36
Gráfico 4 – Principais razões para o sucesso de uma transação de PE.....	42
Gráfico 5 – Valor anualizado de desinvestido na indústria de Private Equity.....	44
Gráfico 6 – Saídas de investidas de PE via IPO.....	44
Gráfico 7 – Número de IPOs (total x investidas de PE) no Brasil	45
Gráfico 8 – Capital Global de PE Levantado por Tipo de Fundo	47
Gráfico 9 – Taxa Selic x Fed Funds Rate	49
Gráfico 10 – Concentração do capital comprometido nas 10 maiores gestoras	50
Gráfico 11 – Fluxos de caixa e TIR do projeto no cenário base	69

SÍMBOLOS E ABREVIATURAS

ABDI – Associação Brasileira de Desenvolvimento Industrial

CEO – *Chief Executive Officer*

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DRE – Demonstrativo de Resultados do Exercício

EBITDA – *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*

EV – *Enterprise Value*

FC – Fluxo de Caixa

FIP – Fundo de Investimento em Participações

GP – *General Partners*

IPO – *Initial Public Offer*

LBO – *Leveraged Buyout*

LP – *Limited Partner*

M&A – *Mergers and Aquisitions*

MBO – *Management Buyout*

MOIC – *Multiple on Invested Capital*

NBO – *Non Binding Offer*

PE – *Private Equity*

PIPE – *Private Investments in Public Equities*

TIR – Taxa Interna de Retorno

VC – *Ventura Capital*

VCP – *Value Creation Plan*

VF – Valor da Firma

VM – Valor de Mercado

β – Coeficiente de covariância de um ativo em relação ao mercado

Sumário

1 Introdução	23
1.1 Objetivo.....	23
1.2 Método	24
2 O <i>Private Equity</i>, sua importância e desenvolvimento no mundo.....	25
2.1 Estágios das Companhias	26
2.2 Como funcionam os fundos de <i>Private Equity</i>	27
2.3 Fluxo completo de uma transação de PE.....	33
2.4 Desenvolvimento do <i>Private Equity</i> no mundo	46
3 Brasil: As regras do jogo já são ruins, e para piorar, mudam no meio da partida.....	48
3.1 <i>Leveraged Buyout</i> , comum nos EUA mas não no Brasil	48
3.2 O desenvolvimento do PE brasileiro e alguns exemplos	49
3.3 Dissecando os problemas	51
4 Exemplo Prático	55
4.1 Revisão técnica.....	55
4.2 Construção do modelo prático e avaliação da viabilidade do investimento	65
4.3 Análise dos resultados	70
5 Considerações finais	72
Referências.....	74

1 Introdução

O *Private Equity* (PE) é um tipo de investimento em que fundos de investimento, geridos por organizações gestoras, compram participação em empresas, e ajudam no seu crescimento e consolidação, agregando melhorias operacionais. Essa modalidade de investimento é importante para o crescimento e desenvolvimento nas economias, uma vez que, à medida que as empresas investidas se consolidam, elas geram empregos e colaboram para a circulação do dinheiro.

A motivação do presente trabalho foi elucidar algumas das questões que tornam complexo o desenvolvimento de investimentos em *Private Equity* no Brasil. Essa indústria de investimentos ilíquidos vem se desenvolvendo no país há três décadas, o que é um período curto quando comparado aos países desenvolvidos. Além disso, em termos de volume, esse tipo de investimento tem, no Brasil, uma relevância ínfima quando comparado com as economias mais desenvolvidas.

Até poucos anos, o *Private Equity* no Brasil era majoritariamente advindo de empresas internacionais que remodelaram suas operações para investir no país, todavia, nos últimos anos, os investimentos ilíquidos feitos por gestoras brasileiras têm ganhado relevância.

Neste trabalho, optou-se por tratar sobre os fatores que dificultam o desenvolvimento do *Private Equity* no Brasil, tais como insegurança política, histórico de juros alto, complexidade tributária, dentre outros.

1.1 Objetivo

O objetivo deste trabalho é identificar, no caso brasileiro, os principais empecilhos para o desenvolvimento de um ambiente propício para a execução de investimentos ilíquidos, tal qual *Private Equity*.

Os passos de procedimento para o atingimento do objetivo são os seguintes:

- i) Definir *Private Equity*;
- ii) Identificar as etapas do processo de investimento;
- iii) Elucidar a importância do *Private Equity* nas economias desenvolvidas;
- iv) Contextualizar o *Private Equity* no Brasil; e

v) Analisar como alguns fatores do ambiente de negócios brasileiro afetam a atratividade de investimentos ilíquidos.

1.2 Método

Este trabalho foi dividido em três seções principais. A primeira buscará explorar conceitos e opiniões a partir de bibliografias existentes, evidenciando a importância do *Private Equity* em diversos contextos, e seus mecanismos de funcionamento. O método utilizado foi o de pesquisa explicativa.

A segunda seção busca elucidar os principais fatores que atuam como empecilho no desenvolvimento do *Private Equity* no ambiente de negócios brasileiros, com o mesmo método da primeira seção.

Já a terceira seção busca relatar de forma prática como os fatores explanados a priori impactam a expectativa de retorno dos investidores de *Private Equity*, utilizando a construção de um exemplo prático.

2. O *Private Equity*, sua importância e desenvolvimento no mundo

De acordo com Wright e Pruthi (2019), empresas de *Private Equity* (PE) adquirem um portfólio de empresas, seja puramente com capital de investidores, ou de maneira alavancada, isto é, com contração de dívidas. Os alvos de tais aquisições são empresas maduras de capital privado ou subsidiárias de grandes empresas. Outra forma de *Private Equity* é a aquisição de empresas listadas em bolsa de valores, de forma a tirar as ações de circulação no mercado, tornando-a uma empresa privada.

Uma empresa de capital aberto é aquela que passou pelo processo de IPO (*Initial Public Offer*), momento em que a empresa passa a ter as suas ações listadas em uma bolsa de valores. Dessa forma, pessoas e instituições podem comprar e vender as ações dessa empresa por meio de uma corretora de valores mobiliários, o que garante liquidez para o capital investido, dado que, a qualquer momento, este pode ser convertido em dinheiro.

Conforme elucidado no 1º censo brasileiro de *Private Equity* por Carvalho e colaboradores (2006), um dos fatores mais relevantes para a expectativa de retorno de um investimento é a liquidez, ou seja, a facilidade com que o ativo investido pode ser transformado em dinheiro, uma vez que, quanto maior o tempo esperado entre o investimento e a liquidação, maior é o risco que o investidor assume de fatores externos afetarem os fundamentos da tese de investimento. Dessa forma, a falta de liquidez dos fundos de *Private Equity* é um dos principais pontos que fazem com que a expectativa de retorno do capital investido nessa modalidade seja, em geral, maior que a dos investimentos líquidos.

É muito comum a confusão entre os conceitos de *Private Equity*, com o de *Venture Capital* (VC). Conforme elucidado por Ribeiro (2005), os investimentos em *Venture Capital* são feitos em empresas em um estágio mais inicial, geralmente com um viés de inovação mais presente. Em geral, essas empresas precisam de aportes primários de capital, isto é, o dinheiro entra no caixa da empresa para viabilizar investimentos operacionais, dado que, na maioria dos casos, essas empresas não geram caixa o suficiente para continuar crescendo em um ritmo competitivo, e muitas vezes nem mesmo dão lucro, devido a um crescimento constante das despesas.

Já os investimentos de *Private Equity* são feitos em um estágio mais desenvolvido da empresa, em que esta, normalmente, tem um crescimento estável e

já gera caixa (CARVALHO; GLEDSON, 2012), tendo um modelo de negócio que já se provou lucrativo, mas que precisa de uma profissionalização na gestão, para que haja um aumento na eficiência do negócio. Assim, um investimento de *Private Equity* não necessariamente inclui aporte primário de capital, dado que o investimento pode ser inteiramente secundário, em que se compra ações já existentes dos sócios atuais, o que pode ocorrer no caso de um *Buyout* (aquisição), para troca de gestão da empresa.

A confusão existente entre os dois conceitos deve-se ao fato de que ambos se tratam de investimentos em empresas de capital fechado, não se enquadrando, portanto, nas categorias mais comuns de investimento em empresas, os quais são feitos por meio das bolsas de valores. Além disso, o *Venture Capital* pode ser considerado um tipo de *Private Equity*, porém para empresas em um estágio menos avançado.

2.1 Estágios das Companhias

De acordo com Carvalho e Gledson (2012), e conforme a Tabela 1, os investimentos de PE/VC podem ser quebrados em categorias, de acordo com o estágio em que a companhia investida se encontra. São eles: (i) *Seed Capital* (investimento anjo); (ii) *Start-up*; (iii) Expansão; (iv) *Late Stage* (estágios avançados); (v) PIPE (*Private Investment in Public Equities*) e (vi) *Other Stages: Acquisition Finance* (financiamento de aquisições); Mezanino; *Management buyout* (tomada de controle); *Bridge Finance* (financiamento ponte); *Turnaround* (recuperação empresarial)

Tabela 1: Número de empresas investidas de PE/VC por estágio no Brasil

Estágio	2004		2009	
	Número de empresas	% do portfólio	Número de empresas	% do portfólio
Venture Capital	204	66,7	203	46,9
Seed Capital	36	11,8	33	7,6
Start-up	72	23,5	57	13,2
Expansion	96	31,4	113	26,1
Private Equity	102	33,3	230	53,1
Late Stage	42	13,7	186	43
Other Stages	17	5,6	17	3,9
PIPEs	43	14,1	27	6,2
Sem informações	0	–	69	–
Total	306	100%	502	100%

Fonte: Carvalho; Gledson, 2012

Conforme a Tabela 1, o número de investimentos em empresas em estágios avançados aumentou sua representatividade dentre os investimentos em empresas de capital fechado, passando de 13,7% dos investimentos totais em 2004 para 43,0% em 2009.

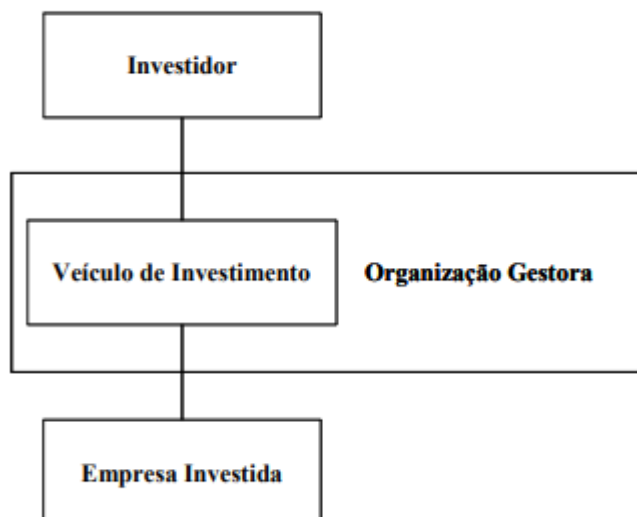
2.2 Como Funcionam os Fundos de *Private Equity*.

Uma organização gestora de fundos PE tem a função captar dinheiro com investidores com o intuito de estruturar fundos de investimento para a aquisição de participação privada em empresas (ABDI, 2011)

Segundo Carvalho e colaboradores (2006), a indústria de *Private Equity* é composta por quatro participantes:

- (1) Organizações gestoras;
- (2) Veículos de investimentos;
- (3) Investidores e
- (4) Empresas investidas.

A Figura 1 mostra, de maneira simplificada, a estrutura da indústria de PE com os principais participantes que a compõem.

Figura 1: Participantes da indústria de *Private Equity*

Fonte: Carvalho; Ribeiro; Furtado, 2006

Muitas vezes se confunde o fundo de investimento como a instituição que coordena a aplicação dos recursos. Todavia, conforme elucidado na Figura 1, o fundo é o veículo de investimento no qual os investidores aportam o dinheiro, viabilizando o seu fluxo para as empresas investidas. Todo esse processo de captação, relação com os investidores, análise das empresas para investimento, operacional de aquisição, dentre outros, cabe às organizações gestoras.

A seguir, detalha-se as principais atividades de cada um dos participantes da indústria de *Private Equity*, de acordo com os conceitos apresentados por Carvalho e colaboradores.

Organizações Gestoras

Conforme elucidado por Carvalho e colaboradores (2006), as Organizações gestoras podem ser divididas em quatro principais afiliações, sendo: (i) Organizações independentes; (ii) Instituições Financeiras; (iii) Grupos Industriais (Corporate Ventures) e (iv) Setor Público.

As Organizações Independentes são gestoras que não pertencem a nenhuma instituição financeira ou grupo empresarial, sendo a estrutura mais típica de gestoras de PE. Estas organizações têm como atividade principal a gestão de recursos de terceiros e de capital proprietário.

As instituições financeiras caracterizam as gestoras de recurso afiliadas a uma instituição financeira, que na maioria das vezes é um banco; estes atuam na indústria de PE diretamente ou por meio de um departamento, divisão, subsidiária, ou dentro de uma estrutura de gestão de recursos (*asset management*).

Os *Corporate Ventures* são estruturas de investimento estabelecidas dentro de uma corporação ou conglomerado empresarial, que alocam recursos a um determinado departamento para a realização de investimentos ou aquisições, normalmente em negócios nascentes ou empresas inovadoras de alto impacto (um exemplo seria a ZX Ventures, empresa de investimento ligada ao grupo Ambev).

As organizações do setor público são exemplificadas pelo BNDESPar *Private Equity*, braço do Banco Nacional de Desenvolvimento Social (BNDES), que faz a gestão dos investimentos diretamente, apesar de, prioritariamente, o setor público atuar como investidor por meio de um gestor terceirizado.

De acordo com o 2º Censo Brasileiro da indústria de *Private Equity* da Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (2011), 73% das organizações gestoras se enquadravam na categoria “Independentes”, e conforme (Carvalho; Ribeiro; Furtado, 2006), em 2005, 91,3% do capital comprometido nesta indústria era representado pelas gestoras independente e pelas afiliadas às instituições financeiras.

Também segundo o Censo da ABDI (2011), a remuneração das organizações gestoras tem um componente fixo e um componente variável. O componente fixo da remuneração (denominado taxa de gestão) é menor que o componente variável. É comum que corresponda a um valor próximo a 2% do capital comprometido, e é normalmente destinado à cobertura das despesas administrativas, como taxa do administrador do fundo; consultor de gestão; consultor técnico; salário do gestor; dentre outros. Já o componente variável (denominado taxa de performance) é uma porcentagem paga à organização gestora caso os investimentos excedam uma taxa-piso pré-estabelecida (*hurdle rate*), que tende a corresponder ao custo de oportunidade do investidor no momento da captação, para títulos do governo que tenham duração similar ao prazo esperado do fundo de investimento em questão. A taxa de performance mais observada dentre os fundos de *Private Equity*, tanto brasileiros quanto internacionais, é de 20% do retorno que exceder o *hurdle rate*.

Veículos de Investimento

Os veículos de investimento são os instrumentos que viabilizam a aplicação do dinheiro do investidor na empresa investida. Até 1994, as empresas *holdings* eram os veículos mais apropriados para investimentos de PE/VC. Todavia, o investimento através de uma estrutura de *holding* trazia alguns empecilhos, sendo os principais: (1) Os impostos sobre ganhos de capital eram recolhidos pela *holding*, logo, os investidores pagavam a alíquota de 34%, (2) não havia duração limitada para o investimento; (3) somente poderia receber investimento de investidores estrangeiros qualificados se fosse uma empresa de capital aberto.

Dada essa dificuldade de investimento em empresas privadas, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) instituiu estruturas que se aproximam das *Limited Partnerships*, mecanismo mais comum nos Estados Unidos para essa categoria de investimentos. Assim, surgiram a Instrução CVM 209 de 1994 (instituindo os Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes – FMIEE) e a Instrução CVM 391 de 2003 (instituindo os Fundos de Investimento em Participações – FIP). Essas estruturas, de acordo com a ABDI, resolvem alguns dos problemas mais comuns inerentes aos investimentos através de holdings, de forma que, esses fundos:

1. Podem receber investimentos de investidores estrangeiros qualificados;
2. Permitem que impostos sejam recolhidos apenas no momento do resgate das cotas, e caso haja investimentos, os tributos são postergados;
3. Têm duração limitada;
4. São mais ágeis na apropriação de créditos tributários;
5. Apresentam maior facilidade para a cobrança da taxa de gestão; e
6. Apresentam um processo de liquidação financeira mais simples.

Todavia, a CVM 209 de 1994 impunha algumas restrições em relação ao faturamento das empresas investidas, ao número de investidores, e ao tamanho da participação na empresa investida. Com isso, a CVM 391 de 2003, que instituiu o FIP, foi um importante marco na história da indústria de PE/VC, sendo até hoje a estrutura de veículo utilizada por quase a totalidade dos gestores de fundos de PE. Dentre suas principais características, os FIPs:

1. Removem a limitação de tamanho das companhias investidas;

2. Regulamentam a participação dos gestores/administradores no processo decisório das companhias investidas;
3. Regulamentam processos decisórios de investimento e desinvestimento;
4. Obrigam à transparência de informação para os cotistas; e
5. Requerem que as regras contábeis de avaliação de investimentos e cotas sejam estabelecidas no regulamento do fundo.

Nos Estados Unidos, a estrutura comum para investimentos em *Equity* privado são as *Limited Partnerships*, na qual o gestor do fundo de investimento é o *General Partner* (GP), enquanto os fornecedores de capital são os *Limited Partners* (LPs). De acordo com a ABDI (2011), o grande sucesso das *Limited Partnerships* é baseado em dois fatores: sua simplicidade, e o fato de que são caracterizadas por um sistema de tributação bastante transparente.

Investidores

Considerando as características de baixa liquidez, elevado risco e alta expectativa de retorno, segundo (Carvalho; Ribeiro; Furtado, 2006), os investimentos de PE/VC são atrativos para investidores com elevado nível de liquidez, que podem ser, dentre outros, investidores institucionais, *endowments* (fundos com dinheiro proveniente de doações, que utilizam os retornos dos investimentos para propósitos específicos), empresas, *holdings* bancárias etc. Muitos países têm visto na promoção da indústria de PE um mecanismo para potencializar o crescimento econômico, dada a sua importância para a geração de empregos e o desenvolvimento de empresas.

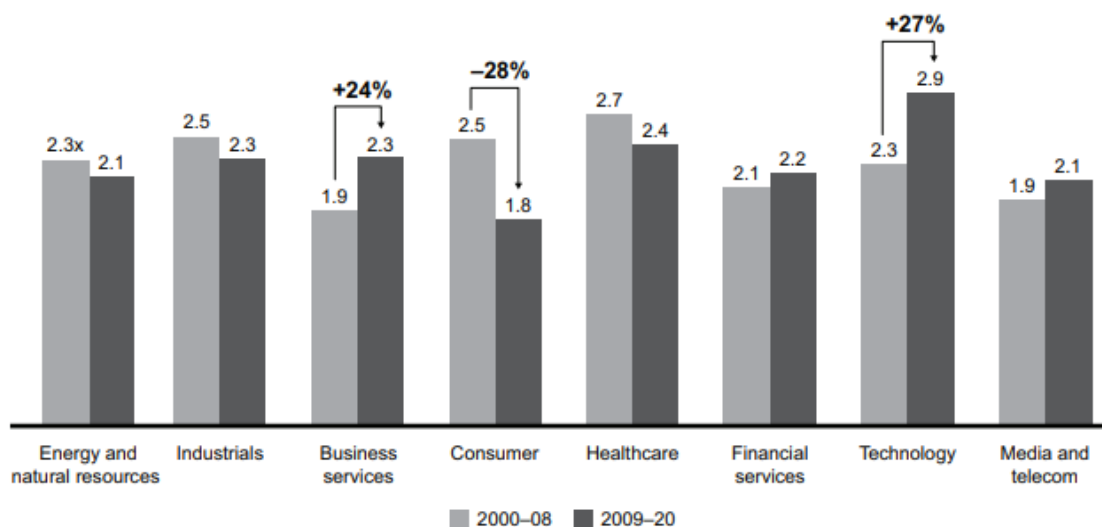
Empresas Investidas

O fluxo de uma transação de PE acontece da seguinte forma: o dinheiro é captado com os investidores, que se comprometem a aplicar no fundo de investimento no momento que o gestor chamar o capital, conforme será explicado mais à frente. Com esse recurso no caixa do fundo, o gestor pode, então, efetuar o investimento nas empresas em questão. As maiores gestoras adotam, para seus fundos, a estrutura

blind pool (GORDON, 2021), em que, antes de encontrar as empresas a serem investidas, o dinheiro é captado com os investidores, e há um período pré-estabelecido chamado período de investimento, no qual o gestor pode ir chamando o capital e investindo nas empresas, que passam a tornar-se empresas do portfólio. Alguns gestores levantam fundos com um foco mais específico, investindo em empresas de um mesmo setor, já outras casas, levantam fundos multiestratégia, que podem investir em empresas de setores variados, o que diminui o risco dos fundos, dado que o retorno deste fica menos exposto a um setor específico.

O Gráfico 1, apresenta o MOIC de alguns dos principais setores da economia ao longo de dois períodos, de 2000 a 2008 e de 2009 a 2020.

Gráfico 1: MOIC médio, por setor e ano de investimento



Fonte: Bain, *Global PE Report 2021*

Conforme abordado no *Global PE Report* de 2021 da consultoria Bain & Company (2021), algumas das métricas mais importantes para os retornos dos investimentos de PE são a Taxa Interna de Retorno (TIR) e o Múltiplo Sobre o Capital Investido, em inglês *Multiple on Invested Capital* (MOIC). Conforme elucidado no Gráfico 1, é possível observar uma mudança no retorno de investimentos feitos nos setores apresentados, e é plausível se esperar uma tendência de mais investimentos futuros nos setores de Tecnologia e Serviços, e menor tendência para os setores de bens de consumo e indústrias, que vêm dando retornos menores quando comparados com o período anterior.

2.3 Fluxo Completo de uma transação de PE

Conforme a Figura 2, elaborada a partir dos conceitos trazidos por (Carvalho; Ribeiro; Furtado, 2006); (Carvalho; Gledson, 2012) e (ABDI, 2011), o fluxo completo de uma transação pode ser dividido em 5 macro etapas: (i) Captação de Recursos; (ii) Origem e Seleção de Oportunidades; (iii) Estruturação do Investimento; (iv) Monitoramento e Adição de Valor e (v) Desinvestimento

Figura 2: Esquema do ciclo de uma transação de *Private Equity*



Fonte: 2º Censo Brasileiro de PE, ABDI

Para uma transação específica, essas etapas sequenciais podem ser consideradas um fluxo único. Porém, sob o espectro de uma organização gestora, conforme a Figura 2, deve-se observar essas etapas como parte de um ciclo. Isso se deve ao fato de que a maioria dessas organizações têm a pretensão de levantar fundos sequenciais, de maneira que estejam gerindo múltiplos fundos ao mesmo tempo, em que cada um deles esteja em etapas diferentes do fluxo, além disso, o sucesso de uma transação anterior tem um impacto muito relevante na etapa de captação de recursos de um fundo futuro.

Uma transação bem-sucedida, ou seja, que entregou retornos adequados aos investidores, maiores que o seu custo de oportunidade, ajuda a construir bom *track record* da organização gestora. Assim, o *track record* não deve ser interpretado como uma etapa essencial do ciclo, mas sim como um elo que auxilia na etapa de captação, uma vez que, a partir do momento que é feito o desinvestimento de um fundo anterior, ocorre um evento de liquidez para os investidores, que, em geral, precisam realocar esse dinheiro em ativos de mesma classe (alternativos / ilíquidos), para manter o balanceamento da carteira. Portanto, caso o retorno aos investidores tenha sido adequado (ajudando na construção de um bom *track record*) é provável que haja mais investidores interessados em investir em um futuro fundo daquela mesma organização gestora, ao mesmo tempo que se tem investidores satisfeitos e com liquidez em mãos.

A seguir, são apresentadas em detalhes cada uma das principais etapas do fluxo de uma transação de *Private Equity*, assim como dados e gráficos que quantificam e exemplificam alguns dos principais tópicos referentes a cada uma destas etapas, trazendo dados tanto nacionais quanto internacionais.

Captação de Recursos

A Captação de Recursos trata-se da etapa em que as organizações gestoras atraem investidores potenciais, por meio de apresentações; visitas; reuniões e publicações em imprensa especializada. Para tal, emite-se um prospecto com informações básicas sobre o veículo, tais como:

1. A captação almejada para o fundo;
2. Tese de investimentos: trata-se do perfil de investimento que será feito com o dinheiro captado, o estágio das futuras empresas em portfólio;
3. Foco setorial;
4. Retorno esperado; e
5. Taxas de gestão, performance, *hurdle rate*, dentre outros.

Esse processo de captação, assim como vastamente empregado na captação de recursos para processos de IPO, é denominado *Roadshow*. Nesta etapa, há uma sequência de conversas com investidores, com o intuito de convencê-los da

viabilidade da tese de investimentos, e consequentemente aportar dinheiro no fundo de investimento em questão.

Do lado do investidor, julga-se a viabilidade do potencial investimento, levando em consideração fatores como:

1. O histórico de rentabilidade de outros veículos da gestora, experiência profissional dos gestores (*track record*);
2. Fluxo de negócios (*pipeline*) já apresentados;
3. Apetite por exposição ao setor apresentado; e
4. Outras posições já presentes no próprio portfólio, para evitar exposição excessiva (*overexposure*) a algum setor ou modelo de negócio, e evitar possíveis conflitos de interesse.

Como mencionado anteriormente, nas gestoras tradicionais, os recursos são levantados sem que os ativos a serem adquiridos pelo fundo tenham sido selecionados, sendo este modelo denominado *blind pool*. Todavia, é muito comum que algumas gestoras sigam um fluxo diferente, iniciando a captação de recursos para o levantamento de um fundo para aquisição de um ativo específico, que já foi selecionado.

Este segundo modelo, comumente denominado *Club Deal*, tem se tornado cada vez mais presente no Brasil, uma vez que o investidor tem uma maior tranquilidade em relação à utilização do dinheiro captado (*use of proceeds*), sabendo qual será a empresa investida, o que o permite fazer uma análise mais consistente sobre a viabilidade e seu apetite para investimento na tese.

Após os investidores darem as ordens de quanto dinheiro querem investir, durante o *Roadshow*, acontece um evento conhecido como fechamento do *book*. Neste evento, o gestor computa o montante das ordens de investimento, e no caso de as ordens serem maiores que o montante pré-estabelecido a ser captado, ele define, de acordo com alguns critérios, quanto cada investidor terá direito de investir no fundo.

Após essa etapa, os investidores se comprometem formalmente a subscrever as quotas do veículo de investimento (capital comprometido) e integralizar o dinheiro à medida que ocorrem as chamadas de capital. Estas podem ocorrer tanto para a aquisição de uma nova empresa selecionada para o portfólio, quanto para um aumento de capital de uma empresa já pertencente ao portfólio. Além disso, os

investidores se comprometem a pagar periodicamente a taxa de gestão (normalmente 2% do capital comprometido).

O Gráfico 2 mostra o capital comprometido com investimentos de *Private Equity* no Brasil, e quanto deste capital estava disponível para investimentos e despesas dos fundos, entre 2015 e 2019.

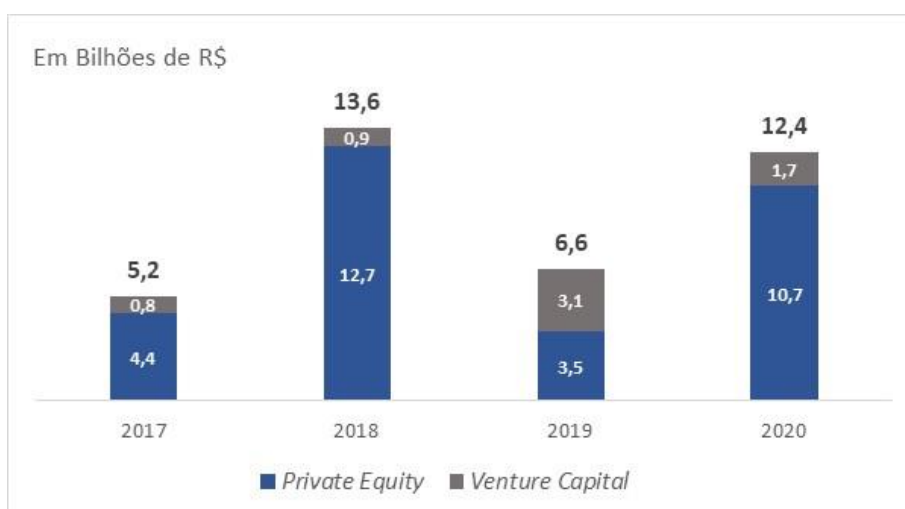
Gráfico 2: Capital Comprometido e Disponível em PE no Brasil



Fonte: Pesquisa de Consolidação de Dados da Indústria de PE e VC no Brasil

O Gráfico 3 apresenta o capital levantado por fundos de *Private Equity* e *Venture Capital*, ano a ano, entre 2017 e 2020.

Gráfico 3: Fundraising na indústria de PE e VC



Fonte: Inside PE, 2021

Conforme elucidado pelo Gráfico 2 e pelo Gráfico 3, o volume de capital disponível para investimento em PE aumentou 8,5% de 2018 para 2019, devido ao grande volume de captação de recursos ocorrida no ano de 2018, R\$ 12,7 bilhões, que foi quase três vezes maior que o número observado em 2017, R\$ 4,4 bilhões.

Origem e Seleção de Oportunidades

No modelo tradicional (*blind pool*) de *Private Equity*, a partir do momento que o fundo foi levantado, e o dinheiro captado, inicia-se o período de origem e seleção de oportunidades. Neste momento, os gestores procuram empresas que se enquadram na tese de investimento proposta para os investidores. Por exemplo, no caso de um fundo de crescimento (*growth equity*), os gestores procuram empresas que têm um bom modelo de negócio, com crescimento acelerado, e que possivelmente precisam de um aporte de capital, para que, entrando dinheiro em caixa, a empresa tenha recursos para acelerar o seu crescimento, investindo em frentes como: abertura de lojas; profissionalização do corpo administrativo; tecnologia; expansão regional; quitação ou reestruturação de dívidas, dentre outros.

O processo inicial de procura por empresas pode se dar de diversas formas. Na maioria das gestoras, define-se um ou alguns setores de interesse para a procura de empresas, e a partir disso faz-se um *screening* do setor, em que se busca entender quem são os principais players, quais as principais características de cada um deles, e elencar as empresas plausíveis de se entrar em contato para conversar com o *management*, para possivelmente aprofundar uma análise de investimento.

Uma maneira muito comumente utilizada por gestores para encontrar empresas de um determinado setor é entrar em contato com casas de fusões e aquisições, em inglês *mergers & acquisitions (M&A)*. Quando uma empresa quer captar investimento, uma das primeiras etapas recomendadas é contratar uma casa de M&A (*advisor*), que ajudará no processo de venda/captação de recursos. Os *advisors* fazem o meio de campo entre o comprador (fundo de investimento, outro investidor estratégico ou institucional), e a empresa que quer se vender/captar recursos, e ganham dinheiro com o sucesso de uma transação que eles assessoraram (taxa de mercado próxima de 3% do valor da transação). Dessa forma, os *advisors*

têm mandatos de empresas de diversos tamanhos e setores, sendo ótimos originadores de transação para os gestores de fundos de *Private Equity*.

Após encontrar uma empresa que se enquadra nos parâmetros esperados pelo gestor, inicia-se a fase de avaliação da empresa, em que se deve chegar a um consenso de valor justo do investimento a ser feito. Nessa fase, há uma intensa comunicação entre o gestor, o *advisor*, e a empresa, para que sejam alinhadas as expectativas de evolução do modelo de negócio, geração de caixa, crescimento, dentre outros. Para tal, o gestor analisa as demonstrações financeiras da empresa, a fim de compará-la a outros players do setor, e avaliar pontos como:

1. Margens (Bruta; Ebitda e Líquida) da empresa nos últimos exercícios;
2. Composição dos ativos; passivos e patrimônio líquido da empresa;
3. Identificação de pontos de possível melhoria operacional; e
4. Entender se há outras questões relevantes a serem consideradas em uma possível proposta de aquisição, tais como: nível de endividamento da empresa; passivos tributários e trabalhistas, dentre outros.

Após uma análise preliminar da empresa e de seus demonstrativos financeiros, caso o gestor tenha se interessado por fazer um aporte, e conseqüentemente seguir com a análise, há uma etapa de avaliação da empresa. A avaliação do valor intrínseco da empresa é utilizada pelo gestor para calcular quanto dinheiro deve ser aportado para a aquisição de uma determinada participação na sociedade. Para tal avaliação, processo comumente chamado de *valuation*, existem vários métodos que podem ser utilizados, sendo que alguns deles serão detalhados na secção de Revisão Técnica.

Chegar a um consenso de valor para a empresa é, normalmente, o processo mais turbulento de uma transação de *Private Equity*, dado que sempre existirão visões de valor divergentes entre o lado comprador e o lado vendedor, de forma que o primeiro sempre tentará pagar barato pela participação na sociedade, enquanto o segundo visa vender a participação pelo maior preço o possível, para não ser diluído, ou para ganhar mais dinheiro no caso de uma transação com parcela secundária (ABDI, 2011).

Após alinhar os parâmetros para a realização do *valuation* com o *advisor* da empresa que se pretende comprar, e tendo sido feita a avaliação do valor a ser pago pela empresa pela parte compradora, em geral, o gestor redige uma proposta não

vinculante de aquisição da empresa, em inglês, *non binding offer (NBO)*. Normalmente, o *advisor* corre um processo competitivo, recebendo propostas de algumas gestoras diferentes que gostaram da tese.

Posteriormente ao recebimento das ofertas, o *advisor* e os empreendedores discutem qual das propostas é mais adequada para o negócio, e escolhem uma das organizações gestoras com a qual entrarão em período de exclusividade, para uma análise mais profunda da empresa, processo conhecido como diligência (*due diligence*).

Na *due diligence*, são contratados auditores contábeis e legais, para que avaliem com maior profundidade os diversos aspectos da empresa, e para entender se, de fato, as informações previamente fornecidas procedem. À medida que a *due diligence* ocorre, o gestor vai entendendo e criando expectativas com relação ao fechamento do negócio, e caso nenhuma grande surpresa ocorra com os relatórios finais dos auditores, o fluxo mais comum é que a negociação siga em frente. Neste momento, o gestor deve redigir uma proposta de aquisição vinculante da empresa (*binding offer*), processo que se enquadra na fase de estruturação do investimento.

Estruturação do investimento

Após conferir os relatórios dos auditores da transação, o gestor, caso veja necessidade, pode fazer ajustes na avaliação da empresa, e dado o caráter não vinculante da NBO, pode até desistir de seguir com o negócio. Mas no caso de decidir por continuar a transação, há uma grande quantidade de questões que devem ser decididas para que esta siga em frente. De acordo com o censo da ABDI, algumas práticas são coerentes na tentativa de mitigar os riscos e maximizar os retornos das organizações gestoras:

1. Acordo de acionistas para alinhar interesses com o empreendedor;
2. Indicação de executivos-chave, tais como o diretor financeiro e/ou CEO;
3. Adoção de instrumentos financeiros que permitam a aquisição de controle ou forcem a liquidez do negócio caso o desempenho da empresa investida se deteriore ou esteja muito aquém das projeções; e
4. Realização dos aportes financeiros de forma gradual e associada ao atingimento de metas de desempenho preestabelecidas, dando ao gestor a

opção de desistir do investimento caso o desempenho do negócio se desvie demasiadamente do previsto.

Além disso, o período de estruturação do investimento é caracterizado por intensas reuniões com os *advisors* e advogados da empresa alvo, a fim de se chegar nos termos da oferta vinculante. Alguns destes termos são: parcela de aporte primário e parcela secundária, prazo dos aportes, condicionantes (metas a serem atingidas pela empresa) dos aportes futuros, quantidade de tranches dos aportes, método de reavaliação da empresa para aportes futuros, dentre outros.

Após os lados chegarem em um acordo, são assinados os contratos que efetivam a venda de parte ou da totalidade da empresa para a organização gestora.

Monitoramento e Adição de Valor

A partir do momento que a organização gestora compõe o quadro societário da investida, inicia-se o período de monitoramento e adição de valor da tese.

Conforme defendido pela Ernst & Young (2013), empresa auditora de referência internacional em transações de *Private Equity*, a adição de valor em uma empresa do portfólio não é só sobre cortar custos e aumentar a lucratividade, mas sim aumentar a viabilidade de longo prazo do ativo, por meio de adição de expertise estratégica.

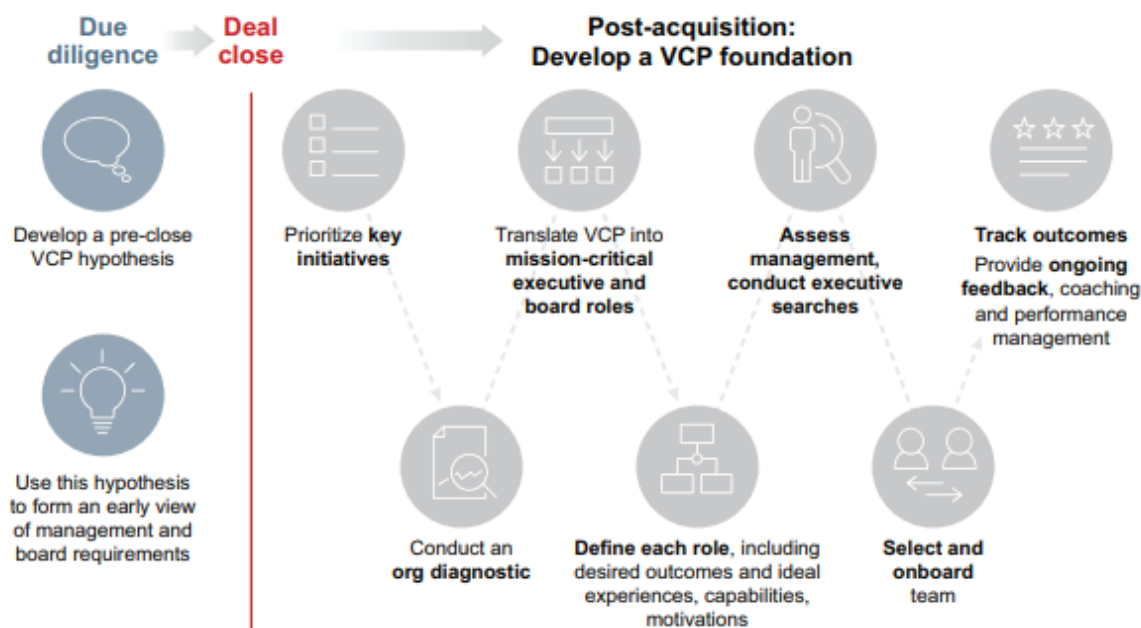
De acordo com Barber e colaboradores (2007), os gestores de *Private Equity* conseguem agregar valor nas empresas dado o seu conhecimento de negócios decorrente de transações passadas, trazendo novas *skills* para a empresa, e boas práticas de mercado que ajudaram no sucesso de empresas com características similares. Alguns dos tópicos da criação de valor trazida pela profissionalização do *management* das investidas são:

1. Presença de pessoas com profundo conhecimento sobre finanças corporativas, o que permite a tomada de melhores decisões com relação aos meios que a empresa tem de financiar o crescimento ou reestruturação de sua operação;
2. Boas práticas para o setor de recursos humanos, como criação de planos de opções de ações (*stock options*), alinhando interesses de longo prazo entre os sócios e executivos;

3. Time profissional de marketing, para um possível reposicionamento de marca, e utilização de métricas que permitem avaliar o desempenho das ações publicitárias e seu efeito nas linhas de negócio da empresa;
4. Time especializado de compras, quando aplicável, profissionalizando e padronizando a área, conseguindo, na maioria das vezes, melhores negociações com os fornecedores, tanto de preço como de prazo de pagamento, ajudando a melhorar a margem bruta e diminuir a necessidade de capital de giro; e
5. Implementação de um conselho de administração com pessoas influentes e experientes do setor em que a investida se insere. Ajudando na formulação de diversas outras estratégias de criação de valor.

A Figura 3 foi extraída do relatório anual da Bain & Company sobre *Private Equity* (Bain, 2021), sendo este um relatório de referência mundial sobre o status do *Private Equity* global, com o intuito de ilustrar, de maneira simplificada, passos para o desenvolvimento de um plano de criação de valor, *value creation plan* (VCP).

Figura 3: Esquema básico do plano de criação de valor



Fonte: Global Private Equity Report 2021

A empresa deve saber exatamente o que está buscando, e que problemas quer resolver, para que possa se movimentar para construir um time de gestão adequado, (Bain, 2021) conforme elucidado na Figura 3. Ainda, conforme estudo realizado pela Bain com 112 funcionários de PE, quantificado pelo Gráfico 4, o time de gestão de uma companhia investida é a razão mais citada para o sucesso de uma transação de *Private Equity*.

Gráfico 4: Principais razões para o sucesso de uma transação de PE



Fonte: *Global Private Equity Report 2021*

Conforme o Gráfico 4, 71% dos gestores entrevistados no estudo consideram a escolha do time de gestão como um dos três principais fatores para o sucesso de uma transação de *Private Equity*.

Desinvestimento

Para ganhar dinheiro em uma transação de *Private Equity*, a organização gestora precisa tornar participações societárias de companhias privadas em retornos realizados para os investidores (Gompers; Lerner, 2001).

A oportunidade de realização de saídas que cubram o custo de oportunidade dos recursos empregados é condição necessária para a existência do *Private Equity*,

e depende de diversos fatores relacionados às competências da organização gestora, características do empreendimento e especificidade do mercado em que se atua (Ribeiro, Almeida; 2005).

De acordo com Ribeiro e colaboradores (2005), a boa saída de um investimento é primordial para o retorno do investidor, e para criar um bom *track record* para a organização gestora que está tocando a transação. A maneira como o fundo de investimento liquidará a sua participação na empresa pode se dar de diversas formas, a depender de muitos fatores que permeiam a transação, tais como, o setor da empresa investida, fatores macroeconômicos como apetite ao risco, taxa básica de juros, concentração de *market share* no setor, tamanho da empresa, disponibilidade de compradores estratégicos, dentre outros.

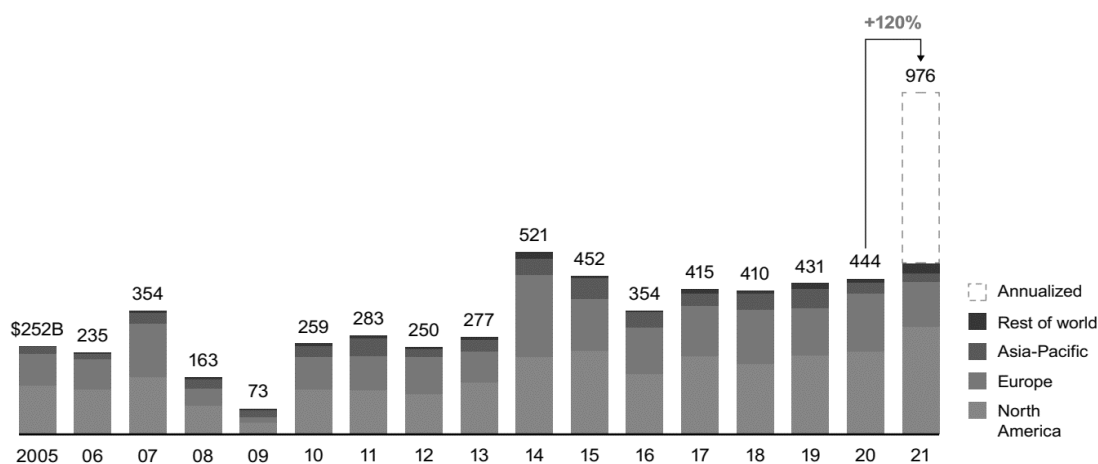
A seguir, descreve-se brevemente as cinco estratégias de saída mais comuns para transações de *Private Equity*:

1. **Venda Estratégica (*trade sale*):** parte, ou totalidade, das ações é oferecida a um comprador, que em geral é um grande grupo empresarial, com atividades semelhantes ou complementares às da empresa em questão;
2. **Introdução na Bolsa de Valores (IPO):** As ações da empresa são oferecidas ao mercado através da bolsa de valores, permitindo com que investidores de varejo tenham acesso às ações. Neste caso, é usual conseguir vender a empresa a múltiplos elevados, considerando que os compradores estão adquirindo um ativo de liquidez imediata, e pagam preços mais altos por isso. Conforme apontado por Gompers e Lerner, (2001) tipicamente, a oportunidade de saída mais lucrativa é via IPO;
3. **Venda para outro investidor (*secondary sale*):** Parte, ou totalidade, das ações detidas pelo fundo são vendidas a um terceiro investidor, em geral, outro fundo de *Private Equity*, que continuará a desenvolver a tese e agregar valor na companhia;
4. **Recompra pelo empreendedor (*buyback*):** O empreendedor, a empresa, ou os gestores da empresa (*management buy-out*), recompram a participação detida pelo fundo de investimento; e
5. **Liquidação (*write-off*):** A empresa é desconstituída, e todos os ativos são liquidados e divididos entre os acionistas e credores. Eventualmente, a organização gestora pode liquidar uma empresa *living-dead* (morta-viva).

Essas são empresas que ainda não perderam seus gestores e, embora economicamente viáveis, não possuem expectativa de crescimento que cobriria o custo de oportunidade do capital do investidor.

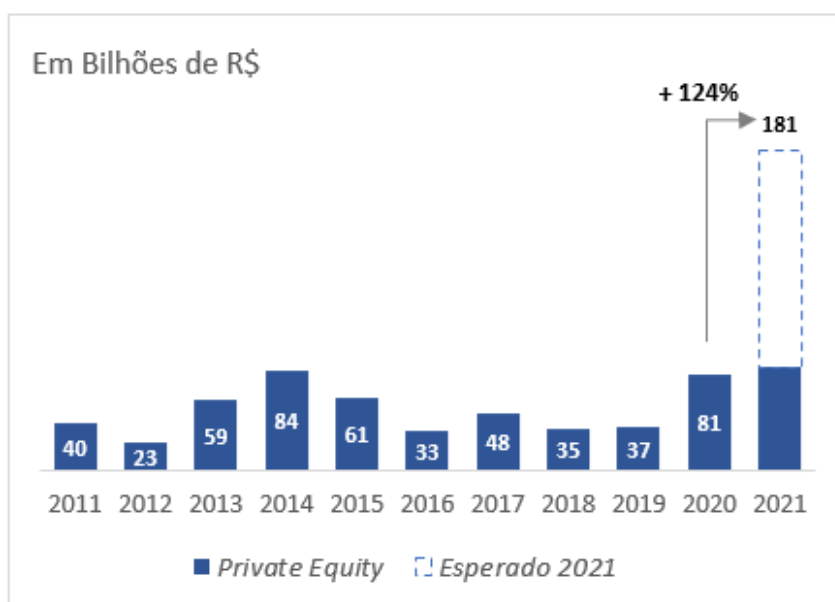
O Gráfico 5, apresenta os valores globais anuais de desinvestimentos da indústria de PE de 2005 até o final do primeiro semestre de 2021 e o Gráfico 6 mostra o montante desinvestido via IPO de empresas investidas de PE.

Gráfico 5: Valor anualizado de desinvestido na indústria de *Private Equity*



Fonte: *Private Equity's Wild First-Half Ride*

Gráfico 6: Saídas de investidas de PE via IPO (bilhões de R\$)



Fonte: *Private Equity's Wild First-Half Ride*

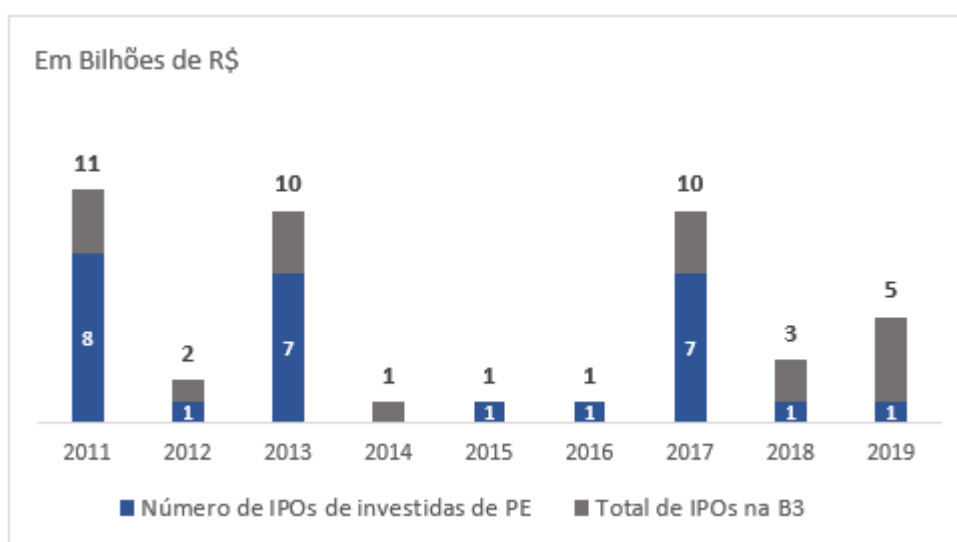
Conforme o Gráfico 5, o valor dos desinvestimentos de janeiro a junho de 2021 já ultrapassou o ano completo de 2020. Anualizando o valor dos desinvestimentos do primeiro semestre de 2021, chega-se a U\$ 976 bilhões, o que o configuraria como o ano com maior montante já desinvestido.

De acordo com o Gráfico 6, o montante global de desinvestimentos de *Private Equity* via IPO no primeiro semestre de 2021 também foi maior que o ano de 2020 inteiro, e de acordo com o relatório elaborado pela Bain (2021) tem o potencial para ser, de longe, o melhor ano na história da indústria de PE para saídas via IPO.

No ambiente brasileiro também pode-se observar uma tendência para saídas via IPO. De acordo com o relatório *Inside PE* (2021), elaborado pela ABVCAP, das 66 empresas que fizeram IPO entre 2009 e agosto de 2020, 37 delas (56%) eram companhias de portfólio de uma gestora de *Private Equity*.

O Gráfico 7 apresenta o número de IPOs realizados no Brasil de 2011 a 2019, destacando quantas das empresas que realizaram a abertura de capital eram investidas de fundos de PE.

Gráfico 7: Número de IPOs (total x investidas de PE) no Brasil



Fonte: Elaboração própria conforme dados do *Inside PE*, 2021

Conforme elucidado pelo Gráfico 7, apesar de em 2018 e 2019 ter havido apenas 1 IPO de empresas investidas de PE, historicamente, mais da metade dos IPOs são de empresas que tiveram investimentos de fundos de PE.

2.4 Desenvolvimento do *Private Equity* no mundo

O desenvolvimento do *Private Equity* começou nos Estados Unidos, e teve papel importante na maturação de empresas como Microsoft, Compaq, Apple, Sun, Amazon, Lotus, Cisco, Staples, e Federal Express. Ao analisar o mercado de ações americano, 30% das companhias listadas entre 1991 e 1997 haviam recebido aportes de *Private Equity* em algum estágio (SINCERRE et al., 2019)

Além de participar do desenvolvimento de grandes empresas ao redor do mundo, e ajudar na criação de empregos a longo prazo, com a criação de valor e crescimento das empresas investidas (AMESS; WRIGHT, 2012), a indústria tem um papel fundamental na sociedade atual: a consolidação de setores (*Private...*, 2020). Conforme explanado pelo *report* publicado pela Cascadia Capital LLC, *Pet Industry Overview*, revisão da indústria pet, (CASSADIA, 2019), pode-se tomar como exemplo de consolidação de setores direcionada por fundos de *Private Equity*, o setor de *pet shops* nos Estados Unidos.

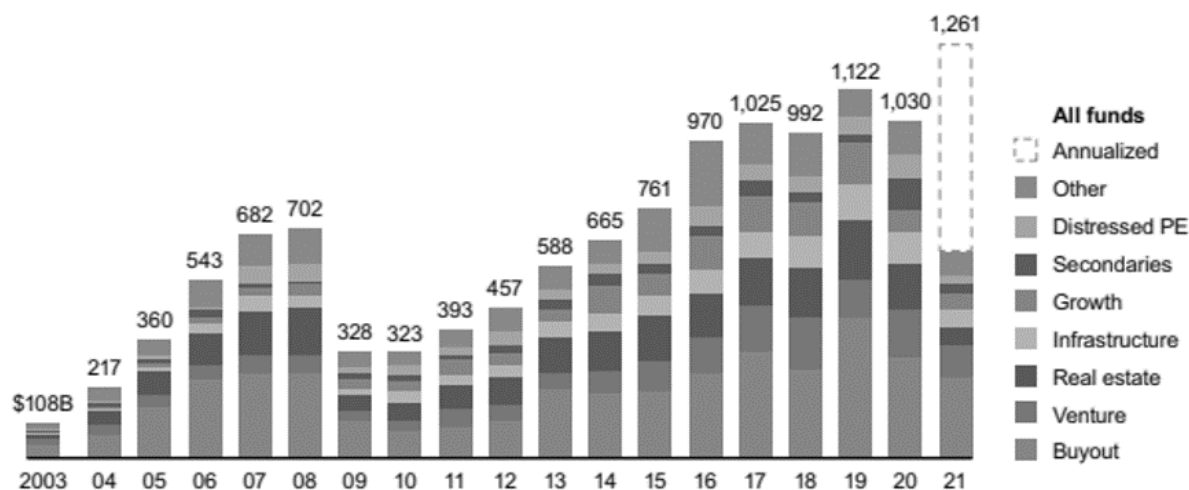
Quatro *players* americanos detêm 76% do *market share* do setor pet, sendo que todos eles têm ou tiveram investimentos de *Private Equity* em algum momento. Petsmart, com 35% do mercado, é investida da gestora BC Partners, a Petco, com 28%, foi investida das gestoras LG&P; CVC Capital Partners; CPP Investment Board e TGP Partners, a Pet Supplies Plus e Pet Valu, que juntas detêm 13% do mercado, foram investidas pelos fundos IPC; Sentinel; Franchise Group e Roark Group.

É possível perceber essa mesma tendência em diversos outros setores da economia, como o de farmácias, hospitais veterinários, dentre outros. A consolidação de setores gera ganho de eficiência operacional na economia, visto que há várias sinergias que podem ser aproveitadas quando duas empresas do mesmo setor se juntam, conforme elucidado no relatório da Bain & Company de 2019 sobre PE (2019).

Nos Estados Unidos, os investimentos em *Private Equity* representam aproximadamente 6,5% do PIB, de acordo com o *American Investment Council* (2020), enquanto, no Brasil, essa classe de ativos representa apenas 0,37% do PIB, (ABVCAP, 2021). Com isso, dada a maior fragmentação na maioria dos setores, e o menor percentual de investimentos em relação ao PIB, percebe-se que há espaço para o desenvolvimento da indústria de PE no Brasil.

O Gráfico 8 mostra os investimentos de *Private Equity* captados, ano a ano, de 2003 ao primeiro semestre de 2021.

Gráfico 8: Capital Global de PE Levantado por Tipo de Fundo



Fonte: *Private Equity's Wild First-Half Ride 2021*

Ao analisar o Gráfico 8, fica evidente como a captação acompanha o momento da economia, pode-se dar destaque ao baixo volume de captações no período posterior à crise de 2008. Nos últimos anos, essa classe de ativos vem crescendo consideravelmente, e os resultados analisados de 2021 já indicam a possibilidade de este ser o ano com o maior montante de capital levantado para PE.

3. Brasil: As regras do jogo já são ruins, e para piorar, mudam no meio da partida.

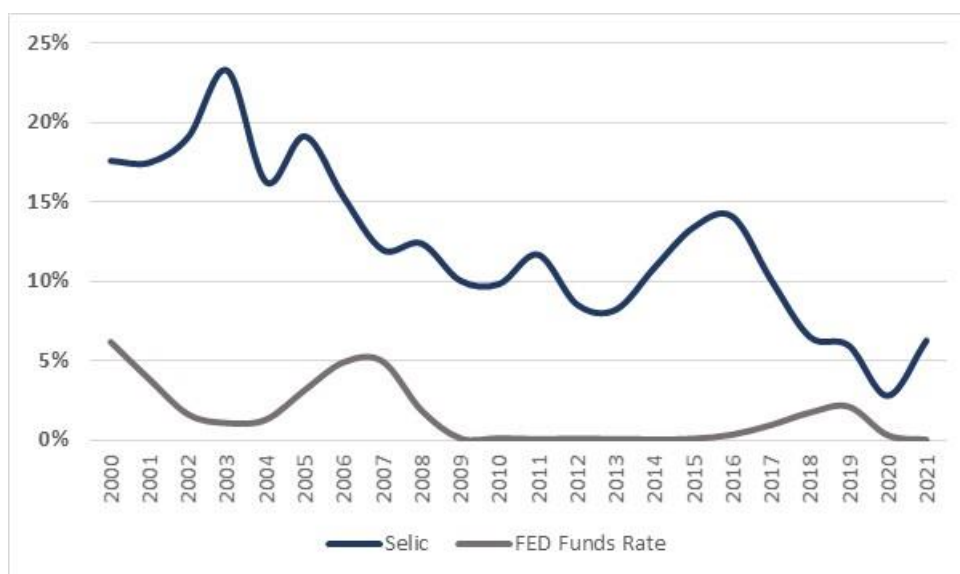
No presente capítulo visa-se explicar alguns dos principais motivos que colaboram para o Brasil tenha um ambiente de negócios complexo, e que, conseqüentemente, atuam como empecilhos para o desenvolvimento da indústria de *Private Equity* no país.

3.1 *Leveraged Buyout*, comum nos EUA, mas não no Brasil

Uma peculiaridade da economia brasileira é a indisponibilidade de crédito de longo prazo. Bancos comerciais normalmente somente provêm empréstimos de curto prazo. Um dos únicos recursos de empréstimo de longo prazo são os fornecidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Social (BNDES). Todavia, seus empréstimos são limitados em valor, e restritos para investimentos de prioridade, como infraestrutura, incentivos para importação e exportação, e aquisição de equipamentos produzidos no país (Carvalho; Gledson, 2012). Por isso, as aquisições alavancadas não são características no ambiente de negócios brasileiro, como nos Estados Unidos.

A taxa Selic é a taxa básica de juros da economia brasileira, sendo o principal instrumento de política monetária utilizado pelo Banco Central do Brasil (BC) para controlar a inflação. Ela influencia todas as taxas de juros do Brasil, como as de empréstimos, financiamentos e aplicações financeiras (Taxa..., 202?). Conforme será elucidado na Revisão Técnica, um aumento na Selic aumenta o custo de oportunidade, assim como o retorno esperado dos investidores, dessa forma, juros altos por um tempo prolongado são um obstáculo para o desenvolvimento de teses de investimento em ativos ilíquidos.

O Gráfico 9 mostra os dados históricos da taxa básica de juros brasileira (Selic) e americana (FED Funds Rate), de 2000 a novembro de 2021.

Gráfico 9: Taxa Selic x Fed Funds Rate

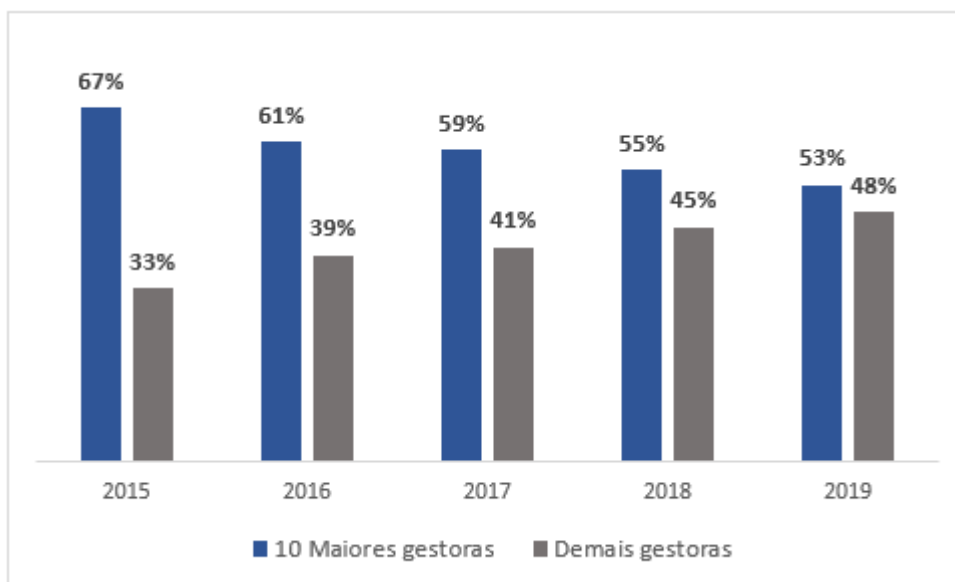
Fonte: Banco central do Brasil e Federal Reserve (FED)

Ao analisar o Gráfico 9, fica evidente que as taxas de juros dos Estados Unidos são bem mais baixas que as brasileiras, de forma que é menos oneroso pegar empréstimos, o que contribui para a existência de linhas de crédito de longo prazo, e diminui a percepção de risco dos investidores. Tais fatores, conforme elucidado por Carvalho e colaboradores (2012), contribuem para o desenvolvimento de investimentos em ativos ilíquidos nos Estados Unidos.

De acordo com levantamento feito pela KPMG (2021), o cenário de juros mais baixos nos últimos anos, ao se comparar com o histórico do Brasil, tem contribuído para o aumento do número de transações de *Private Equity* e *Venture Capital*, especialmente, nos últimos quatro anos.

3.2 O desenvolvimento do PE brasileiro e alguns exemplos

Conforme o estudo de consolidação de dados do setor de PE, realizado em conjunto pela ABVCAP e pela KPMG (2019), o mercado brasileiro de investimentos privados é muito concentrado em relação ao resto do mundo. O Gráfico 10, mostra a concentração do capital comprometido com as 10 maiores gestoras de PE do país.

Gráfico 10: Concentração do capital comprometido nas 10 maiores gestoras do país

Fonte Pesquisa de Consolidação de Dados da Indústria de PE e VC no Brasil 2019

Conforme o Gráfico 10, pode-se perceber que, historicamente, mais da metade do capital comprometido está nas mãos das 10 maiores organizações gestoras do país. Todavia, nos últimos anos, devido ao cenário macroeconômico mais favorável, têm surgido mais organizações gestoras, contribuindo para a diluição do capital comprometido.

De acordo com De Carvalho e equipe (2012), o crescimento da indústria de PE no início do século XXI pode ser relacionado a algumas mudanças macroeconômicas, descritas a seguir.

- (1) **Estabilidade macroeconômica:** Diferentemente dos anos 80 e 90, quando o Brasil tinha inflação de 2 dígitos, no início deste século, os níveis de inflação foram controlados, sendo consequência do processo iniciado em 1994 com o Plano Real;
- (2) **Crescimento econômico:** Entre 2004 e 2010 a média de crescimento do PIB foi de 4,5% ao ano, contra valores inferiores a 3% nas décadas anteriores;
- (3) **Desenvolvimento do mercado de capitais:** Criação do Novo Mercado e dos níveis de Governança 1 e 2 pela B3, com certos requisitos que melhoraram a governança especialmente para as empresas listadas brasileiras; e

- (4) **Crescimento da indústria de fundos de pensão:** com os recentes desfalques do sistema de aposentadoria, a indústria de fundos de pensão privados cresceu consideravelmente nas últimas duas décadas.

Exemplos recentes de teses de *Private Equity* desenvolvidas no Brasil:

Advent e o Supermercado Big (antigo Wall Mart Brasil). O Walmart é um varejista que obteve sucesso na maioria dos países em que tem operação, todavia, no Brasil, a operação da rede americana de supermercados não obteve sucesso, devido a peculiaridades do mercado nacional. Em 2018, a organização gestora Advent comprou a operação do Walmart no Brasil, e iniciou um processo de *rebranding*, adaptando a operação para o ambiente brasileiro, e renomeando a empresa para Big Supermercados, em um movimento de *turnaround* que tornou a operação rentável. Em 2021, a rede de supermercados Carrefour comprou o Big por R\$ 7,5 bilhões, enquanto a Advent havia pago R\$ 2 bilhões apenas 3 anos antes, o que garantiu um retorno elevado no investimento (VALENTI, 2021)

Pátria Investimentos com Smartfit. Em 2010 o Pátria Investimentos, maior gestora de *Private Equity* brasileira, comprou 50% da rede de academias Smart Fit, injetando R\$ 520 milhões na empresa, que até então tinha pouco mais de 100 unidades, para acelerar o seu crescimento, hoje, com aproximadamente 1.000 unidades, distribuídas em 12 países, a empresa é a maior rede de academias da América Latina. Em 2021, a empresa fez IPO, o que garantiu que a gestora de *Private Equity* desinvestisse parte do capital, tendo sido configurado como um case de sucesso da indústria de PE brasileira (LOPES, 2021)

3.3 Dissecando os problemas

Conforme disposto por Ribeiro (2005), há nove principais obstáculos para o desenvolvimento de empresas no ambiente de negócios brasileiro, sendo eles, em ordem de importância:

1. Dificuldade de acesso ao financiamento empresarial;
2. Corrupção;

3. Leis e os procedimentos fiscais ineficientes;
4. Burocracia;
5. Excessiva carga tributária;
6. Infraestrutura inadequada;
7. Crime;
8. Instabilidade das políticas públicas e instabilidade política; e
9. Restrições impostas pelas leis trabalhistas.

A seguir, serão destacados e conceituados alguns destes obstáculos, dentre outros, e como eles contribuem para a criação e manutenção de um ambiente de negócios hostil no Brasil:

Dificuldade de acesso ao financiamento empresarial: Conforme disposto na seção 3.1 e sustentado por Ribeiro (Ribeiro, 2005), o alto custo do capital no Brasil diminui muito a atratividade dos investimentos no país, especialmente para a classe dos ilíquidos. Para piorar, o mercado de crédito brasileiro é prejudicado pelo ambiente legal, com leis desfavoráveis aos credores, o que corrobora para a baixa oferta de crédito, e a manutenção de juros elevados para os empréstimos concedidos. Devido à falta de garantias legais, os bancos são obrigados a exigir garantias reais, das quais a maioria das empresas de pequeno e médio porte não dispõem.

Corrupção e Burocracia: Prazos elevados para a abertura de uma empresa, construção de unidades de armazenamento, realização de comércio exterior, dentre outros, são derivados do grande número de procedimentos a serem realizados para assuntos que tangenciam o ambiente de negócios brasileiro, isso combinado com greves frequentes de entes públicos, e diversas outras ineficiências causadas pelo sistema altamente burocrático no país, colaboram para o aumento da corrupção. Esta, por sua vez, está diretamente relacionada ao aumento dos custos diretos e indiretos das empresas, como taxas imprevistas para agilizar processos burocráticos lentos. Com o aumento de custos, as empresas brasileiras perdem competitividade.

Excessiva carga tributária, ineficiência e informalidade: o governo brasileiro arrecada em torno de 40% do PIB em forma de impostos, tendo uma das cargas tributárias mais altas do mundo, situação que se agrava quando se verifica o pequeno benefício que os serviços públicos representam para o contribuinte. A

elevada carga de tributos, combinada à complexidade dos procedimentos fiscais, e à ineficiência de fiscalização, resulta em um cenário em que aproximadamente 40% do PIB está na informalidade. Isso se configura como um dos maiores empecilhos para o desenvolvimento de teses de PE, dado que a competição para empresas do *middle market* é injusta, visto que a maioria dos concorrentes não pagam impostos de acordo com a lei, ficando muitas vezes inviável para empresas que pagam seus tributos corretamente competir com o mercado informal.

Infra-estrutura inadequada: Conforme retratado por (Ribeiro, 2005) dado o tamanho e características do território nacional, o transporte ferroviário deveria ter uma presença muito mais relevante no Brasil, contudo, ao longo das décadas passadas, priorizou-se o transporte rodoviário, o que gera uma ineficiência de custo e tempo no transporte de cargas, configurando-se como um empecilho para o desenvolvimento de negócios no país. Além disso, a capacidade portuária é muito aquém da demanda, o que também contribui para o aumento da ineficiência e aumento dos custos de comércio.

Crime: O Brasil é um dos países com maior índice de criminalidade do mundo. A elevada probabilidade de roubos e furtos às plantas fabris, lojas, escritórios, cargas em trânsito, estoques, etc. faz com que muitas companhias optem por não expandir sua operação para o Brasil, o que contribui para um efeito cumulativo na precariedade do ambiente de negócios do país.

Instabilidade das políticas públicas e instabilidade política: Conforme descrito por Ribeiro e equipe, em 1986 foram instituídos benefícios fiscais para investimentos de PE/VC (Decreto-Lei nº 2.287/86), e apenas dois anos depois a medida foi revogada e assinada pelo mesmo presidente, José Sarney. Esse tipo de alteração em políticas públicas sinalizam a possibilidade de descumprimento de compromissos futuros por parte do Governo, o que aumenta o risco de se investir no Brasil, e com isso, aumenta o custo de oportunidade, conforme descrito na seção de revisão técnica. No contexto atual, conforme reportagem do jornal Estadão (Estadão, 2021) é possível observar um cenário de instabilidade política no Governo atual, de Jair Bolsonaro, em que houve um número alto de debandadas de pessoas chave. Tais fatores fazem com que o investidor enxergue o ambiente de negócios brasileiro com um maior risco, afastando investimentos, o que implica na necessidade de aumentar a taxa básica de juros da economia para atrair dinheiro externo para o país, mas com

isso, compromete o fluxo de crédito dentro do próprio país, criando um efeito cascata na manutenção do ambiente de negócios hostil.

Restrições impostas pelas leis trabalhistas: O Brasil é um dos países do mundo em que há maior grau de dificuldade de contratação e demissão de funcionários. Conforme disposto por Ribeiro (2005) para o empreendedor, cada nova contratação se traduz em um aumento de riscos inerentes à redução de atividade econômica, o que pode gerar a necessidade de demissão de funcionários, o que incorre em custos elevados para a empresa. Dessa forma, não é trivial a decisão de contratação de mais funcionários, mesmo com um aumento das atividades da empresa. Já para o empregado de uma grande empresa que pensa em empreender, a rigidez no processo de contratação se traduz em dificuldade para obter outro emprego caso a experiência de empreender não dê certo. Essa combinação tende a frear a atividade empreendedora no país.

Conforme estudo realizado com gestores de 84 organizações, pela ABDI (2011), de onde foram extraídos os dados da Tabela 2, pode-se perceber uma concordância com o artigo produzido por Ribeiro (2005), com pequenas variações na ordem de importância dos obstáculos ao desenvolvimento de teses de *Private Equity* no Brasil.

Tabela 2: Obstáculos ao sucesso de teses de PE no Brasil

Obstáculos	Concordo
Alta carga tributária	90%
Alta taxa de juros em financiamentos	85%
Restrições impostas pelas leis trabalhistas	70%
Informalidade	69%
Total Macro	62%
Desenvolvimento do mercado de Capitais e viabilidade das saídas	58%
Disponibilidade de dívida para aquisição de negócios	58%
Infraestrutura inadequada	56%
Taxa de câmbio inadequada	41%
Ambiente Macroeconômico	29%

Fonte: 2º Censo Brasileiro da indústria de Private Equity

4. Exemplo Prático

Com o objetivo de tratar o tema desenvolvido no capítulo 3 em termos práticos, este capítulo terá como principal objetivo a simulação de transação de *Private Equity*, para a compra de uma empresa por parte de uma organização gestora. Para tal, foi desenvolvido um modelo em Excel, e realizada uma análise de sensibilidade das principais variáveis que afetam o retorno do investimento.

4.1 Revisão Técnica

Esta seção busca caracterizar a relação de algumas variáveis chaves com as métricas de retorno de um investimento, e elucidar o significado dos principais termos e métodos para o entendimento de um modelo financeiro.

4.1.1 Valor da Firma e Valor para o Acionista

O valor da firma (VF), ou *enterprise value (EV)*, pode ser traduzido como o valor da operação, ou seja, o valor que determinada empresa tem para os seus dois principais *stakeholders*, os credores e os acionistas. Uma maneira de se interpretar o valor da firma seria o valor monetário para comprar a companhia e todos os seus ativos, descontando-se o dinheiro que há em caixa e pagando parte ou a totalidade da dívida com esse dinheiro do caixa.

O valor para o acionista, ou valor de mercado (VM), por sua vez, é o valor que aquela operação representa para os detentores de ações da empresa, ou seja, o valor de seu patrimônio líquido.

Para companhias de capital aberto, o valor de mercado pode ser calculado multiplicando a quantidade de ações que a empresa tem pela última cotação do preço da ação no mercado. Já para calcular o valor da firma, deve-se somar a dívida líquida do caixa ao valor de mercado.

$$\text{Valor de Mercado} = n^{\circ} \text{ de ações} \times \text{Preço da ação}$$

$$\text{Valor da Firma} = \text{Valor de Mercado} + \text{Dívida total} - \text{Caixa}$$

Vale ressaltar que o valor da firma não muda com o simples fato de a empresa contrair uma nova dívida, visto que no momento em que o dinheiro da dívida contraída entra na empresa, este valor vai para o caixa, de maneira que a dívida líquida da empresa não muda.

$$\text{Dívida Líquida} = \text{Dívida Total} - \text{Caixa}$$

Os credores e os acionistas de uma empresa têm visões diferentes de risco sobre o negócio, isso se dá pelo fato que, na maioria das vezes, no hora de ceder uma dívida, o credor requer garantias, que amenizam o seu risco de *default* (descumprimento) e além disso, no caso de a empresa ir à falência, o normal é a empresa vender os seus ativos, como automóveis, prédios, estoque, dentre outros imobilizados, e os credores têm preferência de recebimento do dinheiro resultante dessa liquidação, o que torna o risco de fornecimento de crédito ainda menor.

Já o acionista está mais exposto ao risco do negócio, tendo a menor preferência, seja no recebimento dos fluxos de caixa gerados pela empresa, como nos ativos liquidados em caso de falência. Dessa forma, o retorno esperado sobre o capital empregado por um acionista tende a ser maior que o do credor, para uma mesma empresa.

4.1.2 Avaliações Relativas e Intrínsecas do Valor da Empresa

Avaliar uma empresa trata do processo de tentar encontrar um valor que seria justo para a aquisição desta. Este processo é feito pelas casas de pesquisa financeira para a recomendação de compra ou venda de ações, e também é realizado pelas gestoras de *Private Equity* enquanto avalia a possibilidade de aquisição de uma empresa. Os dois principais tipos de avaliação que podem ser feitos para se estimar valor justo de uma empresa são as avaliações de valor relativo e valor intrínseco.

4.1.2.1. Avaliações Relativas.

Também chamadas de avaliação por múltiplos, esse tipo de avaliação visa estabelecer algumas métricas para a empresa a ser analisada, e comparar estas métricas com as de outras empresas comparáveis. Uma métrica bastante utilizada para comparar empresas é o preço da ação dividido pelo lucro contábil por ação do último exercício da empresa, conhecido como o múltiplo de Preço sobre Lucro (P/L). De maneira simplificada, essa relação fala quantos anos levaria para esta empresa “pagar” o valor da ação comprada, caso permanecesse gerando o mesmo lucro anualmente.

$$\text{Múltiplo } \left(\frac{P}{L} \right) = \frac{\text{Preço da Ação}}{\text{Lucro Líquido por Ação}}$$

Ou, multiplicando o numerador e o denominador pelo nº de ações, tem-se:

$$\text{Múltiplo } \left(\frac{P}{L} \right) = \frac{VM}{\text{Lucro Líquido}}$$

Outro múltiplo bastante utilizado é o *EV/Ebitda*, sendo este a relação entre o valor da empresa e o resultado operacional antes dos juros, impostos, depreciação e amortização da companhia. De maneira geral, pode-se enxergar o *Ebitda* como um valor pertencente tanto aos credores quanto aos acionistas da empresa, uma vez que esta rubrica vem antes de serem descontados os juros e amortizações de dívidas (remuneração dos credores). Nessa mesma lógica, uma rubrica que pertence somente aos acionistas, como o lucro líquido, não poderia ser relacionada com um valor pertencente aos credores e acionistas como o valor da firma, portanto, o múltiplo *EV/Lucro* estaria conceitualmente incorreto.

$$\text{Múltiplo } \left(\frac{EV}{Ebitda} \right) = \frac{\text{Valor da Firma}}{Ebitda}$$

Para a avaliação de ativos que não têm capital aberto na bolsa de valores, como a maioria das empresas investidas de *Private Equity*, não se tem o valor da firma. Assim, o que as organizações gestoras têm de fazer é justamente encontrar o valor aproximado da companhia (EV), para que a dívida líquida possa ser descontada, chegando-se ao valor justo de mercado, ou valor do acionista. A informação que, em geral, as gestoras têm acesso é a DRE da empresa analisada, de forma que pode ser observado tanto o *Ebitda* quanto o Lucro Líquido do último exercício. Assim, o que se pode fazer é encontrar um múltiplo de referência de EV/*Ebitda* e P/Lucro para empresas comparáveis, e fazer a conta inversa para encontrar o EV da companhia analisada.

Exemplificando, sendo (m) referente ao mercado, e (e) referente à empresa analisada, supondo que o múltiplo (EV/*Ebitda*) de mercado para um setor seja:

$$\frac{EV}{Ebitda} (m)$$

E, assumindo que o múltiplo EV/*Ebitda* (e), da empresa, deve se assemelhar ao múltiplo de mercado, temos que:

$$EV (e) / Ebitda (e) \sim EV/Ebitda (m)$$

$$\frac{EV (e)}{Ebitda (e)} \sim \frac{EV}{Ebitda} (m)$$

Logo,

$$EV(e) \sim \frac{EV}{Ebitda} (m) \times Ebitda (e)$$

Dessa forma, é possível calcular o valor justo estimado do EV de uma empresa de capital fechado, ao encontrar um múltiplo de mercado para *business* comparáveis. Todavia, há uma certa complexidade em encontrar um múltiplo de mercado para empresas comparáveis. Para esse processo, há dois métodos principais: *Trading Comps* e *Transaction Comps*

Trading Comps: faz-se uma listagem das empresas negociadas em bolsa de valores, assim como dos seus múltiplos, exclui-se os chamados *outliers*, que claramente destoam da maioria dos múltiplos das outras empresas comparáveis, para

não afetar a amostra, e faz-se uma média ou mediana dos múltiplos das empresas mais comparáveis. Assim, poderia se assumir que o múltiplo calculado pela média dos múltiplos das empresas comparáveis é o múltiplo de mercado do setor da companhia analisada.

Transaction Comps: neste método, faz-se uma listagem de transações em que foram adquiridas companhias comparáveis à empresa que está sendo analisada, elencando os múltiplos em que essas transações ocorreram. Da mesma forma, faz-se a média destes múltiplos para chegar a um múltiplo estimado de mercado, para que o EV da empresa analisada possa ser calculado. É interessante notar que, muitas vezes, o *transaction comps* apresenta múltiplos um pouco maiores que o *trading comps*, devido ao fato de que normalmente se encontra mais múltiplos de grandes transações em que houve compra de uma fatia majoritária da empresa, de forma que há, na maioria das vezes, um prêmio no preço pago pela companhia para a detenção do controle acionário (prêmio de controle).

A Tabela 3 traz um exemplo hipotético do cálculo dos múltiplos EV/Ebitda e P/L, de mercado, por meio dos métodos de *transaction comps* ou *trading comps*.

Tabela 3: Exemplo de *trading* ou *transaction comps*

Empresa	EV/Ebitda	P/L
Empresa A	8,0	9,6
Empresa B	7,0	8,4
Empresa C	9,0	10,8
Empresa D	5,9	7,1
Empresa E	12,1	14,5
Empresa F	7,3	8,8
Empresa G	8,4	10,1
Média	8,2	9,9

Fonte: Autoria própria

4.1.2.2. Avaliações intrínsecas

Pelas avaliações intrínsecas, diferente das avaliações relativas, tenta-se estimar o valor intrínseco da empresa que está sendo analisada, a partir dos resultados gerados pela operação desta. Nesta seção, serão apresentados brevemente os dois tipos mais comuns de avaliações intrínsecas: Modelo de Desconto de Dividendos e Modelo de Fluxo de Caixa Descontado.

a) Modelo de Desconto de Dividendos e Modelo de Gordon

O modelo de desconto de dividendos é uma maneira simplista de se calcular o valor das ações de uma empresa. A premissa básica é de que o valor da ação é o valor presente dos dividendos futuros, descontados a uma taxa (i) correspondente ao custo de capital do acionista.

O modelo de desconto de dividendos mais usado é o de Gordon, este é baseado na expectativa de que os dividendos futuros da empresa cresçam a taxas constantes. Esse modelo normalmente é utilizado para precificação de empresas maduras, raramente sendo utilizado para precificação de empresas em transações de *Private Equity*, dado que estas, na maioria das vezes, não são empresas distribuidoras de dividendos, considerando que precisam de dinheiro em caixa para sustentar seu crescimento.

Valor da ação pelo Modelo de Desconto de Dividendos:

$$P = \sum_{T=1}^N \frac{D_T}{(1+i)^T}$$

Em que,

P = preço atual

(i) = taxa de desconto

T = Ano (T)

D_T = Dividendo no período T

Valor da ação pelo Modelo de Gordon:

$$P = \frac{FC_1}{(i - g)}$$

Em que,

P = preço

D1 = Dividendo no ano 1

(i) = taxa de desconto

g = taxa de crescimento dos dividendos

b) Modelo de Fluxo de Caixa Descontado

Nesta metodologia, busca-se estimar os fluxos de caixa futuros, livres para a firma ou para os acionistas, e descontá-los a valor presente por uma taxa (i), correspondente ao retorno esperado do investimento de acordo com o nível de risco (custo de oportunidade). Portanto, para a utilização deste método, é preciso estimar os fluxos de caixa futuros da empresa, geralmente para os próximos 5 a 7 anos, sendo necessário um conhecimento profundo da operação da empresa, dos impostos, outras tarifas incidentes e estimativas consistentes das principais métricas financeiras da empresa, como receita, custos, despesas etc.

Como a maioria das empresas não têm um prazo em que se espera o encerramento das operações, e devido à baixa confiabilidade da estimativa dos fluxos de caixa para datas muito distantes, o mais comum é calcular um valor de perpetuidade da empresa, que também deve ser descontado a valor presente pela taxa (i), com o período sendo igual ao número de anos para os quais se estimou fluxos de caixa.

A fórmula para o cálculo do valor presente do fluxo de caixa descontado é:

$$Vp = \sum_{T=1}^N \frac{FC_T}{(1+i)^T}$$

$$Vp = \underbrace{\frac{FC1}{i^1} + \frac{FC2}{i^2} + \dots + \frac{FC10}{i^{10}}}_{\text{Período explícito}} + \underbrace{\frac{FC10 \times (1+g)}{i-g}}_{\text{Perpetuidade}} \frac{1}{(1+i)^{10}}$$

Em que,

Vp = Valor Presente

T = Ano (T)

FC_T = fluxo de caixa do ano (T)

(i) = retorno requerido pelo investidor

g = taxa de crescimento dos fluxos de caixa na perpetuidade.

Ainda, há dois tipos fluxos de caixa que podem ser considerados para a análise do fluxo de caixa descontado: O fluxo de caixa livre para a firma, *free cash flow to firm* (FCFF), e o fluxo de caixa livre para o acionista, *free cash flow to equity* (FCFE). De maneira simplificada:

FCFF é o fluxo de caixa disponível para os provedores de capital da empresa (credores e acionistas), para remuneração do capital, após o pagamento de impostos, investimentos em capital de giro, e investimentos em *CAPEX*.

FCFE é o fluxo o que sobra para a remuneração do capital do acionista, após o capital do credor ter sido devidamente remunerado, ou seja, para chegar no valor de FCFE deduz-se do FCFF pagamentos de dívidas (juros e amortizações) aos credores, e acrescenta-se novas captações de financiamentos.

Para se chegar na avaliação da empresa pelo método do fluxo de caixa descontado, o FCFF deve ser descontado por uma taxa (i) correspondente ao custo de capital ponderado pelos custos de capital do acionista e do credor, enquanto o FCFE deve ser descontado pelo custo de capital do acionista, tais conceitos são apresentados a seguir.

4.1.3 O Retorno Requerido do Acionista e do Credor e Implicações Práticas no Valor das Empresas no Ambiente de Negócios Brasileiro.

Para investir em um negócio, ou fornecer dívida, é importante entender o nível de risco a que o capital empregado está exposto. A percepção de risco do acionista, conforme mencionado antes, tende a ser maior que a do credor, dado que ele tem menor preferência no recebimento dos recursos gerados pela empresa. O custo do capital do acionista é normalmente denominado por K_e , e o custo da dívida por K_d .

Cálculo do K_e

Para calcular o custo de capital do acionista, utiliza-se o modelo de precificação de ativos financeiros, do inglês, *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), de maneira a analisar a relação entre o risco e o retorno de um investimento, incluindo o risco do país em que o investimento é feito. Para tal, utiliza-se a seguinte fórmula:

$$k_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

Em que,

R_f : é a taxa de juros livre de risco (calculada pela média da taxa Selic para um período específico)

β : Índice Beta, que indica o risco associado ao investimento, sendo a covariância medida diariamente entre o ativo e um índice de mercado, no Brasil, o Ibovespa.

R_m : Taxa de remuneração do mercado = Retorno anualizado da bolsa de valores para um período.

Cálculo do K_d

O custo da dívida pode ser calculado, de maneira simplificada, pela despesa total de juros que a empresa tem em um exercício, dividido pela dívida bruta da empresa.

WACC

Custo médio ponderado do capital, do inglês *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), é a taxa (i) a qual deve ser descontado o FCFF para chegar ao valor presente da empresa. Ele é calculado ponderando-se o custo de capital do acionista e do credor pelo percentual de *Equity* (E) e de dívida (D) em relação ao capital total empregado na empresa (D+E).

$$WACC = k_e \times \frac{E}{(E + D)} + K_d \times \frac{D}{(D + E)}$$

Implicações Práticas do Ambiente Brasileiro no Custo de Capital

Primeiramente, ao observar a fórmula do fluxo de caixa descontado, percebe-se que quanto maior for a taxa (i) de desconto, menor é o valor presente do ativo analisado. Dessa forma, nesta seção, visa-se explicar como os fatores já discutidos do ambiente de negócios brasileiro contribuem para um aumento da percepção de

risco do investidor, e um consequente aumento da taxa de desconto para avaliação de empresas.

A Selic é a taxa estabelecida pelo Banco Central brasileiro para a captação dos recursos que financiam atividades do governo. Portanto, quanto maior o risco que o investidor internacional enxerga para o Brasil, maior deve ser a taxa de juros básica do país, para que o retorno “compense” o maior risco assumido em emprestar dinheiro para o Governo brasileiro.

Dessa forma, instabilidades políticas, burocracia excessiva, corrupção, dentre vários outros fatores presentes na economia brasileira fazem com que a visão de risco sobre o país seja elevada, obrigando o Banco Central a elevar a taxa Selic. Com isso, há um impacto direto no componente R_f da fórmula do K_e , visto que esta é a média da taxa básica de juros brasileira para um período estipulado. Assim, tais fatores contribuem diretamente para um aumento do custo de capital do acionista.

Uma forma muito comum de se calcular o K_e para empresas de capital fechado, considerando que não há como calcular o β para empresas não abertas em bolsa, é utilizar um beta médio para outras empresas do mesmo setor que são abertas em bolsa.

Ainda, é usual calcular o K_e com R_f , β e R_m dos Estados Unidos, fazendo-se o benchmark do β em relação à bolsa americana, e acrescentar um outro componente no final da fórmula do K_e , o risco país.

Uma das formas pela qual se mede o risco país é pelo CDS *Credit Default Swaps*, que é um derivativo da bolsa de valores que funciona como uma espécie de seguro contra calotes de um país específico no mercado internacional. Da mesma maneira, instabilidades políticas, volatilidade de mercado, criminalidade, ineficiência fiscal, dentre os diversos outros fatores já elencados, contribuem para um aumento do custo de oportunidade do capital de um investidor no Brasil.

Além disso, conforme já elucidado, os juros cobrados pelos bancos no Brasil têm patamares muito acima dos cobrados em economias mais desenvolvidas, de forma que o custo da dívida (K_d) médio das empresas brasileiras é um dos maiores do mundo.

Dessa forma, com elevados custos de *equity* e de dívida (K_e e K_d) o custo médio ponderado de capital (WACC) no Brasil faz com que o valor presente dos fluxos

de caixa futuros estimados das empresas brasileiras tenha um valor muito descontado em relação às economias mais desenvolvidas.

4.1.4 MOIC

Para se medir o retorno em um investimento em empresas de *Private Equity*, uma das métricas mais utilizadas é o múltiplo sobre o capital investido, do inglês *multiple on invested capital (MOIC)*. Tal múltiplo é calculado pela simples divisão do capital obtido na saída de um investimento pelo capital inicialmente investido. Essa medida, por si só, não quer dizer muito, dado que é uma medida atemporal, logo, não se sabe qual foi o período do investimento para a obtenção deste retorno sobre o capital. Assim, um investimento que tem um MOIC alto, mas que levou muitos anos para ocorrer, pode não ter sido tão vantajoso para o investidor.

4.1.5 TIR

A taxa interna de retorno (TIR) é uma das métricas mais utilizadas no mercado financeiro, tanto para avaliar investimentos passados, quanto para a tomada de decisão de investimentos futuros. Em termos práticos, a TIR é a taxa de retorno que faria com que o valor presente dos fluxos de caixa futuros de uma empresa fosse igual a zero, ou seja, é a taxa anual à qual o capital do investidor foi remunerado após a realização de um investimento:

$$\sum_{t=0}^n \frac{FC_t}{(1+r)^t} = 0$$

Onde,

t: é o número o período em que o fluxo de caixa ocorre

FCt: Valor do fluxo de caixa ocorrido no período t

n: número total de períodos do investimento

r: taxa interna de retorno (TIR)

4.2 Construção do Modelo Prático e Avaliação da Viabilidade de Investimento

A análise do valor intrínseco de uma empresa é muito importante para se ter uma noção do quanto se pode pagar por ela. Todavia, muitas vezes, o que dita o valor das transações do mercado são os múltiplos de outras transações comparáveis. Logo, se uma organização gestora calcula o valor intrínseco de uma empresa por fluxos de caixa descontados, mas os múltiplos propostos estiverem muito abaixo dos referentes às empresas comparáveis que foram adquiridas recentemente, o dono da empresa avaliada não aceitaria vendê-la.

Dessa forma, é muito comum que a análise via fluxos de caixa descontados sirva mais como um *double check* para se certificar que o investimento não está sendo feito acima de um valor viável para a remuneração do capital investido. Assim, a forma mais comum para tomada de decisão das organizações entre investir ou não em uma empresa é calculando a TIR do projeto, considerando uma entrada (investimento) dentro de um *range* de valores que deixem o múltiplo de aquisição da empresa em linha com valores encontrados nos *transaction e trading comps*. Normalmente, considerando-se um desconto no valor do múltiplo, dada a falta de liquidez de uma empresa investida de PE, e um desconto pela não obtenção de controle acionário, no caso de uma aquisição de parcela minoritária na empresa.

O exemplo a seguir visa demonstrar numericamente, de maneira simplificada, uma modelagem para tomada de decisão de investimento, por parte de uma organização gestora, em uma empresa de capital fechado. A decisão entre investir ou não no ativo analisado se dá por meio da comparação da TIR esperada do projeto com o custo de oportunidade do capital do investidor. Além disso, a TIR é cenarizada variando-se algumas premissas que guiam os resultados financeiros da empresa, como o número de lojas e a receita/m² das lojas.

4.2.1 Modelagem e Cálculo de TIR

A seguir, simula-se o DRE projetado no cenário base de uma empresa hipotética, assim como as saídas e entradas de caixa de um fundo de *Private Equity* para o investimento na empresa. Com isso calcula-se a TIR do projeto.

No exemplo, é considerada uma receita para o ano de 2021 (ano de aquisição) de R\$ 100.000.000,00 (cem milhões de reais), o que configura a transação como de *middle market*.

Escolheu-se modelar o demonstrativo de uma empresa do setor de varejo, por isso, a receita bruta foi calculada a partir de 2 premissas principais, o número de lojas (cada uma com 350 m²), e as vendas por m² das lojas, ela foi calculada a partir da multiplicação do número de m² totais da empresa pelo valor médio de receita por m² estimado para o período. No cenário base, considerou-se que o número de lojas cresce 30% ao ano, e com a entrada do fundo de investimento, uma maior padronização das lojas, e considerando um aumento do *cross-selling* a partir das melhorias operacionais implementadas pelos gestores do fundo, a receita por m² cresce 10% no ano seguinte ao investimento, permanecendo constante ao longo do período de investimento.

Foi simulada a compra de 100% da empresa, para efeito de simplificação numérica dos fluxos de caixa do investidor. Ainda, considerou-se uma empresa sem dívida e que não investe o dinheiro em caixa, de forma que a linha de resultado financeiro não tem impacto sobre a base tributável.

A Tabela 14 apresenta o DRE de 2021 da empresa hipotética, assim como a estimativa dos valores para os 7 anos seguintes, a partir das premissas adotadas.

Tabela 4 - DRE e Cálculo de TIR do Investimento

Ano				Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	
Modelo Financeiro		[unidade]		2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Principais premissas	Inputs										
Nº de Lojas	30,0%	(crescimento %)	unidades	30	39	51	66	86	111	145	188
m² de venda	350	(m² por loja)	m²	10.500	13.650	17.745	23.069	29.989	38.986	50.681	65.886
Receita anual / m²	10,0%	(crescimento)	[R\$]	9.524	10.476	10.476	10.476	10.476	10.476	10.476	10.476
DRE											
Receita Bruta			[R\$000]	100.000	143.000	185.900	241.670	314.171	408.422	530.949	690.234
Deduções da Receita	(15,0%)	(da Receita bruta)	[R\$000]	(15.000)	(21.450)	(27.885)	(36.251)	(47.126)	(61.263)	(79.642)	(103.535)
Receita Líquida			[R\$000]	85.000	121.550	158.015	205.420	267.045	347.159	451.307	586.699
(-) Custos	(65,0%)	(da Receita líquida)	[R\$000]	(55.250)	(78.157)	(100.498)	(129.209)	(166.102)	(213.503)	(274.394)	(352.606)
(=) Lucro Bruto			[R\$000]	29.750	43.393	57.517	76.211	100.943	133.656	176.912	234.093
% da Receita Líquida			[%]	35,0%	35,7%	36,4%	37,1%	37,8%	38,5%	39,2%	39,9%
(-) Despesas	(18,0%)	(da Receita líquida)	[R\$000]	(15.300)	(21.879)	(28.443)	(36.976)	(48.068)	(62.489)	(81.235)	(105.606)
(=) EBITDA			[R\$000]	14.450	21.514	29.075	39.235	52.875	71.168	95.677	128.487
Margem EBITDA			[%]	17,0%	17,7%	18,4%	19,1%	19,8%	20,5%	21,2%	21,9%
(-) D&A	(2,0%)	(da Receita líquida)	[R\$000]	(1.700,0)	(2.431,0)	(3.160,3)	(4.108,4)	(5.340,9)	(6.943,2)	(9.026,1)	(11.734,0)
(=) EBIT			[R\$000]	12.750	19.083	25.914	35.127	47.534	64.224	86.651	116.753
(-) Imposto de Renda	(34,0%)	(do EBIT)	[R\$000]	(4.335)	(6.488)	(8.811)	(11.943)	(16.162)	(21.836)	(29.461)	(39.696)
(=) Lucro Líquido			[R\$000]	8.415	12.595	17.104	23.184	31.372	42.388	57.190	77.057
Margem Líquida			[%]	8,4%	8,8%	9,2%	9,6%	10,0%	10,4%	10,8%	11,2%
Valuation de Entrada	7,0x			101.150							
Valuation de Saída	8,2x										1.053.593
	Custos Adicionais	Hurdle	Saída de caixa								Entrada de caixa
Fluxo de caixa do investidor	30,0%	8,0%	(131.495)	-	-	-	-	-	-	-	887.947
TIR do Investimento	31,3%										
MOIC	6,8x										

Fonte: Autoria própria

Para a formulação do DRE, foi considerada uma dedução de 15% da receita bruta para chegar à receita líquida. Já para os custos dos produtos vendidos, considerou-se uma melhoria operacional de forma que este diminui linearmente ao longo do investimento, de forma que o lucro bruto se aproximasse de 40% da receita líquida, o que é considerada uma margem bruta razoável para alguns setores do varejo. Para as despesas de vendas, gerais e de administração, considerou-se 18% da receita líquida, e para a depreciação e amortização foi considerado 2% da receita líquida, enquanto a alíquota de imposto de renda utilizada foi de 34% sobre o lucro tributável. Assim, pode-se observar que as margens operacionais da empresa foram crescendo após a entrada do fundo, considerando as melhorias implementadas pela organização gestora.

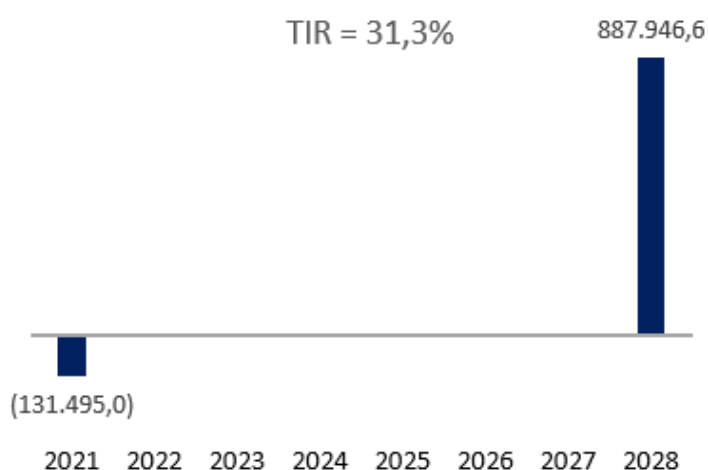
Para o valor de compra da empresa, foi considerado um múltiplo de 7X Ebitda, que está em linha com múltiplos do setor de varejo para empresas de *middle market*. Dessa forma, considerando que o Ebitda de 2021 foi de R\$14.450.000,00, a empresa foi avaliada em 7 vezes o Ebitda de 2021, equivalente a R\$101.150.000,00.

Considerando que no momento da venda da empresa ela já terá uma receita maior que meio bilhão de reais, ela não será mais considerada uma empresa de *middle market*, o que torna razoável a premissa de um múltiplo de venda um pouco maior que o múltiplo de compra. Supondo que após fazer o *trading e transaction comps* conforme a Tabela 3, a organização gestora entenda que o múltiplo de mercado praticável para a venda da empresa é de 8,2X *Ebitda*, e considerando que o *Ebitda* do ano de saída (ano 7) seja aproximadamente R\$128.487.000,00, o *valuation* de saída para a empresa seria de 8,2 vezes esse valor, equivalente a R\$1.053.593.000,00.

Para o fluxo de caixa do investidor, no ano do investimento, foi considerado um aumento de 30% sobre o valor pelo qual a empresa foi comprada. Isso foi feito como efeito de simplificação do modelo, dado que o fundo de investimento tem vários custos de diligência com advogados e auditores, além de ter que pagar uma taxa de gestão de 2% anual sobre o capital investido, assim, assumiu-se que estes custos se aproximam de 30% do valor total investido. Ainda, no ano da saída, subtraiu-se do valor de venda do ativo o valor pago de taxa de performance pelo investidor para a organização gestora, equivalente a 20% do retorno que excedeu o *hurdle*, que foi estipulado em 8% ao ano, para efeito de simplificação.

Por fim, conforme o Gráfico 11, considerando uma saída de caixa igual a R\$131.495.000,00 no ano do investimento e uma entrada de caixa de R\$887.947.000,00 após um período de 7 anos de investimento, chega-se a uma TIR de 31,3% ao ano.

Gráfico 11 - Fluxos de caixa e TIR do projeto no cenário base



Fonte: Autoria própria

4.2.2 Cenarização das premissas

Além da criação de um cenário base, é comum que as organizações gestoras façam cenarizações das principais variáveis do modelo. Neste caso, será feita a cenarização do crescimento do número de lojas, da variação das vendas por m² após a entrada do fundo, e do múltiplo de saída da empresa.

A variação das vendas por m² foi cenarizada a partir de uma queda de 5% do valor atual, até um aumento de 15%, sendo que o cenário base considera um aumento de 10%.

Variou-se o Múltiplo de saída de 7X *Ebitda* do 7º ano de investimento, que se vende a empresa pelo mesmo múltiplo pago na aquisição, até 9X *Ebitda*. Já o crescimento do nº de lojas variou de 15% ao ano até 35% ao ano.

A Tabela 5 apresenta a cenarização dos valores de TIR e *MOIC* do investimento, variando-se as vendas por m², o múltiplo de saída, e o crescimento do número de lojas.

Tabela 5: Cenarização de variáveis

TIR do Investimento						MOIC do Investimento					
Múltiplo de Saída	Variação das Vendas / m ²					Múltiplo de Saída	Variação das Vendas / m ²				
	(5,0%)	0,0%	10,0%	12,5%	15,0%		(5,0%)	0,0%	10,0%	12,5%	15,0%
7,0x	26,1%	26,9%	28,6%	29,0%	29,3%	7,0x	5,1	5,3	5,8	5,9	6,1
7,5x	27,2%	28,1%	29,8%	30,2%	30,5%	7,5x	5,4	5,7	6,2	6,3	6,5
8,2x	28,8%	29,7%	31,3%	31,7%	32,1%	8,2x	5,9	6,2	6,8	6,9	7,0
8,5x	29,4%	30,3%	32,0%	32,4%	32,8%	8,5x	6,1	6,4	7,0	7,1	7,3
9,0x	30,4%	31,3%	33,0%	33,4%	33,8%	9,0x	6,4	6,7	7,4	7,5	7,7

TIR do Investimento						MOIC do Investimento					
Múltiplo de Saída	Crescimento do nº de Lojas					Múltiplo de Saída	Crescimento do nº de Lojas				
	15,0%	25%	30,0%	32,5%	35,0%		15,0%	25%	30,0%	32,5%	35,0%
7,0x	15,0%	24,0%	28,6%	30,9%	33,2%	7,0x	2,7	4,5	5,8	6,6	7,5
7,5x	16,0%	25,1%	29,8%	32,1%	34,5%	7,5x	2,8	4,8	6,2	7,0	8,0
8,2x	17,3%	26,6%	31,3%	33,7%	36,2%	8,2x	3,1	5,2	6,8	7,7	8,7
8,5x	17,8%	27,2%	32,0%	34,4%	36,8%	8,5x	3,2	5,4	7,0	7,9	9,0
9,0x	18,7%	28,2%	33,0%	35,5%	37,9%	9,0x	3,3	5,7	7,4	8,4	9,5

Fonte: Autoria própria

4.3. Análise dos Resultados

Ao observar as cenarizações das variáveis que mais impactam o retorno do investimento, assim como a taxa interna de retorno, pode ser percebido que a variação no crescimento anual do número de lojas é a variável que tem maior efeito sobre o retorno do investimento. Com uma variação desta premissa de 15% para 35% têm-se uma variação na TIR de 17,3% para 36,2% no cenário base. Esta constatação faz sentido, uma vez que o número de lojas é o principal *driver* do crescimento de receita da companhia.

Para que a organização gestora possa tomar a decisão de prosseguir para o processo de diligência, deve-se comparar a TIR obtida no projeto com o custo de capital do investidor. Para isso, deve ser calculado o K_e .

Considerando que a taxa Selic (R_f) hoje é de 7,75% ao ano, supondo uma situação de prêmio de risco de mercado ($R_m - R_f$) = 5% ao ano, e um β de 1,2 para o setor em que a empresa está inserida, ao se aplicar o cálculo do K_e pelo CAPM teria-se:

$$k_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

$$K_e = 7,75\% + 1,2 \times 5\% = 13,75\%$$

Ainda, há de se considerar que este é um investimento em uma empresa ilíquida, de forma que o investidor não terá acesso ao dinheiro investido até que ocorra a venda de empresa, é esperado um prêmio pela iliquidez do ativo. Neste cálculo, será adicionado 20% de prêmio por iliquidez sobre o custo de capital do investimento.

$$K_e (\text{prêmio}) = 120\% * K_e = 120\% * 13,75\% = 16,5\% \text{ ao ano}$$

Considerando que a TIR esperada do projeto seria de aproximadamente 31,3% ao ano, no cenário base, e que o retorno exigido pelo investidor é de aproximadamente 16,5% ao ano para um investimento com esse nível de risco, fica evidente que o projeto tem um potencial de remunerar bem o capital empregado para o investimento. Neste caso, em uma situação real, a organização gestora muito provavelmente deveria prosseguir para o processo de diligência, com o intuito de obter mais informações sobre a empresa, e realizar um possível investimento no futuro.

5. Considerações Finais

Apesar de a atividade de *Private Equity* ter se iniciado no Brasil há pouco tempo, comparativamente com os Estados Unidos, onde a modalidade de investimento surgiu primeiro, essa indústria vem crescendo muito no país nos últimos anos. Isso se deve, especialmente, a um cenário estrutural de juros mais baixos que a média histórica, e a várias medidas tomadas para facilitar esse tipo de investimento no país, como a regulação dos fundos de investimento em participações, ocorrida no início dos anos 2000.

Todavia, mesmo com esses avanços, a indústria ainda apresenta um percentual do PIB muito pequeno investido em ativos dessa modalidade, quando comparado aos países desenvolvidos, o que significa que ainda há muito espaço para o desenvolvimento da indústria de *Private Equity* no país.

Apesar do espaço para desenvolvimento dessa indústria, é necessário que várias mudanças estruturais ocorram no Brasil para que o crescimento dos investimentos de *Private Equity* se alavanque mais rapidamente. Considerando os fatores elencados de instabilidade política, irresponsabilidade fiscal, corrupção, ineficiência tributária, dificuldade de acesso a financiamento, falta de infraestrutura, dentre outros, a percepção de risco do investidor para comprometer capital de longo prazo no país fica muito alta, o que tem como consequência um aumento do retorno requerido sobre os investimentos realizados.

A mesma percepção elevada de risco faz com que os juros para empréstimos bancários sejam extremamente altos, o que impossibilita, muitas vezes, a alavancagem da operação da empresa através da contração de dívida, que é uma característica muito presente nas transações de *Private Equity* nos Estados Unidos, onde os juros são menores.

A partir de 2017 iniciou-se um ciclo em que a taxa Selic permaneceu muito baixa, comparativamente com os níveis históricos, chegando a 1,9% ao ano entre agosto de 2020 e março de 2021. Durante este período, a indústria de *Private Equity* se desenvolveu muito no Brasil, tendo atraído uma quantidade relevante de dinheiro de investidores internacionais, considerando a menor percepção de risco com relação ao país. Todavia, a partir do meio do ano de 2021, quando ficou evidente um cenário de maior instabilidade política e o receio de futuros atos de irresponsabilidade fiscal,

a taxa básica de juros iniciou um viés de alta, atingindo, até o momento, o valor de 7,75% ao ano.

Com isso, é expectativa que o ritmo de crescimento de investimentos de *Private Equity* no Brasil deve se estabilizar ou até mesmo diminuir, e só volte a crescer de maneira mais acelerada quando forem perceptíveis algumas mudanças estruturais frente aos fatores que atuam como empecilhos para o ambiente de negócios brasileiro.

Referências

- ABDI. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital. 2º Censo Brasileiro.** Brasília, DF: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011.
- AMESS, K.; WRIGHT, M. Leveraged buyouts, equity and jobs. **Small Business Economics**, v. 38, n. 4, p. 419-430, 2012.
- BACON, N., WRIGHT, M., BALL, R., and MEULEMAN, M. Private equity, HRM and employment'. **Academy of Management Perspectives**, V. 27, p. 7–21, 2013
- CARVALHO, A.; RIBEIRO, L.; FURTADO, C. **A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro.** Fundação Getúlio Vargas. São Paulo: Saraiva, 2006.
- CORNELIUS, M; PATRICK, S; DORIAN, P. **The role of innovation in venture capital and private equity investments in different investment phases**, 2018.
- CUMMING, D. J.; ZHANG, Y. Alternative investments in emerging markets: A review and new trends. **Emerging Markets Review**, v.29, p.1–23, 2016
- CUMMING, D., Zambelli, S. Private equity performance under extreme regulation. **Journal of Banking and Finance Forthcoming**, v. 37, n. 5, p. 1508-1523, 2013.
- CUMMING, D.; ZHANG, M. **Angel Investors, Around the World**, 2016.
- CUMMING, D. J.; ZAMBELLI, S. Due diligence and investee performance, **European Financial Management**, v. 23, n. 2, p. 211-253, 2016
- CARVALHO, A. G.; GALLUCCI NETTO, H.; SAMPAIO, J. O. Private Equity and Venture Capital in Brazil: An Analysis of its Recent Evolution. **SSRN Electronic Journal**, 2012
- KAWANAMI, D. A. **Análise do impacto da crise financeira sobre o setor de Private Equity no Brasil**, Universidade de São Paulo, 2009.
- LI, Y., WRIGHT, M., SCHOLLES, L., Z. The role of PE when portfolio firms go public: Evidence from ChiNext board. **Emerging Markets Finance and Trade**, p. 1-20, 2019.
- MEIRELLES, J.L.F.; PIMENTA JÚNIOR, T.; REBELATTO, D.A.N. Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. **Gestão e Produção**, v. 15 n. 1 p.11-21, 2008.
- RIBEIRO, L. L. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital.** 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

SINCERRE, B. P., SAMPAIO, J., FAMÁ, R., & Flores, E. S. The impact of private equity and venture capital funds on post-IPO operational and financial performance in brazilian invested companies. BBR. **Brazilian Business Review**, v. 16, n. 1, p. 87-101, 2019.

SIQUEIRA, E.M.R.; CARVALHO A.G., “Determinantes do Sucesso dos Investimentos de Private Equity e Venture.” **Revista Brasileira de Finanças**, v. 9, pp. 189-208, 2011

STEVEN N. K; ANTOINETTE S., Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows, **The Journal of Finance** v. 60 n. 4, p. 1791–1823, 2005.

TOMS, S; WILSON, N; Wright, M., The evolution of private equity: corporate restructuring in the UK, **Business History**, v. 57 n. 5, p. 736–768, 2015.

WILSON, N., S; WRIGHT, M. ‘Determining the characteristics of the private equity targets: uk evidence’. **British Journal of Management**, v. 0. p. 1-22, 2021.

WRIGHT, M; PRUTHI, K. A; ALPEROVYCH, Y. Private Equity: Where We Have Been and the Road Ahead.” **Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance**. v. 21 n. 1 p. 51-64, 2019.

Annual_US_PE_Breakdown, 2020. Disponível em: https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/2020_Annual_US_PE_Breakdown.pdf Acesso em 3 de Out. de 2021.

VALENTI, G. Big negócio: como a Advent multiplicou o Walmart de R\$ 2 bi para R\$ 7,5 bi. **Revista Exame**, 24 mar. 2021. Disponível em: <https://exame.com/exame-in/big-negocio-como-a-advent-multiplicou-o-walmart-de-r-2-bi-para-r-75-bi/>. Acesso em: 12 out. 2021.

GORDON, J., Blind Pool - Explained, **The Business Professor**, 9 jul. 2021. Disponível em: https://thebusinessprofessor.com/en_US/business-transactions/blind-pool-definition. Acesso em 03 de Out. de 2021.

Ernst & Young, **How can private equity create new value**, 2013. Disponível em: https://www.ey.com/en_gl/growth/how-can-private-equity-create-new-value. Acesso em 3 de Out de 2021.

Global Private Equity Report 2019, 2019. Disponível em: https://www.bain.com/contentassets/875a49e26e9c4775942ec5b86084df0a/bain_report_private_equity_report_2019.pdf. Acesso em 3 de Out de 2021.

Global Private Equity Report 2021, 2021. Disponível em: <https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/>. Acesso em 1 de Out. de 2021.

Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3899.pdf>. Acesso em 4 de Out. de 2021.

Inside PE, 2021. Disponível em:

<https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/5043.pdf>. Acesso em: 1 de Out. de 2021.

Instabilidade política no Brasil afasta investidores estrangeiros. **Estado**, 2021.

Disponível em: <https://einvestidor.estadao.com.br/mercado/instabilidade-politica-afasta-investidores-estrangeiros>. Acesso em 12 de Out. de 2021.

Pesquisa de Consolidação de Dados da Indústria de PE e VC no Brasil.

ABVCAP; KPMG, 2019. Disponível em

<https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/4494.pdf>. Acesso em 10 de Out de 2021.

CASSADIA, C. **Pet Industry Overview**, 2019. Disponível em:

<https://www.cascadiacapital.com/wp-content/uploads/2019/10/Cascadia-Capital-Pet-Industry-Report-Spring-2019-vF.pdf> Acesso em 8 de Out. de 2021.

Private Equity & the Economic Recovery, 2020. Disponível em:

<https://www.investmentcouncil.org/economicimpact/>. Acesso em 4 de Out. de 2021.

BLACKSTEIN, R; DIONNE, P; HAZAN, N. E.; JACK, D. C. Private equity rollups: strategic considerations, **BLG Canada's Law Firm**, 12 fev. 2020. Disponível em:

<https://www.blg.com/en/insights/2020/02/private-equity-rollups-strategic-considerations>. Acesso em: 3 out. 2021.

Private Equity's Wild First-Half Ride, 2021. Disponível em:

<https://www.bain.com/insights/private-equitys-wild-first-half-ride/>. Acesso em: 1 de Out. de 2021.

KPMG: retomada setorial de private equity e venture capital permanece estável após 1 ano de pandemia. **Valor Agregado**, 02 set. 2021. Disponível em:

<https://valoragregado.com/2021/09/02/kpmg-retomada-setorial-de-private-equity-e-venture-capital-permanece-estavel-apos-1-ano-de-pandemia>. Acesso em: 10 out. 2021.

SIQUEIRA, E. M. R., CARVALHO, A. G.; GALLUCCI-NETTO, H. Determinantes do sucesso dos investimentos de private equity e venture. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 9, p. 189-208, 2011.

Smart Fit: Um Re-IPO Atrofiado, 2021. Disponível em:

<<https://br.investing.com/analysis/smart-fit-um-reipo-atrofiado-200443763>>. Acesso em 12 de Out. de 2021.

The global economic impact of Private Equity Report 2008, 2008. Disponível em:

<<https://www.yumpu.com/en/document/view/47529388/the-global-economic-impact-of-private-equity-report-2008-world->>. Acesso em 3 de Out. de 2021.

TAXA selic. Banco Central do Brasil, [202-?]. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic>. Acesso em: 29 nov. 2021.

BARBER, F.; GOOLD, M. The strategic secret of private equity. **Harvard Business Review**, set. 2007. Disponível em: <https://hbr.org/2007/09/the-strategic-secret-of-private-equity>. Acesso em: 3 out. 2021.