

# O PAPEL DO CEO NO SUCESSO DOS INVESTIMENTOS DE PRIVATE EQUITY

Janeiro 2022



## RESUMO

Fundos de Private Equity (PE) adquirem participação acionária de empresas com potencial de crescimento e desenvolvem tese de investimento para criar valor antes de aportarem os recursos. Os fundos não se envolvem no dia a dia da gestão da empresa, mas tem grande interação e influência com a liderança. Através da participação no conselho de administração e em comitês, podem apontar e demitir executivos, auxiliar no estabelecimento de estratégias e na estruturação de negócios com clientes, fornecedores e mercado financeiro e acompanhar o desempenho pelo período que o mantem a participação na empresa. Espera-se que a empresa cresça, melhore a eficiência operacional e aumente o seu valor após quatro ou cinco anos, assim os fundos podem vender sua participação e gerar retorno adequado ao risco para seus investidores. O papel do CEO da empresa investida é chave para o sucesso do

investimento, pois são eles que executam a gestão da empresa e precisam estar alinhados com o fundo. Fundos de PE possuem vida finita, em torno de 10 anos, e tem urgência na implementação da tese de investimento. Atrasos ou dificuldades na implementação da tese diminuem o tempo que a empresa tem para retomar o rumo planejado e crescer de acordo com esperado dentro do horizonte que o fundo de PE permanece como acionista. O fundo de private equity pode escolher manter o CEO que estava na empresa antes do investimento ou substituí-lo por um estabelecido pelo fundo. Esse artigo compara o desempenho nos dois primeiros anos dessas duas alternativas. Além disso, investiga se existem características tanto do CEO original quanto do imposto pelo fundo no início do investimento que aumentem a probabilidade de uma escolha acertada, que não envolva substituições.



## PRINCIPAIS CONCLUSÕES

As empresas com melhor desempenho foram as que não trocaram o CEO na entrada do fundo e não precisaram substituí-lo posteriormente. Essas empresas tiveram um aumento de receita em 90% e da margem EBITDA em 13%, enquanto a dívida líquida diminui em 22% nos dois primeiros anos após o investimento do fundo de private equity.

A performance nos dois primeiros anos de investimento das empresas que realizaram management buy-in foi inferior as empresas que não trocaram de CEO, após a entrada do fundo de private equity. Uma causa provável é que o novo executivo precisa de tempo para integrar-se à empresa, acertar a gestão e a operação. Observa-se um crescimento de receita acelerado após o sexto trimestre, o que pode indicar maior agressividade para

recuperar o tempo gasto no acerto do modelo de gestão.

As empresas que substituíram o CEO alguns trimestres depois do investimento são as que tiveram o pior desempenho, como esperado. Potenciais motivações para a substituição são o crescimento abaixo do esperado, deterioração da margem EBITDA e aumento da dívida líquida. Essa queda de desempenho aumenta a pressão sobre o CEO substituto e pode impactar na pretensão de retorno do fundo com o investimento.

O CEO característico tem por volta de 45 anos na data do investimento do fundo de private equity. Há grande diferença entre o perfil do CEO imposto pelo fundo e do CEO que estava na empresa e foi mantido. Os executivos mantidos têm maior experiência

empreendedora e na área operacional. A estrutura de incentivos é diferente entre os dois grupos - CEOs mantidos tem maior participação na empresa com 37% das ações na média, enquanto os CEOs do fundo têm apenas 7%. Entretanto, em ambos os grupos, cerca de 40% dos executivos possuem opções de ações.

A formação técnica (cursos que se enquadram como STEM) prevalece entre os CEOs mantidos (54%), enquanto os executivos que entram na empresa com o investimento do fundo são mais balanceados entre as áreas STEM (40%) e finanças (46%).


Executivo formado nas principais universidades brasileiras e com pós-graduação realizada no Brasil é o perfil mais recorrente.


O grupo de CEOs com melhor desempenho (mantidos até o final do investimento do fundo) tem maior percentual de executivos fundadores da empresa, com experiência empreendedora e na área financeira, maior percentual de ações e incentivos em opções de ações, quando comparado aos executivos que foram substituídos alguns trimestres depois do investimento do fundo de private equity.


## I. BASE DE DADOS


Foram coletados dados sobre CEO e desempenho operacional de empresas que se classificavam como Growth ou Middle-Market e eram investidas de fundos que receberam aporte financeiro da Spectra Investments. As principais fontes são os relatórios que a Spectra recebe dos gestores dos fundos que investe, que contém informações sobre o desempenho operacional das empresas da carteira, assim como sobre substituição do CEO, mudanças e contratações no C-level. Essas informações foram complementadas por outras fontes públicas, como por exemplo LinkedIn. Foram compilados dados de 103 CEOs de 102 empresas investidas por fundos de private equity. Uma das empresas possui co-CEOs. Empresas de tecnologia representam 37% da amostra.

As empresas da amostra foram classificadas em quatro situações:

 **CEO Original Mantido:** a empresa mantém o executivo que a administrava antes do investimento do fundo de private equity e este permanece no cargo até julho de 2021 (período observado), até a venda da empresa ou saída do fundo;

**CEO Original Substituído:** a empresa mantém o executivo que estava na empresa antes do investimento do fundo de private equity, porém em algum momento após dois trimestres do investimento do fundo o executivo é substituído por outro CEO; 

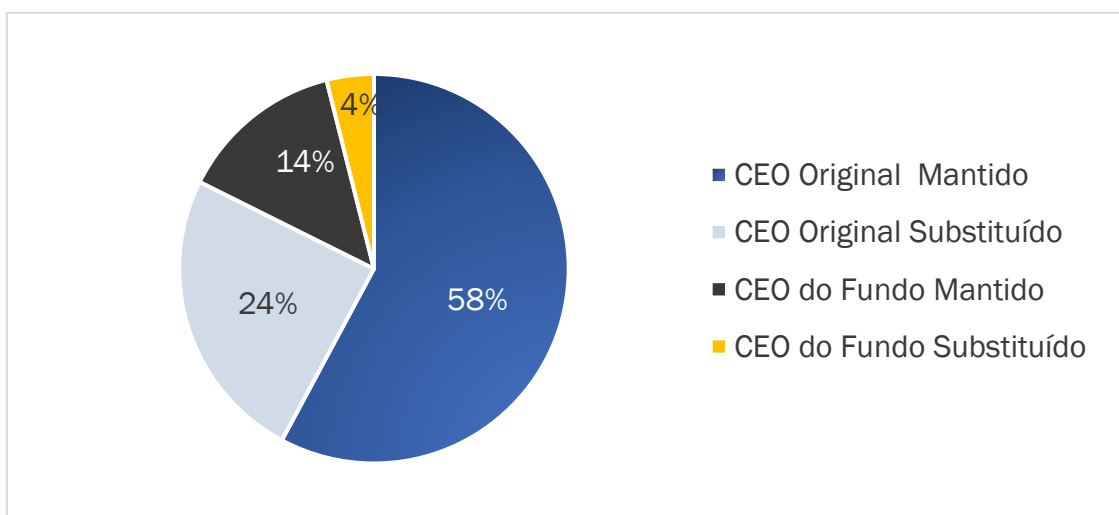
 **CEO do Fundo Mantido:** a empresa substitui o CEO Original por um recomendado pelo fundo de private equity no momento do investimento e este permanece no cargo até julho de 2021, até a venda da empresa ou saída do fundo;

**CEO do Fundo Substituído:** a empresa que substitui o CEO Original por um recomendado pelo fundo de private equity no momento do investimento, mas o substitui novamente por um outro em algum momento após dois trimestres da aquisição da participação acionária na empresa. 

As duas primeiras classificações correspondem a manutenção do CEO Original, sendo a primeira delas – CEO Original Mantido – tratada como escolha acertada desde o início do investimento e a segunda como erro que implica em alguma perda de tempo e em mudanças na gestão. As duas últimas situações correspondem à alternativa de substituir o CEO Original pelo imposto pelo fundo, sendo que a terceira situação corresponde a uma escolha acertada do CEO do Fundo logo no início do investimento e a quarta alternativa a uma escolha que necessitará de ajustes, ou seja, nova substituição.

A situação mais comum é o CEO Original permanecer na gestão da empresa (82% das empresas analisadas) após o investimento e a empresa mantê-lo até o desinvestimento do fundo ou até o período que analisamos os dados (58%), como observado no **Gráfico 1**. No caso do CEO Original ser substituído por um recomendado pelo fundo (18% dos casos), o mais comum é que ele permaneça até o final do investimento (14% das empresas da amostra).

Gráfico 1. Percentual de empresas de acordo com a decisão de manter ou substituir o CEO



## II. PERFIL DO FUNDO E SELEÇÃO DO CEO

A **Tabela 1** apresenta as condições de participação acionária do fundo de private equity na empresa, assim como a alteração da gestão. Observa-se que a maior parte das empresas em que o CEO Original foi mantido (até o final do investimento ou substituído antes – coluna “total”) foram aquelas em que os fundos de private equity investiram participação acionária minoritária (36% de participação em média, com apenas 27% das empresas com o fundo detendo controle), enquanto que a maior parte das empresas em que o CEO do Fundo assumiu no momento do investimento foram as que o fundo adquiriu controle (66% de participação em média e 77% das empresas com fundo detendo controle). Isso corrobora que a troca de CEO no momento do investimento do fundo ocorre majoritariamente no modelo de management buy-in, em que o fundo impõe o modelo de gestão. Entretanto, há flexibilidade em ambos os modelos – aquisição de controle com manutenção do CEO Original e aquisição de participação minoritária com substituição do CEO Original pelo do Fundo.

A troca de CEO após dois ou mais trimestres do investimento ocorre nas empresas em que o fundo possui maior participação acionária tanto para CEO Original (43% dos substituídos contra 34% dos mantidos) quanto para CEO do Fundo (80% dos substituídos contra 63% dos mantidos). Consistentemente, nas empresas em que houve substituição de CEO após dois ou mais trimestres do investimento há um maior percentual de fundos que adquiriram controle, tanto nas que mantiveram inicialmente os CEOs Originais (33% dos substituídos contra 25% dos mantidos) quanto as que tiveram CEOs do Fundo (100% dos substituídos contra 70% dos mantidos).

As variáveis remodelação do C-level, CEO que também é presidente do conselho de administração e CFO fundador buscam identificar o entrenchamento do CEO, condição que diminuiria a probabilidade de ser demitido ou substituído. Surpreendentemente, CEOs mais entrenchados tem maior probabilidade de serem substituídos em comparação a categoria dos mantidos. CEOs Originais Substituídos tem menor proporção de C-level remodelado, maior proporção de CFO fundador e maior proporção de CEO que acumula o cargo de presidente do conselho de administração comparado aos CEOs Originais.

Empresas que trocam o CEO na entrada (CEO do Fundo) também fazem a remodelação nas outras posições do C-level em 83% dos investimentos, sendo que nenhum CEO se torna presidente do conselho de administração e nenhum dos CFO fundador fica na empresa.

Tabela 1. Controle e condições do investimento

	Manutenção do CEO no investimento do fundo			Substituição do CEO no investimento do fundo		
	CEO Original Mantido	CEO Original Substituído	Total	CEO do Fundo Mantido	CEO do Fundo Substituídos	Total
Porcentagem de ações do fundo na data de entrada do investimento	34%	43%	36%*	63%*	80%	66%
Controle	25%	33%	27%*	70%*	100%	77%
Remodelação C-level	41%	30%	38%*	83%	100%	87%
Presidente do Cons. Adm.	5%*	24%	10%*	0%	0%	0%
CFO fundador	9%*	30%	15%*	0%	0%	0%

\* indica significância estatística de 10% no teste de diferença de média ou diferença de proporção, os testes foram feitos entre CEO Original Vs. CEO Original Substituídos, CEO do Fundo Vs. CEO do Fundo Substituídos e Total das empresas que optaram pela manutenção do CEO após o investimento do fundo Vs. Total das empresas que optaram pela substituição do CEO após investimento do fundo.



## SELEÇÃO DO CEO E DESEMPENHO OPERACIONAL

A decisão de manutenção do CEO Original ou substituição por um executivo imposto pelo fundo no momento do investimento pode impactar o desempenho inicial da empresa. Analisamos a evolução da receita operacional, EBITDA, margem EBITDA e dívida líquida ao longo de oito trimestres após o investimento do fundo de private equity (trimestre 0). O **Gráfico 2** reporta a evolução trimestral acumulada da mediana<sup>1</sup> das variáveis de desempenho operacional somada a 1 para as empresas agrupadas de acordo com a alternativa de manutenção do CEO original ou substituição pelo executivo imposto pelo fundo.

O **Painel A** retrata as empresas que mantiveram o CEO após o investimento do fundo. Observa-se um aumento acelerado da receita operacional nos três primeiros trimestres, atingindo 40%<sup>2</sup> de crescimento, e após isso essa taxa de crescimento cai gradativamente. O crescimento de receita acumulado ao longo dos dois anos é de 74%. O EBITDA tem um crescimento mais lento nos três primeiros trimestres, que se acelera até o sexto trimestre e depois se estabiliza, acumulando 34% de aumento ao longo dos oito trimestres. A margem EBITDA é estável no primeiro ano e cresce 7% até o final do segundo ano. Por fim, a dívida líquida da empresa cai 7% no segundo trimestre e encerra o segundo ano estável. Aparentemente, em média, o executivo que se manteve no cargo com o investimento do fundo conseguiu desenvolver rapidamente o plano de negócios, financiando as iniciativas com os recursos aportados pelo investimento do fundo. Já ao final do primeiro ano, obteve um crescimento expressivo de 50% da receita, com manutenção da margem e dívida líquida estável.

O **Painel B** apresenta o desempenho operacional das empresas lideradas pelo CEO imposto pelo fundo. A receita cresce 17% no primeiro ano, acelera no segundo ano e empresa acumula 61% de crescimento nos dois primeiros anos. O EBITDA tem evolução errática e cresce 23% no primeiro ano, diminui nos próximos trimestres e termina o segundo ano um pouco abaixo do primeiro ano. A margem EBITDA é estável no primeiro ano, mas cai no segundo ano, resultando numa queda acumulada de 9% nos oito trimestres. A dívida líquida diminui no primeiro ano com queda de 15% e termina o segundo ano com aumento de 27% do trimestre de entrada. Aparentemente, o novo CEO que assume o cargo com a entrada do fundo de private equity tem o desafio de compreender a estrutura da empresa, estabelecer-se como líder e implementar o

<sup>1</sup> Foi utilizada a mediana ao invés da média para minimizar a influência de outliers.

<sup>2</sup>  $(1,4-1) \times 100\% = 40\%$

novo plano de gestão e investimentos na empresa. O resultado é um crescimento lento da receita no primeiro ano, enquanto no segundo ano o aumento da receita é parcialmente financiado com o aumento da dívida.

Separamos o desempenho operacional em quatro grupos de empresas do **Gráfico 1** (CEO Original Mantido, CEO Original Substituído, CEO do Fundo Mantido e CEO do Fundo Substituído) para compreender o impacto da escolha correta do CEO desde o início do investimento do fundo de private equity. O **Gráfico 3** apresenta a evolução da Receita nos dois primeiros anos, o **Gráfico 4** a evolução do EBITDA, o **Gráfico 5** a evolução da margem EBITDA e o **Gráfico 6** a evolução da Dívida Líquida.

As empresas do grupo CEO Original Mantido, em que o fundo manteve o CEO Original durante todo o período investido ou o período observado, têm desempenho superior em todas as métricas. É o grupo que entrega maior crescimento da receita e EBITDA, consegue melhorar a margem EBITDA e diminuir a dívida da empresa dois anos após receber o capital do fundo de private equity. O investimento é liderado por executivos que já conheciam a empresa antes do investimento do fundo e que conseguem desenvolver o plano de investimento e expansão de imediato. É nítida a diferença do desempenho entre as empresas que mantiveram o CEO que já as gerenciava até o final do período de investimento do fundo (CEO Original Mantido) em relação às que substituíram o CEO, mesmo que a escolha tenha sido acertada, ou seja, o CEO do Fundo tenha permanecido até o final do investimento ou do período observado. A receita do grupo de empresas “CEO Original Mantido” cresceu 89% em dois anos, o EBITDA cresceu 35% e a margem EBITDA aumentou em cerca de 13%. O crescimento da receita das empresas com “CEO do Fundo Mantido” foi menor, próximo de 48%, o crescimento de EBITDA foi de 28% e não houve praticamente melhora de margem EBITDA. Entretanto, observa-se que o grupo CEO do Fundo Mantido apresentou um aumento acentuado da taxa de crescimento da receita a partir do 6º trimestre, sugerindo uma preocupação em recuperar o tempo perdido.

A superioridade do grupo de empresas “CEO Original Mantido” não é surpreendente. Indica que o fundo manteve o CEO Original (ou decidiu por fazer o investimento, no caso do modelo minoritário) por encontrar uma empresa bem gerida, que pôde se beneficiar do apoio do private equity e acelerar o crescimento desde o primeiro momento. Isso está de acordo com evidências de outros estudos<sup>3</sup>, onde a preferência dos fundos de Private Equity quando investem no Brasil é por manter a gestão corrente, mesmo quando adquirem controle. O modelo management buy-in (CEO do Fundo), tem um desempenho pior nos dois primeiros anos, entretanto, a aceleração do crescimento da receita que se observa a partir 6º período está em linha com modelos de buyout, que precisam de um tempo inicial maior para o CEO se adaptar com a gestão da empresa e depois buscar um crescimento agressivo para conseguir entregar resultado até o final do investimento do fundo.

Os dois grupos de CEOs que são substituídos apresentam evolução similar em todas as variáveis. Os CEOs Originais Substituídos aumentam a receita em 31% no final do segundo ano, mas o EBITDA cai 16% e conseqüentemente há deterioração da margem EBITDA. A dívida tem trajetória crescente nos dois primeiros anos. Aparentemente os executivos investem o equity e aumentam a dívida para crescer a receita, entretanto não conseguem melhorar o EBITDA e entregam crescimento de receita moderado. Esta combinação pode ser o motivo para a substituição do executivo.

Observam-se nas empresas que tiveram o CEO do Fundo Substituído um crescimento consistente da receita, chegando num aumento acumulado de 74% nos dois anos após o investimento do fundo. Entretanto, o EBITDA dessas empresas tem trajetória errática neste período e diminui 14%

<sup>3</sup> Insper, Ártica. 2020. Atraindo Investimentos de Private Equity. Disponível em <https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2020/04/Whitepaper-Atraindo-Investimentos-de-Private-Equity-%C3%81rtica-e-Insper.pdf>

no quarto trimestre, mas se recupera e atinge crescimento acumulado de 14% no final do segundo ano (comparado ao trimestre de entrada do CEO). A dívida da empresa aumenta em 150% em dois anos. O ponto positivo da gestão é o aumento da receita, mas o pequeno aumento do EBITDA, diminuição da margem e aumento explosivo da dívida parecem motivar a substituição.

A amostra, por ser pequena, não permite o controle por ano que o investimento foi feito, setores e outras variáveis que podem influenciar o desempenho das empresas. Apesar das limitações, os resultados gerados são interessantes, e o estudo indica o impacto da escolha do CEO no desempenho imediato na empresa.

**Gráfico 2. Desempenho das empresas que mantiveram o CEO Original e das empresas que o substituíram pelo imposto pelo fundo no momento do investimento**

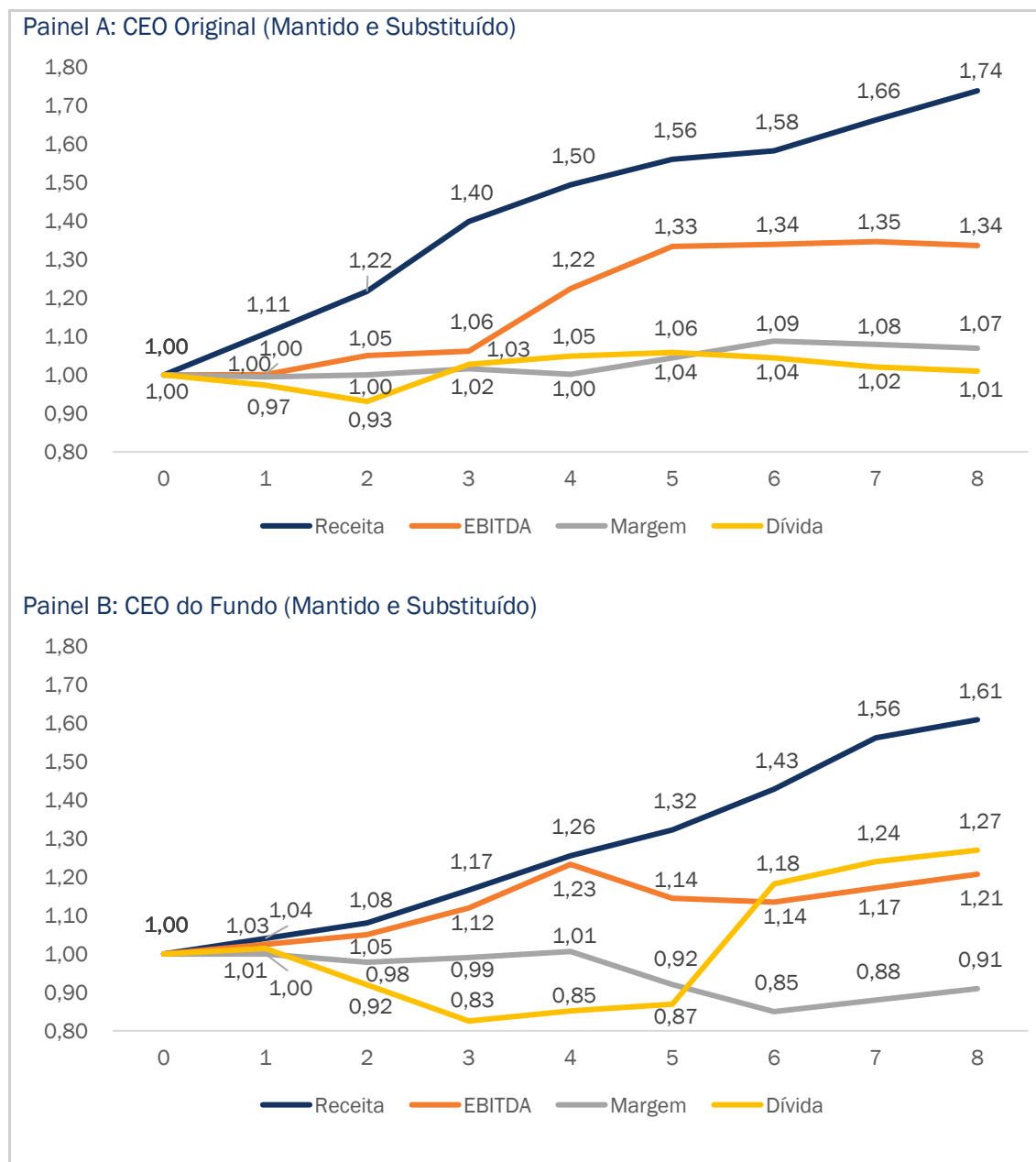




Gráfico 3: Evolução da Receita

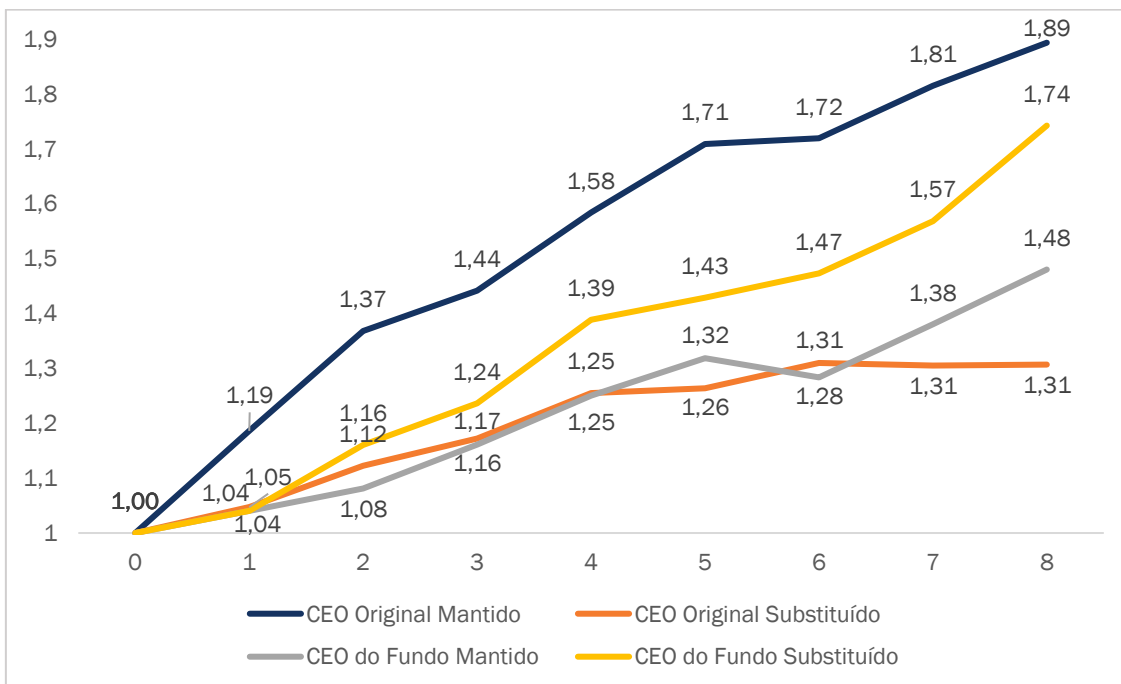


Gráfico 4: Evolução do EBITDA

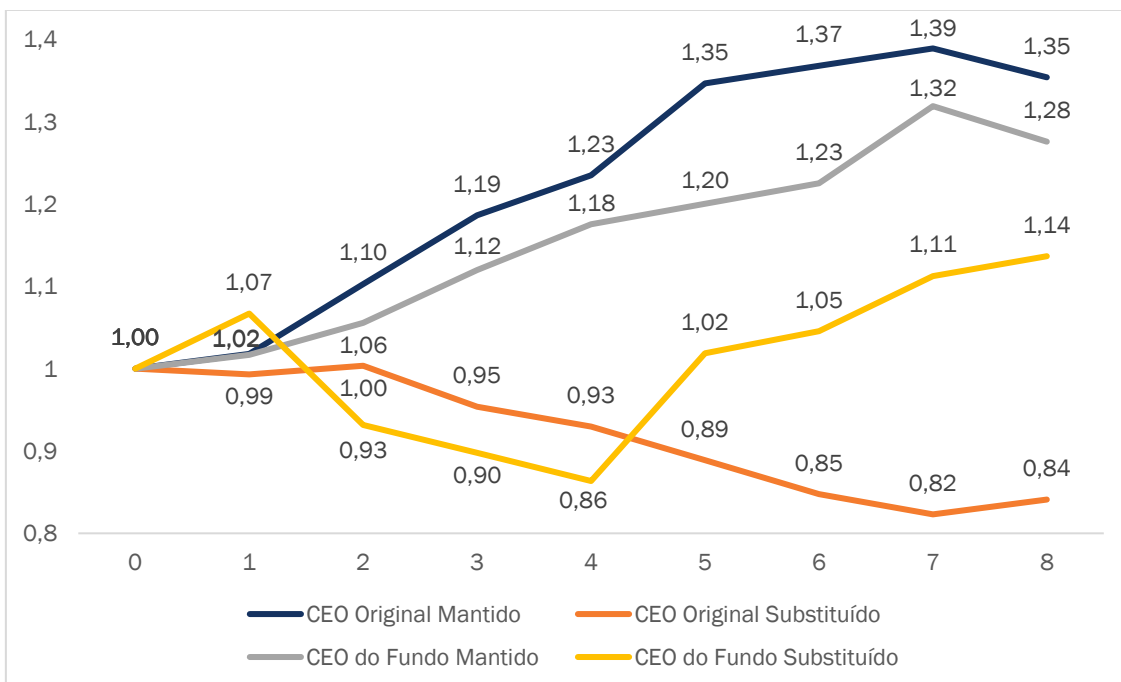


Gráfico 5: Evolução da Margem EBITDA

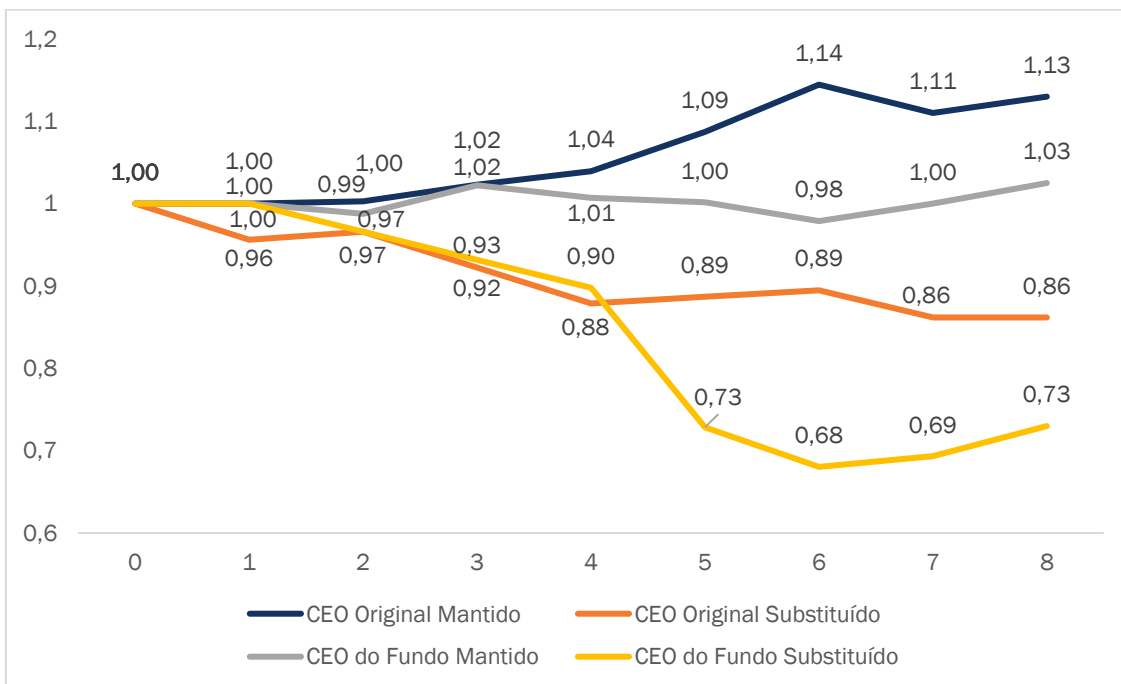
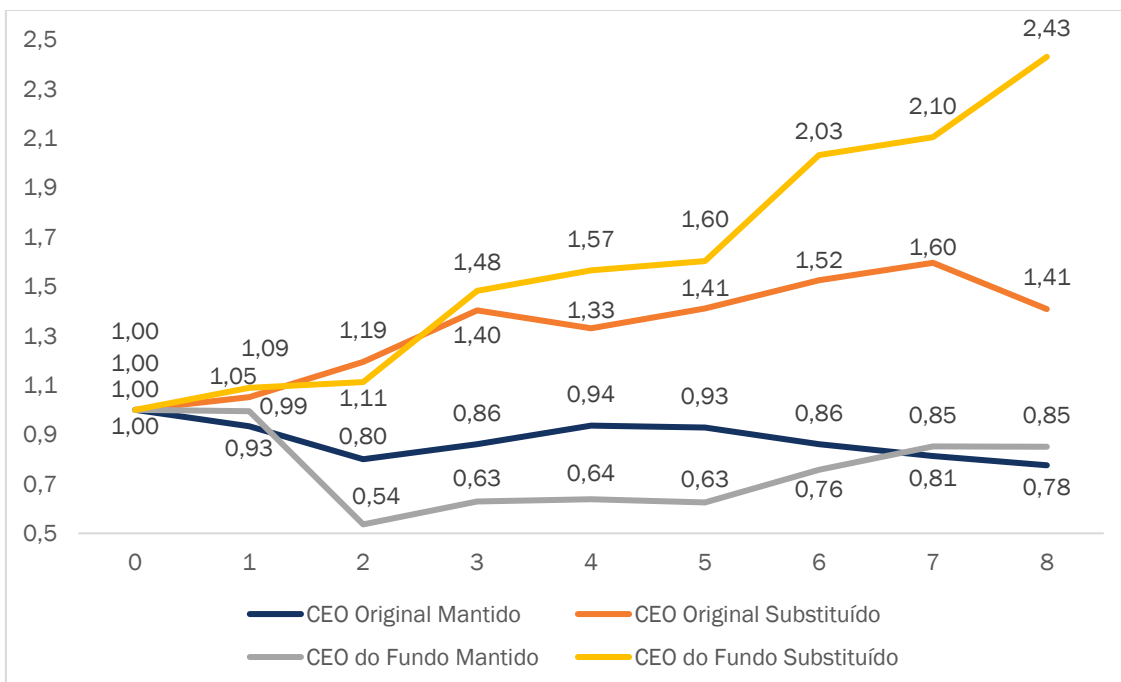


Gráfico 6: Dívida Líquida





## CARACTERÍSTICAS DOS CEOS ORIGINAIS E CEOS DO FUNDO

Para entender melhor o perfil dos CEOs originais que são mantidos e o do executivo imposto pelo fundo para realizar o management buy-in analisamos as características observáveis do CEO e dos incentivos criados com o investimento do fundo de private equity. A **Tabela 2** apresenta as informações sobre a experiência, idade, participação acionária na empresa investida, opções em ações e se o CEO é fundador da empresa nos quatro grupos de empresas analisadas: CEO Original Mantido, CEO Original Substituído, CEO do Fundo Mantido, CEO do Fundo Substituído. A tabela também apresenta o “Total Original” para o grupo de empresas que optaram pela manutenção do CEO após o investimento (soma dos grupos CEO Original Mantido e CEO Original Substituído) e a coluna “Total do Fundo” para as empresas que optaram pela substituição do CEO com o investimento do fundo (é a soma dos grupos CEO do Fundo Mantido e CEO do Fundo Substituídos).

Quando os CEOs Originais que permaneceram na empresa com a entrada do fundo são comparados com os executivos que foram impostos pelo fundo, observa-se que os dois grupos apresentam uma média de idade de 45 anos à época em que o fundo faz o investimento, sinalizando um tempo de maturidade profissional semelhante e com um baixo percentual de mulheres, abaixo de 10%. Entretanto, os dois grupos diferem bastante quanto ao tipo de experiência profissional prévia e incentivos. Os CEOs impostos pelo fundo possuem menor experiência empreendedora. Embora 12% dos CEOs que assumiram a gestão com a entrada do fundo eram os fundadores da empresa, esse percentual é bem mais baixo que os 73% de fundadores que estão entre os CEOs Originais que permaneceram na gestão com a entrada do fundo. Além disso, 11% dos CEOs Originais eram empreendedores em série, enquanto esse percentual é nulo para o CEO do Fundo. Antes de assumir a posição de CEO da empresa, a área de experiência dominante dos executivos originais é operacional (71% dos casos). Não se percebe dominância de área de experiência no grupo de executivos recomendado pelo fundo, estando bem balanceada entre financeira, operacional e comercial (em torno de 30% de CEOs em cada categoria). Quanto a incentivos, percebe-se que o percentual de ações dos CEOs Originais (32%) é significativamente superior ao dos CEOs do Fundo (7%), embora a diferença entre o percentual de opções de ações dos dois grupos seja mais próxima, ao redor de 40%. Surpreendentemente, apenas 2% dos CEOs Originais foram executivos de empresas Tech, enquanto nenhum CEO do Fundo teve esta experiência.

As experiências dos CEOs Originais separadas em Mantidos e Substituídos e apresentados na **Tabela 2**. Os dois grupos assumem como executivo próximo aos 36 anos, entretanto, a média de idade do grupo dos CEOs Originais Substituídos no momento que o fundo faz o investimento é de 48 anos, significativamente mais alta do que os 42 anos de idade dos CEOs Originais Mantidos no mesmo momento.

O percentual de fundadores da empresa entre os CEOs Originais Mantidos foi de 77%, enquanto dos Substituídos foi de 67%. O grupo dos CEOs Originais que se mantiveram até o final parece ter uma maior experiência empreendedora em relação aos CEOs Originais que foram substituídos: um menor percentual de *first time founder* (35% versus 48%) e um maior percentual de empreendedor serial (14% versus 5%). O grupo do CEO Original Mantido também parece ter uma maior experiência na área financeira (21% contra 10%) e experiência executiva, onde 42% dos que foram mantidos exerceram função de C-level antes de trabalharem na empresa investida e apenas 25% dos que foram substituídos. Entretanto, parecem ter menor experiência operacional (67% contra 80%), e no setor da empresa (58% contra 80%).

Os dados indicam que os CEOs Originais que permaneceram na empresa até a saída do fundo têm mais incentivos em termos de percentual de ações do que os que foram substituídos: 37% dos CEOs Originais Mantidos têm ações da empresa, contra 19% dos CEOs Substituídos.

Entretanto, os incentivos em termos de opções em ações parecem ser semelhantes: cerca de 40% dos CEOs de ambos os grupos.

A amostra tem poucos dados de CEOs do Fundo que foram substituídos. Nota-se que nenhum CEO que foi substituído tinha experiência na área financeira e opções de ações, e que esse grupo detinha um percentual pequeno de ações (5%), ligeiramente inferior ao dos CEOs mantidos (7%),

Tabela 2: Experiência

	Manutenção do CEO no investimento do fundo			Substituição do CEO no investimento do fundo		
	CEO Original	CEO Original Substituídos	Total Original	CEO do Fundo	CEO do Fundo Substituídos	Total do Fundo
Idade do CEO na data de início na empresa	35	37	35	45	45	45
Idade do CEO na data do investimento no fundo	42*	48	44	45	45	45
Tempo do CEO após o investimento do fundo <sup>4</sup>	5*	2	4	4	3	4
Mulher	9%*	0%	7%	8%	0%	6%
<b>Experiência Empreendedora</b>						
Fundador da empresa	77%	67%	74%*	8%	25%	12%
1st time founder	35%	48%	39%*	0%	25%	6%
Empreendedor serial	14%	5%	11%*	0%	0%	0%
<b>Principal experiência antes de assumir como CEO</b>						
Financeiro	21%	10%	18%	42%*	0%	32%
Operacional	67%	80%	71%*	33%	25%	31%
Marketing	0%	0%	0%	8%	0%	6%
Comercial	12%	10%	11%	17%	75%	30%
Experiência C-level	42%	25%	37%	58%*	0%	45%
Experiência no setor	58%	80%	65%	67%	50%	63%
Experiência tech	2%	0%	2%	0%	0%	0%
<b>Propriedade e incentivos</b>						
Porcentagem de ações	37%*	19%	32%*	7%	5%	7%
Opções de ações	42%	40%	41%	45%*	0%	35%
Observações	59	25	84	14	4	18

\* indica significância estatística de 10% no teste de diferença de média ou diferença de proporção, os testes foram feitos entre CEO Original Vs. CEO Original Substituídos, CEO do Fundo Vs. CEO do Fundo Substituídos e Total das empresas que optaram pela manutenção do CEO após o investimento do fundo Vs. Total das empresas que optaram pela substituição do CEO após investimento do fundo.

A **Tabela 3** apresenta a formação profissional dos CEOs. O grupo CEO Original é composto majoritariamente por indivíduos que tem uma formação mais técnica, que se caracteriza como STEM (51%), enquanto o grupo de CEO do fundo está mais balanceado em formação em finanças e STEM. Ambos os grupos têm um percentual alto de graduados em faculdade de renome (48% e 41%), embora não seja a maioria em nenhum deles. A maior parte dos executivos de ambos os grupos têm pós-graduação, sendo a maior parte realizada no Brasil. Uma minoria em ambos os grupos possui mestrado ou doutorado.

<sup>4</sup> CEO Original e CEO do Fundo contam o tempo na empresa até junho/2021 ou até a empresa ser vendida ou o fundo vender a sua participação, enquanto para os CEOs Substituídos o tempo de CEO é até a data de substituição.

No grupo de CEOs Originais que foram substituídos pelo fundo após dois trimestres do investimento nota-se um percentual mais alto de executivos formados em cursos que se enquadram como STEM, assim como um percentual mais alto de mestres e doutores, mas essa diferença não é estatisticamente significativa.

Tabela 3: Educação

	Manutenção do CEO no investimento do fundo			Substituição do CEO no investimento do fundo		
	CEO Original Substituído	CEO Original Substituído	Total Original	CEO do Fundo	CEO do Fundo Substituído	Total do Fundo
Educação em Finanças <sup>5</sup>	37%	29%	35%	50%	25%	46%
Educação STEM <sup>6</sup>	51%	62%	54%	42%	25%	40%
Educação em faculdade de renome <sup>7</sup>	49%	48%	48%	33%	50%	41%
Pós-graduação	55%	57%	55%	75%	0%	58%
MBA – Internacional	15%	10%	13%	25%	0%	19%
MBA – Brasil	33%	29%	31%	42%*	0%	32%
Mestrado/Doutorado	7%	19%	11%	8%	0%	6%



## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O número de empresas e CEOs é limitada e o período de análise é curto, entretanto a base apresenta profundidade de informações sobre o desempenho das empresas com resultados interessantes que merecem ser aprofundados em estudos futuros que contarão com maior número de observações.

Os dados confirmam que os fundos que decidem por manter o executivo que está na empresa tem vantagem de obter uma melhora de desempenho desde o início do investimento. Embora o modelo de management buy-in apresente bons resultados nos dois primeiros anos, o crescimento da receita e do EBITDA é mais lento e indica a demora do executivo para compreender o funcionamento da empresa e acertar o modelo de negócios. O sexto trimestre apresenta uma aceleração da taxa de crescimento das variáveis e demonstra a necessidade de recuperar o tempo com crescimento de receita e aumento do endividamento.

Os CEOs com melhor desempenho têm maior percentual de executivos fundadores da empresa, com experiência empreendedora e na área financeira, maior percentual de ações e incentivos em opções de ações, quando comparado aos executivos que são substituídos alguns trimestres depois do investimento do fundo de private equity.

A seleção correta do CEO desde o início do investimento também traz grande vantagem de desempenho operacional, principalmente se o CEO Original for mantido. A substituição do CEO Original posterior ao investimento do fundo é a que se mostra mais custosa, com o pior desempenho entre todas as análises. A substituição leva a um atraso do desenvolvimento da empresa e pode afetar o retorno esperado pelo fundo.

<sup>5</sup> Graduação em administração, economia, contabilidade e áreas correlatas.

<sup>6</sup> Graduação em engenharia, computação, outras ciências exatas e da terra.

<sup>7</sup> Graduação nas principais universidades brasileiras ou estrangeiras.



## PESSOAS ENVOLVIDAS NA PESQUISA

**Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi**

Inspere

**Humberto Gallucci Netto**

Spectra Investments

**Rafael Bassani**

Spectra Investments

**Ricardo Kanitz**

Spectra Investments



## CONTATOS

**[minardi@insper.edu.br](mailto:minardi@insper.edu.br)**

Inspere

**[estudos@spectrainvest.com](mailto:estudos@spectrainvest.com)**

Spectra Investments

Insper

