



Introdução à indústria de private equity no Brasil

Banca Examinadora

Prof. Dr. Antonio Jesus de Brito Cosenza - Orientador

Prof. Dr. Fábio Mariotto

Prof. Dr. Richard Saito

JS

Fundação Getúlio Vargas
Escola de Administração de Empresas de São Paulo

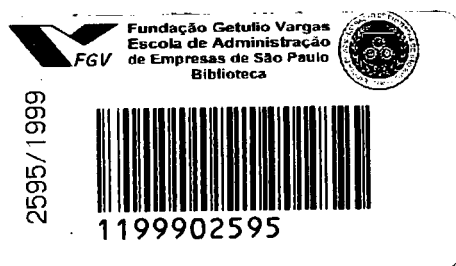
JULIO CESAR DE AZEVEDO BEZERRA

Introdução à indústria de private equity no Brasil

Dissertação apresentada ao curso de Pós-Graduação da FGV/EAESP como requisito para obtenção do título de mestre em Administração.

Área de Concentração: Mercadologia

Orientador: Prof. Dr. Antonio Jesus de Brito Cosenza



São Paulo
1999

Escola de Administração de S. Moraes J. São Paulo	
Data	05.11
Local	226.714 (81)
2595/99	85741 Dn. 2.2

0025-23260

BEZERRA, Julio Cesar de Azevedo *Introdução à indústria de private equity no Brasil*.
São Paulo: EAESP/FGV, 1999, 157p.(Dissertação de Mestrado apresentada ao curso de
Pós-Graduação da EAESP/FGV. Área de Concentração: Mercadologia)

Resumo: Este trabalho trata da indústria de *private equity* brasileira. A dinâmica desta indústria é descrita com base em sua comparação com a indústria americana. Faz-se uma análise das perspectivas de obtenção dos elevados retornos esperados pelos investidores e desenvolve-se propostas de adaptação do modelo de *private equity* americano à realidade brasileira.

Palavras-Chaves: Private Equity - Capital de Risco - Fundos de Pensão - Investimento Estrangeiro

A meus pais,
sem cujo apoio os caminhos seriam outros.

Agradecimentos

A meu orientador, Prof. Antonio Jesus de Brito Cosenza, pela imprescindível disposição em ajudar-me apesar de todas as dificuldades trazidas pela distância física.

A todos os profissionais que cederam com extrema boa vontade parte de seu tempo para entrevistas: matéria-prima deste trabalho.

Aos professores Fábio Mariotto e Richard Saito, membros da banca, por suas recomendações na defesa da proposta e sua compreensão dos inconvenientes gerados por problemas de agenda.

A todas da SEPPG, especialmente à Rosa e à Mila, pela dedicação na resolução das centenas de pedidos pouco usuais ao longo do curso.

Aos amigos, que auxiliaram na marcação de entrevistas, revisaram o texto e me escutaram falar de *private equity* por horas a fio.

Resumo

Este trabalho trata da indústria de *private equity* brasileira. A dinâmica desta indústria é descrita com base em sua comparação com a indústria americana. Faz-se uma análise das perspectivas de obtenção dos elevados retornos esperados pelos investidores e desenvolve-se propostas de adaptação do modelo de *private equity* americano à realidade brasileira.

Abstract

The Brazilian private equity industry is discussed by means of comparison to the American industry. The text describes the ability of the funds operating in the country to obtain the high returns demanded by investors. Several proposals are made to adapt the American private equity model to the Brazilian conditions.

Índice

1	INTRODUÇÃO	15
1.1	Objetivo	16
1.2	Motivação e importância deste estudo	17
2	METODOLOGIA	20
2.1	Revisão Bibliográfica	20
2.2	Pesquisa de campo	22
3	A INDÚSTRIA DE PARTICIPAÇÕES PRIVADAS	25
3.1	A indústria Americana	25
3.1.1	Angel Capital	25
3.1.2	Participações Corporativas	26
3.1.3	Fundos como substituição de investimentos diretos	27
3.1.4	Evolução do mercado de participações privadas americano	28
3.2	Estrutura da Indústria Americana	32
3.2.1	Empresas	32
3.2.2	Fundos de Participações Privadas	33
3.2.3	Investidores	34
3.2.4	Agentes e Intermediários	34
3.3	As bases da indústria americana (de 1946 a 1980)	34
3.4	Desenvolvimento da indústria de participações privadas no Brasil	39
3.4.1	Desenvolvimento dos fundos de participações privadas no Brasil	44
4	FUNCIONAMENTO DOS FUNDOS DE PARTICIPAÇÕES PRIVADAS	50
4.1	Etapas do ciclo de investimentos	50
4.2	Captação de Recursos	51
4.2.1	Gatekeepers	51
4.2.2	Fund Raisers	52
4.2.3	Avaliação de fundos de participações privadas	53
4.3	Originação e seleção de investimentos	56
4.3.1	Originação	57
4.3.2	Assessores Para Empresas	58
4.3.3	Assessores a fundos de private equity	60
4.3.4	Critérios de seleção	61
4.4	Estruturação do Investimento	66
4.4.1	Co-investimento	66
4.4.2	Sindicalização	67
4.4.3	Renegociação de Dívidas	67
4.5	Acompanhamento de Investimentos	68
4.6	Desinvestimento	70

4.6.1	Emissões primárias	71
4.6.2	Venda a Investidores Estratégicos	72
4.6.3	Outras alternativas de Desinvestimento	73
4.6.4	Valor Agregado pelos Fundos	74
4.6.5	Instrumentos Contratuais	75
4.7	Relação entre administradores de fundos e investidores	76
4.7.1	Remuneração	76
4.7.2	Reputação	79
4.7.3	Restrições contratuais	79
5	FUNDOS DE PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	83
5.1	Características Gerais da Indústria	83
5.2	Classificações de fundos de participações privadas no Brasil	85
5.2.1	Fundos Estrangeiros	86
5.2.2	Fundos Locais	87
5.2.3	Fundos internacionalizados	88
5.2.4	Fundos estrangeiros com forte presença local	88
5.2.5	Fundos para investidores brasileiros	89
5.2.6	Fundos de Venture Capital	90
6	INVESTIDORES DA INDÚSTRIA DE PARTICIPAÇÕES PRIVADAS	94
6.1.1	Fundos de Pensão Americanos	94
6.1.2	Fundos de Pensão Brasileiros	95
6.1.3	Fundações	96
6.1.4	Bancos Comerciais e de Investimento	96
6.1.5	Famílias e indivíduos Ricos	97
6.1.6	Corporações	97
7	EMPRESAS QUE RECORREM A PARTICIPAÇÕES PRIVADAS	99
7.1	Tipos de empresa	99
7.1.1	Empresas que buscam Seed Capital	99
7.1.2	Start ups	100
7.1.3	Later Stage New Venture	100
7.1.4	Empresas médias em expansão	100
7.1.5	Empresas Visando Reestruturações de Capital	101
7.1.6	Empresas em Dificuldades	101
7.1.7	LBO's	102
7.2	Especificidades de empresas no Brasil	103
7.2.1	Privatizações	103
7.2.2	Motivação para captação de recursos	103
7.2.3	Venture Capital	104
7.3	Seleção de Investidores	105
8	DETERMINANTES DE RETORNO EM PARTICIPAÇÕES PRIVADAS	108
8.1	Fatores determinantes de retorno	108
8.1.1	Fatores Externos	108
8.1.2	Fatores Internos	111
8.2	Perspectivas de retorno do private equity no Brasil	112
8.2.1	Dificuldades de originação	114

8.2.2	Limitação das opções de saída	116
8.2.3	Restrições à alavancagem	117
8.2.4	Instabilidade macroeconômica	118
8.2.5	Perspectiva de obtenção dos retornos esperados	120
9	ALTERNATIVAS PARA O <i>PRIVATE EQUITY</i> NO BRASIL	123
9.1	Diferenças entre o mercado brasileiro e o americano	123
9.2	Alternativas para adaptar o private equity à realidade brasileira	126
9.2.1	Formação de times locais	126
9.2.2	Aquisição de controle	128
9.2.3	Agregar valor operacional	128
9.2.4	Empresas maiores	129
9.2.5	Privatizações	130
9.2.6	Auxiliar a preparação de Businessplans	131
9.2.7	Leverage Build Ups	132
9.2.8	Atuação oportunística	132
9.3	Sinergias e incompatibilidades entre as alternativas propostas	134
9.3.1	Terceirização da presença no Brasil	136
9.3.2	A estratégia do DLJ	139
10	CONCLUSÃO	141
10.1	Limitações deste estudo e sugestões de pesquisas futuras	144
	BIBLIOGRAFIA	148
	ANEXOS	152
	Anexo 1- Variância e estatística dos retornos de fundos de private equity	153
	Anexo 2- Entrevistas Realizadas	154
	Anexo 3- Roteiro de entrevista utilizado	157

Índice de tabelas, gráficos e figuras

Tabelas

Tabela 4.1: Critérios de seleção utilizados por fundos de <i>venture capital</i> .	62
Tabela 8.1- Influência da alavancagem sobre o retorno sobre investimento	118
Tabela 9.1: Diferenças entre Brasil e EUA ligadas à indústria de participações privadas	124
Tabela 9.2: Sinergias e incompatibilidades entre as alternativas estratégicas sugeridas	135

Gráficos

Gráfico 3.1: Evolução da Indústria de Participações Privadas nos EUA	30
Gráfico 3.2: Evolução da participação do <i>venture capital</i> e do <i>private equity</i>	31
Gráfico 3.3: Alocação de recursos à indústria de participações privadas	31
Gráfico 3.4 - Taxas nominais de juros de curto prazo de países selecionados	47
Gráfico 8.1- Captação de recursos <i>versus</i> taxa interna de retorno - <i>venture capital</i>	109
Gráfico 8.2- Captação de recursos <i>versus</i> taxa interna de retorno - <i>private equity</i>	109
Gráfico 8.3- Índice do CDI acumulado e variação do dólar	113

Figuras

Figura 3.1: Estrutura da Indústria americana de Participações Privadas	32
Figura 8.1: Oportunidades e aspectos negativos da indústria de <i>private equity</i> no Brasil	120

Estrutura do Texto

Esta dissertação pode ser dividida em três partes principais. A primeira parte, que compreende o capítulo um, trata da importância do tema e descreve a metodologia utilizada para a realização deste trabalho. A segunda parte, do capítulo 2 ao capítulo 7, apresenta o estado da arte do conhecimento sobre *private equity* e descreve a dinâmica da indústria brasileira. Os três últimos capítulos trazem a análise da indústria e as propostas para a adaptação do modelo americano à realidade brasileira

Sinopse dos Capítulos

Capítulo 1

Introdução

Este capítulo descreve a importância de estudar-se a indústria de private equity no Brasil, bem como os fatores que motivaram a escolha do tema.

Capítulo 2

Metodologia

A metodologia utilizada para o desenvolvimento deste projeto é apresentada. São descritas as características da pesquisa bibliográfica e o método utilizado na pesquisa de campo.

Capítulo 3

A Indústria de Participações Privadas

O Capítulo 3 discorre sobre o histórico do desenvolvimento da indústria de participações privadas nos EUA e no Brasil e apresenta a estrutura básica desta indústria.

Capítulo 4

Funcionamento dos fundos de participações privadas

O funcionamento dos fundos participações privadas é apresentado: as etapas do ciclo de investimento e a relação entre empresas, investidores e administradores de fundo são descritas.

Capítulo 5

Fundos de participações privadas no Brasil

O capítulo 5 trata dos administradores de fundos de participações privadas com potencial de investimento no Brasil. Neste capítulo, propõe-se uma classificação para os fundos que atuam no país e apresentam-se algumas características gerais da indústria.

Capítulo 6

Investidores da Indústria de participações privadas

Descreve-se quem são os investidores tradicionais da indústria de participações privadas e quais as diferenças de atuação dos fundos de pensão nos EUA e no Brasil.

Capítulo 7

Empresas que recorrem a participações privadas

Neste capítulo são apresentados os diversos tipos de empresas que recorrem a participações privadas. Também são ressaltadas as particularidades destas empresas no Brasil.

Capítulo 8

Determinantes de retorno em participações privadas

O Capítulo 8 apresenta os fatores que influenciam os retornos de fundos de participações privadas e discute a possibilidade de os administradores de private equity no Brasil obterem os retornos esperados pelos investidores.

Capítulo 9

Alternativas estratégicas para o *private equity* no Brasil

Este capítulo apresenta diversas alternativas estratégicas para adaptar-se o modelo de private equity americano à realidade brasileira.

Capítulo 10

Conclusão

As principais constatações do projeto são resumidas, suas limitações descritas e áreas para pesquisa futura sugeridas.

Definições

Uma das dificuldades encontradas na elaboração desta dissertação de mestrado foi a variedade de significados que os termos *private equity* e *venture capital* podem assumir. Há uma ausência de definições precisas tanto no meio acadêmico quanto no profissional, o que gera problemas de compreensão. A situação torna-se ainda mais complicada quando, no Brasil, as traduções dos termos originais também adquirem suas próprias variações de significado.

Há, porém, algum consenso pela utilização do termo *venture capital* como referência de investimentos em empresas embrionárias e de *private equity* no caso de investimentos em empresas já estabelecidas. O principal problema de nomenclatura está ligado à adoção algumas vezes de *private equity*, outras de *venture capital*, como termo genérico abrangendo os dois conceitos, ou seja, referindo-se genericamente a investimentos em participações acionárias em empresas fechadas, embrionárias ou não.

Como ilustração, Lorentz (1989) define *venture capital* como financiamentos de longo prazo, baseados em participações acionárias nas quais a remuneração do investidor se dá basicamente devido a ganhos de capital. Já Fenn, Liang e Prowse (1995) utilizam um conceito extremamente próximo a este para definir *private equity*. Tomando-se a definição de Lorentz, *private equity* seria um caso particular de *venture capital*. Pela definição de Fenn, Liang e Prowse, seria o contrário¹.

Nesta dissertação, são utilizadas as definições de *private equity* e *venture capital*² mais correntemente utilizadas pelos administradores de fundos no Brasil e, para facilitar a compreensão do texto, o termo "indústria de participações privadas" (em português) é utilizado quando se trata da indústria em geral:

¹ Fenn, Liang e Prowse (1995) utilizam em seu texto o termo *private equity* apenas em seu sentido mais genérico, abrangendo investimentos em empresas embrionárias ou já estabelecidas. Quando se referem a características específicas de um dos segmentos, os termos *venture private equity* e *non-venture private equity* são utilizados.

² A os termos *venture capital* e *private equity* são geralmente utilizados em inglês tanto pelos profissionais quanto pela imprensa especializada em negócios no Brasil, o que motivou a manutenção das expressões em seu idioma original.

Indústria de Participações Privadas: A indústria de "Participações Privadas" é a indústria de investimentos de longo prazo, baseados em participações acionárias ou em instrumentos de dívida conversíveis em ações, nos quais os investimentos são ilíquidos e a remuneração do investidor se dá principalmente devido a ganhos de capital. Em geral, este tipo de capital financia pequenas e médias empresas que encontram dificuldades em conseguir financiamentos através de outros instrumentos, como emissão de dívida e abertura de capital. Administradores de participações privadas adquirem expressivas participações acionárias e exercem um papel ativo no controle e na orientação estratégica das empresas nas quais investem.

Venture Capital: *Venture Capital* é um segmento da indústria de participações privadas que se especializa no financiamento de empresas embrionárias (*start ups*). O *venture capital* financia, na maior parte dos casos, empresas com novos produtos ou conceitos de negócio em indústrias com alto potencial de crescimento.

Private Equity: *Private Equity* é o segmento da indústria de participações privadas que investe em empresas já estabelecidas. Em geral, os administradores de *private equity* investem em empresas que necessitam capital para uma nova fase de expansão ou que estão passando por reestruturações acionárias.

Capítulo 1

Introdução

Este capítulo descreve a importância de estudar-se a indústria de private equity no Brasil, bem como os fatores que motivaram a escolha do tema.

Apesar do desenvolvimento de indústrias similares fora dos EUA, a indústria americana de participações privadas continua sendo a mais desenvolvida no mundo: maior volume de recursos investidos e à disposição para investir; maior número de investidores e de administradores de fundos; melhor nível de conhecimento e experiência de seus investidores, administradores de fundos e empresas; etc..

A indústria brasileira ainda está em uma fase inicial de desenvolvimento, havendo um reduzido histórico de investimentos realizados. Há, porém, um rápido crescimento desta atividade no Brasil com a criação nos últimos anos de diversos fundos de *private equity* com o objetivo de investir no país.

Os diferentes estágios de desenvolvimento, associados à influência de empresas e investidores americanos na indústria brasileira, fazem com que o estudo das características e da evolução da indústria americana seja de grande importância para a compreensão da dinâmica desta indústria no Brasil, bem como para a discussão de seu desenvolvimento futuro.

1.1 Objetivo

A proposta deste trabalho é analisar a indústria brasileira de participações privadas através de sua comparação com a indústria americana. Apesar de fazer-se, ao longo do texto, comentários sobre *venture capital* e investimentos diretos, o foco deste trabalho está na compreensão da dinâmica do *private equity* no Brasil. O objetivo final deste estudo é propor alternativas que permitam a administradores de fundos de *private equity* adaptar o modelo americano às especificidades locais.

Para atingir este objetivo, combinou-se uma revisão bibliográfica do conhecimento sobre o tema a uma pesquisa de campo. Esta pesquisa constituiu-se de entrevistas com executivos ligados à indústria de participações privadas, sobretudo administradores de fundos.

1.2 Motivação e importância deste estudo

A motivação inicial pelo tema se deu no segundo semestre de 1998 quando houve um agravamento da situação econômica do Sudeste Asiático seguida da crise econômico-política na Rússia. Consequências imediatas destes eventos foram uma acentuada elevação das taxas de juros no Brasil e um aumento da percepção de risco de investidores estrangeiros em relação ao país. Houve, também, uma violenta queda das bolsas de valores e elevadas saídas de capital - que culminaram com a necessidade de liberação cambial. No exterior, acompanhou-se uma forte penalização em bolsa das ações de companhias com exposição ao Brasil e à América Latina em geral.

A combinação destes fatores implicou um aumento da dificuldade de empresas brasileiras na obtenção de financiamento. Enquanto financiamentos através da emissão de ações foram praticamente inviabilizados pelo enfraquecimento das bolsas, a percepção internacional de risco em relação ao Brasil e a alta dos juros internos elevaram enormemente os custos ligados à contração de dívida.

Também a opção de captar recursos através da venda de parte do capital a uma empresa estrangeira (investidor estratégico) encontrou-se dificultada, devido às incertezas quanto ao futuro da economia do país e à negatividade com que as bolsas de valores vinham recebendo anúncios de investimentos em mercados emergentes.

Esta situação se tornava ainda mais grave para empresas de pequeno e médio porte, sem acesso a sofisticados instrumentos financeiros e dependentes de capital de terceiros para sua expansão.

Paralelamente à crise financeira houve um aumento das atividades de fundos de *private equity* no Brasil e anúncios por parte dos administradores destes fundos de elevados volumes de recursos disponíveis para investimento no país. Pareceu interessante, então, compreender mais sobre a dinâmica destes fundos e sua disposição em assumir riscos e financiar pequenas e médias empresas que teriam grandes dificuldades em obter financiamentos por outros meios.

Ao longo da pesquisa, constatou-se que os benefícios da entrada de capital de risco no país não se limitavam a aspectos de financiamento. Empresas entrevistadas que receberam este tipo de capital mencionaram problemas de sucessão e a possibilidade de utilizar fundos de *private equity* como catalisadores da profissionalização de suas atividades como o principal fator motivador para a transação; fundos entrevistados reforçaram a importância de sua participação na redefinição do posicionamento mercadológico e estratégico das empresas. A pesquisa da bibliografia nos EUA, por sua vez, apontou o *venture capital* como um dos fatores de grande importância no desenvolvimento da indústria de informática e de tecnologia no país.

Assim, a compreensão da dinâmica da indústria de participações privadas se torna de grande importância devido a seu potencial de promoção de desenvolvimento econômico no Brasil. O foco em *private equity* se justifica pelo maior desenvolvimento deste segmento da indústria no Brasil.

Capítulo 2

Metodologia

A metodologia utilizada para o desenvolvimento deste projeto é apresentada. São descritas as características da pesquisa bibliográfica e o método utilizado na pesquisa de campo.

2 METODOLOGIA

Esta dissertação tem caráter exploratório, sem pretender testar hipóteses. O projeto foi desenvolvido em duas fases: uma revisão bibliográfica e uma pesquisa de campo. Na primeira fase, revisitou-se a bibliografia internacional sobre o tema. Este estudo foi então combinado aos resultados de uma pesquisa de campo junto a participantes da indústria no Brasil a fim de identificar as especificidades da indústria no país em relação a suas equivalentes estrangeiras.

2.1 Revisão Bibliográfica

Conforme discutido no capítulo precedente, a indústria brasileira de participações privadas está em uma fase inicial de desenvolvimento e sua estrutura tem grande influência da indústria americana, país pioneiro e com o maior desenvolvimento nesta área. Este maior desenvolvimento da indústria nos EUA se reflete também na literatura sobre o tema que é fortemente concentrada em estudos realizados sobre a indústria deste país.

Porém, mesmo nos EUA, a disponibilidade de informações sobre a indústria de participações privadas é limitada. Lerner³ defende que a dificuldade em encontrar-se informações sobre esta indústria está ligada à sua natureza privada: tanto as empresas que recebem investimentos, em geral de capital fechado, quanto os administradores dos fundos são isentos da obrigação de declarar informações sobre suas atividades aos órgãos fiscalizadores dos mercados financeiros americanos. Além disto, o autor afirma que "organizações de participações privadas são extremamente relutantes em divulgar informações sobre seus sucessos, quanto mais sobre seus fracassos"(Lerner 1998).

Vale ressaltar que os estudos acadêmicos identificados nesta revisão bibliográfica concentram-se em *venture capital*, havendo poucos estudos que se preocupam com a indústria de participações privadas como um todo. A dificuldade na identificação de estudos sobre *private equity* está de acordo com a crítica de Write e Robbie (1998, p.538)

³ Josh Lerner é professor da Harvard Business School e é um dos principais pesquisadores da atualidade sobre a indústria de participações privadas.

de que os estudos desenvolvidos se concentram em investimentos em empresas embrionárias e em estágio inicial de desenvolvimento, sem a devida atenção a investimentos em empresas em estágios mais avançados. Este fato é algo surpreendente principalmente considerando-se que, atualmente, 70% do capital alocado a participações privadas nos EUA é reservado a investimentos em empresas já estabelecidas, *private equity*, contra apenas 30% dedicados ao *venture capital*.

O estudo mais completo identificado sobre a indústria de participações privadas americana é o estudo de Fenn, Liang e Prowse (1995) "The economics of the private equity market". Este estudo, patrocinado pelo *Board of Governors do Federal Reserve System*, abrange todo o mercado americano de participações privadas, tanto *venture capital* quanto *private equity*. Este texto é a principal fonte de informações utilizada para a descrição do mercado americano apresentada nos capítulos seguintes. No Brasil, o principal texto identificado foi "O Capital de risco no Brasil, uma contribuição a partir da experiência francesa", tese de doutorado de Gianni Augusta Romani Chocce, apresentada à FEA-USP em 1997, que tem foco na análise da indústria brasileira de *venture capital*.

A pesquisa bibliográfica para esta dissertação foi desenvolvida nos EUA, no Brasil, na França e na Holanda. As principais bibliotecas freqüentadas foram as bibliotecas da New York University (NYU) em Nova York, da Fundação Getúlio Vargas (FGV) em São Paulo, da École des Hautes Études Commerciales (HEC) em Paris, e da Universiteit van Amsterdam (UvA) em Amsterdã. Dentre estas bibliotecas, a da NYU se destaca para a pesquisa sobre participações privadas, principalmente por possuir publicações específicas sobre o tema como *Journal of Business Venturing* e *Venture Capital Journal*.

Além de textos acadêmicos, foram utilizados como fontes secundárias de informação periódicos, brochuras de fundos e materiais distribuídos em congressos da categoria. Entre os periódicos se destacam a *Forbes Magazine* pela descrição dos sucessos e fracassos de investimentos realizados, às vezes leituras mais agradáveis que enriquecedoras, e o *Latin America Private Equity Analyst*, por sua cobertura do mercado latino-americano. A *Gazeta Mercantil*, por sua vez, se destaca como uma importante fonte de informação sobre as atividades dos fundos brasileiros.

2.2 Pesquisa de campo

A pesquisa de campo realizada foi desenvolvida sob a forma de uma pesquisa qualitativa exploratória junto a executivos de fundos de participações privadas com potencial de investimento no Brasil. A pesquisa foi realizada em duas etapas. A primeira teve o objetivo de coletar informações para a caracterização da indústria de participações privadas brasileira. Já a segunda etapa pretendeu discutir com administradores de fundo as propostas desenvolvidas para a adaptação do modelo de *private equity* americano às especificidades brasileiras. A primeira etapa da pesquisa de campo foi realizada em janeiro e fevereiro de 1999 e segunda em setembro do mesmo ano.

Entrevistas complementares foram realizadas no Brasil junto a empresas que receberam este tipo de investimento, a uma consultoria com atuação em *private equity*, e a um escritório de advocacia com experiência na assessoria a este tipo de transação. Uma outra entrevista complementar foi realizada na França junto a um administrador de fundos de participações privadas local.

A adequabilidade da utilização de pesquisa qualitativa para os objetivos desta dissertação pode ser justificada pela afirmação de Aaker, Day e Kumar (1995) de que pesquisas qualitativas têm “grande potencial para novas descobertas e perspectivas” (p.174). A escolha da pesquisa exploratória em lugar de uma pesquisa descritiva ou experimental, conforme classificação proposta por Boyd e Westfall (1984), está ligada ao fato de a primeira adequar-se melhor ao objetivo de levantar novos fatores e relações ligadas a um tema.

Tanto Aaker, Day e Kumar (1995) quanto Boyd e Westfall (1984) defendem que a pesquisa exploratória não deve ser desenvolvida através de uma estrutura rígida, mas segundo um método flexível. Assim, deve-se ter um conhecimento prévio de quais as variáveis relevantes, mas o pesquisador deve iniciar seu trabalho sem pré-concepções estritas do que será o resultado da pesquisa pois é justamente a flexibilidade que abre espaço para a descoberta de idéias interessantes e inéditas.

Com o objetivo de manter a flexibilidade, a técnica utilizada nas entrevistas com os representantes dos fundos de participações privadas foi a de entrevistas semi-estruturadas.

Entrevistas pessoais em profundidade podem ser desenvolvidas de forma não direcionada ou semi-estruturada, sendo a diferença o grau de direcionamento dado à entrevista pelo pesquisador. A escolha do segundo método está ligada à restrição de tempo que se tem ao entrevistar este tipo de executivo, o que demanda um maior direcionamento da entrevista para garantir-se a discussão de todos os pontos de interesse.

O objetivo foi entrevistar o maior número possível de participantes da indústria. A amostragem dos fundos e das empresas entrevistadas foi feita de maneira não probabilística e de conveniência, segundo a possibilidade de marcar entrevistas e a localização geográfica. Foram realizadas 25 entrevistas, sendo 18 na primeira e 7 na segunda fase. A repartição das entrevistas se deu da seguinte maneira: 18 com administradores de fundos de *private equity* com potencial de investimento no Brasil, 3 com executivos de empresas que receberam este tipo de capital, 2 com advogados com experiência nesta indústria, 1 com um administrador de fundos francês e 1 com uma empresa de consultoria. O anexo 2 traz a lista de entrevistas realizadas e o anexo 3 o roteiro das entrevistas.

Vale ressaltar que das 19 entrevistas com administradores de fundos, 17 foram realizadas no Brasil. Apesar de ter-se entrevistado tanto fundos locais quanto subsidiárias de administradores de fundos estrangeiros, fundos internacionais com potencial de realização de investimentos no país, mas com reduzida presença local, estão sub-representados.

Outro ponto que merece atenção é o foco da pesquisa de campo em administradores de fundos de participações privadas. Apesar de ter-se entrevistado de maneira complementar 2 empresas que receberam capital destes fundos, muitos dos comentários presentes neste texto a respeito das características de investidores e de empresas no Brasil refletem, na verdade, a opinião dos administradores de fundos sobre seu comportamento, o que pode incluir um viés.

Capítulo 3

A Indústria de Participações Privadas

O Capítulo 3 discorre sobre o histórico do desenvolvimento da indústria de participações privadas nos EUA e no Brasil e apresenta a estrutura básica desta indústria.

3 A INDÚSTRIA DE PARTICIPAÇÕES PRIVADAS

A indústria de participações privadas no Brasil é, em grande parte, uma extensão da indústria americana. Conforme será discutido ao longo deste texto, diversas administradoras de fundos com potencial de investir no país são empresas sediadas nos EUA, filiais destas empresas, ou associações destas com parceiros locais. Além disto, grande parte do capital disponível para investimentos no Brasil é originário de fundos de pensão americanos. Sendo assim, é natural que a estrutura da indústria de participações privadas brasileira apresente características muito semelhantes à americana.

Este capítulo apresenta a estrutura básica e o histórico da indústria de participações privadas americana e comenta as características específicas e a origem desta indústria no Brasil.

3.1 A indústria Americana

Inicialmente é importante ressaltar que este capítulo se concentra no estudo do mercado de participações privadas realizadas através de fundos de investimento (*limited partnerships*). Neste mercado, investidores adquirem cotas de fundos profissionalmente administrados que reúnem um número limitado de investidores e obtêm participações importantes em empresas de capital fechado, em cuja administração passam a influir ativamente.

Paralelamente ao mercado de fundos, há outras formas de investir em participações privadas. Apesar de não ser este o foco deste trabalho, duas destas opções de investimento são descritas a seguir, *angel capital* e participações corporativas.

3.1.1 Angel Capital

Angel Capital é uma forma de investimento em que ricos indivíduos investem em participações em pequenas companhias fechadas, geralmente em indústrias nas quais possuem experiência (Gompers 1998a). Recentemente, o perfil dos *angel capitalists* tem-se alterado. Ao lado de executivos com carreiras bem sucedidas e membros de famílias ricas,

tem crescido o número de jovens empreendedores que ficaram milionários ao vender o controle de suas empresas de *internet*, fundadas há poucos anos, e que estão dispostos a investir grandes quantidades de recursos em *start ups* de alta tecnologia (Littman 1998). Outro fenômeno atual é a formação de grupos de *angel capitalists* que através de co-investimentos aumentam o montante de capital disponível e passam a ter acesso a negócios que requerem maior volume de recursos.

3.1.2 Participações Corporativas

Além do *AngelCapital*, outra forma de investimento em participações privadas que vem crescendo nos últimos anos é a de Participações Corporativas (*Corporate Private Equity*). Diversas corporações, principalmente do setor de tecnologia nos EUA, têm passado a investir ativamente em participações privadas, especialmente em *venture capital*. Uma particularidade destes investimentos é que estas corporações não estão investindo em fundos de participações privadas administrados por terceiros, mas sim criando seus próprios fundos de investimento. Entre as empresas mais ativas em participações corporativas estão nomes como Microsoft, Intel e Lucent Technologies.

As razões pelas quais grandes corporações, que tendem a ter uma maior aversão ao risco que investidores financeiros, passaram a investir fortemente em *venture capital* vão além dos altos retornos esperados. Em setores como informática, telecomunicações e principalmente na área de *internet*, inovações podem revolucionar o mercado. Assim, empresas líderes podem ver suas participações de mercado se reduzirem rapidamente caso sejam ultrapassadas tecnologicamente pela concorrência. Ao participar do mercado de *venture capital*, empresas de tecnologia passam a ter contato com os empreendedores que desenvolvem as tecnologias e os conceitos de negócio que têm o potencial de revolucionar o mercado no futuro. Como grandes empresas não podem ter certeza de que as próximas inovações serão criadas em seus próprios centros de pesquisa e desenvolvimento, as estratégias de participações corporativas diminuem os riscos de desatualização tecnológica (OECD 1996).

Outro ponto a favor da participação corporativa são as possibilidades de exploração de sinergias entre a *start up* e a empresa investidora. Corporações podem auxiliar as empresas nas quais investem facilitando seu contato a seus próprios clientes, seu acesso a canais de

distribuição, e fornecendo-lhes informações de mercado às quais fundos de *venture capital* tradicionais não teriam acesso (O'Brian 1999).

Ao longo deste estudo não foi identificada no Brasil a presença de fundos de participações corporativas.

3.1.3 Fundos como substituição de investimentos diretos

Antes da evolução do mercado de fundos de participações privadas nos EUA, os principais investidores dos fundos atuais (famílias ricas, fundos de pensão e fundações) já realizavam investimentos deste tipo isoladamente. Porém, estes investidores encontravam dificuldades em desenvolver e otimizar as habilidades necessárias para gerir e diversificar uma carteira de participações privadas, o que limitava sua capacidade de investir desta maneira.

O explosivo crescimento dos fundos como veículo de investimentos em participações diretas nos EUA se deu devido ao advento da estrutura de participações limitadas (*limited partnership*) e a alterações de legislação que flexibilizaram os investimentos dos fundos de pensão.

A *limited partnership* é a estrutura dominante no mercado de fundos de participações privadas. Nesta estrutura, os administradores do fundo servem como sócios principais e os investidores como sócios limitados. Aos sócios principais cabe a missão de identificar oportunidades, realizar investimentos, administrar carteiras de participações e desenvolver estratégias de saída dos investimentos. Os sócios limitados, por sua vez, não têm contato direto com as empresas que recebem investimentos e possuem reduzidos poderes de influenciar as decisões dos fundos. Entretanto, investidores são protegidos por regras contratuais que alinham os interesses de sócios principais e limitados. As relações entre investidores e administradores de *limited partnerships* serão discutidas em maior profundidade no Item 4.7.

Ao se especializarem na gestão de carteiras de participações privadas, os administradores de fundos desenvolvem habilidades específicas que os investidores isolados dificilmente poderiam desenvolver. Para otimizar ainda mais esta possibilidade de desenvolver competências, diversos fundos optam por especializar-se. Esta especialização pode se dar

tanto em termos da indústria na qual investem, região geográfica, ou tipo de empresa e investimento.

Ao optar por investimentos diretos, o investidor é obrigado a adquirir expressivas participações para ter direito de influenciar em decisões administrativas, o que aumenta a exposição do investidor e/ou limita sua segurança de que a empresa será administrada de maneira a maximizar seu investimento. Apesar de *limited partnerships* sempre adquirirem participações que lhe garantam o exercício de controle, completo ou parcial, um sócio limitado dificilmente terá mais do que 10% de participação em qualquer empresa específica. Desta maneira, a *limited partnership* traz, para o investidor, grandes vantagens em relação a investimentos diretos no que tange à capacidade de diversificação.

Outra característica que contribui para a utilização de fundos em lugar de investimentos diretos é a sazonalidade da carga de trabalho. A carga de trabalho ligada à gestão de uma carteira de participações privadas tende a ser concentrada nos primeiros anos, quando os investimentos são realizados e a participação dos investidores na administração das empresas é mais ativa. Outro momento que exige maior participação é o final da vida do fundo, quando da preparação das estratégias de desinvestimento. O período de maturação dos investimentos demandam dos gestores relativamente pouco envolvimento. Sócios principais, em geral, administram simultaneamente diversos fundos em diferentes estágios de desenvolvimento, o que lhes permite utilizar seus recursos mais eficientemente.

Assim, devido às dificuldades dos investidores em desenvolver internamente e otimizar as competências necessárias para gerir carteiras de participações privadas, associadas à possibilidade de diversificação de investimentos que os fundos permitem, a alocação de capital a *limited partnerships* substituiu em grande parte os investimentos diretos anteriormente realizados por fundações, famílias ricas e fundos de pensão americanos.

3.1.4 Evolução do mercado de participações privadas americano

O advento da estrutura de *limited partnership* foi responsável pela consolidação dos fundos como o principal veículo para investimentos em participações privadas. Porém, foram as alterações legislativas no *Employee Retirement Income Security Act (ERISA)*, no início da

década de 80, que impulsionaram o rápido crescimento da indústria ao reduzir as restrições a investimentos em participações privadas por fundos de pensão americanos.

Em seu estudo, Fenn, Liang e Prowse (1995) analisam a evolução do "mercado organizado de participações privadas" americano em relação ao volume de capital destinado a este tipo de investimento e à participação das *limited partnerships* na gestão deste capital. Fenn, Liang e Prowse consideram como integrantes do mercado "organizado" os investimentos em participações privadas realizados através de *limited partnerships* e os investimentos diretos realizados por administradores profissionais para fundações, famílias ricas e fundos de pensão. Investimentos em participações privadas realizados por outros meios, como através de *angel capital*, não são contabilizados principalmente devido à dificuldade de obtenção de informações confiáveis a respeito destes investimentos⁴.

Neste estudo, Fenn, Liang e Prowse constataam que entre 1980 e 1994 os investimentos em participações privadas passaram de US\$ 4,7 bilhões a US\$ 100 bilhões e que a participação das *limited partnerships* na gestão destes recursos evoluiu de 50% a 80% no mesmo período. Esta evolução das *limited partnerships* é ainda mais impressionante se for considerado que em 1977 elas eram responsáveis pela gestão de menos de 20% dos recursos alocados a participações privadas.

⁴ Nos EUA há um mercado "informal" de negociação de participações em empresas não registradas em bolsa em que investidores institucionais participam. Neste mercado as participações negociadas são em geral reduzidas e não há a figura de um sócio principal que exerce controle sobre a gestão das empresas. Fenn, Liang e Prowse consideram que este mercado se assemelha mais a um mercado de ações para empresas de baixa capitalização que ao mercado de participações privadas e por isto não o incluem no mercado "organizado" de participações privadas.

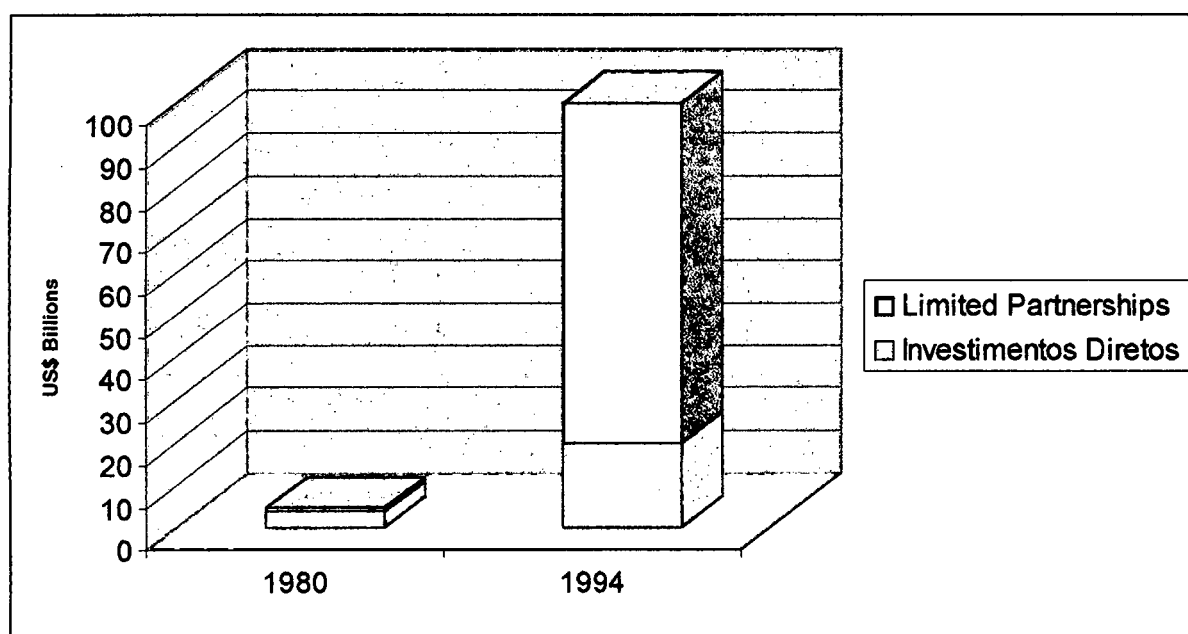
Evolução da Indústria de Participações Privadas (EUA)

Gráfico 3.1: Evolução da Indústria de Participações Privadas nos EUA, adaptado de Fenn, Liang e Prowse (1995).

Paralelamente a este crescimento do volume de recursos alocados à indústria de participações privadas houve uma alteração no peso relativo do *venture capital* e do *private equity*. Em 1980, 60% dos recursos da indústria estavam alocados a *venture capital* contra 40% a *private equity*. Em 1994, o *private equity* somava 70% do mercado. Neste período, os investimentos em *venture capital* passaram de US\$ 3 bilhões a US\$ 30 bilhões enquanto o *private equity* evoluiu de US\$ 2 bilhões a US\$ 70 bilhões.

As explicações para este fenômeno são variadas. Fenn, Liang e Prowse (1995) defendem que a evolução do *private equity* se deu devido a uma abundância de oportunidades e não devido a uma canibalização do *venture capital*, que cresceu 1000% no período. Outros autores apresentam uma série de fatores que justificam a opção por *private equity* em oposição ao *venture capital* como: um aumento do tamanho médio dos fundos que obrigariam os sócios principais a buscar investimentos de maior volume (Littman 1998), uma alteração nos perfis dos sócios principais que passam a ser executivos originários de bancos de investimento e não mais empreendedores, uma aversão ao risco de investidores institucionais que preferem evitar *start-ups*, entre outros (Bygrave e Timmons 1992).

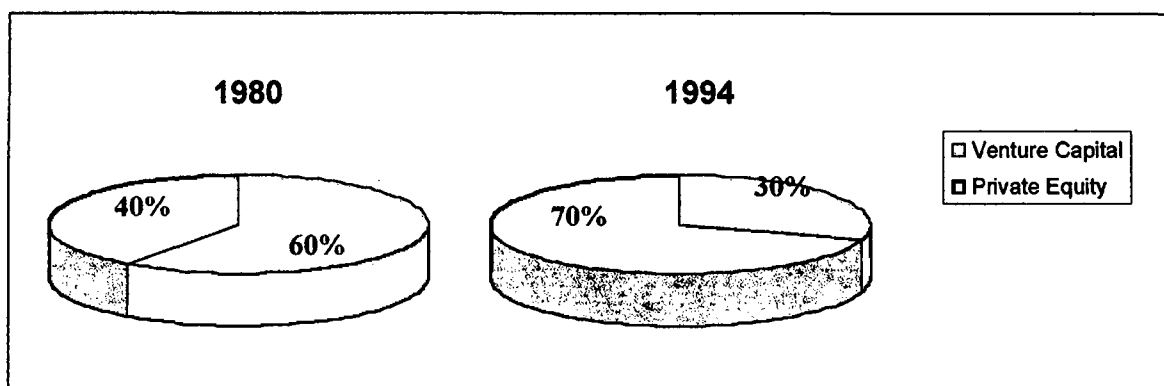
Evolução do *venture capital* e do *private equity* (EUA)

Gráfico 3.2: Evolução da participação do *venture capital* e do *private equity* como veículos de investimentos em participações privadas nos EUA, adaptado de Fenn, Liang e Prowse (1995)

Após 1994, a indústria de participações privadas americana continuou a crescer rapidamente. De acordo com o Private Equity Analyst (Toll 1999), em 1995 um recorde de US\$ 29,2 bilhões de novas alocações de capital foi registrado e este recorde foi superado ano após ano até atingir US\$ 88,5 bilhões em 1998. O primeiro semestre de 1999, com US\$ 28,5 bilhões em novas alocações registrou uma redução de 25% no volume de novas alocações em relação ao mesmo período do ano anterior, indicando que a velocidade de crescimento da indústria está diminuindo.

Segundo Toll, esta diminuição do ritmo de crescimento está associada não a uma contração na oferta de capital, mas a uma redução da quantidade de novos fundos sendo levantados por administradores de fundos de participações privadas. O gráfico 3.3 apresenta a impressionante evolução das alocações de recursos à indústria de participações privadas.

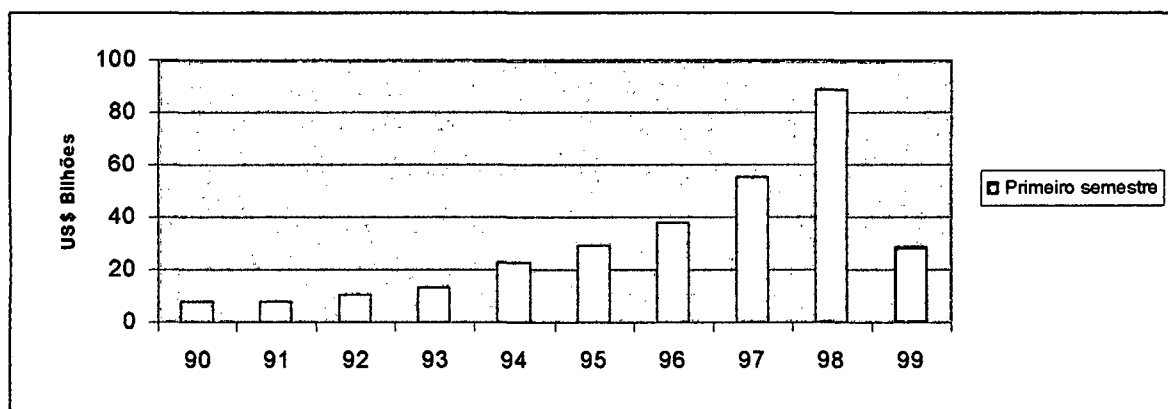
Evolução das alocações de recursos à indústria de participações privadas

Gráfico 3.3: Alocação de recursos à indústria de participações privadas, adaptado de Toll (1999).

3.2 Estrutura da Indústria Americana

A indústria de participações privadas nos EUA, bem como em outros países que seguem o modelo americano, tem três grandes participantes e alguns participantes de importância secundária. Os principais participantes são: empresas, administradores de fundos e investidores. A Figura 3.1 apresenta um esquema da estrutura da indústria.

Estrutura da Indústria de Participações Privadas (EUA)

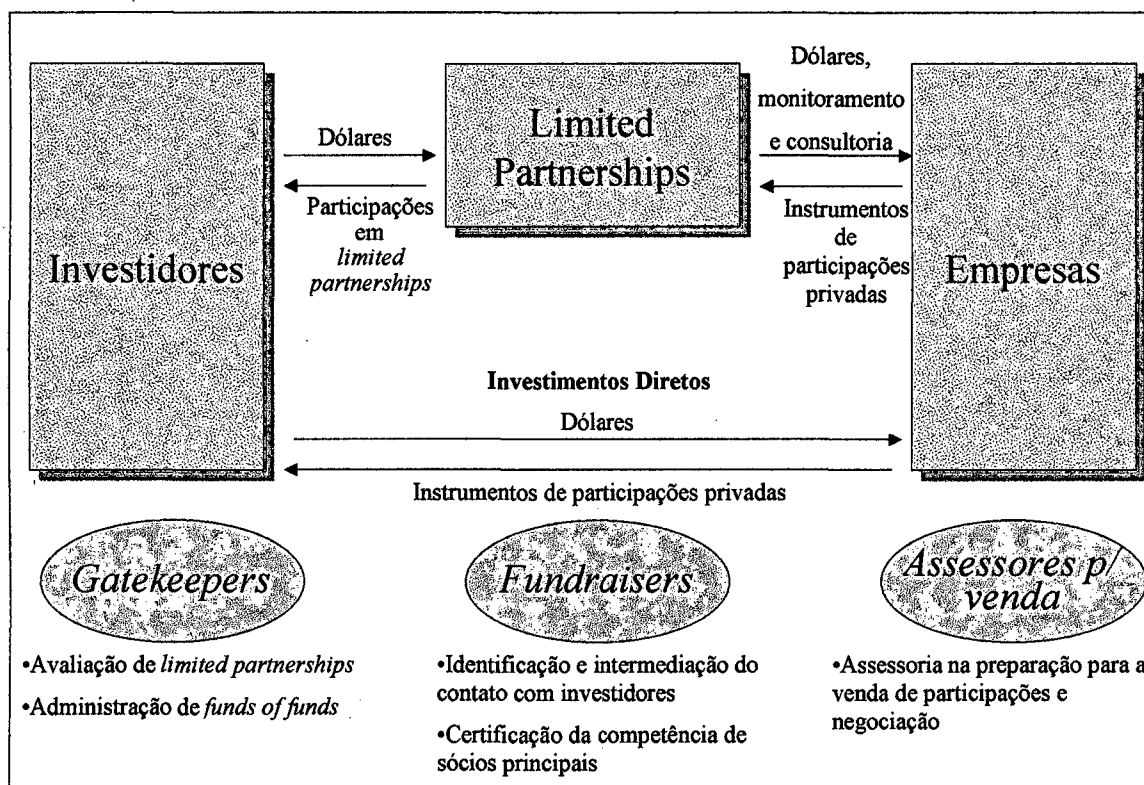


Figura 3.1: Estrutura da Indústria americana de Participações Privadas, adaptada de Fenn, Liang e Prowse (1995)

3.2.1 Empresas

Fundos de participações privadas exigem elevados retornos para seus investimentos o que faz com que captar recursos através deste instrumento seja uma alternativa de financiamento de alto custo. Segundo Fenn, Liang e Prowse (1995), as razões pelas quais empresas procuram investidores de participações privadas são variadas, mas um ponto comum entre estas empresas é a ausência de outras opções de financiamento.

No início do desenvolvimento da indústria de participações privadas, período em que o *venture capital* predominava, as empresas eram, em geral, *start ups* ou pequenas empresas em busca de recursos para a fase final de desenvolvimento de seus produtos ou para a fase de lançamento e início de comercialização. Uma característica comum a estas empresas era o elevado potencial de crescimento que apresentavam e podia-se verificar uma forte concentração de empresas nas indústrias de alta tecnologia.

Com o fortalecimento do *private equity*, o perfil das empresas que buscam recursos no mercado de participações privadas se alterou. Não apenas houve uma elevação no tamanho médio das empresas, com forte presença de empresas de médio porte (até US\$ 500 milhões de faturamento anual), mas houve também uma desconcentração em relação ao tipo de indústria nas quais *limited partnerships* passaram a demonstrar interesse. Indústrias nas quais investimentos passaram a ser realizados incluem: serviços, manufatura de baixa tecnologia, distribuição, entre outras. Também as razões para a busca de recursos se alteraram em privilégio da obtenção de recursos para expansão, através de aquisições ou de investimentos de capital, e reestruturações societárias, muitas vezes devido a problemas de sucessão em empresas familiares.

As características das empresas que recebem recursos através de participações privadas serão discutida em maior profundidade no Capítulo 7.

3.2.2 Fundos de Participações Privadas

Conforme discutido anteriormente, 80% do capital alocado a participações privadas nos EUA é gerido através de fundos que se estruturam como *limited partnerships*. Os sócios principais das *limited partnerships* estão geralmente associados a empresas administradoras de fundos de participações privadas.

Muitas vezes é preciso estar atento para isolar os fundos (*limited partnerships*) das empresas administradoras de fundos aos quais as *limited partnerships* estão ligadas. Esta dificuldade pode ser demonstrada através de um exemplo brasileiro: quando se lê na Gazeta Mercantil (22/12/98) que "O fundo americano Trust Company of the West (TCW) comprou a participação de 50% na Camil S.A. ..." deve-se compreender que não foi o TCW que comprou uma participação na Camil, mas sim que a *limited partnership*

chamada *Latin America Private Equity Partners* (LAEP), cujos sócios principais estão ligados ao TCW, realizou um investimento na Camil.

O capítulo 4 discute em maior profundidade os fundos de participações privadas.

3.2.3 *Investidores*

Nos EUA, os fundos de pensão (privados e públicos) são a principal fonte de recursos para a indústria de participações privadas, respondendo por cerca de 50% dos investimentos em novos fundos e 40% do estoque de investimentos existente. Além de fundos de pensão, famílias ricas e fundações são investidores importantes. Outros investidores são *holdings* bancárias, bancos de investimento, e corporações. As principais razões que atraem estes investidores à participação privada são os elevados retornos esperados (prometidos) e a possibilidade de diversificação. O capítulo 6 traz maiores informações sobre investidores em participações privadas.

3.2.4 *Agentes e Intermediários*

Agentes e intermediários são participantes da indústria de participações privadas que vêm crescendo em importância. Eles funcionam como distribuidores de informação e/ou como avalistas de competências e integridade. Agentes e intermediários atuam entre todos os outros participantes da indústria. Suas funções incluem aproximar empresas de fundos, aproximar administradores de fundos de investidores, negociar em nome dos proprietários de empresas, prestar assessoria a fundos na avaliação de investimentos, etc., como será discutido em maior profundidade no capítulo 4.

3.3 ***As bases da indústria americana (de 1946 a 1980)***

A semente da indústria de participações privadas americana está na criação em 1946 da *American Research and Development Corporation* (ARD). A ARD foi criada devido a uma preocupação crescente, nos EUA, em relação ao reduzido índice de criação de novas

empresas no país e à baixa disponibilidade de recursos de longo prazo para empresas emergentes⁵.

Desde 1930 havia na sociedade americana o debate sobre a criação de novas agências governamentais ou a utilização de agências existentes ligadas ao "New Deal" para impulsionar a criação de novas empresas. A *ARD* foi criada para ser a resposta da iniciativa privada ao problema.

Os fundadores da *ARD*⁶, acreditavam que uma grande parcela da riqueza americana estava-se concentrando nas mãos de corporações ao invés de indivíduos, que haviam sido historicamente os grandes financiadores de *venture capital*. A *ARD* deveria ser uma organização capaz de captar fundos junto a instituições e direcioná-los ao financiamento de *start ups*. Outra idéia presente na criação da *ARD* era a de propor aos empreendedores assistência para a administração de suas novas empresas, ao invés de limitar-se ao fornecimento de capital. A *ARD* deveria ainda ser capaz de formar administradores de carteiras de investimentos em empresas embrionárias, os futuros sócios principais de *limited partnerships*.

Devido a sua inabilidade de levantar recursos junto a investidores institucionais como pretendido, a *ARD* foi estruturada como uma empresa de capital aberto, listada em bolsa, e a maior parte de seus recursos foi captada junto a pessoas físicas (Gompers e Lerner 1998). Dos US\$ 5 milhões que se pretendiam arrecadar em 1946, a *ARD* obteve apenas US\$ 3,5 milhões. Em 1949 a empresa precisou arrecadar novos recursos visto que os investimentos iniciais haviam consumido todo o capital arrecadado antes de começarem a gerar receitas. Esta nova necessidade de capital foi mal vista pelo mercado, que privilegiava na avaliação da *ARD* indicadores de lucros presentes ao invés de futuros, e assim levantou-se apenas US\$ 1,7 milhões dos US\$ 4 milhões pretendidos. Apesar de uma bem sucedida emissão de ações em 1951, que captou US\$ 2,3 milhões, as ações da *ARD* eram negociadas em geral com um desconto superior a 20%.

⁵ Esta apresentação do histórico da indústria americana é adaptada de Fenn, Liang e Prowse (1995) e de (OECD 1996). Fenn, Liang e Prowse, por sua vez, baseiam grande parte de sua descrição no trabalho de Patrik Liles que não pôde ser obtido para consulta em versão original: Liles, Patrik R. "Sustaining the Venture Capital Firm", Mimeo, Harvard University Management Analysis Center, 1977.

⁶ Entre os fundadores da *ARD* estavam Ralph Flanders, presidente do *Federal Reserve Bank of Boston*, Karl Compton, presidente do *MIT*, o professor da *Harvard Business School*, General Georges Doriot e líderes do empresariado local.

Ao longo de seus 25 anos como empresa privada, a *ARD* gerou para seus acionistas retornos anuais de 15,8 % contra uma média de 12,8% para o *Dow Jones Industrial Average* no mesmo período. É interessante notar, porém, que grande parte dos lucros da *ARD* veio de um único investimento: sua participação na *Digital Equipment Corporation* que custou US\$ 70.000 e atingiu um valor de US\$ 355 milhões. Apesar de representar apenas 0,2% dos investimentos da *ARD*, desconsiderando-se esta participação o retorno médio para os investidores seria reduzido a 7,4% anuais.

A *ARD* não gerou retornos interessantes em seus primeiros anos de atividade e assim não estimulou a criação de outras empresas semelhantes. A única exceção foram empresas criadas por famílias ricas, como Rockefellers, Whitneys e Paysons, para a administração profissional de seus próprios investimentos em participações privadas. Apenas em 1958 houve um novo impulso para o desenvolvimento da indústria de participações privadas através da aprovação pelo congresso americano do *Small Business Investment Company Act*.

Como a *ARD* não atingiu seu objetivo de estimular a criação de novas empresas, esta continuou a ser uma grande preocupação nos EUA. Assim, em 1958, o congresso americano aprovou legislação regulamentando as operações das *Small Business Investment Companies (SBIC)*.

As *SBIC's* eram empresas privadas que possuíam como objetivo prover a empresas embrionárias financiamentos e experiência administrativa. A criação de *SBIC's* era regulada pela *Small Business Administration (SBA)*. Para incentivar a criação e o desenvolvimento das *SBIC's*, o governo americano concedeu benefícios fiscais e a possibilidade de recebimento de empréstimos da *SBA* para complementar os recursos levantados junto a outros investidores. As atividades das *SBIC's*, porém, eram limitadas pela *SBA*. As principais restrições eram a limitação do tamanho das companhias nas quais se podia investir e a proibição da obtenção de controle acionário. Nos primeiros 5 anos do programa foram criadas 692 *SBIC's*.

De maneira semelhante ao ocorrido com a *ARD*, a maior parte do capital das *SBIC's* foi captado junto a investidores privados ao invés de institucionais. Dos US\$ 464 milhões

captados, US\$ 350 milhões foram captados através de subscrições de ações de *SBIC's* de capital aberto.

Os principais problemas deste sistema foram as dificuldades encontradas pelas *SBIC's* em realizar investimentos de longo prazo em participações ilíquidas e sua incapacidade das *SBIC's* de atrair profissionais de alta competência para postos de direção.

As dificuldades para realizar investimentos ilíquidos de longo prazo estavam ligadas aos horizontes de investimento de curto prazo dos investidores das *SBIC's*, associada à dependência de empréstimos da *SBA* que exigiam pagamentos periódicos. A solução encontrada por diversas *SBIC's* foi a de concentrar seus esforços no financiamento de empresas de risco através de empréstimos, e não através de participações como havia sido previsto na criação das *SBIC's*.

Por serem em sua maioria empresas de capital aberto, as *SBIC's* eram impedidas de remunerar seus dirigentes através de mecanismos ligados a desempenho. Mesmo em *SBIC's* privadas, que não eram sujeitas a esta restrição, os dirigentes destas empresas eram assalariados.

Apesar de seus problemas, as *SBIC's* contribuíram de maneira inédita à criação de novas empresas nos EUA. Porém, seu sucesso foi muito inferior ao obtido posteriormente pelas *limited partnerships*. As *SBIC's* administradas de maneira mais profissional eram aquelas ligadas a *holdings* bancárias, que operavam de maneira diferente das *SBIC's* de capital aberto. Ao utilizarem apenas os recursos próprios de suas *holdings*, *SBIC's* ligadas a bancos não eram obrigadas a efetuar pagamentos periódicos para amortizar dívidas junto à *SBA*, o que lhes concedia uma maior liberdade para realizar investimentos em participação privadas ilíquidas. Muitos dos administradores destas *SBIC's* tornaram-se futuros administradores de fundos de participações privadas.

*

No final da década de 60 um mercado acionário em expansão permitiu que diversos investimentos realizados por *SBIC's* fossem finalizados com sucesso. Isto impulsionou um novo período de captação de recursos para participações privadas sendo que pela primeira vez *limited partnerships* receberam aportes importantes de capital. *Limited partnerships* traziam as vantagens de não estarem limitadas pelas restrições impostas às *SBIC's* e de

permitirem estruturas de remuneração mais adequados a seus administradores. Entre 1969 e 1975, foram captados US\$ 376 milhões por cerca de 29 *limited partnerships*. Os fundos formados neste período eram, em sua maioria, pequenos, de US\$ 2,5 milhões a US\$ 10 milhões, e a maior parte dos recursos era originária de investidores privados

A recessão e a desaceleração do mercado acionário reduziu as alocações de recursos para a indústria de participações privadas nos EUA ao longo da segunda metade da década de 70. Principalmente devido a expectativas de dificuldades para a saída dos investimentos, administradores de fundos passaram a ser mais seletivos em seus investimentos e passaram a evitar empresas embrionárias. É neste período que se inicia a tendência de concentração da indústria de participações privadas em *private equity* no lugar de *venture capital*.

Com a estagnação da indústria de participações privadas, o final da década de 70 assistiu a uma retomada da discussão sobre alternativas de financiamento para novas e pequenas empresas nos EUA. Em 1978 iniciou-se uma série de alterações de legislação que criou as bases para a rápida expansão da indústria de participações privadas americana nos anos 80. As principais alterações estavam ligadas à regulamentação dos investimentos de fundos de pensão.

Nos EUA, a principal lei que regulamenta as atividades dos fundos de pensão é o *Employee Retirement Income Security Act (ERISA)*. Uma das principais regulamentações do *ERISA* é a regra do "*prudent man*" segundo a qual os investimentos de fundos de pensão devem ser baseados no julgamento de um homem prudente. Esta regulamentação do *ERISA* era largamente interpretada como uma proibição a investimentos em fundos de participações privadas e em ações e títulos de dívida de pequenas e/ou novas empresas. Uma nova interpretação permitindo este tipo de investimento "desde que eles não coloquem em risco toda a carteira de investimentos" (Fenn, Liang e Prowse 1995) foi oficialmente proposta em 1978.

A primeira consequência da adoção desta interpretação foi a revitalização do mercado para emissões de dívidas e ações por empresas de baixa capitalização. Porém, a indústria de participações privadas foi a grande beneficiária desta alteração de legislação, não apenas por que fundos de pensão passaram a ter maior liberdade para investir em *limited*

partnerships, mas também por que a revitalização do mercado de emissões de ações de empresas pequenas abria novas perspectivas de saída de investimentos em *start ups*.

Outras ações tomadas pelos legisladores americanos para estimular o *venture capital* incluíram a redução da incidência de impostos sobre ganhos de capital, de um máximo de 49,5 % em 1978 a 20% em 1981; e a alteração do momento de incidência dos impostos sobre ganhos com opções de compra de ações: do momento em que as opções são exercidas para o momento em que as ações são vendidas, o que incentiva a utilização de opções de compra de ações como incentivos para executivos.

3.4 Desenvolvimento da indústria de participações privadas no Brasil

Diferentemente do que ocorre nos EUA, a maior parte dos investimentos em participações privadas por parte de investidores institucionais brasileiros é realizada através de investimentos diretos⁷ e não através de fundos como no caso americano. Apesar de não ser este o foco deste trabalho, é importante discutir o histórico destes investimentos diretos para compreender a limitada presença de investidores institucionais brasileiros como fontes de recursos para fundos de participações privadas no país.

Durante a década de 80, os investimentos dos fundos de pensão se concentravam em instrumentos de renda fixa, atraídos principalmente pela hiper-inflação e pelas elevadas taxas de juros pagas pelo governo brasileiro. Esta estratégia, apesar de gerar retornos extremamente interessantes, contribuía negativamente para a imagem dos fundos de pensão muitas vezes rotulados pela imprensa como "especuladores". Além dos elevados retornos em renda fixa, contavam ainda contra investimentos em participações acionárias a restrição aos fundos de compra de participações em companhias fechadas e as

⁷ Apesar de serem em geral investimentos em empresas listadas em bolsa, os investimentos de fundos de pensão em empresas privatizadas são considerados neste texto como investimentos em "participações privadas". A justificativa para isto é a perspectiva dos fundos manterem suas participações por longos períodos de tempo associada à necessidade de forte participação dos novos controladores no redirecionamento estratégico das empresas. Também as estratégias de saída que vislumbram colocação em bolsa ou venda para um investidor estratégico (*block trade*) são semelhantes às de uma operação de *private equity*.

características do mercado acionário brasileiro que afere reduzida proteção a investidores minoritários⁸.

Por estarem em grande parte ligados a empresas públicas, os fundos de pensão brasileiros historicamente sofreram grande ingerência do governo federal. Esta ingerência era possível por serem os administradores dos fundos indicados pela direção das empresas estatais, que, por sua vez, era nomeada pelo governo federal. Desta maneira, em períodos nos quais o governo encontrava dificuldades para captar recursos, especialmente no governo Collor, fundos de pensão viram-se muitas vezes "obrigados" a comprar todo e qualquer papel emitido pelo governo ou por empresas públicas, independentemente da qualidade destes ativos (Hinchberger 1996).

No início dos anos 90 o programa de privatização iniciado pelo governo federal revolucionou a maneira de atuar dos fundos de pensão brasileiros. A privatização da ACESITA em outubro de 1992 permitia aos fundos lidar com dois problemas de uma só vez. Primeiramente estavam à venda ações ordinárias, com direito a voto, o que garantia aos fundos a participação no conselho de administração. Paralelamente, o governo estaria aceitando como pagamento "moedas podres" por seu valor de face, quando muitos destes papéis estavam sendo negociados com descontos superiores a 50%.

Assim, um grupo de fundos de pensão utilizando suas "moedas podres" comprou o controle da ACESITA e iniciou um processo de *turnaround*⁹. Já em 1993, a empresa que se encontrava em uma situação de quase falência iniciou uma série de exercícios com resultados positivos.

Esta experiência bem sucedida com a ACESITA motivou os fundos de pensão a participar ativamente do mercado de participações diretas, especialmente de privatizações. O papel desempenhado por estes fundos ao longo de toda a década de 90 foi de vital importância para a economia nacional no processo de privatização e modernização de setores como

⁸ Empresas listadas em bolsa no Brasil podem manter até dois terços do capital como ações sem direito a voto. Com isto, é possível ter o controle de uma empresa com apenas 17% do capital. Acionistas minoritários proprietários de ações sem direito a voto não têm praticamente nenhum poder de voz na discussão de questões administrativas.

⁹ *Turnaround* é uma expressão americana, muito utilizada no Brasil, que significa a implementação de medidas de gestão agressivas, em geral por uma nova equipe de gestão, com o objetivo de reverter um quadro de mal desempenho.

siderurgia, energia elétrica, mineração, transporte ferroviário, entre outros. Antes da estabilização econômica em 1994, os fundos de pensão foram a principal fonte de recursos de longo prazo para as privatizações brasileiras e ainda hoje continuam extremamente ativos no programa de desestatização.

Além de privatizações, a experiência da ACESITA estimulou e deu confiança a fundos de pensão para realizar operações semelhantes também com empresas do setor privado. Este foi o caso da compra de participação seguida de *turnaround* da Perdigão por fundos de pensão liderados pela Previ em 1994.

As conseqüências desta participação dos fundos de pensão brasileiros em privatizações para a indústria de fundos de participações privadas foi seu relativo afastamento deste mercado. Apesar das estimativas de US\$ 850 milhões comprometidos por fundos de pensão a fundos de participações privadas brasileiros, os investimentos diretos dos fundos de pensão constituem a maior parte de seus investimentos em participações privadas, enquanto nos EUA 80% destes investimentos são realizados através de *limited partnerships*. As razões para esta diferença podem ser encontradas nas estruturas dos consórcios que participam das privatizações, na confiança desenvolvida pelos fundos de pensão brasileiros em suas habilidades de gestão de carteiras de participações, e na elevada demanda de capital para privatizações.

Privatizações envolvem elevados volumes de recursos, que podem atingir centenas de milhares de dólares. As propostas nas privatizações são em geral apresentadas por grupos de investidores organizados em consórcios. Estes consórcios são formados caso a caso, com o objetivo único de participar de uma privatização específica. Assim, novas participações exigem a organização de novos consórcios. Consórcios são constituídos tipicamente por investidores financeiros e um operador. Os investidores financeiros mais ativos são fundos de pensão e bancos de investimento, entre os quais o Opportunity e o Bozano, Simonsen estão entre os mais ativos. Em caso de sucesso na privatização, o operador é responsável pela administração técnica da empresa, mas os investidores financeiros estão sempre representados nos conselhos de administração.

As principais diferenças entre consórcios para participação em privatizações e fundos de participações privadas estão na flexibilidade de participação, na participação na gestão das empresas e na liberdade de venda de participações individuais, além do tempo de vida.

Participações em empresas privatizadas podem, na maioria dos casos, ser vendidas individualmente pelos participantes do consórcio¹⁰. Por outro lado, no caso de fundos de participações privadas os investidores só podem sair de um investimento quando o sócio principal tomar a decisão de negociar a venda da participação do fundo¹¹.

Outra diferença está ligada à participação no controle das empresas. No caso de investimentos de fundos de participações privadas, todo o controle é responsabilidade do sócio principal e não há envolvimento dos investidores. Já nos consórcios de privatização cabe ao investidor participar do controle administrativo da empresa tanto para auxiliar nas decisões estratégicas quanto para defender seus interesses em relação aos outros participantes do consórcio.

Este é um dos pontos mais criticados por gestores de fundos de participações privadas quanto à atuação dos fundos de pensão. Segundo eles, fundos de pensão não têm a competência para participar da administração das empresas nas quais investem, especialmente quando estão presentes em setores tão diferentes como transporte ferroviário e distribuição de energia elétrica. Segundo um administrador de *limited partnership*, "fundos de pensão pensam que participam da administração das empresas, mas na verdade limitam-se a indicar diretores".

Finalmente, consórcios de privatização não realizam prospecções de oportunidades e tampouco sua estrutura seria adaptada para esta função. Consórcios são formados para participar de privatizações já anunciadas pelo governo federal ou por estados e municípios. Quando os consórcios são constituídos, muitas vezes com a participação de um banco de investimento como intermediário, a oportunidade de investimento já existe e o consórcio vem agrupar investidores interessados por esta oportunidade. Em fundos de participações

¹⁰ Consórcios de privatização costumam ter acordos de acionistas que exigem que outros sócios aprovelem vendas de participações. Porém, negociações de participações individuais são habituais no mercado.

¹¹ Em alguns casos, fundos de participações privadas permitem que suas cotas sejam negociadas ao longo da vida operacional do fundo. Porém, investidores permanecem normalmente até a liquidação dos fundos

privadas o processo se dá de maneira inversa, primeiro são reunidos os investidores para então iniciar-se a busca de oportunidades.

A utilização de consórcios de privatização como o principal veículo para a realização de investimentos em participações privadas pelos fundos de pensão brasileiros parece ser razoável. Devido à diversidade de setores e a necessidade de encontrar sócios "operadores" com experiência e capacidades específicas parece apropriada a formação de consórcios "específicos" para cada oportunidade. A maior flexibilidade para sair dos investimentos também é um ponto que favorece esta opção.

Porém, consórcios são apenas viáveis para operações envolvendo elevados volumes de recursos. Os custos envolvidos em reunir investidores financeiros e operadores que estejam dispostos a ser sócios um dos outros e que tenham opiniões semelhantes quanto ao valor da oportunidade de investimento, associados aos esforços necessários para desenvolver e negociar os estatutos do consórcio, são apenas justificáveis se diluídos por elevados volumes de recursos investidos. Este argumento é ainda reforçado pelo fato de nem sempre os consórcios saírem-se vitoriosos e os investimentos serem de fato realizados.

Assim, devido à necessidade de escala para diluir os custos de formação de consórcios, à inabilidade dos consórcios de privatização de buscar opções de investimento ativamente, e a questões ligadas ao desenvolvimento de competências de gestão das empresas que recebem investimento, pode-se afirmar que fundos de participações privadas sejam uma melhor alternativa para fundos de pensão investirem em empresas de pequeno e médio porte. Porém, há atualmente uma tal disponibilidade de oportunidades de participação em privatizações que, principalmente devido aos bons históricos de resultados, é difícil imaginar que os investimentos dos fundos de pensão em participações privadas através de fundos venha superar os realizados através de consórcios de privatização no médio prazo¹².

¹² É interessante notar o ocorrido na privatização do sistema Telebrás em que demonstraram interesse tanto a Previ quanto o fundo do Opportunity, no qual a Previ é um dos investidores. O resultado é que a Previ será investidora na Telemar direta e indiretamente.

3.4.1 Desenvolvimento dos fundos de participações privadas no Brasil

Não é fácil estimar a quantidade de recursos disponíveis para investimentos em participações privadas no Brasil. Além das dificuldades naturais de encontrar informações junto a administradores de fundos, muitos fundos com potencial para investir no país não são exclusivos para Brasil e têm liberdade para investir em qualquer país da América Latina, ou até mesmo em outros continentes. Assim, prever que parcela dos recursos alocados a estes fundos será de fato investida no Brasil é um exercício fortemente sujeito a erros. As estimativas do mercado indicam um volume entre US\$ 4 bilhões e US\$ 6 bilhões, sendo que 25% deste total já teria sido investido¹³. Apesar desta grande quantidade de recursos disponíveis, o desenvolvimento do mercado de participações privadas no Brasil é uma história recente.

Pode-se encontrar as sementes da indústria de participações privadas brasileira em algumas experiências de investimentos em participações iniciadas ainda nos anos 70, com destaque para as experiências ligadas ao BNDES e à Brasilpar. Apesar de não terem tido sucesso na popularização dos investimentos em participações privadas no país, estas empresas constituem a primeira tentativa de se fazer *venture capital* e *private equity* no Brasil (Romani 1997).

Em 1974 o BNDES criou três empresas com o objetivo de capitalizar empresas brasileiras: a Investimentos Brasileiros S.A. (Ibrasa), com ênfase em pequenas e médias empresas, a Mecânica Brasileira S.A. (Embramec), com foco nos setores de mecânica e metalurgia, e a Insumos Básicos S.A. (Fibasa), com foco nos setores de química, petroquímica e papel e celulose. Estas empresas estão hoje agrupadas na BNDES Participações (Bndespar) sendo que a que mais se aproximou de um modelo de "participações privadas" foi a Ibrasa por investir ativamente através de aquisições de participações minoritárias. Estas empresas, porém, investiam apenas capital governamental e suas decisões de investimento eram fortemente influenciadas pelo interesse de desenvolver a indústria nacional.

Entre as experiências do setor privado, a Brasilpar destaca-se por ter um modelo próximo ao das companhias de participações privadas americanas. A Brasilpar tem sua origem em

¹³ Volume relativo ao início de 1999

uma companhia de participações em operação desde a metade da década de 70, cujos sócios eram o UNIBANCO, o PARIBAS, a AGF e uma pessoa física. A estes sócios foram adicionados outros investidores nacionais e estrangeiros para formar, em 1981, a Brasilpar, com uma capitalização de US\$ 15 milhões. A Brasilpar realizou tanto investimentos de *private equity* quanto de *venture capital* e ficou em atividade até a metade da década de 90. A experiência adquirida nestes 15 anos de atividades foi utilizada pela Brasilpar para o levantamento de um fundo de *private equity*, em 1995, em parceria com o grupo internacional de WestSphere.

As origens do modelo atual de *private equity* no Brasil estão na GP Investimentos (GP). A GP iniciou suas atividades como o veículo de investimentos em *private equity* dos sócios do banco de investimento Garantia. Já na década de 80, os principais sócios do Garantia, comandados por Jorge Paulo Lemann, começavam a fazer seus investimentos em *private equity*¹⁴, com as aquisições de Lojas Americanas e Brahma. Posteriormente, os hoje ex-sócios do banco, já que o Garantia foi vendido em 1998 ao Credit Suisse First Boston, utilizaram sua experiência em *private equity* no Brasil para atrair investidores internacionais¹⁵ e, ao lado de seu próprio capital, formar em 1994 a primeira *limited partnership* brasileira, a *GP Capital Partners*, de US\$ 500 milhões. Investimentos realizados pela GP incluem empresas como Brahma, Artex, Lojas Americanas, Wal-Mart, Sé Supermercados, ferrovias Centro Atlântica e Sul-Atlântico, Multicanal e, mais recentemente, a Telemar (Tele Norte Leste).

Apesar das experiências com participações privadas nas décadas de 70 e 80, o grande crescimento do mercado de fundos de participações privadas no Brasil iniciou-se na segunda metade da década de 90. Este crescimento se deu principalmente devido a uma melhora da situação econômica do país combinada à saturação do mercado americano de participações privadas.

¹⁴ Na verdade há controvérsias se os investimentos dos sócios do Garantia em Lojas Americanas e Brahma podem ser considerados *private equity*. Isto se dá por estes investimentos terem sido realizados de forma oportunística, sem que houvesse um fundo instituído com o objetivo de identificar oportunidades. É indiscutível, porém, que estas transações foram importantes para formar um histórico de investimentos que permitiram a posterior constituição da GP Capital Partners.

¹⁵ Uma particularidade deste primeiro fundo da GP foi a reduzida participação de investidores institucionais como sócios limitados. Os principais investidores foram os próprios sócios do Banco Garantia (cerca de 20% do capital), indivíduos ricos e grandes investidores internacionais.

A indústria de participações privadas americana evoluiu rapidamente ao longo da década de 80 e do início da década de 90, passando de US\$ 4,7 bilhões a US\$ 100 bilhões entre 1980 e 1994. Uma das consequências desta rápida expansão foi a saturação do mercado. A percepção de saturação do mercado americano de participações privadas é constatada por diversos autores, Fenn, Liang e Prowse (1995), Pacanins e Lerner (1997), O'Brien (1999).

Quando há mais recursos disponíveis que oportunidades de investimento, a tendência é de que haja uma alocação não ótima dos recursos ou que a competição por oportunidades interessantes aumente, elevando os custos das participações e, consequentemente, reduzindo retornos futuros¹⁶. A consequência desta impressão de saturação do mercado foi o aumento da percepção de risco de investidores institucionais americanos em relação à capacidade de se repetirem os desempenhos passados da indústria neste país, o que gerou a demanda por alternativas de investimento semelhantes em outros mercados. Foi neste momento que a indústria americana de fundos de participações privadas começou a se expandir fortemente em direção à Europa, Ásia e América Latina (Pacanins e Lerner 1997).

Paralelamente à saturação do mercado americano, a estabilização da economia brasileira com o plano Real em 1994 cria as condições ideais para o desenvolvimento da indústria de fundos de participações privadas no Brasil. Entre as principais razões que indicam o Brasil como um mercado em que elevados retornos para investimentos em participações privadas podem ser obtidos estão: as elevadas taxas de crescimento econômico esperadas; a necessidade, após a abertura econômica, de profissionalização e reestruturação de diversos setores da economia; e a ausência de opções de financiamento para empresas de pequeno e médio porte.

A estabilização econômica e a confiança internacional na estabilidade política do país, representada pela imagem do presidente Fernando Henrique Cardoso, reduzem as percepções de risco Brasil e impulsionam a criação de *limited partnerships* tanto no Brasil quanto nos EUA para arrecadar fundos junto a investidores institucionais internacionais, principalmente americanos, com o objetivo de explorar as oportunidades de investimentos em participações privadas no Brasil.

¹⁶ Ver item 8.1.1.

A existência no país de diversas indústrias que ainda não passaram por movimentos de consolidação, já observados no exterior, ou nas quais a concorrência é fraca devido à ausência de empresas capitalizadas, bem posicionadas e profissionalmente administradas, indica a possibilidade de identificação de empresas com grande potencial de crescimento após o recebimento de capital de fundos de participações privadas. A crescente concorrência internacional, resultante do processo de abertura da economia, só vem a reforçar estas tendências de reestruturação e consolidação.

A pouca disponibilidade e o elevado custo de opções de financiamento de longo prazo para empresas de pequeno e médio porte, por sua vez, sugere que empresários brasileiros possam estar abertos aos fundos de participações privadas como alternativas de captação de recursos¹⁷. O gráfico 3.4 ilustra o quão elevadas são as taxas de juros no Brasil

Taxas de Juros entre 08/98 e 07/99 (em %)

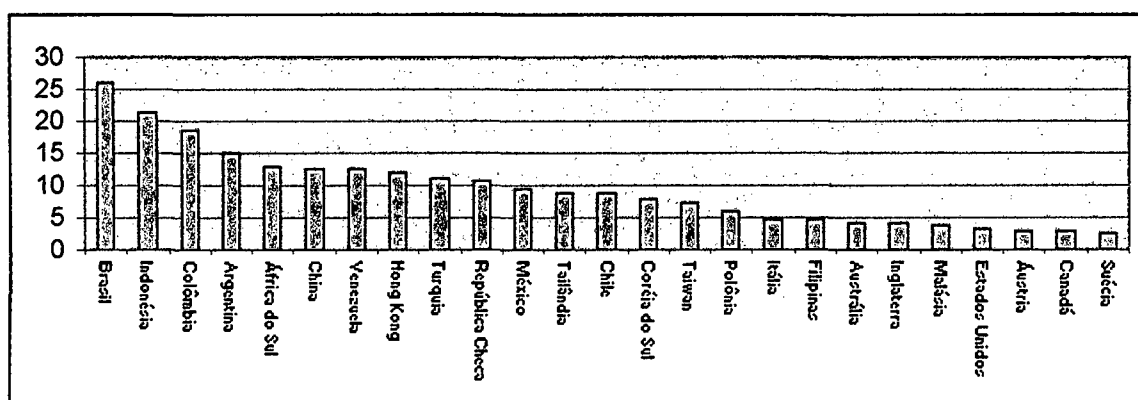


Gráfico 3.4 - Taxas nominais de juros de curto prazo - descontada a inflação - de países selecionados, de agosto de 1998 a julho de 1999. Fonte: Exame (1999a) apud Grupo Louis Dreyfus

Diferentemente do ocorrido no início do desenvolvimento da indústria americana que nasceu com o *venture capital*, uma das características desta indústria que começa a se desenvolver no país é a concentração dos focos de investimento em empresas já estabelecidas. As explicações para esta concentração em *private equity* podem ser encontradas nas estruturas dos fundos americanos e na aversão ao risco de investidores institucionais.

¹⁷ Não são apenas empresas de pequeno e médio porte que têm dificuldade de acesso ao crédito no Brasil. Para uma discussão interessante de como o custo do capital está obrigando empresas brasileiras de grande porte a vender suas participações em indústrias intensivas em capital, ver "Asfixia, o custo do dinheiro sufoca as empresas brasileiras"(Exame 1999a)

Antes do desenvolvimento da indústria de participações privadas no Brasil, a indústria americana há muito tempo já passava por um processo de afastamento do *venture capital* (Conforme discutido no item 3.1.4). Tendo em mente que, principalmente no início da indústria no Brasil, grande parte dos administradores de fundos estavam baseados nos EUA, o fato de estar-se expandindo para o exterior apenas reforçava as razões que levaram a indústria americana a se concentrar em investimentos de *private equity* nos quais maiores volumes de recurso são alocados a cada investimento: uma das grandes dificuldades dos administradores de fundos americanos estava em identificar e avaliar oportunidades de investimento em *private equity* no Brasil, identificar e avaliar oportunidades de *venture capital*, junto a empreendedores e em um número ainda maior do que o necessário para investir em *private equity* seria absolutamente inviável. Além disto, investimentos em *venture capital* exigem forte envolvimento na administração da empresa dos sócios principais, o que se torna extremamente complicado quando se trabalha em Nova York.

Durante esta pesquisa foram identificados 5 fundos dedicados a *venture capital* no Brasil, somando cerca de R\$ 170 milhões (Gazeta Mercantil 19/01/1999). O desenvolvimento do *venture capital* no Brasil será tratado com maior profundidade nos itens 5.2.6 e 7.2.3.

Capítulo 4

Funcionamento dos fundos de participações privadas

O funcionamento dos fundos participações privadas é apresentado: as etapas do ciclo de investimento e a relação entre empresas, investidores e administradores de fundo são descritas.

4 Funcionamento dos Fundos de Participações Privadas

Este capítulo descreve o modo de operação dos fundos de participações privadas. São analisadas as etapas do ciclo de investimento dos fundos e seus relacionamentos com investidores e com as empresas nas quais investem.

4.1 Etapas do ciclo de investimentos

Tanto fundos de *private equity* quanto de *venture capital* têm uma vida limitada, em geral de 10 anos, após os quais os fundos encerram suas atividades e investidores e administradores de fundos podem optar por iniciar um novo fundo ou descontinuar sua participação no mercado de participações privadas¹⁸. Assim, pode-se identificar um ciclo nas atividades dos fundos. As etapas deste ciclo são: captação de recursos, originação¹⁹ e seleção de investimentos, estruturação do investimento, acompanhamento de investimentos, e desinvestimento (OECD 1996).

Na maior parte dos casos, a realização dos investimentos se concentra nos dois ou três primeiros anos da vida de um fundo. Após a realização dos investimentos, *limited partnerships* participam da administração das empresas por períodos que variam, em geral, de três a cinco anos, a partir do que estratégias de saída passam a ser estudadas. Porém, em um estudo recente da PricewaterhouseCoopers (1999)²⁰ sobre investimentos em *private equity* na América Latina, 15% dos fundos entrevistados afirmaram prever manter seus investimentos por 7 anos ou mais, contra 5% na pesquisa do ano anterior, o que indica que a atual instabilidade econômica na região pode elevar os tempos de permanência necessários para desinvestimento.

¹⁸ Na verdade, tanto investidores quanto administradores de fundos participam de diversos fundos simultaneamente de maneira que mesmo com o encerramento da atividade de um fundo específico é provável que seus envolvimento com o mercado de participações privadas continue.

¹⁹ O termo "originação" é utilizado no jargão da indústria em referência às atividades desenvolvidas com o objetivo de identificar oportunidades.

²⁰ Este estudo da PricewaterhouseCoopers realizado em janeiro de 1999 é a segunda edição de um estudo anual sobre as características da indústria de *private equity* latino-americana. Os organizadores da pesquisa acreditam que os 20 fundos que responderam ao questionário respondam por 60% do total de recursos disponíveis para investimento na região. Deve-se considerar que esta pesquisa foi realizada na semana seguinte à liberação do câmbio no Brasil, o que pode provocar um viés. Além disto, a maior parte dos respondentes foram fundos baseados nos EUA, estando fundos locais sub-representados. Apesar destas ressalvas, este é um dos poucos estudos disponíveis sobre o *private equity* na América Latina.

Na maioria dos casos as regulamentações de *limited partnerships* prevêm a possibilidade de extensão de sua duração sujeita ao consentimento dos investidores. Fenn, Liang e Prowse (1995) constataam que apesar de terem uma vida prevista de 10 anos, apenas 13% dos fundos levantados nos EUA entre 1969 e 1982 haviam sido liquidados até o final de 1993. A necessidade de prolongação da vida de *limited partnerships* está muitas vezes ligada à presença de investimentos de menor sucesso que implicam dificuldades para se desinvestir.

4.2 Captação de Recursos

O primeiro grande desafio para administradores de fundos de participações privadas que pretendem iniciar suas *limited partnerships* é convencer investidores a alocarem capital às *limited partnerships* nas quais eles atuarão como sócios principais.

4.2.1 Gatekeepers

Devido à grande quantidade de fundos que os procuram e à sua falta de competência ou disponibilidade de recursos humanos para julgar as qualificações de seus administradores, investidores institucionais se valem muitas vezes de assessores externos (*gatekeepers*) que os auxiliam no processo de seleção de oportunidades de investimento. À medida que os grandes investidores institucionais nos EUA se familiarizam com os administradores de fundos locais, principalmente devido a seus históricos de relacionamento, sua dependência destes assessores se reduz. Porém, o mercado para os *gatekeepers* nos EUA tem-se desenvolvido rapidamente, principalmente devido à entrada no mercado de participações privadas de novos investidores institucionais, sem experiência neste tipo de investimento.

Além disto, quando se trata de avaliar administradores em outros mercados, como o Brasil, com os quais investidores não têm históricos de relacionamento e, particularmente, nos casos em que os próprios administradores de fundos são debutantes no mercado e não têm uma histórico de desempenho a apresentar, a figura dos *gatekeepers* se torna essencial.

Nos últimos anos as funções dos *gatekeepers* têm-se expandido e diversos destes assessores passaram a ter poder discricionário²¹ sobre os recursos de investidores institucionais. Assim, estes assessores passaram a constituir os chamados fundos de fundos (*funds of funds*). Os *funds of funds* são *limited partnerships* que têm como objetivo investir em outras *limited partnerships* do mercado de participações privadas. Nos *funds of funds* os antigos *gatekeepers* agem como sócios principais e os investidores institucionais como sócios limitados.

Outro serviço que os *gatekeepers* têm passado a prestar a seus clientes é o gerenciamento dos ativos não monetários que os investidores recebem ao final de uma *limited partnership*. Muitas vezes após uma emissão primária de empresas nas quais uma *limited partnership* havia investido, os investidores recebem ações destas empresas como retorno sobre seus investimentos. Diversos *gatekeepers* se especializaram em gerir estas carteiras de ativos quando investidores institucionais não têm a estrutura adequada a tal função.

4.2.2 *Fund Raisers*

Os administradores de fundos de participações privadas, por sua vez, também têm a possibilidade de utilizar assessores (*fund raisers*) no processo de captação de recursos. *Fund raisers* são empresas especializadas no contato com investidores institucionais e seus *gatekeepers* que auxiliam administradores de fundos de participações privadas a levantar recursos para suas *limited partnerships*.

Estas empresas são muitas vezes subsidiárias de bancos de investimento e seu principal ativo é sua reputação junto a investidores institucionais. Além de utilizarem seus contatos privilegiados para facilitar o acesso dos administradores de fundos aos responsáveis pela decisão de investimento, um dos principais papéis dos *fund raisers* é certificar a competência dos administradores dos fundos em formação. Assim, antes de aceitar representar um fundo em sua captação de recursos, *fund raisers* desenvolvem análises profundas sobre o histórico dos administradores em suas experiências dentro e fora da indústria de participações privadas. Recomendar a investidores estratégicos um fundo que

²¹ Ter poder discricionário significa que o administrador dos recursos tem o poder de investi-los sem necessitar a autorização do investidor para cada operação.

venha a se mostrar mal administrado compromete a capacidade do *fund raiser* de levantar recursos para outras *limited partnerships*.

Fund raisers são utilizados em geral por administradores de fundos interessados em levantar elevados volumes de recursos, fundos acima de US\$ 1 bilhão, ou por administradores pouco experientes que não possuam um histórico de investimentos para demonstrar sua competência. Assim, *limited partnerships* cujos administradores são executivos brasileiros sem experiência no mercado de participações privadas americano encontram nos *fund raisers* uma maneira de se acreditar junto a investidores institucionais internacionais.

4.2.3 Avaliação de fundos de participações privadas

O principal critério de seleção para investimentos em fundos de participações privadas é o histórico de desempenho e as perspectivas de se reproduzir retornos previamente obtidos (Lerner 1998). A avaliação de retornos obtidos, porém, pode não ser evidente. Administradores de *Limited Partnerships* são em geral avaliados segundo as taxas internas de retorno (TIR) de seus investimentos passados. Porém, segundo constata Schiffrin (1998), comparar TIR's nem sempre é uma tarefa simples.

TIR's devem ser calculadas e comparadas de acordo com os retornos para os investidores líquidos de taxas de administração, participações nos lucros dos sócios principais e outros gastos relativos administrativos repassados aos investidores. Para fundos que já encerraram suas atividades, esta tarefa poderia ser relativamente simples se administradores de fundos não utilizassem suas próprias metodologias para o cálculo das TIR's anunciadas na promoção de seus novos fundos.

A grande maioria dos fundos que pretendem levantar recursos para novas *limited partnerships*, porém, ainda estão em operação o que torna a comparação de TIR's ainda mais complexa. Para o cálculo das TIR's destes fundos, investimentos ainda não finalizados têm que ser avaliados. Não há uma regulamentação para o cálculo dos valores destes investimentos, mas, em geral, a regra utilizada é considerá-los de acordo com seu valor contábil. Para investimentos finalizados através de emissões primárias de ações

(IPO)²², um desconto de liquidez de 20% a 30% deve ser considerado sobre o valor de mercado.

Devido à ausência de regulamentação, investidores devem investigar as metodologias utilizadas para o cálculo das TIR's anunciadas. A apresentação de TIR's brutas de taxas de administração ou a simples desconsideração de investimentos ainda não finalizados podem ser formas utilizadas para inflar TIR's reais. Evidentemente, estes problemas de transparência são evitados por investidores que se valem de assessores profissionais (*gatekeepers*) para a avaliação de investimentos em participações privadas.

Independentemente das metodologias utilizadas, investidores devem considerar que as TIR's são calculadas sobre os recursos efetivamente cedidos pelos investidores e somente a partir do momento em que este recursos são cedidos. Como investidores desembolsam seus recursos apenas no momento em que investimentos são realizados, o que ocorre ao longo dos três primeiros anos de uma *limited partnership*, as TIR's calculadas desconsideram o período entre o comprometimento do investidor em participar do fundo e a realização dos investimentos.

Quando um investidor se compromete, por exemplo, a investir US\$ 10 milhões em uma *limited partnership*, estes US\$ 10 milhões não deixam seu caixa imediatamente, mas gradualmente ao longo dos três primeiros anos, à medida que se realiza investimentos. Investidores devem considerar que neste período que antecede os investimentos eles serão obrigados a manter os recursos em aplicações com alta liquidez pois podem ser obrigados a liberar seus recursos em até dez dias caso solicitados pelos administradores dos fundos. Os retornos obtidos sobre estes investimentos de maior liquidez podem ser consideravelmente inferiores às TIR's das *limited partnerships* e isto deve ser levado em consideração para a decisão de alocar capital a esta opção de investimento.

Paralelamente aos retornos históricos obtidos, administradores de fundos são avaliados segundo sua capacidade de repetição de desempenhos passados. Para isto investidores analisam se houve alterações na composição do grupo responsável pelas *limited*

²² Uma emissão primária é a primeira oferta (venda) ao mercado de ações de uma empresa que decide abrir seu capital. No jargão da indústria se utiliza o termo em inglês *Initial Public Offer*, ou simplesmente *IPO*. Neste texto serão utilizados tanto "emissões primárias" quanto "IPO".

partnerships, ou seja, se os executivos que administraram os fundos anteriores são os mesmos para o fundo que está sendo levantado. Uma preocupação adicional dos investidores diz respeito ao crescimento do volume de recursos administrado pelos executivos dos fundos. Administradores bem sucedidos tendem a levantar fundos maiores que os iniciais e a administrar diversos fundos paralelamente. O crescimento do volume de capital administrado por um executivo pode comprometer sua capacidade de contribuir para o sucesso de novas *limited partnerships*.

Outro fator analisado é o quanto do desempenho passado pode ser atribuído à competência dos administradores. Quando uma grande parte dos rendimentos totais do fundo são originários de um único investimento altamente performante, há uma maior probabilidade de que a TIR obtida esteja ligada à "sorte" que quando estes rendimentos são distribuídos entre diversos investimentos.

Gompers (1996) defende que a forte associação do histórico de desempenho à habilidade de levantar novos fundos pode trazer prejuízos a sócios limitados de fundos de participações privadas cujos administradores têm reduzido histórico. Em seu estudo Gompers observa que, no momento de levantar novos fundos, administradores com históricos limitados podem antecipar a saída de alguns de seus investimentos de sucesso, prejudicando seu potencial de retorno, com o objetivo único de mostrar a novos investidores potenciais um histórico positivo.

Além do histórico de resultados, investidores analisam se as estratégias de investimento são coerentes com as capacitações dos administradores de fundos. Caso os fundos passados tenham obtidos elevados retornos em seus investimentos realizados em uma indústria específica, como *internet*, é provável que os administradores destes fundos tenham maior facilidade em levantar um fundo especializado em *internet* do que um fundo com foco em outra indústria na qual eles não possuam experiência.

Finalmente, um último critério utilizado para a decisão de alocação de recursos a um fundo de participações privadas é estudar quem são os outros sócios limitados que realizaram investimentos. A presença de grandes investidores institucionais com experiência em participações privadas como sócios limitados de uma *limited partnership* pode dar a investidores menos experientes maior segurança sobre a competência dos administradores.

Conhecendo sua influência para o sucesso da captação de recursos, principalmente para fundos com pouca experiência, grandes investidores podem exigir condições especiais para participar de uma *limited partnership*, como uma redução das taxas de administração. Além da certificação dos fundos como boas alternativas de investimento, grandes investidores justificam seu pedido de redução de taxas argumentando que, ao investirem elevadas quantidades de recursos, o custo de captação do fundo se reduz.

No Brasil, são poucos os administradores de fundos capazes de demonstrar um histórico de investimentos em participações privadas. Esta ausência de histórico obriga investidores a focar sua análise nas competências dos administradores. Assim, conhecimento do mercado e "rede de conexões" com o empresariado local, histórico em fusões e aquisições no país e experiência na administração de empresas são fatores importantes de se ter combinados no grupo de sócios que pretende levantar recursos para suas *limited partnerships*. Paralelamente, a associação de sócios locais a administradores internacionais de fundos de participações privadas podem combinar, aos olhos do investidor internacional, o histórico em participações privadas ao conhecimento do mercado local, razão pela qual este tipo de associação é regularmente encontrada nas *limited partnerships* presentes no país²³.

4.3 Originação e seleção de investimentos

A seleção de investimentos é considerada por muitos administradores de fundos como uma combinação de finanças e arte. Nos EUA, fundos de participações privadas investem em apenas 1% das oportunidades que recebem. No processo de seleção de investimentos, até 90% das oportunidades são descartadas em uma análise preliminar, com duração de algumas horas. Esta primeira seleção se concentra na coerência do material apresentado e na análise da adequabilidade da oportunidade aos focos do fundo em termos de indústria, tamanho e tipo de investimento.

²³ É importante ressaltar que não foram entrevistados investidores institucionais internacionais nesta pesquisa e que as considerações a respeito de sua maneira de atuar são em grande parte fruto das opiniões dos administradores de fundos de participações privadas entrevistados.

Os 10% restante passam por uma análise inicial, que pode durar alguns dias, em que as informações recebidas são verificadas e as características da indústria e a viabilidade do plano de negócios são examinadas em maior profundidade. Uma fase final de análise prevê extensa investigação da contabilidade e da situação legal da empresa, o que inclui a contratação de assessores externos, reuniões com a gerência, visitas a instalações e eventualmente entrevistas com clientes, fornecedores e credores. As entrevistas realizadas junto a fundos brasileiro indicou a utilização de um processo semelhante ao verificado nos EUA.

4.3.1 Originação

Administradores de fundos de participações privadas podem ser ativos ou passivos em seu processo de originação. Na originação passiva administradores de fundos esperam que empreendedores e proprietários de empresas estabelecidas lhes procurem para propor oportunidades de investimento. Já na originação ativa, os administradores de fundos contatam diretamente as empresas para lhes propor a aquisição de participações.

Devido ao estágio inicial de desenvolvimento da indústria e à falta de cultura de negociação de participações privadas no país, os fundos que atuam no Brasil tendem a ser bastante ativos na busca de oportunidades. Esta atitude lhes permite apresentar a opção de *private equity* a empresas que normalmente não procurariam investidores desta natureza por desconhecimento ou por resistência à captação de recursos através de venda de participações. Esta resistência está muitas vezes ligada ao *status* relacionado à propriedade de companhias e a tradições familiares, especialmente no caso de empresas sob o controle de uma mesma família a mais de uma geração e/ou desde sua fundação (Romani 1997: p. 109-11).

Outro aspecto a favor de uma atitude ativa na busca de oportunidades está relacionado à competição por investimentos. Contatar diretamente empresas que normalmente não procurariam fundos de participações privadas reduz a possibilidade de um fundo ter de disputar um investimento com outros fundos concorrentes, o que poderia elevar os custos de aquisição e consequentemente reduzir os retornos do investimento.

Assim como para atividades de captação de recursos, existem assessores que atuam no processo de originação e seleção de investimentos de participações privadas. Estes assessores atuam tanto ao lado de empresas quanto ao lado de fundos.

4.3.2 Assessores Para Empresas

Geralmente, pequenos e médios empresários têm pouca experiência com estruturas complexas para a captação de recursos. Quando se trata da venda de participações acionárias, os proprietários destas empresas muitas vezes recorrem ao auxílio de assessores. Tipicamente, o trabalho de assessoria à venda de participações privadas é realizado por bancos comerciais e de investimento. Porém, devido às elevadas taxas cobradas por estes bancos, empresas de menor porte muitas vezes utilizam advogados ou consultores independentes como assessores²⁴. Fenn, Liang e Prowse estimam que nos EUA assessores participem de 20% a 35% das transações de *private equity*.

Assessores podem ser procurados diretamente por empresas considerando *private equity* ou podem atuar ativamente na busca de clientes. Bancos comerciais valem-se de seu contato regular com empresas de pequeno e médio porte e sua experiência em prover-lhes recursos através de empréstimos para identificar candidatos a *private equity*. Nos EUA, bancos de investimento muitas vezes estão interessados no desenvolvimento de relações com estas empresas com o objetivo de, no futuro, serem os agentes de suas emissões primárias de ações. Esta motivação de bancos de investimento, porém, tem menos força no Brasil visto que são reduzidas as chances de que os investimentos em *private equity* no país sejam finalizados por esta via.

Após o contato inicial, assessores avaliam as chances de sucesso de um esforço de emissão de *private equity*. Assessores podem ser muito seletivos na escolha das empresas para as quais vão trabalhar principalmente devido às estruturas de remuneração. A remuneração de assessores está normalmente dividida em um pequeno pagamento inicial e um pagamento final diretamente ligado ao sucesso da operação, geralmente calculado como uma porcentagem do valor da transação. Caso a operação não se realize, o assessor recebe apenas o pagamento inicial que é, em geral, insuficiente para cobrir seus custos.

²⁴ Em geral, bancos de investimento cobram um mínimo de US\$500 mil por seus serviços

O passo seguinte é um estudo da situação da empresa e a preparação de um plano de negócios (*business plan*²⁵). O *business plan* traz informações sobre o histórico, situação atual e projeções do desempenho da empresa, descrições e perspectivas para a indústria na qual a empresa opera e, principalmente nos casos em que pretende-se manter os administradores originais, um plano detalhado dos investimentos a serem realizados após a injeção de capital. Este *business plan* é então enviado a fundos de *private equity* e eventualmente a investidores estratégicos, principalmente grandes empresas internacionais, que possuam interesse na compra de participações. Por conter uma grande quantidade de informações sigilosas, principalmente ligadas às estratégias de crescimento das empresas, o envio do *business plan* é muitas vezes sujeito à assinatura de um "acordo de confidencialidade" pelos investidores interessados.

A participação de assessores na preparação de *business plans* tem especial importância para empresários brasileiros. Diferentemente do que ocorre nos EUA, não há no Brasil uma cultura de utilizarem-se *business plans* como ferramentas usuais de trabalho e, muitas vezes, mesmo um empresário brasileiro com uma boa visão estratégica de seu negócio pode encontrar dificuldades na elaboração de um documento como este, sobretudo segundo os padrões americanos. Considerando-se que administradores de fundos analisam um grande volume de propostas para cada investimento realizado, a apresentação de uma boa oportunidade através de um *business plan* mal elaborado, ou incompleto, pode levar à eliminação da empresa como uma oportunidade já no início do processo de seleção.

Após o envio dos *business plans*, os assessores de empresas buscando captar investimentos de *private equity* podem organizar um *road show*²⁶ para apresentar a oportunidade e os executivos responsáveis pela administração da empresa a investidores potenciais. Este primeiro contato com a empresa pode ser decisivo para a continuidade do interesse dos fundos pois a qualidade dos administradores é um dos principais critérios na seleção de investimentos, como será discutido no item 4.3.

²⁵ A expressão "*business plan*" será mantida em inglês por ser utilizada desta forma no jargão da indústria de participações privadas brasileira. Esta explicação é válida também para outras expressões em inglês utilizadas neste texto.

²⁶ *Road shows* são viagens nas quais os responsáveis por um projeto saem em visita a potenciais investidores.

Finalmente, os assessores realizam, em nome dos proprietários, as negociações com os investidores que decidem realizar ofertas²⁷. O número de investidores que realiza ofertas é em geral limitado, inferior a seis, e os assessores negociam não apenas os valores das ofertas, mas também questões relativas ao exercício de controle e às características do acordo de acionistas que regulam a futura saída do investidor financeiro.

A pesquisa de campo realizada no Brasil indicou que a utilização de assessores pelas empresas é vista de maneira dúbia pelos administradores de fundos. Se por um lado a presença de um grande banco comercial ou de investimento como assessor empresta credibilidade à empresa e reduz a percepção de risco, por outro ela traz a certeza de que diversos investidores serão contatados e que a concorrência entre estes investidores será estimulada. Muitos dos fundos entrevistados alegaram não participar de "leilões" promovidos por assessores que elevam o custo do investimento e reduzem sua rentabilidade potencial.

É importante ressaltar, ainda, que devido a sua estrutura de remuneração assessores são incentivados a maximizar o preço de venda das participações. Isto pode não o ser a melhor alternativa para os proprietários visto que grande parte do retorno potencial da venda de participações a um fundo de *private equity* está ligada à valorização das ações que serão mantidas em seu poder, que deverão sofrer grande valorização para corresponder às expectativas de remuneração do investidor financeiro. Desta maneira, a melhor proposta para os proprietários pode não ser a maior em valor, mas aquela do fundo de *private equity* com as melhores possibilidades de contribuir para o crescimento da empresa. Neste fato há um potencial conflito de interesses entre assessores e proprietários.

4.3.3 Assessores a fundos de *private equity*

Fundos de *private equity* podem utilizar assessores tanto para a originação quanto para a seleção de investimentos. No caso de originação isto se passa principalmente em mercados como o brasileiro em que a originação ativa é importante e onde muitos dos fundos com potencial de investimento têm uma reduzida presença local. Esta assessoria à originação é realizada principalmente por advogados, consultores ou contadores que possuem extensas

²⁷ No jargão da indústria muitas vezes o termo em inglês "bid" é utilizado no lugar de "oferta". Também utiliza-se o neologismo "bidar" e suas declinações em substituição à expressão "realizar uma oferta".

relações nos meios empresariais. Estes assessores podem estar ligados oficialmente a administradores de fundos de participações privadas ou podem atuar autônoma e esporadicamente neste mercado. Muitas vezes assessores à originação são remunerados através de "*finders fees*", prêmios pela identificação de oportunidades.

Porém, é durante o processo de seleção de investimentos que assessores são mais frequentemente utilizados por fundos de *private equity*. Quando, após o estudo do *business plan*, o contato inicial com a empresa e a análise das informações preliminares recebidas, os fundos mantêm seu interesse pela empresa, inicia-se um processo de coleta e verificação de informações (*due diligence*). É nesta fase do projeto que assessores são contratados por fundos de *private equity*.

Na *due diligence* informações fornecidas pela empresa são verificadas e novas informações que possam ser necessárias para a avaliação do investimento são coletadas. Para realizar este trabalho os fundos contam com a assessoria de escritórios de advocacia e de contabilidade, responsáveis pela verificação da legalidade das operações das empresas. Em alguns casos menos frequentes, administradores de fundos de *private equity* contratam consultores especializados para assessorá-los na avaliação final.

4.3.4 Critérios de seleção

Diversos estudos foram desenvolvidos buscando identificar o modelo de seleção de investimentos utilizado por fundos de participações privadas (Neidorf e Writer 1998, Bruno e Tyebjee 1983; MacMillian et al. 1985 e 1987; Hall e Hofer 1993; Fried e Hisrich 1994). Se por um lado estes estudos diferem quanto à "ênfase" com que os fatores de decisão são considerados, há uma convergência em relação a "quais fatores" são analisados (Boocock e Woods 1997). Vale ressaltar que os estudos identificados têm um foco maior em *venture capital*, ao invés de participações privadas em geral.

Bruno e Tyebjee (1983) descrevem o processo de seleção do *venture capital* como sendo um balanceamento entre fatores negativos e positivos. Enquanto fatores negativos contribuem para que se rejeite uma proposta, positivos contribuem para seu aceite. Este estudo enfatiza as características da indústria na qual o investimento será realizado como o

principal fator de decisão, ou seja, a importância da existência de condições favoráveis de mercado para a aceitação de uma proposta.

McMillian et al. (1985) mostra que o critério de seleção utilizado com maior ênfase é a capacidade dos gestores dos projetos. Segundo este estudo a confiança dos investidores na capacidade da gerência da empresa em assegurar seu crescimento seria o principal critério utilizado para a alocação de capital.

Por outro lado, McMillian et al. (1987) identifica que a aceitação do produto no mercado e sua proteção quanto à entrada de concorrentes são os principais fatores na determinação do sucesso ou fracasso de um investimento. A Tabela 4.1 mostra os critérios de seleção identificados por Bruno e Tyebjee (1983) e McMillian et al. (1985).

Crítérios de Seleção	Bruno e Tyebjee (1983)	McMillian et al. (1985)
Requisitos dos Fundos de <i>Venture Capital</i>		
Potencial de geração de receita	X	X
Familiaridade com a tecnologia, produto e mercado	X	
Localização geográfica	X	
Tamanho do investimento	X	
Estágio de desenvolvimento	X	
Característica da gerência		
Habilidade na avaliação de risco		X
Experiência		X
Capacidade de ser perseverante		X
Habilidade gerencial	X	X
Características do Ambiente		
Atratividade do mercado	X	X
Barreiras a entrada	X	
Estratégia		
Diferenciação de Produto	X	
Propriedade do produto		X

Tabela 4.1: Critérios de seleção de fundos de *venture capital* segundo Bruno e Tyebjee (1983) e McMillian et al. (1985), adaptado de Boocock e Woods (1997).

Sandberg et al. (1988) e Hall e Hofer (1993) sugerem que estes estudos são falhos por não considerarem os diversos estágios do processo de seleção utilizado por fundos de *venture*

capital, nos quais diferentes critérios são empregados. Em um estudo que teve o objetivo de analisar as fases do processo de decisão isoladamente, Fried e Hisrich (1994) concluiriam que os três critérios genéricos utilizados no processo de seleção de oportunidades por fundos de *venture capital* são:

- atratividade da indústria e viabilidade do projeto
- experiência e a capacidade de liderança da gerência
- possibilidade de altos retornos e de saída do investimento.

Apesar de não se ter identificado um estudo específico sobre critérios de seleção de fundos de *private equity*, muitos dos artigos estudados para a elaboração desta dissertação comentam sobre o processo de seleção utilizado por estes fundos. Todos estes comentários reforçam a idéia que investidores de *private equity* assim como investidores de *venture capital* utilizam um modelo de seleção de investimentos baseado nos três eixos identificados por Fried e Hisrich. A variação do peso relativo de cada um destes eixos de acordo com o estágio de desenvolvimento das empresas nas quais se investe, porém, é um ponto que ainda merece maior atenção por parte dos pesquisadores da área.

Em relação a investimentos fora dos EUA, Todd (1997) sugere que fundos com a intenção de investir internacionalmente devem incluir em sua análise outros fatores além dos previamente discutidos. O autor defende que, em investimentos internacionais, avaliações de riscos político, econômico e de variações cambiais devem ser considerados. Além disto, deve-se ter um maior cuidado em assegurar a existência de opções de saída devido à potencial inadequabilidade da utilização da abertura de capital para o desinvestimento. Estas idéias foram confirmadas pela pesquisa de campo realizada junto a fundos de *private equity* brasileiros.

Uma das preocupações da pesquisa foi identificar, de maneira exploratória, eventuais particularidades do processo de seleção de oportunidades dos fundos que investem no Brasil. As principais constatações neste sentido estão ligadas à importância de alternativas de saída, a preocupações de ordem jurídica e à instabilidade econômica.

Fundos de *private equity* com foco de investimento no Brasil parecem considerar particularmente importantes as alternativas de saída em sua seleção de investimentos. Este

fato pode ser justificado pelo reduzido desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro que dificulta a emissão de ações de empresas de pequeno e médio porte, especialmente em momentos de instabilidade econômica. Assim, parece justificável que fundos de participações privadas brasileiros considerem a presença de outras alternativas de saída, principalmente a venda para um investidor estratégico, como determinantes importantes do sucesso do investimento (Brandley 1999).

Paralelamente a esta valorização dos aspectos de saída, foi identificada uma grande preocupação com questões jurídicas, o que não é tratado pela bibliografia americana sobre o tema. Diversos administradores de fundos alegaram que a presença de passivos ocultos de ordem fiscal e trabalhista pode muitas vezes inviabilizar uma transação. Estes passivos são, em geral, originários das práticas ilícitas realizadas correntemente por pequenas e médias empresas brasileiras, como a utilização de "caixa 2".

É usual que, para a realização de seus investimentos, administradores de fundos exijam dos proprietários das companhias nas quais investem garantias contra sua responsabilização por passivos não declarados. Estas garantias podem ser uma parte do pagamento pela participação adquirida que fica retida em uma conta de provisão, ou mesmo ativos imobiliários que os proprietários das empresas possuam em seu patrimônio pessoal. Outra opção utilizada para contornar o problema de passivos fiscais é a utilização de contratos de arrendamento quando na verdade adquiriu-se participações acionárias.

Segundo um executivo ligado à indústria de participações privadas, um outro aspecto ligado à legalidade, que deve ser considerado pelos fundos, diz respeito à competitividade da empresa ao cumprir suas obrigações fiscais. Independentemente de seus históricos fiscais e trabalhistas, após a entrada de um fundo como investidor, empresas são obrigadas a manter-se em dia com suas obrigações legais. No Brasil, em indústrias pouco estruturadas, a norma pode ser a ilegalidade, o que faz com que o pagamento da elevada carga tributária que incide sobre nossas empresas acarrete uma forte elevação de custos em relação à concorrência. Este aumento de custos pode provocar uma perda de competitividade capaz de inviabilizar o crescimento da companhia.

Finalmente, condições macroeconômicas podem ter grande influência nas decisões de investimentos dos fundos. No segundo semestre de 1998 o Brasil vivia uma grande

apreensão em relação ao futuro da política cambial do país. Apesar das constantes negativas por parte da equipe econômica, a liberação do câmbio parecia inevitável e a questão era saber quando, de quanto e de que maneira a desvalorização da moeda ocorreria.

A maior parte dos fundos de participações privadas com recursos para investir no Brasil havia captado seus recursos junto a investidores internacionais e tinha objetivos de retorno em dólar. Assim, qualquer investimento realizado antes da liberação cambial tinha que incluir em seu modelo de avaliação uma previsão de perdas. Esta perda cambial, prevista por alguns fundos com em torno de 30%, dificultava fortemente a realização de investimentos visto que os retornos esperados em Reais teriam de ser suficientes para atingir as remunerações em dólar pretendidas mesmo após a liberação, o que inviabilizava diversos projetos.

Outra variável econômica acompanhada de perto por administradores de fundos no Brasil é a política de juros. Instrumentos de renda fixa podem ser vistos por investidores institucionais internacionais como uma alternativa ao investimento em participações privadas no Brasil. Quando se pode obter retornos superiores a 20% ao ano em investimentos em papéis do governo torna-se difícil justificar investimentos em participações privadas em que além do risco Brasil há um elevado risco associado à performance individual da empresa.

Paralelamente, retornos de investimentos em participações privadas estão fortemente relacionados ao rápido crescimento das empresas nas quais se realiza investimentos. Uma das razões pelas quais o Brasil foi capaz de atrair grandes volumes de capital estrangeiro para sua indústria de participações privadas foram as elevadas perspectivas de desenvolvimento da economia do país, o que favoreceria o rápido crescimento de empresas locais bem administradas. As perspectivas de redução do crescimento e mesmo retração do PIB do país no período posterior à desvalorização cambial têm, portanto, um impacto negativo na identificação de oportunidades de investimento viáveis.

Um último aspecto da economia brasileira que inibe a realização de investimentos em participações privadas é a baixa disponibilidade de crédito e a reduzida possibilidade de alavancagem. Fundos de participações privadas nos EUA, principalmente aqueles

especializados em *Leverage Buy Outs* (compra de controle alavancadas), trabalham com elevados índices de alavancagem que podem chegar a 4 dólares em dívida para cada dólar investido (Schiffrin 1998). No Brasil a pouca disponibilidade de recursos e o custo de operações de crédito implicam uma reduzida participação de dívida na estrutura de capital das empresas nas quais fundos de participações privadas investem. Consequentemente, a valorização da empresa necessária para remunerar adequadamente o capital próprio das *limited partnerships* deve ser substancialmente maior no Brasil que nos EUA.

4.4 Estruturação do Investimento

A etapa de estruturação do investimento se inicia quando após a *due diligence* o interesse de uma *limited partnership* em uma empresa persiste. É durante esta etapa que os sócios principais decidem se convidarão outros investidores a participar da operação e que, no caso de *turnarounds*, renegociações de dívida são iniciadas.

4.4.1 Co-investimento

Limited Partnerships têm restrições na porcentagem de seus recursos que podem alocar a um único investimento. Estas restrições variam caso a caso, mas em geral nenhum investimento pode superar de 10% a 20% do total de recursos disponíveis. Assim, para realizar transações de maior volume sócios principais são obrigados a repartir a oportunidade com outros investidores.

Uma prática muito comum é convidar os sócios limitados a co-investirem ao lado da *limited partnership*. No co-investimento sócios limitados adquirem uma participação individual no negócio além da participação adquirida indiretamente através do fundo. Para muitos investidores institucionais a oportunidade de co-investir é uma das principais razões para a alocação de recursos a fundos de participações privadas. Para estes investidores o co-investimento é quase como um investimento direto visto que nestes casos não se incorre no pagamento de qualquer tipo de taxa de administração. As vantagens do co-investimento em relação a investimentos diretos está no fato de investidores institucionais não terem o trabalho e os custos de originar e avaliar oportunidades e nem de participar da

administração das empresas após o investimento, visto que estas atividades são realizadas pelos sócios principais das *limited partnerships* que os convidam a co-investir.

Para os sócios principais, oferecer a oportunidade de co-investir é uma maneira de levantar recursos fácil e rapidamente além de prestar um serviço adicional a seus investidores, o que pode incentivá-los a continuar a participar de seus fundos no futuro.

4.4.2 Sindicalização

Outra prática corrente de fundos de participações privadas para completar os volumes de recursos necessários para seus investimentos é oferecer a outras *limited partnerships* a oportunidade de participar da transação (sindicalização). Uma das principais vantagens desta prática é que, para participar do investimento, estas outras *limited partnerships* vão desenvolver individualmente uma análise da oportunidade, o que serve para confirmar a análise realizada pela *limited partnership* que originou o negócio (Lerner 1994a).

Além disto, as *limited partnerships* que participam de sindicatos podem sentir-se obrigadas a retribuir o favor prestado pelos administradores do fundo que originaram a oportunidade, e assim oferecer-lhes possibilidades de repartir investimentos no futuro. Outro motivo que pode motivar a sindicalização é a busca por parte dos sócios principais de parceiros com competências específicas, para a posterior co-administração da empresa na qual se pretende investir.

Para as *limited partnerships* convidadas a participar de um sindicato os benefícios estão ligados à redução dos custos de originação e avaliação de oportunidades.

4.4.3 Renegociação de Dívidas

Principalmente em situações de *turnaround*, em que fundos de participações privadas assumem o controle de empresas em más condições financeiras e administrativas, a etapa de estruturação do investimento pode incluir uma renegociação de dívidas.

Na renegociação de dívidas os futuros controladores procuram os credores da empresa para reduzir o valor das dívidas a fim de viabilizar sua entrada na companhia. Esta

reestruturação de dívidas é necessária pois muitas vezes em situações de *turnaround* os administradores dos fundos de *private equity* acreditam que a empresa possa ser recuperada caso seu direcionamento estratégico seja revisto e sua situação financeira reparada. Porém, assumir 100% da dívida possuída pela empresa tornaria impossível ao fundo obter o retorno exigido sobre seus investimentos.

A motivação para os credores aceitarem esta redução de dívidas está na constatação de que, na situação presente, a empresa não é viável e não será capaz de pagar suas obrigações. Paralelamente, os credores devem acreditar que, caso a empresa vá à falência, a parcela dos recursos emprestados perdida será superior às exigências de redução de dívida demandada pelo fundo de *private equity*.

4.5 Acompanhamento de Investimentos

A habilidade do administrador de fundos de participações privadas contribuir para a gestão das empresas nas quais investe é vista como tão importante quanto o capital provido (Fried e Hisrich 1995). Esta contribuição pode se dar de diversas maneiras, seja pela participação em conselhos de administração, visitas informais à empresa, indicação e seleção de pessoal de alta hierarquia, reuniões com clientes e fornecedores, etc..

Esta capacidade de contribuir para a administração das empresas nas quais investem é um dos principais argumentos de fundos de participações privadas no processo de convencimento de proprietários de empresas fechadas a participarem de uma transação deste tipo. Inclusive, diversos fundos possuem grupos de consultores associados, formados por experientes executivos de diferentes setores da economia, que são apresentados como um dos ativos que o fundo pode trazer para a empresa caso venha a adquirir uma participação.

A participação na gestão não se limita às transações nas quais os fundos adquirem controle. Até porque, a maior parte dos investimentos em participações privadas realizados nos EUA são em participações minoritárias, principalmente quando se trata de operações de

company development ²⁸. Em geral, uma das exigências dos fundos é a garantia de seu poder de influir nas decisões estratégicas da empresa mesmo quando não adquirem controle. É comum que a representação dos fundos em conselhos de administração e seu poder de influir em decisões estratégicas seja desproporcional à participação acionária adquirida. Acordos de acionistas de transações envolvendo fundos de participações privadas são muitas vezes estruturados de maneira a conceder a estes fundos maiores privilégios que os que suas participações acionárias lhes concederiam naturalmente.

Uma das áreas em que a influência das *limited partnerships* parece ser especialmente importante é a gestão financeira. Muitos dos sócios principais de *limited partnerships* têm um histórico profissional ligado a bancos e habitualmente a própria administradora de fundos é associada a uma instituição financeira, o que concede às *limited partnerships* as competências necessárias para monitorar e contribuir para a gestão financeira das companhias nas quais investem.

No Brasil, a proximidade dos administradores de fundos a instituições ativas nos mercados financeiros, particularmente bancos de investimento, pode trazer às empresas um importante apoio na compreensão de cenários macroeconômicos e na realização de projeções destes cenários para o futuro, o que pode ser extremamente importante sobretudo em situações de incerteza e crise econômica. Nas entrevistas com empresas realizadas no Brasil, esta assessoria em questões financeiras foi apontada como uma das principais maneiras dos fundos de participações privadas contribuírem para a gestão das companhias.

Outra característica que permite a administradores de fundos contribuírem para a gestão financeira das companhias nas quais investem é sua proximidade a fontes de financiamento. Não apenas a associação direta dos fundos a instituições financeiras, mas também o histórico de relacionamento desenvolvido quando da captação de recursos para outras empresas, contribuem para facilitar o acesso a novos recursos. Estes recursos podem ser tanto captados na forma de empréstimos quanto através de novas emissões de participações privadas, o que é comum no caso do *venture capital* em que o financiamento das empresas é realizado em estágios ligados a seu desenvolvimento.

²⁸ Investimentos em *company development* são descritos no item 7.1.4

O envolvimento dos administradores de fundos de participações privadas na gestão das empresas varia de acordo com o estágio de desenvolvimento e com a manutenção ou não do direcionamento estratégico das empresas. Os períodos que exigem maior presença dos administradores de fundos são aqueles que sucedem à entrada do fundo no capital da empresa e que antecedem seu desinvestimento. Paralelamente, investimentos em *venture capital* geralmente demandam dos administradores de fundos maior envolvimento que investimentos em *private equity*, tanto devido à necessidade de definição de importantes questões estratégicas quanto devido à eventual inexperiência dos empreendedores que administram a empresa.

Finalmente, outros casos em que a participação dos administradores de fundos nas empresas é mais demandada são investimentos em empresas em dificuldades que exigem *turnarounds* ou nos quais o fundo adquire controle com o objetivo de substituição da gerência.

Segundo Lerner (1995), outro fator que influencia a participação dos fundos no acompanhamento da administração das empresas nas quais investem é a distância geográfica: quanto maior a distância da empresa à sede da administradora de fundos, menor a participação dos sócios principais em sua administração. Este fato leva a suspeitas sobre a real capacidade de fundos cujos sócios principais estejam baseados no exterior contribuírem para a gestão das empresas brasileiras nas quais investem.

4.6 Desinvestimento

O objetivo de todo investimento de fundos de participações privadas é revender a participação adquirida com um substancial ganho de capital. O desinvestimento, etapa final do ciclo de participações privadas, tem grande impacto nos retornos obtidos. As principais alternativas de desinvestimento estão em emissões primárias e vendas para investidores estratégicos.

4.6.1 Emissões primárias

Emissões primárias (*IPO's*) são a alternativa de desinvestimento preferida por administradores de fundos americanos, estando associadas à obtenção dos maiores retornos sobre investimento.

Também para os administradores das empresas, esta estratégia de desinvestimento é muitas vezes preferida em relação à venda para investidores estratégicos por garantir sua permanência da direção da companhia.

A maior parte das *IPO's* de empresas que receberam participações privadas nos EUA, sobretudo *venture capital*, são realizadas na *National Association of Securities Dealers Automated Quotation System (NASDAQ)*. A *NASDAQ* foi criada como um sistema de negociação paralelo ao *New York Stock Exchange (NYSE)* com o objetivo de permitir a negociação de ações de segunda linha. A *NASDAQ* tem menores exigências para listar empresas que o *NYSE* e seu sucesso está muito ligado ao desenvolvimento do *venture capital* nos EUA (e vice-versa).

A *NASDAQ* não se limita à negociação de empresas americanas. Em 1994 cerca de 7% das 4900 empresas listadas neste sistema eram estrangeiras (OECD 1996). A *NASDAQ* tem particular importância como alternativa de desinvestimento de empresas israelenses de alta tecnologia financiadas por *venture capital* (Sandler 1998).

Apesar de ser a primeira opção de desinvestimento de fundos de participações privadas, *IPO's* podem trazer alguns inconvenientes. Em geral, as *limited partnerships* vendem apenas uma pequena parte de suas participações nas emissões primárias, o que implica uma continuação de seu relacionamento com a empresa. Sócios principais podem inclusive continuar participando dos conselhos de administração destas empresas por alguns anos. Para os sócios limitados, *IPO's* trazem o inconveniente de permitir às *limited partnerships* repagar seus investimentos iniciais com ações das empresas em que se realizou investimentos. Nestes casos, muitas vezes inevitáveis, sócios limitados são obrigados a gerir carteiras de participações em empresas nas quais não têm mais controle.

A opção de desinvestimento através dos mercados de ações para fundos que investem no Brasil é vista como limitada, diferentemente do que ocorre nos EUA. O relativamente reduzido desenvolvimento de nossos mercados de ações, que concentra a quase totalidade de suas operações em poucos papéis de grandes empresas, praticamente inviabiliza a realização de *IPO's* de empresas de pequeno e médio porte. Vários fundos entrevistados disseram simplesmente desconsiderar esta opção de desinvestimento em sua análise de oportunidades. Outros mencionaram a possibilidade de realizar *IPO's* na *NASDAQ* como uma alternativa de saída para investimentos no Brasil, principalmente para empresas ligadas à informática e à tecnologia de informação.

Esta dificuldade de efetuar-se, no Brasil, desinvestimentos através de abertura de capital pode ser ilustrada pela experiência de um administrador de fundo entrevistado: "...os investimentos que foram feitos e o que é hoje são realidades diferentes. Tinha-se a perspectiva muito grande de se ter como uma opção existente o mercado de capitais, hoje a gente não acredita mais nisto."

4.6.2 Venda a Investidores Estratégicos

Outra alternativa importante para desinvestimento de participações privadas é a venda para investidores estratégicos. Esta alternativa é de particular importância no Brasil onde os poucos desinvestimentos já realizados se concentraram neste formato, como a venda pelo GP dos Supermercados Sé para o grupo Jerônimo Martins.

Diferentemente da saída através de *IPO's*, a venda para investidores estratégicos termina a relação da *limited partnership* com a empresa e traz benefícios para os sócios limitados que recebem ativos monetários ao invés de ações como retorno de seus investimentos. Para os administradores da empresa, porém, a venda para estratégicos pode significar sua substituição no controle da empresa.

Esta alternativa de saída está, em geral, relacionada a retornos menores que os obtidos por *IPO's*. Um estudo da *Venture Economics* (1988)²⁹ identifica que investimentos dos quais se saiu através de *IPO's* obtiveram, para cada dólar investido, retornos de US\$ 1,95 em

²⁹ Este estudo não pode ser obtido em sua versão original, mas seus resultados estão descritos em Gompers e Lerner (1998 e 1999)

excesso ao capital inicial, em um período médio de investimento de 4,2 anos. De acordo com este estudo, a opção de uma venda estratégica teria gerado retornos em excesso de US\$ 0,40 em um período médio de 3,7 anos.

Explicações para isto podem ser o fato dos investidores estratégicos saberem que as *limited partnerships* não têm muitas opções de saída e se valerem desta informação para negociar termos mais interessantes a seu favor. Uma segunda explicação seria que *limited partnerships* sempre consideram *IPO's* como sua primeira opção de desinvestimento e que a alternativa de venda para investidores estratégicos seria apenas considerada para empresas de menor sucesso que não encontrariam demanda para uma emissão primária, o que associa naturalmente esta alternativa a menores retornos sobre investimento.

Paralelamente a questões ligadas ao retorno sobre investimento, a quase que obrigatoriedade de desinvestimento através de vendas para investidores estratégicos traz prejuízos também para a originação de oportunidades no Brasil. Vendas estratégicas implicam, muitas vezes, uma substituição da alta gerência da empresa adquirida. Mesmo nos casos em que a administração anterior é mantida, sua liberdade de ação é limitada pelo controle exercido pelos novos proprietários.

Este fato dificulta a busca de oportunidades de investimento junto a empresas familiares administradas por seus proprietários, o que corresponde a uma grande parte das oportunidades potenciais no Brasil. Nestes casos, administradores de fundos de *private equity* são obrigados não apenas a identificar empresas bem administradas e com forte potencial de crescimento, mas também proprietários que estejam dispostos a seguir trabalhando na empresa no período de maturação do investimento, em geral próximo a 4 anos, e, após fazer a empresa duplicar em valor, retirar-se de sua administração ou aceitar o controle de um investidor estratégico.

4.6.3 Outras alternativas de Desinvestimento

Há ainda outras alternativas de desinvestimento menos utilizadas por fundos de participações privadas. Uma delas é a recompra da participação do fundo pela própria

empresa. Esta opção é em geral limitada a investimentos que não deram certo e nos quais as *limited partnerships* negociaram uma *put option*³⁰ contra os proprietários da companhia.

Outra alternativa de saída também associada a investimentos pouco performantes é a venda da participação a um outro investidor financeiro, eventualmente outro fundo de participações privadas. Tipicamente este novo investidor acredita ter maior competência que o investidor original para gerir a recuperação da empresa. Uma última forma de saída, obviamente indesejada, é a liquidação da empresa em caso de falência.

4.6.4 Valor Agregado pelos Fundos

Em geral, fundos de participações privadas agregam valor à empresa ao prepará-la para o desinvestimento. Principalmente nos casos em que os proprietários originais da empresa pretendem acompanhar as *limited partnerships* no desinvestimento, a participação de um fundo pode ser interessante.

Administradores de participações privadas têm competências para identificar a melhor opção de desinvestimento que proprietários de pequenas e médias empresas normalmente não possuem. Nos casos em que *IPO's* são utilizadas, administradores de fundos também parecem ser competentes na identificação do melhor momento para realizar tal operação (Lerner 1994b).

Paralelamente, a presença de uma *limited partnership* pode certificar outros investidores em relação ao bom estado da empresa (Gompers 1996). Isto se dá não apenas pela presença de um administrador financeiro profissional no conselho de administração da empresa, mas principalmente por aspectos ligados à reputação dos administradores de fundos. A abertura de capital de empresas que posteriormente desapontam o mercado contribuem negativamente à imagem do administrador que passa a ter maiores dificuldades em futuras *IPO's*. Para preservar e construir sua reputação, administradores de fundos têm o cuidado de não levar ao mercado empresas em má situação, o que certifica a qualidade de suas *IPO's*.

³⁰ Uma *put option* é uma opção de venda de ações por um preço predeterminado. Este mecanismo será discutido com maior detalhe no item 4.6.5.

Esta certificação foi mencionada pelos administradores de fundos entrevistados como um dos benefícios trazidos pelo *private equity* às empresas nas quais investem. Paralelamente, um dos proprietários de empresas entrevistado apontou a competência na preparação da empresa para uma futura emissão primária como uma das principais razões para a venda de uma participação a uma *limited partnership*.

4.6.5 Instrumentos Contratuais

Para proteger os investimentos tanto de *limited partnership* quanto de acionistas originais que mantenham participações na empresa após a entrada dos fundos, é comum a existência de cláusulas nos acordos de acionistas que regulamentam os direitos de cada uma das partes quando da decisão de desinvestimento. Em geral há condições específicas de prazos a esperar após a realização dos investimentos ou do cumprimento (ou não) de objetivos de performance que condicionam a utilização destes instrumentos legais. Os principais tipos de cláusulas contratuais utilizadas são³¹:

Drag along: A presença de uma cláusula de *drag along* permite às *limited partnerships*, obrigarem os acionistas originais a venderem suas participações junto com a participação da própria *limited partnership*. O interesse em possuir este direito é garantir que a empresa possa ser vendida para um investidor que exija, ou que valorize mais, a compra de controle ou de 100% da empresa.

Tag along: Caso acionistas originais decidam negociar suas participações, cláusulas de *tag along* garantem à *limited partnership* a possibilidade de acompanhar estes acionistas nesta venda e de obter o mesmo valor por suas ações.

Right of first refusal: Uma cláusula de *right of first refusal* dá à *limited partnership* a preferência de compra caso os acionistas originais decidam negociar suas participações.

Put Options: *Put options*, são instrumentos que permitem às *limited partnership* obrigar as empresas a recomprarem as participações adquiridas pelos investidores financeiros por um preço determinado. Em geral, *put options* são utilizadas por *limited partnership* para

³¹ Estas cláusulas contratuais estão descritas como direitos das *limited partnerships* e deveres dos acionistas originais. Porém, a situação inversa também pode ser encontrada.

garantir uma possibilidade de saída caso o investimento não atinja a valorização esperada. O exercício deste instrumento é, em geral, um reconhecimento do fracasso do investimento.

4.7 Relação entre administradores de fundos e investidores

Conforme discutido no capítulo 3, *limited partnerships* são formadas por investidores como sócios limitados e administradores de fundos de participações privadas como sócios principais. Nesta estrutura os sócios limitados têm legalmente muito pouco poder de influenciar o processo de tomada de decisões sobre investimentos. Porém, existem três mecanismos que procuram garantir que os sócios principais agirão segundo o interesse dos sócios limitados: remuneração, reputação e restrições contratuais.

4.7.1 Remuneração

Tipicamente, sócios principais são remunerados através de uma taxa fixa de administração complementada por um bônus de performance ao final da vida do fundo³². A lógica desta divisão em uma parcela fixa e outra variável é que os administradores recebam ao longo da vida do fundo uma remuneração suficiente para cobrir seus gastos de pessoal e operacionais, mas que a maior parte da remuneração dos sócios principais esteja ligada à performance do fundo, com o objetivo de estimulá-los a otimizar o retorno para os investidores.

Taxas de administração no mercado americano giram em torno de 1% a 3% e variam de acordo com as relações de oferta de capital por parte dos investidores e a demanda de *limited partnerships*. No Brasil, a pesquisa de campo indicou um padrão de taxas de administração próximo a 2%³³.

³² Muitas vezes, além de taxas da administração e do bônus de performance administradores de fundos recebem *transaction fees*. *Transaction fees* são taxas recebidas pelos administradores no momento da realização de um investimento e giram em torno de 2% do valor investido.

³³ A pesquisa de campo com fundos da indústria brasileira indicou um padrão de taxas de administração próximo a 2%. Porém, a identificação deste valor não foi um dos focos do estudo e uma pesquisa mais aprofundada seria necessária para identificar com maior exatidão a estrutura de remuneração dos administradores de fundos que investem no Brasil.

Diferentemente de outros tipos de fundos de investimento, as taxas de administração de fundos de participações privadas são calculadas a partir do total de recursos comprometido ao fundo e não ao volume efetivamente investido. Assim, um investidor que compromete US\$ 100 milhões a uma *limited partnership*, na qual a taxa de administração é de 2%, pagará anualmente uma taxa de administração de US\$ 2 milhões ao longo de toda a duração da *limited partnership*, mesmo que ao longo dos primeiros anos do fundo apenas uma fração dos US\$ 100 milhões esteja efetivamente investida³⁴.

Como a carga de trabalho dos sócios principais é variável ao longo da vida de uma *limited partnership*, recentemente tem-se observado nos EUA a adoção de taxas de administração variáveis. Nestes casos, as taxas de administração são mais elevadas entre os anos 2 e 5, período em que o envolvimento dos sócios principais na administração das empresas nas quais se investe é mais acentuado. Outra prática adotada para reduzir as taxas de administração é sua associação aos recursos efetivamente investidos ao invés de recursos comprometidos.

Em geral, as taxas de administração deixam de ser pagas após o término da duração inicialmente programada para o fundo, mesmo nos casos em que prorrogações são concedidas, o que é um estímulo aos administradores a liquidar o fundo no tempo previsto.

Os prêmios por desempenho são calculados como uma participação dos lucros obtidos pelas *limited partnership*. Em geral, os sócios principais têm direito a 20% dos lucros totais. Em alguns casos retornos mínimos são assegurados aos sócios limitados antes de iniciar-se o pagamento de prêmios aos administradores. Assim, caso um retorno mínimo de 5% ao ano seja assegurado, sócios principais receberão como prêmio 20% de todo o lucro que exceder este limite. No Brasil é usual a exigência de retornos mínimos de 10% ao ano antes de iniciar-se o pagamento de bônus de performance.

Outra regra utilizada para proteger os sócios limitados é a associação do pagamento de prêmios ao desempenho de toda a carteira de investimentos ao invés de investimentos individuais. Desta maneira os sócios principais são penalizados juntamente com os sócios

³⁴ Conforme discutido no item 4.1, após a formação do fundo seus administradores têm de 2 a 3 anos para realizar os investimentos. Apesar de se comprometerem a ter os recursos disponíveis - geralmente em no máximo 10 dias após uma solicitação - os investidores só desembolsam efetivamente seus recursos à medida que os investimentos são realizados.

limitados quando um investimento resulta em prejuízo, o que não ocorre se o cálculo dos prêmios se limita a investimentos individuais.

Um mecanismo utilizado para alinhar os interesses de sócios principais e limitados detectado na pesquisa de campo, mas não identificado na bibliografia estudada é a obrigatoriedade de co-investimento. Este mecanismo obriga os sócios principais a co-investir em todos os investimentos realizados pelo fundo. Esta obrigatoriedade de co-investimento pode estar limitada à empresa administradora de fundos à qual a *limited partnership* está associada, mas muitas vezes são os administradores dos fundos que se comprometem a investir através de seu patrimônio pessoal. Segundo administradores de fundos entrevistados, a obrigatoriedade de co-investimento pode ser um forte argumento a favor do fundo no processo de captação de recursos junto a investidores institucionais.

Uma das preocupações atuais, nos EUA, é o impacto do crescimento do tamanho médio dos fundos na remuneração dos sócios principais, e o possível redirecionamento de sua motivação de gerar retornos para simplesmente levantar novos fundos (Schiffrin 1998). O receio dos investidores é que os administradores de fundos não dependam da obtenção de retornos adequados para seus investidores para alcançar remunerações pessoais satisfatórias. Um exercício pode ajudar a clarificar esta idéia:

Imagine-se um fundo local de *private equity* de US\$ 200 milhões, administrado por 4 sócios principais. Admita-se que a taxa de administração deste fundo seja de 2%, e que os custos de administração somem US\$ 2 milhões por ano, incluindo o salário de analistas. Isto implicaria um rendimento anual para cada sócio de US\$ 500 mil, independentemente da performance do fundo. Caso o fundo venha a gerar retornos modestos, como 15% ao ano no Brasil, um bônus de US\$ 16 milhões seria dividido no encerramento do fundo entre os sócios e os outros funcionários³⁵. Caso se consiga os 30% de retorno esperado, este bônus seria de US\$ 84 milhões.

Considere-se ainda que cada sócio pode participar de mais de uma *limited partnership* e chega-se à conclusão que ser administrador de fundos de participações privadas pode ser

³⁵ Este é um cálculo simplificado que ignora fatores como custos de captação de recursos e *transaction fees*. A hipótese assumida é de uma participação nos lucros dos sócios principais de 20% após o pagamento aos investidores de um retorno mínimo de 10%. Assume-se um período médio de investimentos de 5 anos. O cálculo para o bônus dos sócios principais é: $(200 \cdot 1,15^5 - 200 \cdot 1,10^5) \cdot 0,2$.

interessante mesmo que os resultados dos fundos não venham a ser satisfatórios. Com a diminuição da necessidade de obtenção de elevados retornos para a garantia dos rendimentos dos sócios principais, os investidores passam a depender mais fortemente dos mecanismos de reputação para o alinhamento dos interesses dos administradores de fundo aos seus.

4.7.2 Reputação

Conforme discutido no item 4.2, a reputação de fundos de participações privadas é seu principal argumento para a captação de novos fundos. Assim, uma das motivações dos administradores de fundos a otimizar os retornos para seus investidores é a perspectiva de que elevadas taxas de retorno podem facilitar captações de recursos futuros.

Além disto, o mecanismo da reputação faz com que sócios principais evitem realizar investimentos com os quais seus investidores não estejam de acordo, apesar de possuírem poder discricionário sobre os recursos dos fundos. A razão para isto está na importância de manter uma boa relação com seus investidores para que estes venham a participar de suas novas *limited partnerships*. A ausência de participantes de fundos anteriores em novos fundos dos mesmos administradores pode ser compreendida por outros investidores potenciais como um indicativo de má gestão, prejudicando o processo de captação de recursos.

O mecanismo da reputação, entretanto, funciona apenas quando sócios principais têm a intenção de levantar novos fundos no futuro. Sócios principais em idade avançada, por exemplo, podem estar próximos de sua aposentadoria e assim não ter a preocupação de manter sua reputação como administradores por não pretenderem iniciar novas *limited partnerships*.

4.7.3 Restrições contratuais

O terceiro e último mecanismo que protege sócios limitados são restrições contratuais. Contratos entre investidores e administradores de *limited partnerships* regulamentam relações de longo prazo, em geral mais de dez anos, e por isto podem envolver longas e

difíceis negociações. Restrições contratuais limitam a habilidade de sócios principais agir em benefício próprio ao tomarem decisões em nome das *limited partnerships*.

Lerner e Gompers (1996) estudaram o uso de restrições contratuais em *limited partnerships* e chegaram à conclusão que, assim como as taxas de administração, o número de restrições contratuais depende da relação de oferta e demanda de capital: quando a demanda de capital pelas *limited partnership* supera a oferta pelos investidores, os contratos entre fundos e investidores tendem a ter mais restrições que quando a oferta de capital supera a demanda.

Segundo estes autores, a remuneração final dos sócios principais é uma combinação das taxas de administração e os ganhos em benefício próprio obtidos através das *limited partnerships*. Como exemplo de ações em benefício próprio os autores citam a possibilidade de optar-se por realizar investimentos em áreas nas quais não se tem experiência (como *turnarounds*) aumentando os riscos para os investidores com a única intenção de desenvolver novas competências e assim poder levantar fundos específicos posteriormente.

A variação do número e o tipo de restrições contratuais impostas aos administradores é uma maneira mais sutil de equilibrar a oferta e a demanda de capital. Enquanto a alteração do padrão de taxas de administração de 2% e 20% de participação nos lucros tem grande visibilidade no mercado, alterações do número e tipo de restrições passam praticamente despercebidas.

Atualmente, com a forte oferta de capital existente nos EUA, tem-se observado uma redução no número de cláusulas restritivas presentes nos contratos de *limited partnerships*, o que indica um fortalecimento do poder de negociação dos administradores de fundos de participações privadas. Recentemente o *Private Equity Analyst* (Berry 1999) publicou um artigo defendendo que a oferta de capital é tamanha que fundos de pensão, tradicionalmente os principais investidores da indústria, chegam a ser "desprezados" por

alguns administradores de *limited partnerships* que preferem captar recursos junto a investidores privados, menos exigentes³⁶.

Os principais tipos de restrições contratuais são limitações a investimentos que os administradores dos fundos podem realizar e restrições a atividades dos sócios principais:

Restrições a investimentos: A estrutura de remuneração de sócios principais com forte concentração em prêmios de performance pode levá-los a buscar investimentos de maior risco para maximizar a possibilidade de elevados retornos ao invés de maximizar o retorno ajustado ao risco. Para limitar o risco, investidores podem incluir cláusulas nos contratos de *limited partnerships* que limitem a alocação de recursos a um único investimento; limitem a utilização de alavancagem; restrinjam a abrangência geográfica, o tipo e as indústrias nas quais o fundo pode investir; e que proíbam investimentos em outras *limited partnerships* ou outros tipos de investimento que não participações privadas.

Para impedir que sócios principais utilizem o capital do fundo em proveito próprio, outras cláusulas podem incluir restrições a investimentos nos quais outros fundos dos mesmos administradores já sejam investidores e restrições a investimentos em empresas relacionadas a outras atividades dos sócios principais.

Restrições a atividades dos sócios principais: as atividades dos sócios principais fora da *limited partnership* também podem ser restringidas com o objetivo de proteger sócios limitados. Algumas destas possíveis cláusulas contratuais são: a limitação da possibilidade dos sócios principais levantarem novas *limited partnerships*; e a regulamentação da liberdade dos sócios principais investirem e/ou saírem de investimentos em que o fundo participa.

³⁶ Outra vantagem de investidores privados é sua capacidade de contribuir com contatos e experiência administrativa para o desenvolvimento das empresas nas quais os fundos investem, o que não ocorre quando se concentra a captação junto a grandes investidores institucionais.

Capítulo 5

Fundos de participações privadas no Brasil

O capítulo 5 trata dos administradores de fundos de participações privadas com potencial de investimento no Brasil. Neste capítulo, propõe-se uma classificação para os fundos que atuam no país e apresentam-se algumas características gerais da indústria.

5 Fundos de Participações Privadas no Brasil

Este capítulo discute com maior profundidade as especificidades dos fundos de participações privadas com potencial de investimento no Brasil. São discutidas as características gerais da indústria e são apresentados os diferentes tipos de fundos presentes no país.

A maior parte dos recursos disponíveis para investimentos em participações privadas no Brasil está alocado a *limited partnerships*. A exceção são os investimentos dos fundos de pensão brasileiros que têm que ser realizados através de fundos mútuos devido a restrições legais. Este capítulo prioriza a discussão das características das *limited partnerships*.

5.1 Características Gerais da Indústria³⁷

Conforme discutido no capítulo 3, as estimativas do mercado são que entre US\$ 4 bilhões e US\$ 6 bilhões estejam alocados para investimentos em *private equity* no Brasil, e cerca de outros R\$ 170 milhões disponíveis para *venture capital*. De acordo com o foco deste trabalho, este item se concentra na discussão das características dos fundos de *private equity*.

Há algo em torno de 55 fundos de *private equity* com possibilidade de investir no Brasil. Apesar desta grande quantidade de fundos, os recursos disponíveis estão relativamente concentrados. Há quatro administradores de fundos com possibilidade de investir recursos próximos a US\$ 1 bilhão cada um: GP Investimentos; Hicks, Muse, Tate & First; Exxel Group e CVC Opportunity³⁸. A maior parte dos outros fundos tem um patrimônio entre US\$ 100 milhões e US\$ 400 milhões.

³⁷ Devido à inexistência de estudos formais, as informações apresentadas neste item são originárias de estimativas dos administradores de fundos entrevistados. A obtenção de estimativas semelhantes de diversos administradores contribui para a segurança que os números obtidos estejam próximos da realidade. Porém, estes valores devem ser utilizados apenas de maneira indicativa.

³⁸ Entre estes administradores de fundos, a GP Investimentos e o CVC Opportunity têm um maior comprometimento com o Brasil, devendo investir quase que exclusivamente no país. Já os investimentos da Hicks, Muse, Tate & First devem ser repartidos pela América Latina, enquanto o Exxel Group provavelmente concentrará seus investimentos na Argentina.

A maioria dos fundos de *private equity* com possibilidade de investimento no Brasil não são fundos exclusivos para o país, mas fundos regionais, geralmente com liberdade de investimento em toda a América Latina. Esta característica regional faz com que ao menos um terço dos fundos não tenha escritórios no país.

Em geral, os fundos para Brasil não têm restrições contratuais em relação às indústrias nas quais podem investir. É usual, porém, que cada fundo tenha suas próprias indústrias de preferência e tipos de investimento que pretendem evitar. Apesar de haver uma grande variedade nas indústrias citadas como interessantes, foi possível identificar algum consenso no interesse pela indústria de serviços. Segundo um administrador de fundo que pretender concentrar seus investimentos em serviços "as multinacionais já compraram as empresas médias interessantes em outros setores".

A pesquisa de campo indicou que fundos de *private equity* no Brasil evitam investimentos em empresas embrionárias e de pequeno porte. Entre os fundos entrevistados houve uma concentração dos limites de investimento desejados entre US\$ 10 milhões e US\$ 30 milhões. Vale ressaltar que os fundos que participaram da pesquisa tinham recursos entre US\$ 130 milhões e US\$ 200 milhões. Pode-se imaginar que os limites de investimentos para os fundos maiores sejam consideravelmente diferentes.

Estimativas dos entrevistados são que em torno de um terço dos fundos no Brasil exige controle para realizar investimentos. A maior parte dos fundos restantes prefere investimentos minoritários, mas não deixa de considerar oportunidades que requerem a obtenção de controle. Segundo administradores de fundos entrevistados, muitos fundos iniciaram suas atividades no país com o objetivo de ser exclusivamente investidores minoritários, mas vêm flexibilizando esta posição devido à dificuldade de identificação de oportunidades interessantes que estejam de acordo com esta estratégia.

Um administrador de fundo que está alterando sua estratégia de atuar como minoritário para se concentrar em aquisição de controle, mencionou como principal fator motivador deste redirecionamento a dificuldade de se trabalhar em conjunto com sócios brasileiros.

Segundo ele, "um fundo de *private equity* não pode esperar o tempo necessário para negociar com um sócio brasileiro a venda para um estratégico ou a substituição de *management*, especialmente quando fica evidente que se tem que trocar alguém da família".

Outro administrador de fundos, por sua vez, afirmou que "há uma cultura do empresário (brasileiro) de não ter sócio, e não é só o pequeno empresário. (...) Nas empresas de capital aberto os acionistas minoritários não são tratados como sócios, são tratados como financiadores".

A utilização de sindicatos para a realização de investimento parece ser bem vista pela indústria e a impressão é de que os administradores de fundos têm bons relacionamentos entre si. Coerentemente com a literatura sobre o tema, as vantagens apresentadas para a sindicalização foram a possibilidade do grupo adquirir poder de controle sem concentrar o risco dos fundos participantes

Em termos de retornos esperados, houve uma coerência entre os entrevistados na exigência de retornos mínimos de 30% ao ano em dólares para a realização de investimentos.

5.2 Classificações de fundos de participações privadas no Brasil

Há diversos tipos de fundos de participações privadas presentes no Brasil que possuem diferentes fontes de recursos, estruturas administrativas e estratégias de investimento. Entre os fundos que se dedicam a *private equity* no Brasil, os principais grupos que se podem identificar são: fundos estrangeiros, fundos locais, fundos internacionalizados, fundos estrangeiros com forte presença local e fundos para investidores locais³⁹. Paralelamente a estes fundos, identificam-se alguns fundos dedicados a *venture capital*.

³⁹ Devido às particularidades da indústria brasileira a classificação proposta neste trabalho não coincide com a utilizada em textos internacionais. Esta classificação foi desenvolvida com o auxílio de participantes da indústria entrevistados e privilegia aspectos ligados à internacionalização da estrutura administrativa. Nos EUA é mais comum classificarem-se fundos de acordo com seu foco de investimento ou segundo sua natureza: fundos independentes, ligados a bancos de investimento ou cativos.

5.2.1 Fundos Estrangeiros

Fundos estrangeiros são fundos ligados a administradoras de fundos internacionais, com pouca ou nenhuma presença local. Em geral, estes fundos não são específicos para Brasil, mas possuem foco em América Latina ou são fundos globais que pretendem dedicar uma parte de seus investimentos ao Brasil. A captação de recursos destes fundos se dá, sobretudo, junto a investidores internacionais.

Estes fundos são administrados a partir das sedes das administradoras, normalmente nos EUA. Sua presença destes fundos no Brasil se limita a uma ou duas pessoas responsáveis pela originação de investimentos. Esta presença no país muitas vezes não é realizada por um dos sócios principais, mas por assessores que nem sempre trabalham exclusivamente para a *limited partnership*.

As vantagens competitivas destes fundos estão em sua experiência em participações privadas e em seu conhecimento de mercados internacionais. Devido à sua experiência em participações privadas, esses fundos têm maior acesso a investidores internacionais, o que lhes facilita a captação de recursos. O conhecimento de mercados internacionais pode ser útil tanto para o aporte de competências desenvolvidas com investimentos similares em outros países, quanto para a avaliação da possibilidade de desinvestimento através de venda para investidores estratégicos. A presença de um administrador experiente pode, também, credibilizar a companhia às vistas do mercado e facilitar uma eventual *IPO*.

Uma outra vantagem dos "fundos estrangeiros" é seu baixo comprometimento com o país. Por não possuírem estruturas fixas locais, em momentos de instabilidade econômica ou política que dificulte a realização de investimentos no Brasil, os administradores destes fundos podem facilmente redirecionar seus esforços de originação para outro país que apresente melhores perspectivas de retorno.

Os principais problemas encontrados por estes fundos estão ligados a seu limitado conhecimento da realidade brasileira e à distância geográfica de seu centro de decisões. A falta de familiaridade com a economia brasileira dificulta tanto a originação quanto a

avaliação de investimentos⁴⁰. A distância geográfica, por sua vez, torna mais longo o processo de decisão de investimentos e dificulta o acompanhamento e a participação na administração das empresas nas quais se investe. Exemplos de fundos estrangeiros são: Darby Emerging Markets Fund, Bank of America, Merrill Lynch, e Heights Advisors⁴¹.

Ao iniciarem sua participação na indústria de *private equity* brasileira, diversos administradores de fundos baseados no exterior utilizaram a estratégia de atuar segundo o modelo de "fundos estrangeiros", o que lhes permitia ter um primeiro contato com a realidade brasileira, a baixo custo, antes de decidirem-se pelo desenvolvimento de uma estrutura local.

Principalmente a partir do segundo semestre de 1998, vem-se observando um movimento de reforço da presença local de fundos que antes atuavam a partir de escritórios no exterior. Este reforço pode-se dar tanto através da constituição de escritórios locais, quanto da contratação de executivos com experiência no ambiente empresarial brasileiro. Segundo administradores de fundos entrevistados, este fenômeno é uma consequência da dificuldade de se realizar *private equity* no Brasil sem uma forte presença local.

5.2.2 Fundos Locais

Fundos locais são fundos que não possuem presença ou associações internacionais e cujos comitês de investimento e equipes de análise estão baseados no Brasil. Os administradores destes fundos podem estar ligados a bancos de investimento brasileiros ou ser executivos independentes.

A favor de fundos locais estão a experiência de seus sócios principais na realização de transações e na administração de empresas no Brasil, suas conexões com empresários locais que facilitam a originação, e a proximidade geográfica, que agiliza o processo de negociação e facilita o acompanhamento dos investimentos.

⁴⁰ A falta de familiaridade com a realidade econômica do país pode ser corrigida pela contratação de executivos com experiência local e/ou pela experiência adquirida à medida que os primeiros investimentos são realizados. Segundo um administrador de um fundo local entrevistado "há fundos estrangeiros sem estrutura local que são mais presentes no Brasil que fundos que montaram grandes escritórios".

⁴¹ Procurou-se privilegiar a utilizações dos nomes dos fundos ao lado dos nomes de suas administradoras. Quando o nome do fundo não estava disponível, por não se tê-lo identificado ou por tratar-se de um fundo cativo, apenas o nome da administradora foi utilizado (para uma definição de fundo cativo, ver item 5.2.4).

A ausência de presença externa, por sua vez, pode dificultar a captação de recursos e a compreensão da dinâmica internacional das indústrias nas quais investimentos são realizados. Exemplos de fundos locais são: GP Capital Partners I e II (da GP investimentos), TMG (fundo independente) e Sul América. Investidores em fundos locais podem ser de origem nacional ou estrangeira.

5.2.3 *Fundos internacionalizados*

Fundos internacionalizados são fundos que pretendem combinar as vantagens de fundos locais e estrangeiros. Estes fundos são administrados por associações de fundos internacionais com parceiros locais, em geral bancos de investimento. Apesar de muitas vezes o processo de decisão de investimento destes fundos incluir a participação de sócios baseados no exterior, a maior parte da análise de oportunidades e do acompanhamento das empresas nas quais se investe é realizado por sócios locais. A captação de recursos destes fundos se dá principalmente junto a investidores institucionais internacionais. Exemplos deste tipo de fundo são: Pactual Electra International (Banco Pactual e Electra Flemings), CVC Opportunity Brazilian Equity Partners Fund (Citicorp Venture Capital e Banco Opportunity) e Patrimônio/Oppenheimer.

5.2.4 *Fundos estrangeiros com forte presença local*

De maneira similar a fundos internacionalizados, fundos estrangeiros com forte presença local combinam as características de fundos estrangeiros e fundos locais, mas estão normalmente mais próximos da primeira qualificação. A sede das administradoras destes fundos está no exterior, mas há sócios principais baseados no escritório local onde grande parte da originação e da avaliação de oportunidades é realizada. A maioria dos fundos desta categoria tem foco de investimento na América Latina e não são exclusivos para Brasil.

A maior parte dos fundos estrangeiros com forte presença local são, na verdade, fundos cativos de bancos de investimento internacionais que investem apenas o capital próprio das

instituições financeiras às quais estão ligados⁴². Restrições da legislação americana podem impedir estes fundos de adquirir controle das empresas nas quais investem, o que faz com que parte destes fundos cativos se limitem a co-investir em sindicatos.

A grande diferença na atuação de fundos cativos em relação a outros fundos está na ausência de obrigatoriedade de investimento e na maior flexibilidade de prazos de saída. Apesar de possuírem cotas determinadas para investimentos em participações privadas no Brasil, administradores de fundos cativos têm, em geral, menor obrigação de realizar todos os investimentos nos 3 primeiros anos do fundo, o que reduz o risco de investir-se em oportunidades menos atrativas simplesmente por que os recursos têm que ser investidos. Paralelamente, a ausência de obrigações contratuais para a liquidação de fundos cativos lhes dá maior flexibilidade em relação aos prazos para desinvestimento, o que facilita a prorrogação de um investimento até que as condições de saída sejam ótimas. Exemplos de fundos cativos internacionais com escritórios no Brasil são: Chase Capital Partners e Bank Boston.

Além de fundos cativos, fundos estrangeiros com forte presença local incluem administradoras de fundos estrangeiras que em sua estratégia de desenvolvimento internacional preferiram abrir escritórios regionais no Brasil ao invés de se associarem a instituições locais, como é o caso da Advent International Corp e da WestSphere.

5.2.5 Fundos para investidores brasileiros

Os fundos pertencentes a este grupo não são categorizados de acordo com a internacionalização de sua estrutura administrativa, mas sim de acordo com sua principal fonte de recursos: fundos de pensão brasileiros.

A legislação que regulamenta as atividades dos fundos de pensão no Brasil os proíbe de investir em *limited partnership*, o que faz com que administradores de fundos de

⁴² Em uma classificação estrita, fundos cativos não deveriam ser considerados como fundos de participações privadas por suas atividades se assemelharem a investimentos diretos. Porém, a inclusão de fundos cativos nesta análise está de acordo com o tratamento dado a estes fundos por outros participantes da indústria brasileira. Exemplos de fundos cativos com atividades no Brasil são: BankBoston, Sul America, Chase Capital Partners, entre outros.

participações privadas que desejem captar recursos junto a estes investidores sejam obrigados a criar outros mecanismos de investimento.

Em geral, fundos de participações privadas para investidores locais são estruturados como fundos mútuos, o que permite receber investimentos de fundos de pensão, mas traz alguns inconvenientes. O principal destes inconvenientes está na obrigação de possuir em sua carteira de investimentos somente empresas de capital aberto o que os obriga a investir em empresas já listadas em bolsa ou a abrir o capital das empresas nas quais investem. Um inconveniente adicional é a obrigação da divulgação diária do valor das cotas dos fundos, o que não é compatível com a natureza de um fundo de participações privadas. Segundo administradores de fundos entrevistados, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) estaria revisando estas regulamentações no momento da elaboração deste trabalho.

A maior parte dos administradores de fundos para investidores locais esta ligada a instituições financeiras brasileiras. Uma exceção é o fundo Santander Private Equity que apesar de ser administrado pela filial local de um banco estrangeiro concentra sua captação de recursos junto a investidores locais. Outros exemplos de fundos para investidores locais são: Brazil Private Equity Fund (ligado ao CSFB/Garantia⁴³), Fonte Cindam Nordeste Private Equity Fund e Opportunity.

5.2.6 Fundos de Venture Capital⁴⁴

A regulamentação legal para a formação de fundos de *venture capital* no Brasil data de 1994, com a instrução CVM nº 209 que regulamenta os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE). Apesar desta resolução indicar um interesse governamental pelo desenvolvimento do *venture capital* no país, esta atividade segue apenas embrionária.

Ao longo desta pesquisa foram identificados 5 fundos de *venture capital* em atividade no país. O tamanho reduzido destes fundos, entre R\$ 25 milhões e R\$ 40 milhões, reflete o

⁴³ É importante notar que o CSFB/Garantia e o Garantia Participações (GP) constituem duas administradoras de fundos de participações privadas independentes

⁴⁴ Não foi possível a realização de entrevistas com representantes de fundos de *venture capital* de forma que as informações apresentadas são originárias de artigos de jornais, de informações obtidas junto a administradores de fundos de *private equity* e de Romani (1997)

estágio inicial de desenvolvimento do *venture capital* no país. As razões para este reduzido desenvolvimento estão ligadas tanto à oferta quanto à demanda de capital. As dificuldades dos fundos na identificação de oportunidades de investimento será discutido em maior detalhe no item 7.2.1.

Em relação à oferta de capital, o principal problema é a ausência de investidores institucionais americanos como financiadores de fundos de *venture capital* brasileiros, o que pode ser explicado por sua aversão ao risco. Qualquer tipo de investimento em países como o Brasil é classificado por investidores institucionais americanos como investimento de risco, o que aumenta as exigências de retorno. Considerando-se que mesmo nos EUA o investimento em *venture capital* é associado a um elevado grau de incerteza, a associação dos riscos naturais do *venture capital* aos riscos macroeconômicos e políticos ligados ao país faz com que investidores internacionais não estejam dispostos a investir em fundos de empresas embrionárias em economias em desenvolvimento (Pacanins e Lerner 1997).

Investimentos em *venture capital* no Brasil são fortemente prejudicados, também, pela dificuldade de saída dos investimentos. De acordo com administradores de fundos entrevistados, as opções de saída para investimentos em *venture capital* no país são ainda mais limitadas que para investimentos em *private equity*, devido ao menor tamanho destas empresas no momento do desinvestimento. Esta realidade é extremamente diferente do que se verifica no mercado americano, onde a *NASDAQ* é uma real opção de saída para o *venture capital*.

Uma outra razão que pode contribuir para este distanciamento de investimentos em fundos para empresas embrionárias é a ausência de administradores de fundos internacionais de *venture capital* no Brasil, seja diretamente ou sob forma de associações. A presença de administradores internacionais com históricos de sucesso poderia contribuir para a captação de recursos para *venture capital* junto a investidores internacionais, como ocorre para fundos de *private equity*.

Assim, os principais investidores do *venture capital* no Brasil são os fundos de pensão locais⁴⁵ e o BNDESPar, que além de atuar como investidor administra seu próprio fundo. Os fundos de *venture capital* identificados foram: Advent (do Bozano, Simonsen), BB Invest Rio FMIEE (fundo da BBDTVM para investimentos no RJ), BNDESPar, e MG FMIEE e SC FIEE, ambos ligados administrados pelo Banco Fator e dedicados respectivamente a investimentos nos estados de Minas Gerais e Santa Catarina.

⁴⁵ Uma das maneiras encontradas para estimular o desenvolvimento do *venture capital* no Brasil foi permitir que fundos de pensão brasileiros investissem em FMIEE's, diferente do que ocorre com o *private equity* em que se tem a obrigação de usar fundos mútuos adaptados

Capítulo 6

Investidores da Indústria de participações privadas

Descreve-se quem são os investidores tradicionais da indústria de participações privadas e quais as diferenças de atuação dos fundos de pensão nos EUA e no Brasil

6 Investidores da Indústria de Participações Privadas

Conforme discutido anteriormente, a maior parte dos recursos da indústria de participações privadas brasileiras é originária de investidores estrangeiros, principalmente americanos. Assim, este capítulo apresenta as características dos principais grupos de investidores nos EUA e discute as especificidades de seus pares brasileiros⁴⁶.

6.1.1 Fundos de Pensão Americanos

Estima-se que nos EUA, entre fundos de pensão públicos e privados, um volume de recursos somando US\$ 4,5 trilhões seja administrado. Esta grande disponibilidade de recursos permite a estes fundos serem os principais investidores tanto para a indústria de participações privadas nos EUA quanto no Brasil.

No período de desenvolvimento inicial da indústria nos EUA, apenas os maiores fundos alocavam parte de seus recursos a este tipo de investimento. A rápida evolução da indústria de participações privadas foi uma consequência não apenas de uma elevação da presença das participações privadas no total de recursos dos fundos, cuja média nos EUA estima-se hoje entre 2% e 3%, mas também de uma popularização desta estratégia de investimento. Atraídos pelas elevadas promessas de retornos mesmo fundos de pensão pequenos, com recursos inferiores a US\$ 1 bilhão, estão investindo fortemente em fundos de participações privadas.

Nos EUA, os maiores fundos de pensão tendem a ter maiores parcelas de seus recursos destinadas a fundos de participações privadas. Os principais investidores em participações privadas têm alocações de seu capital total da ordem de 4,3% no caso de fundos públicos e entre 6% e 7% para fundos ligados a empresas privadas.

Uma outra diferença entre fundos públicos e privados nos EUA é resultado da menor disponibilidade de pessoal nos fundos públicos para alocar os recursos do fundo. Esta

⁴⁶ Novamente a maior parte das informações sobre a indústria americana apresentadas neste capítulo são adaptadas de Fenn, Liang e Prowse (1995)

limitação de pessoal faz com que fundos públicos utilizem mais freqüentemente assessores (*gatekeepers*) em seus investimentos em participações privadas e que atuem menos ativamente que fundos privados como co-investidores e investidores diretos. Além disto, os investimentos mínimos de fundos públicos tendem a ser maiores, entre US\$ 10 milhões e US\$ 25 milhões, o que faz com que estes fundos concentrem seus investimentos em grandes *limited partnerships*. Fundos de pensão públicos também investem menos em *venture capital* que fundos privados por possuírem uma maior aversão a risco.

Motivados pela saturação do mercado de participações privadas americano, tanto fundos públicos quanto privados tornaram-se importantes investidores de fundos internacionais. À medida que investimentos internacionais crescem em importância nas carteiras de participações privadas destes investidores institucionais, maior atenção tem sido dada a seu gerenciamento. Cada vez mais identificam-se investidores que formalizam cotas de alocação de recursos regionais como forma de garantir a diversificação de risco de seus investimentos (Galante, 1999).

6.1.2 Fundos de Pensão Brasileiros

Conforme discutido anteriormente, os investimentos em participações privadas de fundos de pensão brasileiros se concentram em investimentos diretos em privatizações e apenas uma pequena parcela se realiza através de fundos.

Uma das razões que inibem o desenvolvimento dos fundos de pensão brasileiros como investidores em fundos de participações privadas são as restrições legais que os impedem de investir em *limited partnerships*. Porém, o número de fundos dedicados a investidores locais tem crescido estimulando a participação destes investidores no mercado de fundos de participações privadas.

A pesquisa de campo realizada indicou que parte dos administradores de *limited partnerships* acredita que fundos de pensão brasileiros passarão a ser importantes investidores apenas quando as empresas às quais estão ligadas forem privatizadas. Segundo estes administradores, as privatizações reduzirão a influência do governo nas decisões de investimento e obrigarão os fundos de pensão a gerir mais eficazmente seus investimentos em participações privadas, o que incluiria transferir a gestão de uma maior parte destes

investimentos a administradores especializados. Parece não haver ainda uma cultura de *private equity* entre administradores de fundos de pensão brasileiros⁴⁷.

6.1.3 Fundações

Nos EUA, fundações são a terceira fonte mais importante de capital para fundos de participações privadas, superadas apenas por fundos de pensão privados e públicos. As fundações mais ativas em investimentos em participações privadas são aquelas ligadas a universidades, apesar de recentemente este tipo de investimento estar-se popularizando também junto a outros tipos de fundações. No Brasil, não foram identificados investimentos em participações privadas por fundações locais, o que é provavelmente um reflexo do menor desenvolvimento deste tipo de instituição no país.

6.1.4 Bancos Comerciais e de Investimento

Nos EUA, *holdings* bancárias estiveram entre os primeiros investidores da indústria de participações privadas quando desenvolveram suas próprias *SBIC's*. Até hoje a maioria dos investimentos realizados por estes investidores se dá através de suas próprias subsidiárias que podem ou não combinar recursos próprios aos de terceiros.

Uma das razões para estas *holdings* promoverem suas subsidiárias de participações privadas são as sinergias existentes em relação a seus negócios principais. Enquanto bancos comerciais com suas atividades de financiamento a pequenas e médias empresas têm sinergias para a originação de oportunidades, bancos de investimento podem atuar como agentes de futuras *IPO's*.

Uma segunda razão é a criação de empresas para gerenciar as participações obtidas por estas instituições financeiras em empresas privadas como garantias pelo não pagamento de empréstimos. Para evitar restrições da legislação americana a investimentos de instituições financeiras em empresas comerciais, empresas administradoras de investimento em participações privadas ligadas a bancos são muitas vezes constituídas como subsidiárias independentes.

⁴⁷ Vale lembrar novamente que não foram entrevistados fundos de pensão e estes comentários refletem a opinião de administradores de fundos de participações privadas.

No Brasil, bancos têm sido extremamente ativos no mercado de participações privadas. Diversas das maiores administradoras de recursos estão ligadas a bancos de investimento que investem o capital de terceiros combinado a recursos próprios. Outros bancos, especialmente comerciais, não se abriram à administração de recursos de terceiros, mas são ativos em investimentos diretos.

Para diversos bancos de investimento brasileiros, a primeira grande experiência com participações privadas se deu através de investimentos diretos em privatizações. Entre os bancos que se valeram de suas experiências em privatizações para passar a administrar o capital de terceiros destaca-se o Opportunity, que é hoje um dos maiores administradores de recursos de *private equity* no país.

6.1.5 Famílias e indivíduos Ricos

Tanto nos EUA quanto no Brasil, é comum que famílias e indivíduos ricos aloquem parte de seus recursos a participações privadas. Nos EUA a gestão destas carteiras de investimento vem se profissionalizando desde o pós-guerra e hoje grande parte destes recursos estão alocados a *limited partnerships*. No Brasil, esta profissionalização parece ainda estar em desenvolvimento, mas já se pode encontrar sinais de que fortunas pessoais de brasileiros possam vir a ser uma fonte de recursos não desprezível para a indústria de participações privadas do país.

6.1.6 Corporações

Corporações não financeiras são importantes financiadores de *venture capital* nos EUA. Porém, conforme discutido no capítulo 3, seus investimentos são raramente realizados através de *limited partnerships*, sendo o investimento direto o mecanismo de predileção. Ao longo desta pesquisa não foram encontradas evidências da participação de corporações não financeiras brasileiras no mercado de participações privadas.

Capítulo 7

Empresas que recorrem a participações privadas

Neste capítulo são apresentados os diversos tipos de empresas que recorrem a participações privadas. Também são ressaltadas as particularidades destas empresas no Brasil.

7 Empresas que recorrem a participações privadas

Este capítulo se dedica ao estudo das características das empresas que recorrem aos fundos de participações privadas para financiamento. Além de apresentar-se os diferentes tipos de empresas existente, serão discutidas as razões que levam estas empresas a captar recursos através destes instrumentos e os critérios (ou sua ausência) utilizados pelas empresas para a seleção do fundo ao qual parte de seu capital será vendido.

7.1 Tipos de empresa

A descrição dos diferentes tipos de empresa será desenvolvida de acordo com a classificação tipicamente encontrada na bibliografia americana⁴⁸ seguida de comentários sobre as especificidades da indústria brasileira⁴⁹.

7.1.1 Empresas que buscam Seed Capital

Este primeiro grupo de empresas são aquelas que buscam capital para investigar se seus planos de negócios merecem ser levados a diante. Este capital para pesquisa de viabilidade de projetos (*seed capital*) irá financiar o desenvolvimento de protótipos, a realização de pesquisas de mercado, o desenvolvimento de um plano de negócios formal e, nos casos em que se acredita no futuro do projeto, o recrutamento dos futuros administradores da empresa.

Os projetos que se candidatam a receber *seed capital*, não se limitam ao desenvolvimento de novos produtos, mas incluem também novos conceitos de negócio. Fundos de participações privadas, inclusive fundos especializados em *venture capital*, raramente financiam empresas neste estágio de desenvolvimento preferindo aguardar a fase de *start*

⁴⁸ A classificação utilizada é uma adaptação e combinação das classificações apresentadas em Fenn, Liang e Prowse (1995) e em OECD (1998).

⁴⁹ Vale notar que apenas duas empresas que receberam *private-equity* foram entrevistadas e que alguns dos comentários presentes refletem a opinião dos administradores de fundos sobre o comportamento das empresas.

up (Zider 1998). Normalmente, investimentos em *seed capital* são da ordem de US\$ 500 mil.

7.1.2 *Start ups*

Start ups são empresas que se encontram nos estágios finais de desenvolvimento de seus produtos ou que necessitam capital para o *marketing* e a comercialização inicial. Assim como na fase de *seed capital*, tão importante quanto o capital é a consultoria prestada pelos investidores financeiros em questões de organização e estratégia da empresa. Devido ao risco associado a estes investimentos, fundos de *venture capital* que investem em *start ups* exigem elevados retornos anuais, que podem chegar a 70%. Investimentos em *start ups* são da ordem de US\$ 2 milhões.

7.1.3 *Later Stage New Venture*

As empresas pertencentes a esta classificação são empresas que já possuem um curto histórico de atividades, no qual confirmaram a validade de seus planos de negócio e obtiveram rápido crescimento. A necessidade de recursos destas empresas está em geral associada à expansão de capacidade.

Fundos de *venture capital* costumam realizar seus financiamentos em estágios, de acordo com o desenvolvimento da empresa (Gompers 1995 e Gordon 1994). Assim, investimentos em *later stage new ventures* muitas vezes são uma seqüência de investimentos realizados por fundos de *venture capital* em *start ups*, não necessariamente pela mesma *limited partnership*. Este tipo de investimento exige retornos menores que investimentos em *start ups*, entre 25% e 40%, e os recursos investidos estão entre US\$ 2 milhões e US\$ 3 milhões. Assim como *start ups*, estas empresas se concentram em indústrias de alta tecnologia.

7.1.4 *Empresas médias em expansão*

Diferentemente do caso precedente, empresas médias em expansão são empresas com longos históricos de operação, muitas vezes décadas, e não se concentram em indústrias de alta tecnologia. Um ponto em comum, porém, é a necessidade de capital para expandir.

Estas empresas nos EUA costumam ter acesso a financiamentos bancários, mas não nos volumes necessários para realizar suas estratégias.

Os recursos captados junto a fundos de participações privadas, na maior parte dos casos especializados em *private equity*, são utilizados para construir novas plantas e ampliar as instalações existentes ou, cada vez mais, para adquirir concorrentes. O crescimento em importância desta segunda motivação é a forte onda de consolidação pela qual passam diversos setores econômicos, fenômeno que pode ser observado tanto nos EUA quanto no Brasil.

Muitas vezes se utiliza a expressão "company development" para investimentos em empresas médias em expansão.

7.1.5 Empresas Visando Reestruturações de Capital

Outro tipo de empresas de médio porte que recebem investimentos de fundos de participações privadas são empresas buscando reestruturações de capital. Tipicamente há um desejo dos proprietários, que muitas vezes se confundem com a alta administração da companhia, em se afastar do dia a dia da empresa. Uma outra motivação pode ser o desejo dos proprietários de obter maior liquidez em seu patrimônio visto que é comum que seus investimentos na empresa constituam a maior parte de seus patrimônios pessoais.

Nestes casos, as empresas são tipicamente adquiridas por uma associação entre herdeiros, fundos de *private equity* e os novos administradores da empresa. Uma outra possibilidade é a entrada do fundo de *private equity* com o objetivo de preparar uma *IPO* da empresa. Assim como no caso precedente, investimentos dos fundos de participações privadas em empresas que buscam reestruturação de controle estão entre US\$ 10 milhões e US\$ 100 milhões, com retornos esperados de 10% a 25% nos EUA e de 25% a 35% no Brasil.

7.1.6 Empresas em Dificuldades

Quando um fundo de participações privadas adquire uma empresa em dificuldade os administradores do fundo acreditam ter as condições necessárias para reverter a situação da

empresa. Neste casos, fundos compram o controle ou a totalidade das ações da companhia e após seu investimento iniciam um processo de *turnaround*. O restabelecimento da empresa normalmente é buscado por uma combinação de alteração da equipe de administração, redirecionamento estratégico, e um equilíbrio da situação financeira, que pode envolver novos aportes de capital e renegociações de dívidas⁵⁰. Retornos esperados para este tipo de operação nos EUA estão entre 30% e 35%.

7.1.7 LBO's

Leverage buy outs (LBO's), ou compras de controle alavancadas, são investimentos caracterizados pela utilização de elevados índices de alavancagem. Nas *LBO's*, fundos de *private equity* utilizam uma combinação de recursos próprios e financiamentos para adquirir o controle de empresas. Em geral empresas que passam por *LBO's* são maiores que as empresas adquiridas para *company development* e apresentam fluxos de caixa estáveis e com menores possibilidades de crescimento.

A maior parte das *LBO's* realizadas por fundos de participações privadas envolvem empresas de capital fechado. Apesar disto, nos EUA investimentos de fundos de participações privadas em empresas públicas têm grande notoriedade principalmente devido aos elevados volumes de transação e índices de alavancagem utilizados por fundos especializados em *LBO's* na aquisição de empresas públicas no final dos anos 80.

Um tipo particular de *LBO*, as *Leverage Build Ups (LBU)* está ganhando força na Europa. Segundo um administrador de fundo francês entrevistado, o termo *LBU* "está na moda". Em uma *LBU*, empresas sólidas, bem administradas e com forte presença local são adquiridas por fundos de *private equity* e utilizadas como base para a criação de uma multinacional, através da aquisição de empresas da mesma indústria em outros países da comunidade européia.

⁵⁰ Nos casos de empresas cujo principal problema é seu elevado endividamento, a operação de substituição de dívida por capital de fundos de *private equity* é denominada "desalavancagem".

7.2 Especificidades de empresas no Brasil

A pesquisa de campo realizada no Brasil indicou algumas diferenças entre a indústria americana e brasileira em relação às empresas que recebem capital através de fundos de participações privadas. Estas diferenças dizem tanto respeito ao tipo de empresa quanto a suas motivações.

7.2.1 Privatizações

Outra diferença entre empresas nas quais fundos de participações privadas investem no Brasil e nos EUA é a possibilidade de investir em privatizações. Não apenas privatizações atraem grande parte dos investimentos diretos realizados por fundos de pensão brasileiros, mas também fundos de *private equity* são ativos investidores dos programas de desestatização. Alguns exemplos de investimentos deste tipo são as participações adquiridas por fundos administrados pelo GP Investimentos e pelo CVC Opportunity na Tele Norte-Leste (Telemar), a aquisição da Flumitrens pelo Pactual-Electra e os investimentos na privatização da Malha Sul por fundos do CSFB/Garantia.

É de se imaginar que principalmente privatizações de menor porte realizadas por governos estaduais e municipais continuarão a ser atrativas oportunidades de investimento para fundos de *private equity*. Muitas das privatizações previstas e já realizadas exigem dos novos proprietários a capacidade de implementar verdadeiros *turnarounds*. A disposição em assumir riscos aliada às capacidades gerenciais alinham as características dos fundos de *private equity* às exigências destas privatizações⁵¹.

7.2.2 Motivação para captação de recursos

A pesquisa de campo identificou que no Brasil há algumas especificidades em relação às razões que levam empresas a buscar o mercado de participações privadas. Segundo administradores de fundos entrevistados, grande parte das empresas que procuram fundos no Brasil o faz quase em situação de desespero, quando há muito não conseguem mais

⁵¹ O item 9.2.5 discute em maior detalhe as oportunidades de investimento em privatizações.

captar recursos junto a bancos e quando as possibilidades de se financiar através do não pagamento de impostos se esgotam. Isto pode ser explicado pela reticência do empresário brasileiro à venda de participações como forma de financiamento. Como se poderia esperar, as empresas que procuram fundos nesta situação são em geral rapidamente descartadas como oportunidades.

Apesar de não se tratar de uma amostra significativa das empresas que receberam *private equity* no país, as duas empresas entrevistadas apontaram questões de sucessão como a principal razão para se abrirem a investidores financeiros. Em ambos os casos os proprietários das empresas possuem grande envolvimento na administração das companhias e a entrada de um fundo de *private equity* foi vista como uma maneira de acelerar e garantir o processo de profissionalização da gestão, com o objetivo final de realizar-se uma *IPO* ou uma venda estratégica em alguns anos.

Uma outra razão fortemente apontada como motivadora de vendas de participações privadas foi o interesse de proprietários de empresas em obter maior liquidez e diversificar a alocação de seus patrimônios.

O estudo das motivações das empresas brasileiras a se abrirem a fundos de participações privadas é um item que ainda merece maior atenção por parte do meio acadêmico. Também na literatura americana o foco de estudo são as atividades de *limited partnership*.

7.2.3 *Venture Capital*

É importante notar que, no Brasil, os investimentos em *venture capital* são extremamente limitados. As razões para este reduzido desenvolvimento estão ligadas tanto à oferta quanto à demanda de capital. As limitações relativas à oferta de capital foram discutidas no capítulo 5, mas os problemas de demanda também merecem atenção.

O principal fator limitante da demanda por *venture capital* no país é a pouca disponibilidade de financiamentos para pesquisa e de *seed capital*⁵². Fundos de empresas emergentes raramente financiam fases de pesquisa e de desenvolvimento de protótipos,

⁵² O *seed capital* está definido no item 7.1.1.

preferindo iniciar sua participação em projetos a partir da etapa inicial de comercialização dos produtos, ou mesmo apenas em etapas de expansão de atividades já com algum histórico de operação (Murray 1998).

Romani (1997) faz um estudo comparativo das alternativas de financiamento à inovação existentes no Brasil e na França. Uma de suas recomendações é a alteração do sistema de apoio governamental à empresa inovadora. O objetivo destas recomendações é facilitar o acesso de empresas embrionárias a fundos de pesquisa e ao *seed capital* fornecido por instituições governamentais, e estimular a participação de fundos de participações privadas nas fases iniciais de desenvolvimento - através de um seguro parcial contra risco, como existente na França⁵³.

7.3 Seleção de Investidores

Paralelamente às motivações que levam empresas a buscarem o mercado de participações privadas, outro ponto muito pouco tratado pela literatura sobre o tema é o processo de seleção de investidores pelas empresas, ou seja, quando uma empresa recebe ofertas de mais de um fundo que critérios influenciam sua decisão.

A pouca atenção consagrada a este estudo é compreensível quando se considera que, historicamente, o papel da escolha de parceiros coube muito mais aos fundos que às empresas, visto que havia mais empresas buscando financiamento que recursos disponíveis no mercado de participações privadas.

Apesar do número limitado de entrevistas realizadas junto a empresas, a pesquisa de campo indicou que a determinação dos critérios a serem utilizados no processo de seleção de investidores não é evidente. Para ambas as empresas entrevistadas a principal razão para escolha do fundo selecionado foi sua rapidez de processo de decisão e sua agressividade em demonstrar interesse em realizar o investimento.

⁵³ Para uma discussão mais aprofundada sobre o *venture capital* no Brasil, ver "O Capital de risco no Brasil, uma contribuição a partir da experiência francesa", tese de doutorado de Gianni Augusta Romani Chocce, 1997.

Em ambos os casos, as empresas não procuraram ativamente outros fundos com o objetivo de comparar ofertas. Isto está de acordo com a prática corriqueira de fundos de participações privadas de exigir da empresa exclusividade em relação a outros fundos no processo de análise de investimento antes de aprofundar o estudo da oportunidade e realizar ofertas.

Por outro lado, em uma outra transação acompanhada em que um banco de investimento atuou como assessor dos proprietários da empresa, mais de um fundo realizou ofertas e a concorrência foi considerada como extremamente importante para a elevação dos valores obtidos pelos proprietários.

Atualmente a relação oferta/demanda de capital de participações privadas parece estar a favor das empresas. A grande quantidade de recursos disponíveis para este tipo de investimento permite às empresas uma atuação ativa na escolha do investidor financeiro que virá a se tornar seu sócio. A identificação da utilização de práticas extremamente diferentes por empresas brasileiras indica a importância da realização de um estudo aprofundado sobre qual a melhor maneira de atuar. Deve-se ter em mente que entre os diversos tipos de fundos presentes no Brasil (estrangeiros, locais, internacionalizados, etc) há grandes diferenças em relação à maneira de cooperar com a empresa.

O benefício final dos empresários que vendem participações a investidores financeiros é uma combinação dos valores recebidos no momento da venda à valorização da empresa impulsionada pela presença dos novos sócios. Assim, deve-se ter o cuidado de não super considerar os valores das ofertas em detrimento das competências dos administradores dos fundos em contribuir para o desenvolvimento da empresa.

Capítulo 8

Determinantes de retorno em participações privadas

O Capítulo 8 apresenta os fatores que influenciam os retornos de fundos de participações privadas e discute a possibilidade de os administradores de private equity no Brasil obterem os retornos esperados pelos investidores.

8 Determinantes de retorno em participações privadas

Este capítulo discutirá os fatores determinantes de performance de fundos de participações privadas e as perspectivas dos fundos com potencial de investimento no país gerarem os retornos esperados por seus investidores.

8.1 Fatores determinantes de retorno⁵⁴

Os retornos obtidos por fundos de participações privadas estão ligados tanto a fatores internos aos fundos, que podem ser controlados por seus administradores, quanto a fatores externos, fora do controle dos fundos. Fatores externos explicam as variações dos retornos médios da indústria, enquanto fatores internos justificam a variância dos retornos obtidos por diferentes fundos⁵⁵.

8.1.1 Fatores Externos

São três os principais fatores externos que influenciam os retornos médios dos fundos de participações privadas:

- Quantidade de recursos captados pela indústria de participações privadas no ano de criação do fundo
- Situação macroeconômica ao longo da vida do fundo
- Receptividade do mercado de capitais a novas *IPO's* no momento do desinvestimento

Fenn, Liang e Prowse (1995) exploram, nos EUA, a influência da quantidade de recursos alocados à indústria de participações privadas sobre os retornos obtidos pelas *limited partnerships* criadas em um determinado momento. Sua conclusão é que, tanto para o

⁵⁴ Não foi identificado nenhum texto que explorasse exclusiva ou exaustivamente os fatores determinantes de retornos de fundos de participações privadas. As análises apresentadas neste capítulo são fruto de uma compilação de idéias sobre o tema apresentadas por diversos autores, combinadas com informações originárias da pesquisa de campo.

⁵⁵ Na verdade, apesar de não possuírem controle sobre fatores externos, administradores de fundos podem evitar levantar fundos quando as condições externas são adversas e privilegiar a captação quando há perspectivas de que estas condições sejam favoráveis à obtenção de elevados retornos. Porém, devido aos longos horizontes de investimento, nem sempre é possível prever-se o melhor momento para se iniciar as atividades de um fundo.

venture capital quanto para o *private equity*, a quantidade de recursos captados pela indústria influencia negativamente os retornos médios obtidos. Os gráficos 8.1 e 8.2 ilustram esta relação.

Captação x TIR - Venture Capital

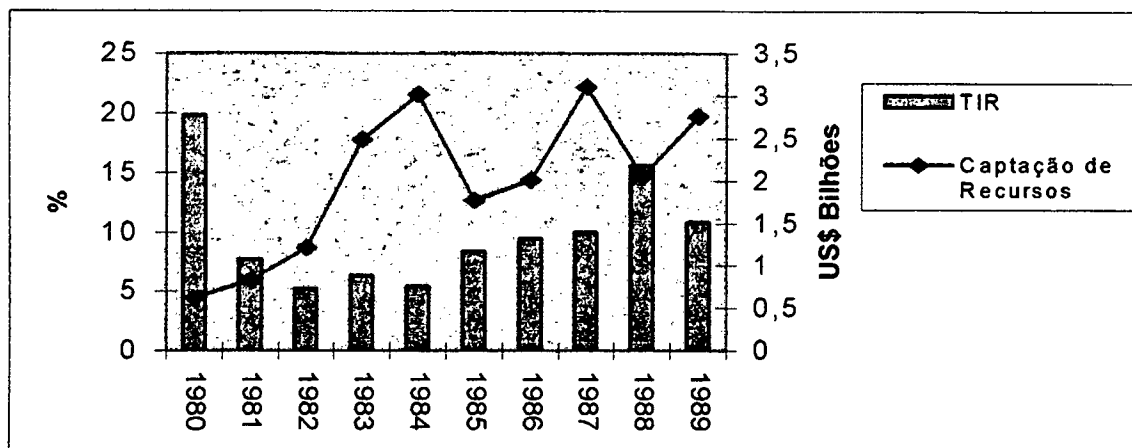


Gráfico 8.1- Captação de recursos no ano de criação do fundo *versus* taxa interna de retorno (TIR)⁵⁶ de fundos de *venture capital* lançados entre 1980 e 1989, adaptado de Fenn, Liang e Prowse (1995).

Captação x TIR - Private Equity

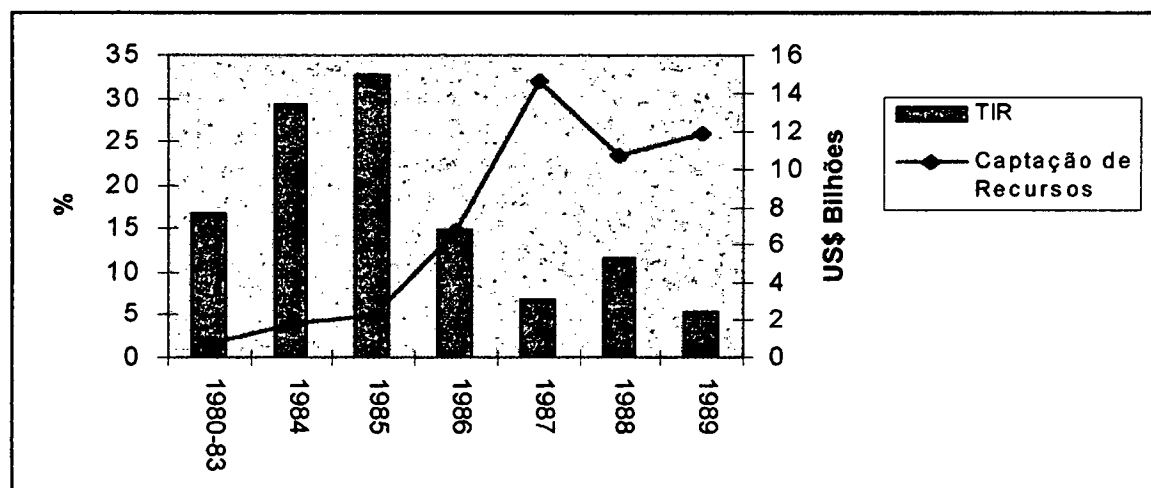


Gráfico 8.2- Captação de recursos no ano de criação do fundo *versus* taxa interna de retorno (TIR)⁵⁷ de fundos de *private equity* lançados entre 1980 e 1989, adaptado de Fenn, Liang e Prowse (1995).

As explicações encontradas pelos autores para este fato estão ligadas à concorrência por investimentos entre *limited partnerships*. A elevação do volume de recursos disponíveis para investimentos aumenta a competição entre fundos de participações privadas no

⁵⁶ Média ponderada pela capitalização das taxas internas de retorno. Dados originais: Venture Economics (1994a).

⁵⁷ Média ponderada pela capitalização das taxas internas de retorno. Dados originais: Venture Economics (1994b).

processo de identificação de investimentos. Assim, disputas entre duas ou mais *limited partnerships* pela mesma oportunidade ocorrem com maior frequência. A principal consequência destas disputas é a elevação do preço de aquisição. Paralelamente, os fundos são obrigados a tomar decisões em espaços de tempo mais reduzidos, visto que quando há concorrência as transações tendem a se concretizar mais rapidamente, o que pode provocar erros de avaliação.

Um segundo fator externo que influencia os retornos dos fundos de participações privadas é a situação macroeconômica encontrada ao longo da vida do fundo. Os retornos sobre investimento são fortemente concentrados em ganhos de capital e é apenas através do crescimento da empresa que as TIRs esperadas podem ser obtidas. Por ser, geralmente, mais fácil que uma empresa cresça em períodos de expansão econômica, fica evidente a importância do bom desempenho da economia para a valorização dos investimentos em participações privadas.

Um segundo aspecto ligado à situação macroeconômica é o custo e a disponibilidade de crédito. A utilização de alavancagem pode ter grande impacto nos retornos obtidos pelos fundos. Quando se alavanca um investimento, reduz-se a necessidade de valorização da empresa para a obtenção de ganhos de capital decorrentes de participações acionárias (ver discussão no item 8.2.3). Quanto mais abundante o crédito, e menores as taxas de juros, mais fácil a utilização de alavancagem por parte das empresas nas quais os fundos investem.

Finalmente, retornos sobre investimentos em participações privadas estão ligados à aceitação pelos mercados de capitais de novas *IPO's* (Gompers 1998). Em períodos de expansão dos mercados acionários, não apenas torna-se mais fácil a realização de aberturas de capital, mas também as valorizações das empresas são superiores. Nos EUA, o crescimento do mercado acionário ("bull market") na segunda metade da década de 1990 criou ótimas condições para desinvestimentos através de *IPO's*. Isto teve como consequência a elevação dos retornos obtidos por fundos de participações privadas, sobretudo *venture capital*, o que, por sua vez, resultou no impressionante crescimento das contribuições a fundos de participações privadas em 1997 e 1998 (Toll 1999).

8.1.2 Fatores Internos

Há uma grande variância entre os retornos obtidos por fundos de participações privadas criados no mesmo período (ver anexo 1). Esta variância pode ser explicada pela existência de fatores internos que fazem com que alguns administradores de fundos sejam capazes de obter maiores retornos que outros quando expostos às mesmas condições externas.

Infelizmente não há estudos mais aprofundados sobre os fatores internos que determinam as variações de resultados entre fundos. Existem apenas algumas indicações a este respeito. Gompers e Lerner (1999) sugerem que a obtenção de retornos está ligada à habilidade dos administradores de fundos em identificar e selecionar oportunidades e em contribuir para a valorização das empresas nas quais investem. Os autores não exploram, porém, as características dos fundos responsáveis por um bom desempenho destas atividades.

A única característica identificada na literatura pesquisada como capaz de influenciar a performance específica de um fundo em relação a seus concorrentes é a experiência. Fenn, Liang e Prowse (1995) e Gompers e Lerner (1998) apontam a experiência dos administradores e seu histórico de retornos passados como indicações fortemente utilizadas por investidores para alocar recursos entre *limited partnerships*. Mesmo assim, a indicação da experiência como uma característica capaz de influenciar retornos é fruto de sua utilização pelos investidores como critério de seleção e não de uma comparação dos retornos históricos obtidos por administradores de fundos com maior ou menor experiência.

Outra área que merece maior atenção dos pesquisadores é a comparação de resultados entre diferentes estratégias de investimento. Quem é capaz de produzir melhores retornos: fundos com foco em indústrias específicas ou com liberdade de investimento? Fundos específicos para um país ou regionais? Fundos com equipes locais ou centralizados em sua atuação internacional? Todas estas questões ainda seguem sem resposta na literatura sobre a indústria de participações privadas.

8.2 Perspectivas de retorno do *private equity* no Brasil⁵⁸

Conforme discutido no capítulo 3, a indústria de *private equity* brasileira se desenvolveu principalmente como uma expansão da indústria americana, que buscava novas oportunidades de investimento devido à saturação observada nos EUA. Os retornos esperados por investidores que alocam capital para investimentos em *private equity* no Brasil são extremamente elevados, acima de 30% em dólares americanos, principalmente em função da associação dos riscos inerentes a esta atividade aos riscos ligados à instabilidade econômica do país.

Outro fator que eleva esta exigência de retorno é a possível existência de opções de investimento no país capazes de gerar altos retornos com menores riscos. Um exemplo são investimentos em renda fixa. Após o plano Real e a estabilização da economia, entre 01/08/94 e 01/08/99, a remuneração de um investidor que houvesse aplicado em um instrumento com remuneração que seguisse o CDI⁵⁹ seria de 33,8% ao ano, em Reais. Em dólares, incluindo as perdas com a liberação do câmbio em janeiro de 1999, esta remuneração seria de 17,7%. Se calculada até 01/12/98, antes da liberação, esta TIR seria de 27,0%⁶⁰. É evidente que qualquer investimento em *private equity* só pode ser justificado se as previsões de juros futuros forem consideravelmente inferiores às observadas neste período.

⁵⁸ Este item, bem como os itens restantes no capítulo 8 e o capítulo 9 por completo, trata exclusivamente de *private equity*. Esta opção está de acordo com o foco deste trabalho e com o maior desenvolvimento relativo do *private equity* em relação ao *venture capital* no país, o que permite a realização de suposições com maior base de informações.

⁵⁹ O índice CDI, Certificado de Depósito Interbancário, reflete a média da taxa de juros cobrada em empréstimos interbancários. É a referência, no Brasil, para a taxa de juros livre de risco.

⁶⁰ Para este cálculo supôs-se um investidor estrangeiro que tenha convertido dólares para Reais em 1/08/94, aplicado em um instrumento que seguisse 100% de CDI, e recomprado dólares ao final do período de investimento.

CDI acumulado x US\$

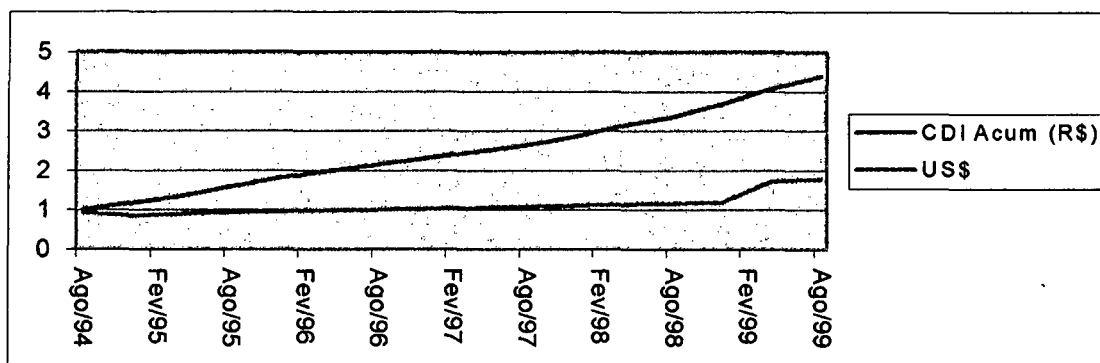


Gráfico 8.3- Índice do CDI acumulado (01/08/94 = 1) e variação do preço médio de venda do dólar americano. Elaborado pelo autor a partir de dados da Economática

Conforme discutido no capítulo 3, os principais fatores que levam investidores internacionais a acreditar que fundos de *private equity* brasileiros possam gerar os elevados retornos demandados, superiores aos que se esperam obter nos EUA, estão ligados à oferta de oportunidades de investimento e à perspectiva de acelerado crescimento econômico.

No Brasil, diversas indústrias têm necessidade de passar por processos de reorganização e consolidação, especialmente devido à elevação da competição após a abertura da economia. Fundos de *private equity* podem encontrar oportunidades interessantes ao agirem como catalisadores destes processos. Além disto, as altas taxas de juros observadas no país nos últimos anos asfixiam o empresário brasileiro, o que pode levá-lo a ter na venda de participações sua única opção de financiamento de longo prazo.

Esta potencial oferta de oportunidades é, sem dúvida, um ponto favorável da indústria de *private equity* brasileira em relação à americana, principalmente em um momento em que se observa um grande risco de saturação nos EUA. Porém, isto pode não ser suficiente para gerar os retornos esperados pelos administradores de fundos no Brasil.

Há, ao menos, quatro fatores com forte potencial de influenciar negativamente a capacidade de se produzir elevados retornos através de investimentos em *private equity* no Brasil:

- Dificuldades de originação
- Limitação das opções de saída
- Restrições à alavancagem
- Instabilidade econômica

8.2.1 Dificuldades de originação

Muitas vezes, as teóricas oportunidades de originação trazidas pela necessidade de consolidação e pela ausência de opções de financiamento não se transformam em oportunidades reais de investimento. Isto ocorre principalmente por fatores ligados à resistência do empresário brasileiro à venda de participações e a questões fiscais.

A resistência da venda de participações privadas decorre, em geral, de fatores não profissionais. A propriedade de empresas no Brasil está fortemente ligada a *status* e a tradições de família, e estes aspectos influenciam na decisão de venda de participações. A inclusão destes fatores no processo de decisão impede, muitas vezes, que transações de *private equity* se realizem, mesmo quando estas transações são, economicamente, a melhor opção para a empresa e seus proprietários.

Segundo um administrador de fundos entrevistado, esta resistência dos empresários aos fundos de *private equity* é, em parte, culpa dos próprios fundos. Segundo ele, "... (o empresário brasileiro) entende o *private equity* como uma dívida, e isto é um problema da indústria que vendeu isto errado. E o *private equity* não é uma dívida, é um investimento de risco. (...) Tem-se a expectativa de ganhar-se 30%, mas se pode sair com zero. Isto foi mal vendido e contaminou a cabeça do empresário".

Paralelamente, a falta de uma rigidez tributária no país tem duas conseqüências para a eliminação de potenciais oportunidades de investimento: passivos não declarados e vantagem competitiva da informalidade.

Passivos não declarados são fruto da sonegação de impostos, principalmente ICMS, que é prática comum para empresas de pequeno e médio porte no Brasil. Ao adquirir uma participação nestas empresas, o investidor financeiro passa a ser responsável por estes passivos, o que muitas vezes inviabiliza o investimento, ou demanda a utilização de artifícios contratuais pouco convencionais.

Porém, talvez ainda mais problemática que a questão dos passivos fiscais é a informalidade. É impossível para um fundo de *private equity* adquirir uma empresa em um

mercado no qual a informalidade é dominante e esperar ser competitivo cumprindo as obrigações fiscais. Mesmo uma empresa bem administrada com elevada eficiência produtiva não pode competir com um concorrente cuja vantagem competitiva é não pagar os 18% de ICMS.

Este problema pode prejudicar, inclusive, investimentos em empresas de maior porte, cujos concorrentes diretos são grandes empresas que operam na legalidade. Um exemplo é o investimento da Brasilpar/WestSphere na ENGE PET, uma produtora de garrafas plásticas para refrigerantes, como descrito por um dos administradores do fundo em entrevista:

Os administradores da ENGE PET observaram uma redução em seu volume de vendas e ao investigar as origens desta redução de vendas constataram que não estavam perdendo mercado para seus concorrentes diretos, em sua maioria grandes empresas multinacionais. A razão da queda de vendas da ENGE PET estava no crescimento da participação de mercado das "tubainas"⁶¹ em relação às grandes marcas de refrigerante, seus principais clientes.

A ENGE PET não consegue vender para os fabricantes de tubainas, que preferem verticalizar e fabricar suas próprias garrafas. Esta verticalização é extremamente prejudicial aos custos de produção de garrafas, devido aos ganhos de escala, e a única justificativa para a adoção desta estratégia é a informalidade. Segundo os sócios da ENGE PET, grande parte do mercado de tubainas é informal, sendo os refrigerantes vendidos "sem nota", o que permite a sonegação de ICMS. Caso estas empresas que atuam na informalidade passassem a comprar garrafas com nota, seria possível à fiscalização comprovar a fraude, visto que a quantidade de garrafas compradas teria que ser equivalente à produção de refrigerantes. A realidade é que grande parte da cadeia de valor das tubainas é informal: o envasador vende "sem nota" para o distribuidor, que vende "sem nota" para o varejista, que vende "sem nota" para o consumidor final. Para participar desta cadeia, o fornecedor de garrafas plásticas teria que compactuar com a informalidade, o que não está nos interesses dos investidores financeiros que atuam no *private equity*.

⁶¹ Tubainas é o nome genérico dado a refrigerantes produzidos por pequenas engarrafadoras, com marcas fracas, e cujo principal atrativo para o consumidor é o preço.

Assim, o potencial de originação ligado à necessidade de reestruturação e consolidação de indústrias é comprometido por dois aspectos difíceis de ser antecipados por investidores e administradores de fundos sem experiência no Brasil:

- a resistência dos empresários ao *private equity* e
- a generalizada informalidade fiscal.

8.2.2 Limitação das opções de saída

Conforme discutido no item 4.6, a principal opção de saída para investimentos em participações privadas nos EUA é a abertura de capital. No Brasil, ao analisar uma oportunidade de investimento, a maioria dos administradores de fundos simplesmente desconsidera esta opção. Assim, a venda para um investidor estratégico torna-se a saída natural dos investimentos em *private equity* no país.

A eliminação da utilização de *IPO's* como alternativa de desinvestimento pode ter conseqüências negativas tanto para a rentabilidade do investimento quanto para a programação do momento da venda.

Em relação à rentabilidade, deve-se considerar que a média dos valores alcançados nos EUA através de *IPO's* são expressivamente superiores aos obtidos com vendas estratégicas. Entretanto, alguns administradores de fundos argumentaram em entrevistas que, no Brasil, esta realidade seria invertida. Em estudos por eles realizados, os valores obtidos através de uma venda estratégica seriam superiores aos obtidos por aberturas de capital de empresas brasileiras. Deve-se ter cuidado na interpretação desta afirmação.

A explicação mais provável para esta inversão está na fraqueza do mercado acionário brasileiro e não em uma maior força do investidor estratégico. Ao invés de se supor que investidores estratégicos estejam dispostos a pagar relativamente mais por empresas no Brasil que nos EUA, é mais fácil imaginar que, por ser um mercado fortemente ilíquido, os prêmios exigidos por investidores financeiros para adquirir ações de empresas médias nas bolsas brasileiras sejam tão grandes, que a valorização por eles oferecida torna-se inferior ao que se poderia obter com investidores estratégicos.

Deve-se considerar que mesmo em países onde os mercados acionários são fortes, como o americano, há situações nas quais o investidor estratégico valoriza mais um ativo que investidores financeiros. Isto é evidente quando se observa o pagamento de prêmios em *take overs* hostis⁶². Porém, mesmo em situações em que um maior interesse do investidor estratégico se verifica, a ausência de um mercado acionário forte pode prejudicar a venda. Isto se dá pois, sem a opção da *IPO*, fundos de *private equity* têm suas opções de desinvestimento reduzidas e perdem poder de negociação.

Outra consequência negativa do pouco desenvolvimento de nosso mercado acionário está na relativa perda de controle da programação do momento de venda. Apesar de se depender de condições de mercado favoráveis também para se realizar uma *IPO*, a programação de uma venda estratégica pode ser ainda mais complexa. Isto se dá devido à necessidade de se ter investidores estratégicos prontos a analisar e realizar transações. Ao se efetuar um investimento de *private equity*, é muito difícil prever se potenciais investidores estratégicos estarão dispostos a considerar oportunidades no Brasil quatro ou cinco anos no futuro. Assim, depender de investidores estratégicos para saída, além de influenciar os retornos negativamente, aumenta as incertezas em relação ao prazo de desinvestimento.

8.2.3 Restrições à alavancagem

As elevadas taxas de juros e a reduzida disponibilidade de crédito de longo prazo para empresas brasileiras traz consequências positivas e negativas para investidores em *private equity*. Se, por um lado, a venda de participações torna-se quase que a única opção de financiamento de longo prazo para muitas empresas no país, por outro, a utilização de alavancagem tem que ser praticamente descartada⁶³.

As entrevistas realizadas com administradores de fundos indicaram que, no Brasil, os investimentos em *private equity* são realizados praticamente com 100% de capital próprio.

⁶² Uma *take over* hostil é uma operação em que uma empresa adquire o controle de uma outra empresa através de uma oferta de compra ações no mercado sem a concordância dos gestores da empresa adquirida. Estas ofertas geralmente incluem um prêmio sobre os valores aos quais os papéis são negociados como forma de incentivar os acionistas a participarem da transação.

⁶³ Há casos em que a alavancagem foi utilizada no Brasil, como a compra do Sé Supermercados pelo GP. Porém, segundo um executivo que participou da operação, a emissão de dívida foi realizada em uma "janela de oportunidade", que não se repetirá facilmente.

Também a possibilidade de alavancagem do balanço da empresa após a entrada dos fundos é considerada praticamente impossível⁶⁴.

Em uma das entrevistas foi discutido o caso de um investimento em ferrovia realizado sem alavancagem e que, segundo o administrador do fundo, poderia ser estruturado com uma composição de capital de até 75% de dívida caso fosse realizado nos EUA. A tabela 8.1 demonstra como a utilização de alavancagem pode alterar a necessidade de valorização da empresa para que se obtenha a mesma remuneração sobre o capital investido.

	% capital próprio			
	100%	75%	50%	25%
Valorização da Empresa em 4 anos	TIR sobre capital próprio			
50%	11%	11%	11%	13%
100%	19%	21%	26%	38%
150%	26%	30%	37%	54%
200%	32%	37%	46%	66%

Tabela 8.1- Influência da alavancagem sobre o retorno sobre investimento. Para a construção desta tabela supôs-se a contração de um dívida com custo de 10% ao ano com pagamento de juros e principal ao final de 4 anos, sem amortizações. Também supôs-se que não há retirada de lucros da empresa.

Neste exemplo, para obter uma valorização de 30% sobre o capital investido sem a utilização de alavancagem seria necessário um aumento de valor de 200% em quatro anos, ou seja, seria preciso triplicar o valor da empresa neste período. A mesma valorização resultaria em uma taxa interna de retorno de 66% caso uma combinação de 25% capital próprio e 75% dívida fosse utilizada. Apesar de se tratar de um exemplo fictício, é possível constatar a perda de retorno que a ausência de alavancagem pode trazer à indústria de *private equity* no Brasil.

8.2.4 Instabilidade macroeconômica

Um último fator que prejudica a obtenção de retorno da indústria de *private equity* no Brasil são as freqüentes variações econômicas. A maior parte das decisões de alocar recursos para investimentos em *private equity* no país foram tomadas após a estabilização da economia com o plano Real em 1994. Porém, desde esta época o país passou por

⁶⁴ O efeito da alavancagem pode ser conseguido tanto pela contração de dívidas pelo investidor antes do investimento, para financiar a compra de sua participação, quanto pelo endividamento da própria empresa após a entrada do novo acionista. É esta última opção que se denomina "alavancar o balanço"

diversos períodos de instabilidade sobretudo durante a crise do México em 1995, crise da Ásia em 1997, crise russa em 1998 e, mais recentemente, a crise ligada à liberação do câmbio brasileiro. Todos estes momentos de instabilidade tiveram consequências nos indicadores macroeconômicos, sobretudo as taxas de juros, e particularmente a crise atual impactou fortemente as expectativas de crescimento econômico.

Estas variações econômicas por que passa a economia nacional gera riscos e oportunidades para investidores de *private equity*. Por um lado, é importante saber prever os eventuais problemas pelos quais o país pode passar para analisar as alternativas de investimento de acordo com os diversos cenários futuros possíveis. Um exemplo marcante de risco macroeconômico foi a recente desvalorização do Real após a liberação do câmbio. É difícil imaginar que alguma análise de investimento em *private equity* no Brasil realizada em 1997 previsse para 1999 uma máxi-desvalorização do Real e uma taxa de crescimento do PIB negativa. Assim, investimentos realizados antes da liberação tiveram suas taxas de retorno em dólar fortemente penalizadas.

Se a crise que enfrentamos hoje não impede que se projete cenários otimistas de retomada de crescimento acelerado nos próximos anos, ao menos ela serve de indicação de que o otimismo com a estabilização do país passado aos investidores entre 1994 e 1998 pode ter sido exagerado.

Por outro lado, a instabilidade macroeconômica também pode beneficiar investidores de *private equity*. Atualmente, uma série de fatores tem contribuído para que os ativos no Brasil se tornem relativamente baratos para o investidor estrangeiro. Os principais destes fatores são: as dificuldades enfrentadas por empresas brasileiras devido às quedas de faturamento e a elevação das taxas de juros, e a valorização do dólar que não foi seguida de um aumento de mesma magnitude no preço dos ativos no país. Para investidores que possuam confiança na queda dos juros e na recuperação do crescimento da economia nacional está-se passando por um momento interessante para a realização de investimentos.

Desta maneira, a instabilidade econômica no Brasil, apesar de ter um grande potencial de prejudicar os retornos de investimentos em *private equity*, pode ser benéfica em algumas "janelas de oportunidade".

8.2.5 Perspectiva de obtenção dos retornos esperados

Este capítulo procurou demonstrar que não será fácil para os fundos de *private equity* que têm realizado e pretendem realizar investimentos no Brasil obter os elevados retornos esperados por seus investidores. A figura 8.1 resume os principais fatores positivos e negativos que influenciam as expectativas de retorno no Brasil.

	Oportunidades Potenciais	Aspectos Negativos
Aspectos Microeconômicos	•Necessidade de reestruturação e consolidação em diversas indústrias	•Dificuldade de Originação: – Resistência do empresário – Informalidade
Aspectos ligados aos Mercados de Capitais	•Falta de opções de financiamento de longo prazo	•Impossibilidade de utilização de alavancagem •Dificuldade de saída através de <i>IPO</i>
Aspectos Macroeconômicos	•Forte potencial de crescimento econômico	•Instabilidade econômica

Figura 8.1- Oportunidades e aspectos negativos da indústria de *private equity* no Brasil

Ao se analisar este quadro, deve-se considerar que os riscos da economia brasileira são de pleno conhecimento dos investidores institucionais que alocam recursos para o Brasil, e que é justamente esta a razão de se exigir maiores retornos no Brasil que nos EUA.

Por outro lado, problemas de relacionamento com sócios brasileiros, resistência à realização de transações por questões pessoais, existência de passivos fiscais e trabalhistas, impossibilidade de competir em indústrias informais, entre outros fatores que reduzem a disponibilidade de empresas com potencial de receber investimentos, só foram plenamente compreendidos à medida que administradores de fundos começaram a originar e a realizar investimentos no país - principalmente nos casos dos fundos cujos sócios principais têm reduzida experiência no Brasil.

Assim, sobretudo no caso de fundos que têm foco em investimentos minoritários, administradores têm-se deparado com dificuldades de origem maiores do que se previa. Este fato é agravado pelo rápido crescimento do *private equity* no Brasil, que, em 3 anos, passou de quase inexistente a uma indústria com 50 fundos competindo por investimentos.

Além da não confirmação, em sua totalidade, das principais justificativas para a esperança de se obter elevados retornos no Brasil, crescimento econômico e facilidade de originação, a influência negativa do reduzido desenvolvimento dos mercados de capitais e da quase impossibilidade de utilização de alavancagem fazem com que, ao menos neste período inicial, seja difícil imaginar que a média dos retornos obtidos pela indústria de *private equity* brasileira estará de acordo com as expectativas dos investidores. Porém, só será possível confirmar esta suspeita em aproximadamente 5 anos, quando os fundos que estão hoje em operação iniciarem seus desinvestimentos e as TIR's começarem a ser calculadas.

A principal questão é que a indústria brasileira de *private equity* já nasce grande, sem uma fase inicial de aprendizado e adaptação. As particularidades e os problemas do *private equity* no Brasil estão sendo descobertos à medida que investimentos são realizados, o que pode custar alguns milhões de dólares aos investidores.

Antes de se imaginar que não há esperanças para a indústria de *private equity* brasileira, ou que o autor deste trabalho é um pessimista inveterado, recomenda-se a leitura do capítulo 9, que trata de alternativas estratégicas para fundos de *private equity* no Brasil.

Capítulo 9

Alternativas para o *private equity* no Brasil

Este capítulo apresenta diversas alternativas estratégicas para adaptar-se o modelo de private equity americano à realidade brasileira

9 Alternativas para o *private equity* no Brasil

Apesar das dificuldades apresentadas no capítulo 8, que sugerem que a obtenção dos retornos esperados pela média da indústria de *private equity* não é evidente, deve-se considerar que a variância das TIR's obtidas entre fundos que operam em um mesmo mercado pode ser extremamente elevada. Assim, e apesar de todos os problemas descritos, é provável que exista um grupo de administradores de fundos capaz de utilizar as variações econômicas a seu favor e driblar as dificuldades de originação para se valer das oportunidades que uma economia em desenvolvimento como a brasileira oferece ao *private equity*. Estes administradores têm boas chances de gerar os retornos exigidos pelos investidores.

Este capítulo pretende propor alternativas estratégicas que permitam minimizar os efeitos dos fatores negativos listados no capítulo 8.

9.1 Diferenças entre o mercado brasileiro e o americano

A indústria de participações privadas no Brasil evoluiu a partir da indústria americana e sua estrutura é, em muitos aspectos, semelhante à encontrada nos EUA, conforme discutido no capítulo 3. Há, porém, diversas particularidades que distinguem a atividade de participações privadas no Brasil e nos EUA. A tabela 9.1 consolida as principais diferenças entre estas indústrias.

Diferenças entre Brasil e EUA
ligadas à indústria de participações privadas

	EUA	Brasil
Histórico	Indústria desenvolvida desde 1980 a partir do <i>venture capital</i>	Desenvolvimento principalmente após 1995 diretamente com concentração em <i>private equity</i>
Tamanho	Acima de US\$ 200 bilhões	Entre US\$ 4 bilhões e US\$ 6 Bilhões
Investidores	Principalmente: fundos de pensão locais, fundações, holdings financeiras, famílias e indivíduos ricos	- Principalmente investidores institucionais e holdings bancárias estrangeiras - Reduzida presença de fundos de pensão locais
Fundos de pensão	Investimentos em participações privadas permitidos a partir da desregulamentação trazidas pelas alterações no <i>ERISA</i> no início da década de 80	- Obrigação de investir em <i>private equity</i> através de fundos mútuos adaptados, regulamentação apenas para investimentos em FMIEE's. - Reduzida cultura de <i>private equity</i> - Forte presença como investidor em privatizações
Administradores de fundos	- Administradores experientes - Diferenciação sobretudo em relação ao tipo de investimento realizado - Estruturas sempre locais	- Poucos administradores com experiência de <i>private equity</i> no país - Grau de "nacionalização" da estrutura administrativa como fator de diferenciação entre fundos
Empresas	- Predomínio de empresas com administração profissional - Elevada presença de empresas de capital aberto	- Principalmente entre pequenas e médias empresas, predomínio da administração familiar - Reduzida presença de empresas de capital aberto - Empresas públicas em processo de privatização
Cultura	Forte cultura de <i>private equity</i>	<i>Private Equity</i> ainda pouco conhecido
Empresários	Profissionais	- Decisões de negócio ainda sob forte influência de questões pessoais - Resistência à venda de controle - Falta de cultura de divisão de poder de decisão com sócios financeiros

Diferenças entre Brasil e EUA (Cont.)

	EUA	Brasil
<i>Venture Capital</i>	- Corresponde a cerca de 30% do mercado de participações privadas e vem ganhando força com o desenvolvimento da indústria de tecnologia de informação e biotecnologia - NASDAQ como principal alternativa de desinvestimento	- Em estado inicial de desenvolvimento - Mercados secundários de ações sem liquidez
Economia	- Economia estável - Baixas taxas de juros - Forte crescimento do PIB nos últimos anos	- Economia Instável - Elevadas taxas de juros
Oportunidades	Forte crescimento dos setores de tecnologia, oportunidades principalmente para o <i>venture capital</i>	Necessidade de reestruturação e consolidação de diversos setores da economia
Estratégias de investimento	Predomínio da aquisição de participações minoritárias, sobretudo no caso de operações de <i>company development</i>	Estratégia de tomada de participações minoritárias em questionamento
Mercados de ações	Extremamente desenvolvido e em um "bull market" nos últimos anos	- Pouco desenvolvido - Transações concentradas em poucas grandes empresas - Reduzida perspectiva de possibilidade de <i>IPO's</i> de empresas médias no futuro próximo
Mercados de dívida	Alternativas de financiamento para todo tipo de prazo, tamanho de empresa e risco da operação	- Dificuldade de captação de recursos inclusive para empresas grandes e com risco reduzido - Disponibilidade de recursos sazonal, de acordo com as perspectivas para a economia do país
Informalidade fiscal	Inexistente	Com forte presença justamente nas indústrias com maior necessidade de reestruturação e consolidação

Tabela 9.1: Diferenças entre Brasil e EUA ligadas à indústria de participações privadas, elaborada pelo autor

A análise da tabela 9.1 mostra que há muitas diferenças entre o Brasil e os EUA, envolvendo quase todos os aspectos ligados ao *private equity*. Porém, a estrutura da indústria brasileira é muito pouco diferente da americana e não parece ter-se adaptado suficientemente às características locais. Segundo um administrador de fundos entrevistado: "os contratos com os sócios limitados não são inspirados nos acordos americanos, são copiados".

Uma das principais diferenças entre as duas indústrias é a existência no Brasil, principalmente no início do *private equity* no país, de administradores de fundos com reduzida presença local. Isto não ocorre nos EUA, onde as equipes são americanas, e esta diferença é justamente o contrário do que as particularidades da indústria brasileira exige.

Os próximos itens discutem as alternativas para administradores de fundos de *private equity* que pretendem investir no Brasil adaptarem-se à realidade brasileira e reduzirem o efeito dos aspectos que influenciam negativamente as chances de obtenção de elevadas TIR's no país.

9.2 Alternativas para adaptar o *private equity* à realidade brasileira

O capítulo 8 mostrou como as dificuldades de originação e as variações macroeconômicas podem influir negativamente nos retornos do *private equity* no Brasil. A seguir estão descritas algumas estratégias de atuação que podem minimizar estes problemas. A maior parte das alternativas descritas é fruto da observação de práticas já adotadas por administradores de fundos com atuação no Brasil.

9.2.1 Formação de times locais

Cada vez mais, administradores de *private equity* têm-se apercebido de que é essencial operar no Brasil com equipes locais. A presença física destas equipes no país é importante, mas o primordial é que em sua composição existam executivos com grande conhecimento da realidade brasileira.

Equipes locais trazem benefícios ligados tanto à resistência à venda quanto à informalidade fiscal. A resistência à venda de participações faz com que a pró-atividade na originação seja de grande importância. Empresários brasileiros têm uma menor propensão a propor espontaneamente a venda de participações a fundos de *private equity*, tanto devido à resistência à venda de participações em geral, quanto pela falta de conhecimento sobre esta alternativa de captação de recursos. Assim, o trabalho de identificação de oportunidades potenciais e de convencimento do empresário das vantagens de ter-se um sócio financeiro crescem em importância. Outro fator favorável à pro-atividade na originação é a possibilidade de se encontrar menos concorrência de outros fundos por um mesmo investimento, diferentemente do que ocorre com a originação passiva.

Além de uma rede de contatos que contribui para a identificação de oportunidades, detalhes como "falar português" parecem ser úteis no convencimento do empresário a realizar a transação. Vale ressaltar que, nos dois casos estudados de empresas que receberam capital de *private equity*, a agilidade do processo de decisão do fundo que realizou o investimento, além de sua forte presença e demonstração de interesse, foram os principais fatores citados para a seleção do fundo em questão como o novo sócio da empresa. O fato de se tratar de um fundo local contribuiu, sem dúvida, de maneira significativa para a realização destas transações.

Equipes locais também são importantes para a compreensão da informalidade fiscal presente em diversas indústrias no país. Retomando-se o caso da ENGEPEP⁶⁵, é difícil imaginar que um executivo estrangeiro seja capaz de prever ou até mesmo compreender como toda uma cadeia de produção e distribuição, incluindo envasador, distribuidor e varejista, pode trabalhar com um elevado grau de sonegação fiscal. Outro ponto que fortalece a importância de executivos com experiência em realizar transações no Brasil é sua habilidade no acompanhamento dos processos de *due-diligence* de empresas brasileiras e suas particularidades relacionadas a passivos fiscais e trabalhistas.

⁶⁵ O caso da ENGEPEP está descrito no item 8.2.1.

9.2.2 Aquisição de controle

Fundos de *private equity* em operação no Brasil têm encontrado dificuldade na identificação de oportunidades interessantes de investimento minoritário. Segundo administradores de fundos, muitos empresários que se dizem dispostos a ter fundos de *private equity* como sócios minoritários buscam, na verdade, apenas capital e não têm interesse em compartilhar controle.

Desta maneira, a inclusão de cláusulas de *drag along* nos acordos de acionistas são de difícil negociação, e pode-se inclusive encontrar dificuldades para o exercício destas cláusulas. Além disto, após os investimentos a convivência com o empresário brasileiro nem sempre é fácil, como discutido no item 5.1.

Estas dificuldades de implementar uma estratégia de investimentos minoritários tem feito com que se verifique um acentuado movimento na indústria em direção à consideração de oportunidades de aquisição de controle. Porém, para seguir esta estratégia pode ser necessário adaptar-se à estrutura administrativa dos fundos devido ao aumento do envolvimento na gestão das empresas⁶⁶.

9.2.3 Agregar valor operacional

Além da habilidade de selecionar investimentos, uma dos fatores que diferenciam a capacidade de administradores de fundos de obter retornos superiores aos de seus concorrentes, sob as mesmas condições externas, é a capacidade de agregar valor às empresas nas quais se investe.

No Brasil, observa-se a existência de diversas empresas com administração familiar e a necessidade de reestruturação operacional em empresas de diversos setores, principalmente devido à ausência de investimentos em modernização industrial e de gestão, motivadas

⁶⁶ Segundo um administrador de fundos entrevistado, a implementação de estratégias de aquisição de controle também enfrenta problemas particulares no Brasil. Um dos principais estaria na substituição da equipe gestora. Uma das forças do *private equity* americano é ter mecanismos de incentivo aos gestores fortemente ligados a performance, o que inclui opções de compra de ações e a participação dos executivos como investidores através de seu capital próprio. Ainda segundo este entrevistado, o executivo brasileiro não está acostumado a trabalhar com este tipo de remuneração - para maiores detalhes sobre incentivos ao management ver Fenn, Liang e Prowse (1995: p. 32).

pela pouca disponibilidade de capital e pela histórica ausência de pressões de mercado. Estes fatos sugerem que o investidor financeiro pode ter grandes oportunidades de agregar valor nas empresas das quais tem participações, seja pelo incentivo à profissionalização, seja na assessoria à modernização tecnológica e gerencial.

Para seguir uma estratégia na qual se enfatiza ganhos operacionais para a valorização do capital, o que inclui, mas não se restringe a situações de *turnaround*, exige-se o domínio de competências específicas pelos administradores de fundos. Estas competências dizem respeito tanto à seleção e avaliação de empresas nas quais existam potenciais de ganhos operacionais, quanto à prestação de assessoria ao longo da implementação destas estratégias. O perfil do profissional capaz de realizar estas tarefas é de experiência operacional em empresas brasileiras, diferente do predominante entre os administradores de fundos, que têm em grande parte experiências profissionais ligadas a bancos de investimento.

9.2.4 Empresas maiores

Uma outra alternativa que permite reduzir os problemas com a informalidade fiscal é a elevação do tamanho médio dos investimentos: passar de um mínimo de US\$ 10 milhões a um mínimo de US\$ 30 milhões ou US\$ 35 milhões em empresas com faturamento da ordem de US\$ 200 milhões ou superior.

A principal justificativa para a adoção desta estratégia está no reconhecimento de que tanto o processo de originação quanto de acompanhamento de empresas no Brasil exigem maior dedicação dos sócios principais, e que a realização de um número menor de investimentos maiores pode compensar as perdas relacionadas à redução da diversificação.

Paralelamente, empresas deste porte têm menos probabilidade de possuírem elevados passivos fiscais e trabalhistas não declarados e, sobretudo, têm maiores chances de atuar em indústrias nas quais não há grandes problemas causados pela concorrência de pequenas empresas que trabalham na informalidade.

9.2.5 Privatizações

Apesar de muitos administradores de fundos não considerarem a participação em privatizações como investimentos em *private equity*, esta pode ser uma opção interessante, principalmente para fundos com elevados volumes de recursos que buscam realizar investimentos maiores.

Em relação à questão da informalidade, as vantagens de empresas privatizadas estão na garantia de ter-se uma auditoria confiável e na atuação em setores de infra-estrutura nos quais os concorrentes são todos grandes companhias, o que praticamente elimina o problema de sonegação fiscal. Já em relação às dificuldades de originação, as vantagens são evidentes já que estas oportunidades são amplamente anunciadas pelos governos.

Outras vantagens de empresas privatizadas estão na possibilidade de alavancagem e em maiores perspectivas de saída através de mercados acionários. Quanto à alavancagem, além de as grandes empresas de infra-estrutura terem maior acesso a financiamentos de longo prazo, tanto através de emissão de dívida quanto através da captação junto a organismos internacionais como o Banco Mundial, a própria aquisição de participações pode ser alavancada, em alguns casos até mesmo com recursos do BNDES. Além disto, empresas privatizadas geralmente oferecem elevados potenciais de ganhos operacionais.

O principal inconveniente de privatizações é a obrigatoriedade da participação em leilões, o que teoricamente eleva os custos de aquisição. Porém, tem-se observado no país diversas privatizações com muito pouca concorrência, e a recente crise econômica pela qual passamos deve ter uma influência positiva no número de privatizações com um reduzido número de competidores (Wheatley 1996).

Para evitar a participação em leilões com elevada disputa entre concorrentes, a estratégia mais indicada para fundos de *private equity* que pretendam incluir a participação em privatizações em sua estratégia de investimentos é a atuação oportunística, ou seja, participar apenas de transações em que outros investidores demonstraram pouco interesse.

As vantagens dos investimentos em privatizações parecem estar sendo exploradas pelos maiores administradores de fundos locais, o GP e o Opportunity. Enquanto os fundos do

Opportunity têm a estratégia explícita de atuar apenas em privatizações, o GP tem demonstrado seu interesse por ativos privatizados através de seus recentes investimentos na Telemar e nas ferrovias Centro Atlântica e Sul-Atlântico.

9.2.6 *Auxiliar a preparação de Businessplans*

Uma outra maneira de se aumentar o universo de empresas brasileiras viáveis a investimentos de *private equity*, e assim melhorar o processo de originação, é descer um nível no processo de investimento e auxiliar o empresário brasileiro a preparar seu *business plan*. Conforme discutido no item 4.3.2, empresas podem muitas vezes ser descartadas não por não serem uma boa alternativa de investimento, mas por não terem seu potencial bem apresentado aos fundos de *private equity*.

Não há no Brasil uma cultura de *private equity* e um preparo do empresário para o desenvolvimento de *business plans* bem elaborados. Há, inclusive, empresários que são ótimos gerentes do dia a dia de suas empresas, mas não têm a competência necessária para desenvolver a estratégia que pode levar a empresa a um próximo estágio de desenvolvimento. Nos EUA esta cultura é diferente, com a maior profissionalização da gestão e a cultura de preparação de *business plans* desenvolvidas já nas escolas de gestão.

Exemplos de participação no planejamento estratégico antes da realização das transações são os investimentos realizados recentemente por investidores financeiros em clubes de futebol brasileiros. É difícil imaginar que algum presidente de clube tenha procurado a Hicks, Muse, Tate & Furst para apresentar um *business plan* com o detalhamento de sua estratégia para profissionalizar a gestão de seu departamento de futebol, atrair torcedores de volta aos estádios e maximizar o potencial de exploração da marca do clube e dos direitos de transmissão de jogos. Na verdade, quem está traçando as estratégias de desenvolvimento dos clubes são os próprios investidores financeiros, que no caso da Hicks Muse inclui a integração destas estratégias com seus investimentos em televisão, marketing esportivo e outros clubes de futebol (Exame 1999b).

9.2.7 *Leverage Build Ups*

Devido à necessidade de consolidação e reestruturação de diversas indústrias no Brasil, há diversas oportunidades de adotar-se a estratégia de *LBU's*. Conforme discutido no item 7.1.7, neste tipo de investimento o fundo de *private equity* adquire uma empresa e a utiliza para adquirir outras empresas concorrentes com o objetivo de formar um grupo forte.

O potencial das *LBU's* no Brasil é superior ao observado nos EUA, onde os processos de consolidação estão mais desenvolvidos, e podem constituir um foco estratégico de atuação de administradores de fundos locais.

9.2.8 *Atuação oportunística*

Além das questões ligadas à originação, a volatilidade econômica é um dos grandes problemas do *private equity* brasileiro. Nos últimos anos, a instabilidade tem trazido graves transtornos aos investidores de *private equity*, principalmente por prejudicar o crescimento econômico, elevar taxas de juros e impedir a alavancagem, e comprometer seriamente os retornos em dólar de investimentos realizados antes da liberação do câmbio.

Por outro lado, entre uma crise econômica e outra, tem havido "janelas de oportunidade" nas quais investidores de *private equity* encontram excelentes oportunidades para realizar investimentos no país. Exemplos são o período de estabilidade que permitiu ao GP utilizar alavancagem na compra do Sé Supermercados, e o período atual em que a desvalorização do Real em relação ao dólar reduziu os preços dos ativos para investidores internacionais.

A melhor saída para se lidar com a volatilidade econômica brasileira seria atuar de maneira oportunística, procurando aproveitar as "janelas de oportunidade" e evitar períodos em que as condições de investimento são desfavoráveis. Porém, a estrutura da maior parte dos fundos com potencial de investimento no Brasil não está adaptada para esta forma de atuação. Na maioria dos casos, *limited partnerships* têm períodos de investimento limitados, de cerca de 3 anos, e pouco flexíveis. Além disto, muitos dos fundos são exclusivos para Brasil, o que não permite que seus administradores redirecionem esforços para outras regiões quando não há boas condições para a realização de investimentos no país.

As limitações de prazo de investimento para *limited partnerships* que investem no Brasil são, em geral, as mesmas encontradas nas estruturas das *limited partnerships* nos EUA, onde a economia é muito menos instável. Esta estrutura não leva em consideração a necessidade de flexibilidade para atuar oportunisticamente no país.

Um outro ponto que dificulta a atuação oportunística são os longos períodos de negociação. É comum que estes períodos cheguem a 8 ou 9 meses, o que impossibilita o aproveitamento de "janelas de oportunidade". Fatores que contribuem para alongar os períodos de negociação no Brasil são a resistência do empresário brasileiro a cláusulas de *tag along* e divisão de poder, e a dificuldade para chegar-se a um consenso para o valor da participação adquirida. Uma maneira de minimizar este problema é a aquisição de controle ou da totalidade da empresa, o que reduz os pontos de discussão. Investimento em privatização também eliminam este inconveniente.

Em relação aos períodos de desinvestimento, verifica-se uma situação semelhante. Da mesma maneira que se encontram "janelas de oportunidade" macroeconômicas para investir, é razoável imaginar que o mesmo se passe para a saída dos investimentos. Isto implica a necessidade de uma maior flexibilização dos prazos de saída, um outro aspecto em que os contratos de *limited partnerships* no Brasil não sofrem grandes modificações em relação aos americanos. A quase obrigatoriedade de venda estratégica como instrumento de saída também contribui para a dificuldade de programar-se o momento de desinvestimento.

O único instrumento freqüentemente utilizado que permite a flexibilização do foco de investimento e a atuação oportunística no mercado brasileiro é a formação de fundos não exclusivos para o país. Entretanto, a maior parte destes fundos tem foco em América do Sul ou Latina, onde há uma certa correlação dos ciclos econômicos dos diferentes países.

Uma última opção para lidar-se com variações econômicas são as renegociações dos valores a serem investidos com os sócios limitados. Segundo um administrador de fundos entrevistado, o fato de se possuir poucos investidores, normalmente entre 10 e 20, permite aos administradores de fundos explicar eventuais alterações econômicas e justificar a redução dos volumes comprometidos ao fundo. O mesmo poderia se dar para prolongar os períodos de investimento e desinvestimento. Assim, a flexibilização dos contratos seria conseguida através de uma renegociação dos termos com os investidores.

Porém, segundo o próprio entrevistado, a maioria dos administradores de fundos no Brasil não consideraria a renegociação como opção e se sentiria pressionada a investir a totalidade do fundo mesmo em situações adversas. Outro administrador de *limited partnerships* entrevistado comentou a este respeito que "devolver o dinheiro aos investidores é até possível, mas ninguém o faria. Você não passa um ano convencendo um investidor de que há oportunidades no Brasil para depois devolver o dinheiro. A própria estrutura de remuneração dos GP's (sócios principais) não permitiria".

Aumentar a ênfase em uma atuação oportunística passa, necessariamente, por uma flexibilização dos prazos de investimento e de saída e/ou pela redução da obrigatoriedade de realização de investimentos no país. A atual estrutura contratual das *limited partnerships* brasileiras não está adaptada para isto.

9.3 Sinergias e incompatibilidades entre as alternativas propostas

A maior parte das alternativas apresentadas para adaptar o modelo de atuação de *limited partnerships* à realidade do *private equity* no Brasil apresenta sinergias entre si e pode ser combinada para formar uma estratégia de investimento. A formação de equipes locais, por exemplo, facilita que se agregue valor operacional que, por sua vez, apresenta sinergias com a estratégia de aquisição de controle. Há, porém, incompatibilidades entre algumas das alternativas estratégicas sugeridas. A tabela 9.2 apresenta as sinergias e incompatibilidades entre as alternativas propostas.

Sinergias e Incompatibilidades entre alternativas estratégicas

	Atuação oportunistica	Preparação de Businessplans	Privatizações	LBU's	Agregar valor operacional	Empresas maiores	Aquisição de controle
Formação de times locais	☹ ☹ ☹	☺ ☺			☺ ☺		☺ ☺
Aquisição de controle			☹		☺ ☺		
Empresas maiores			☺ ☺				
Agregar valor operacional	☹	☺ ☺ ☺	☺ ☺				
LBU's		☺					
Privatizações	☺	☹					
Preparação de Businessplans	☹						

Tabela 9.2: Sinergias (☺) e incompatibilidades (☹) entre as alternativas estratégicas sugeridas. Elaborada pelo autor.

A análise das sinergias e incompatibilidades mostra que há duas linhas básicas de atuação aparentemente opostas. A primeira está ligada a um fortalecimento da presença dos administradores de *limited partnerships* no país: formação de uma forte equipe local, com habilidades gerenciais, objetivando adquirir controle e alcançar retornos através da agregação de valor operacional. As vantagens desta linha de atuação estão ligadas aos fatores internos da determinação de retornos (tratados no item 8.1), ou seja, buscam melhorar os processos de seleção e acompanhamento de investimentos.

A segunda linha de atuação está ligada aos fatores externos da determinação de retornos. Esta linha de atuação consiste na formação de *limited partnerships* sem a obrigatoriedade de realizar investimentos no Brasil, e na adoção de uma atitude oportunística, com um monitoramento à distância dos acontecimentos macroeconômicos, objetivando aguardar o surgimento de uma "janela de oportunidades" antes de alocar recursos humanos e financeiros ao país. O grande risco desta estratégia é o de que quando o momento ideal chegar, não se tenha a equipe com experiência local para a realização dos investimentos. Um administrador de fundos crítico desta linha de atuação alegou que "*private equity* não é *asset management*". Não dá para investir no Brasil quando a situação macroeconômica está

favorável e sair quando as coisas mudam. É preciso ter um comprometimento de longo prazo com o país".

É possível combinar estas duas linhas de atuação aparentemente opostas? Ou seja, não ter a obrigatoriedade de investimento que permite que se aguarde o momento certo para investir e, ao mesmo tempo, ter uma equipe local forte capaz de ser eficiente na identificação de oportunidades e em seu monitoramento? A pesquisa de campo realizada identificou duas propostas de como conciliar estas estratégias.

9.3.1 *Terceirização da presença no Brasil*

Uma opção de se combinar uma presença forte no Brasil a um reduzido comprometimento de investimentos é a terceirização da estrutura local. Este modelo é proposto pela *Stratus*, uma empresa formada por dois executivos que deixaram outras instituições de *private equity* para formar sua própria empresa e atuar com um posicionamento diferenciado.

A *Stratus* não tem um fundo de *private equity* e trabalha em parceria com administradores de *limited partnerships* que têm pouca presença no país. A empresa se propõe a identificar oportunidades de investimento, apresentá-las a investidores potenciais e, após a realização das transações, acompanhar o desenvolvimento das empresas. Um ponto interessante na estratégia da empresa é sua disposição em descer um nível no processo de análise e auxiliar empresários a elaborar suas estratégias de desenvolvimento e seus *business plans*.

A *Stratus* busca oferecer a administradores de fundos a opção de atuar no Brasil através de uma forte equipe local sem a obrigatoriedade de desenvolver-se uma equipe própria. Apesar de a *Stratus* exigir de seus parceiros um certo nível de comprometimento de investimentos no país, este comprometimento é muito menos forte que o de desenvolver uma estrutura local e captar um fundo exclusivo.

Este modelo tem pontos favoráveis e desfavoráveis. Sua principal virtude é permitir às *limited partnerships* que não querem ter um maior comprometimento com o país a possibilidade de atuar com maior eficiência no mercado brasileiro. Assim, os riscos de manter-se uma estrutura no país esperando o momento ideal para a realização de

investimentos não é assumido totalmente pela *limited partnership*, ficando em grande parte com a empresa local.

Os principais problemas estão ligados à falta de exclusividade. Por não se tratar de uma equipe própria, administradores de fundo não têm a garantia de que terão os serviços da *Stratus* à sua disposição quando momentos oportunos para investir no Brasil surgirem. Este parece não ser um problema hoje, mas pode se tornar um caso a demanda por este tipo de serviço cresça mais rápido que a oferta.

Há também um potencial conflito de interesse por a empresa atuar de certa forma tanto como assessora do investidor financeiro quanto da empresa adquirida.

A proposta de atuação da *Stratus* é extremamente interessante por propor nova alternativa para a realização de investimentos no país. Talvez o principal problema deste modelo é que ele não elimina o risco de manutenção de uma equipe local em períodos em que o Brasil se torne pouco atrativo para a realização de investimentos. O modelo apenas transfere parte deste risco das *limited partnerships* à equipe local. Assim, os administradores da *Stratus* podem-se sentir tentados a captar seu próprio fundo e atuar exclusivamente para si. Uma maneira de se compensar este risco seria o estabelecimento de parcerias com administradores de fundos que possuíssem equipes fortes em outros países, e que atuassem como a equipe local da *Stratus* em seus países de origem.

Apesar da captação de um fundo estar nos planos da *Stratus*, os sócios da empresa estão comprometidos com a estratégia de seguir atuando em parceria com outros fundos paralelamente. Caso isto se confirme, esta pode ser uma alternativa muito interessante para fundos estrangeiros.

Uma segunda alternativa para a terceirização de equipes locais de *private equity* seria o desenvolvimento de competências para atuar nesta área por empresas de consultoria. Assim, quando houvesse um momento adequado para investimentos em *private equity* estas consultorias procurariam fundos estrangeiros e investidores primários para apresentar oportunidades e oferecer seus serviços para acompanhar a empresa até o momento de desinvestir.

Ao menos teoricamente, consultorias têm a competência operacional necessária para gerir as empresas após a realização de investimentos. Para a originação, haveria sinergias com sua atividade básica de consultoria que lhes abre as portas para a realidade das empresas. A atividade de consultoria também seria responsável pela manutenção da equipe nos períodos em que não houvesse demanda de *limited partnerships* internacionais por capacidade de originação e acompanhamento de investimentos no Brasil.

Apesar de ser uma alternativa interessante para investidores internacionais, a forte demanda destes investidores por oportunidades de investimento em *private equity* no Brasil é prejudicial ao desenvolvimento da estratégia de terceirização de equipes locais. Atualmente, equipes competentes de gestão de *private equity* no Brasil têm grandes chances de ser capazes de levantar seus próprios fundos, o que lhes permite ter um fluxo de recursos mais estável e seguro que a opção de trabalhar como equipes independentes.

Para ser capaz de atrair bons profissionais, seria necessário desenvolver um esquema de remuneração que oferecesse prêmios maiores a executivos atuando independentemente, em relação à opção de trabalhar integrado à estrutura de um fundo exclusivo para Brasil. A dificuldade na implementação de uma estrutura de remuneração com estas características faz com que fundos com comprometimento de investir elevadas quantidades de recursos no Brasil tenham uma maior atratividade para executivos de *private equity*.

Desta maneira, é provável que manter uma equipe forte no Brasil, mesmo sob o risco de reduzir a habilidade de atuar oportunisticamente, venha a mostrar-se a estratégia de maior sucesso para o *private equity* no país. Porém, a comparação de resultados entre estratégias que prevêm um maior ou menor comprometimento com o país não é evidente. Caso a situação macroeconômica brasileira seja atrativa, fundos seguindo as duas estratégias realizarão investimentos, e é provável que aqueles com estruturas locais mais fortes obtenham melhores retornos. Por outro lado, caso a situação macroeconômica seja desfavorável a este tipo de investimento, fundos com menor comprometimento com o país simplesmente deixarão de investir, e não terão históricos de investimento que possam ser comparados aos de fundos locais que se vejam "obrigados" a investir.

9.3.2 A estratégia do DLJ

O DLJ tem um fundo de *private equity* de US\$ 3 bilhões com liberdade para realizar investimentos em todo o mundo. Até recentemente sua estrutura administrativa para a análise de investimentos na América Latina estava baseada em Nova York. A nova estratégia do DLJ para *private equity* na América Latina prevê a formação de times locais fortes. Assim, executivos locais foram contratados e os integrantes da equipe de NY foram realocados para estes novos times.

No Brasil, está sendo formada uma equipe que irá conciliar experiência em *private equity* e operacional, com o objetivo de ser capaz de identificar e monitorar investimentos com potencial de ganhos operacionais. Estes investimentos serão realizados sobretudo através da compra de controle, ou de participações que garantam forte influência na gestão, e estarão concentrados em empresas com faturamento superior a US\$ 200 milhões. A principal diferença da estratégia do DLJ à de outros administradores de *limited partnerships* presentes no país está na inexistência de uma alocação de recursos com obrigatoriedade de serem investidos no país, de forma a garantir que os administradores não tenham "pressa" para investir e possam atuar oportunisticamente.

O principal problema desta estratégia está no custo de se manter uma forte estrutura local sem a obrigatoriedade de investimento. Quanto tempo pode-se manter uma estrutura sem que se realize investimentos? Caso nenhum investimento fosse realizado no país por dois anos, porque o "momento ideal" ainda não estava presente, a estrutura local seria mantida? O comprometimento dos administradores internacionais do fundo com esta estratégia de atuação é essencial pois caso os administradores locais passem a sentir pressões para investir, uma parte fundamental da estratégia estará prejudicada.

A opção estratégica do DLJ parece extremamente adequada. O custo de se manter uma estrutura local pode ser realmente a única forma de se garantir a possibilidade de investir eficientemente quando o momento chegar. Porém, esta estratégia não é facilmente replicável pois depende da geração de receitas para o fundo em outros mercados. Outro problema é a estrutura de remuneração dos executivos que deve compensá-los, também, por não realizar investimentos quando não for o momento ideal. É provável que esta estratégia só seja viável para uma *limited partnership* de atuação global com um elevado volume de recursos para investir.

Capítulo 10

Conclusão

10 Conclusão

Esta dissertação analisou a indústria de *private equity* brasileira através de uma comparação desta com sua equivalente americana. As principais contribuições deste estudo estão na constatação de que o desenvolvimento do *private equity* pode trazer diversos benefícios ao país, de que há diversas diferenças entre a atividade de *private equity* no Brasil e nos EUA, e de que para alcançar os elevados retornos exigidos pelos investidores será necessário que os administradores de fundos adaptem sua forma de atuar à realidade local.

A pesquisa mostrou que o crescimento da atividade de *private equity*, bem como do *venture capital*, pode trazer diversos benefícios à economia brasileira. Os principais destes benefícios são:

- *Financiamento de pequenas e médias empresas*: por sua disposição em assumir riscos, o *private equity* pode ser um importante motor de desenvolvimento da economia nacional ao apoiar pequenas e médias empresas que não teriam outras alternativas de recursos para financiar seu crescimento.
- *Contribuição à gestão*: além de fornecer capital, os administradores de fundos de *private equity* contribuem significativamente para a administração das empresas nas quais investem, sobretudo em aspectos ligados à orientação estratégica da empresa. Esta contribuição é vista por muitos autores como tão importante quanto o capital investido. Os benefícios desta contribuição à gestão podem ser especialmente importantes para a economia brasileira, carente de uma maior profissionalização na administração de suas empresas.
- *Redução da informalidade*: após sua entrada como sócio, fundos de *private equity* exigem que as empresas nas quais investem cumpram suas obrigações legais. Esta exigência pode contribuir para a redução da informalidade fiscal e trabalhista que tanto prejudica a economia nacional.

Outro ponto explorado nesta dissertação foi a dinâmica da indústria brasileira de *private equity*. Observou-se que o *private equity* no Brasil se desenvolveu a partir da indústria americana quando a relativa saturação do mercado local levou administradores de fundos e investidores americanos a buscar novas alternativas de investimento. Assim, a estrutura do *private equity* no Brasil é muito semelhante à encontrada nos EUA, sobretudo no que diz respeito à estrutura legal, forma de atuação e origem de recursos dos fundos.

Apesar desta origem a partir da experiência americana, a realidade do *private equity* no Brasil apresenta diversas particularidades. As principais destas particularidades estão ligadas ao ambiente micro e macroeconômico encontrado no país e no reduzido desenvolvimento dos mercados de capitais.

- Ambiente macroeconômico: diferentemente do que se observa nos EUA, a economia Brasileira é instável, tendo passado nos últimos anos por diversas crises, como a do México em 1995, da Ásia em 1997, crise russa em 1998 e, mais recentemente, a crise ligada à liberação do câmbio brasileiro. Algumas conseqüências desta instabilidade são a elevação das taxas de juros médias em relação a países desenvolvidos, a dificuldade na realização de previsões de crescimento econômico e a existência de "janelas de oportunidade" durante as quais investimentos no Brasil tornam-se mais interessantes.
- Ambiente microeconômico: também o ambiente microeconômico no Brasil difere do americano, o que tanto gera oportunidades quanto traz inconvenientes ao *private equity*. As oportunidades estão ligadas à necessidade de reestruturação e consolidação de diversas indústrias no país. Já os inconvenientes dizem respeito à informalidade fiscal e à resistência do empresário brasileiro à venda de controle e à divisão do poder de decisão com sócios.
- Desenvolvimento do mercado de capitais: no Brasil, os mercados acionários são muito pouco desenvolvidos e só existe liquidez para um número limitado de ações de grandes empresas. Assim, as chances de realizar-se *IPO's* de empresas médias são muito reduzidas e é difícil prever uma alteração desta situação no médio prazo. Também o mercado de dívidas é reduzido para empresas brasileiras e mesmo empresas de grande porte encontram dificuldades para a captação de recursos de longo prazo. Se por um lado esta situação favorece a originação dos fundos de *private equity* ao reduzir as

opções de captação de recursos das empresas, por outro ela dificulta a obtenção de elevados retornos ao praticamente impossibilitar a utilização de alavancagem e obrigar a venda a um investidor estratégico como forma de desinvestimento.

Devido a estas diferenças entre a realidade brasileira e a americana, é importante que fundos de *private equity* adaptem sua maneira de atuar no país para minimizar os efeitos negativos e tirar maior vantagem das oportunidades que o país oferece. Algumas das alternativas para se realizar esta adaptação são:

- Formar times locais
- Adquirir controle
- Agregar valor operacional
- Privilegiar empresas maiores
- Atuar em privatizações
- Auxiliar a preparação de Businessplans
- Ter foco em Leverage Build Ups
- Atuar oportunisticamente
- Terceirizar a equipe local

O grande problema para adaptar o modelo americano à realidade brasileira é a dificuldade encontrada na conciliação de dois aspectos importantes: a necessidade de ter um time local forte para originar e acompanhar investimentos eficientemente, e a importância de não ter obrigações de investir para que se possa atuar oportunisticamente.

Infelizmente, será necessário aguardar que os fundos de *private equity* com atuação no Brasil iniciem seus processos de desinvestimento para comparar-se retornos e identificar-se as estratégias de atuação mais rentáveis. Porém, é possível imaginar que os fundos melhor sucedidos serão aqueles que reconhecerem mais rapidamente que investir em *private equity* no Brasil e nos EUA são atividades consideravelmente diferentes e que souberem adaptar o modelo americano à realidade local.

A grande questão do *private equity* no Brasil é encontrar a melhor alternativa para explorar as oportunidades de consolidação e reestruturação em indústrias locais, ao mesmo tempo

que se minimiza os efeitos negativos da instabilidade econômica, da quase impossibilidade de se utilizar alavancagem, e do reduzido desenvolvimento dos mercados acionários. Este trabalho procurou dar indicações de onde esta resposta possa estar. Boa sorte aos que se propõem a enfrentar este desafio.

10.1 Limitações deste estudo e sugestões de pesquisas futuras

Este estudo analisa a indústria brasileira de *private equity* sob a ótica dos administradores de fundo. Não são discutidas em profundidade a visão dos investidores e das empresas que recebem este tipo de capital. Outro ponto não explorado foi o interesse do governo e a possibilidade de desenvolvimento de ações governamentais para estimular o desenvolvimento do *private equity* e do *venture capital* no país.

Mesmo em relação aos fundos de *private equity*, a pesquisa realizada foi apenas qualitativa e não procurou quantificar com precisão fatores como o volume de recursos efetivamente disponível para investimento e taxas de retorno obtidas nos investimentos já liquidados no país. Além disto, a descrição da dinâmica da indústria brasileira de *private equity* é apenas introdutória e cada um dos aspectos pode ser discutido em maior profundidade.

A indústria de *private equity* pode ter uma grande contribuição no desenvolvimento econômico brasileiro, mas segue ainda muito pouco estudada. A seguir são propostos alguns tópicos para pesquisas futuras:

- Empresas que recebem *private equity*: quase todo o estudo disponível sobre *private equity* tem foco nas características dos fundos. As razões que levam empresas a buscar esta alternativa de capital ainda são muito mal estudadas. Outro ponto em que não se identificou estudos específicos é o processo de seleção pela empresa do fundo de *private equity* ao qual uma participação será vendida.

- Investidores Institucionais Internacionais: seria importante pesquisar em profundidade as razões pelas quais investidores institucionais internacionais têm passado a alocar recursos a fundos de *private equity* com potencial para investir no Brasil. Paralelamente, seria interessante saber quais suas expectativas de retorno e percepção de risco de investimentos no Brasil.
- Fundos de pensão brasileiros: apenas recentemente fundos de pensão brasileiros passaram a investir em *private equity*. Alguns administradores de *limited partnerships* entrevistados alegaram que os administradores de fundos de pensão brasileiros não compreendem a dinâmica do investimento em *private equity* e que um trabalho de educação sobre este tipo de investimento seria necessário. Seria interessante compreender a opinião dos administradores de fundos de pensão sobre o *private equity* e qual seria o impacto de alterações de legislação que facilitassem a realização de investimentos deste tipo.
- BNDES: o BNDES foi um dos pioneiros da indústria de participações privadas brasileira e continua um importante investidor tanto para fundos de *private equity* quanto *venture capital*. Seria interessante conhecer mais sobre sua visão da indústria de participações privadas.
- Análise de retornos: há muito poucos estudos sobre retornos na indústria de *private equity*. Os poucos estudos identificados se preocupam apenas com a influência sobre os retornos de fatores externos aos fundos. Uma análise mais detalhada dos fatores internos que influenciam retornos seria muito importante para a determinação de posicionamentos estratégicos de fundos de *private equity*. Esta análise de retornos poderia incluir comparações da rentabilidade de fundos dedicados a países e globais, de fundos com sócios principais experientes e iniciantes, de fundos com maior ou menor participação na administração das empresas, de fundos ligados a bancos e independentes, etc. Particularmente no Brasil, seria interessante analisar as estratégias capazes de gerar os maiores retornos à medida que os fundos atuais começarem a ser liquidados.

- Remuneração de sócios principais no Brasil: um estudo interessante seria comparar a remuneração de sócios principais no Brasil e nos EUA.
- Perfil de administradores de fundo no Brasil: conforme discutido ao longo desta dissertação, a atividade de *private equity* no Brasil tem características diferentes do que se encontra nos EUA. Seria razoável sugerir que o perfil dos administradores de fundos brasileiros fosse diferente do que se observa nos EUA. A comparação destes dois perfis seria um estudo interessante.
- Investidores estratégicos e fundos de *private equity*: alguns estudos sugerem que investidores financeiros valorizam mais em *IPO's* ações de empresas que receberam recursos de fundos de participações privadas. Um estudo que poderia ser desenvolvido seria a observação se o mesmo ocorre para investidores estratégicos.
- Ações governamentais para estimular o *private equity*: o desenvolvimento do *private equity* pode trazer grandes benefícios à economia brasileira e seria natural que o governo procurasse alternativas para estimulá-lo. Há algum material disponível sobre ações governamentais que visam o desenvolvimento do *venture capital*, mas há muito pouco estudado sobre estas alternativas para o *private equity*. A OECD, *Organization for Economic Cooperation and Development*, sediada em Paris, tem alguns estudos interessantes nesta linha que podem ser consultados através da internet: <http://www.oecd.fr>.
- Estudos quantitativos: finalmente, há toda uma linha de estudos quantitativos a serem desenvolvidos para a indústria de *private equity* brasileira. Algumas das variáveis que mereceriam destaque são: valores disponíveis para investimento, investimentos mínimos e máximos, taxas de administração, quantidade de empresas analisadas para a realização de um investimento, entre outros

Bibliografia

Bibliografia

- AAKER, David, DAY, George, KUMAR, V. *Marketing Research*. 5th Edition, New York, John Wiley & Sons, 1995
- BERRY, David Institutions getting squeezed for space in venture funds *The Private Equity Analyst*, vol. 9, i. 6, June 1999
- BOOCOCK, Grahame; WOODS, Margaret The evaluation criteria used by venture capitalists: Evidence from a UK venture fund. *International Small Business Journal*, London, v.16, n.1, p.36-57, Oct-Dec 1997
- BOYD, Harper; WESTFALL, Ralph *Pesquisa Mercadológica*. 6a edição, Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1984
- BRANDLEY, Ruth Concerned about exits, investors still moving cautiously on deals *The Latin American Private Equity Analyst*, vol. 3, i. 3, March 1999
- BRUNO, A.V.; TYBEJEE, T.T. The one that got away: a study of ventures rejected by capitalist. In: HORNADAY, J.A. et al., *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Proceedings of 1983 Conference on Entrepreneurship, Wellesey, Babston College, p. 289-306, 1983
- BYGRAVE, W.D.; TIMMONS, J.A. *Venture Capital at the crossroads*. Boston: Harvard Business School Press, 1992
- EXAME Asfixia, o custo do dinheiro sufoca as empresas brasileiras São Paulo, ano 33, n. 18, p.29-36, 8 de setembro de 1999a
- EXAME A Virada, como o futebol brasileiro está se tornando, enfim, num negócio de gente grande São Paulo, ano 33, n. 18, p.29-36, 8 de setembro de 1999b
- FENN, G; LIANG, N; PROWSE, S The Economics of the private equity market *Staff Studies* Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, n° 168, December 1995
- FRIED, Vance H.; HIRISCH, Robert D. Toward a model of venture capital investment decision making. *Financial Management*. v.23, n.3, p. 28-37, Autumn 1994
- FRIED, Vance H.; HIRISCH, Robert D. The venture capitalist: a relationship investor *California Management Review*, v.37, n.2, winter 1995

- GALANTE, Steven Global private equity *The Private Equity Analyst*, vol. 9, i. 6, June 1999
- GAZETA Mercantil Fundo americano adquire 50% da Camil Alimentos *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 22/12/1998
- GAZETA Mercantil O Advent, da Bozano, tem patrimônio de R\$40 milhões *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 19/01/1999
- GOMPERS, Paul Optimal investing, monitoring and staging of venture capital *The journal of finance*, v.50, n.5, December 1995
- GOMPERS, Paul A Grandstanding in the venture capital industry *Journal of Financial Economics*. v. 42, p. 133-156, September 1996
- GOMPERS, Paul A note on angel financing Unpublished working paper, *Harvard Business School*, December, 1998a
- GOMPERS, Paul A Venture Capital growing pains: should the market diet? *Journal of Banking & Finance* vol. 22, p. 1089-1104, 1998b
- GOMPERS, Paul; LERNER, Joshua The use of covenants: an empirical analysis of venture partnership agreements *Journal of Law and Economics*, v.39, p.463-98, October 1996
- GOMPERS, Paul; LERNER, Joshua What drives venture capital fundraising *Brookings Papers: Microeconomics* 1998
- GOMPERS, Paul; LERNER, Joshua An analysis of compensation in the U.S. venture capital partnership *Journal of Financial Economics*, i. 51, p. 3-44, 1999
- GORDON, Murray The second equity gap: exit problems for seed and early stage venture capitalists and their investee companies *International Small Business Journal*, London, v.12, i.4, p.59-73, July-September 1994
- HALL, H.J., and HOFER, C.W. Venture capitalist decision criteria in new venture evaluation. *Journal of Business Venturing*, New York, v.8, p.25-42, 1993
- HINCHBERGER, Bill Guess who owns the company? *Institutional Investor*, New York, v.30, i.5, p.107-13, May 1996
- LERNER, Joshua The Syndication of Venture Capital Investments *Financial Management*, vol. 23 pp. 16-27, Autumn 1994a
- LERNER, Joshua Venture Capitalists and the Decision To Go Public *Journal of Financial Economics*, vol. 35, pp. 293-316, June 1994b

- LERNER, Joshua Venture capitalists and the oversight of private firms *Journal of Finance*, v.50, n.1, March 1995
- LERNER, Joshua A note on private equity information sources Unpublished working paper, *Harvard Business School*, November, 1998
- LITTMAN, Johnathan The new face of venture capital. *Electronic Business*, Highlands Ranch, v.24, i.3, p.72-80, Mar 1998
- LORENTZ, A *Venture Capital Today*, 2a Edição. London: Woodhead-Faulkner, 1989
- MACMILLAN, I.C.; SIEGEL, R.; SUBA NARASIMHA, P.N. Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*, New York, v. 1, p. 119-128, 1985
- MACMILLAN, I.C.; ZEMANN, L.; SUBA NARASIMHA, P.N. Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process. *Journal of Business Venturing*, New York, v. 2, p. 123-137, 1987
- MURRAY, Gordon A policy response to regional disparities in the supply of risk capital to new technology-based firms in the European Union: the European seed capital fund scheme. *Regional Studies*, Cambridge, v.32, i.5, p.405-19, July 1998
- NEIDORF, Shawn; WRITER, Senior Choose your weapon In the battle for success, is it management or market that provides the edge? *Venture Capital Journal*, June 1998
- O'BRIEN, Tia Startup funding: who has the power now? *Upside*, Foster City, v.11, i.6, p.129-135, Jun 1999
- OECD- Organization for Economic Cooperation and Development Venture capital in OECD countries *Financial Market Trends* Paris, i.63, p.15-32, February 1996
- PACANINS Gonzalo; LERNER Josh Note on Private Equity in Developing Countries, Unpublished working paper, *Harvard Business School*, 1997
- PRICEWATERHOUSECOOPERS Latin American Private Equity Survey, *Latin American Business Center- PricewaterhouseCoopers*, January 1999.
- ROMANI CHOCCE, Gianni Augusta *O Capital de risco no Brasil*, uma contribuição a partir da experiência francesa Tese de doutorado, São Paulo, FEA-USP, 1997.
- SANDBERG, W.R.; SCHWEIGER, D.M.; HOFER, C.W. The use of verbal protocols in determining venture capitalists' decision processes. *Entrepreneurship Theory and Practice*, p. 8-20, Winter 1988

- SANDLER, Neal Mazeltech on the Mediterranean *Electronic Business*, Highlands Ranch, v. 24, i. 2, p. 50-54, February 1998
- SCHIFRIN, Matthew LBO madness *Forbes*, p.128, 03/09/1998
- TODD, Katherine M Global private equity - the opportunities and challenges. *Employee Benefits Journal*, Brookfield, v.22, n.4, p.21-25, Dec 1997
- TOLL, David First half fund raising down 25% *The Private Equity Analyst*, vol. 9, i. 7, July 1999
- VENTURE Economics Investor Services Investment Benchmarks: Venture Capital, *Venture Economics*, Boston, 1994a
- VENTURE Economics Investor Services Investment Benchmarks: Buyouts and other Private Equity, *Venture Economics*, Boston, 1994b
- VENTURE Economics Exiting venture capital investments *Venture Economics*, Needham, 1988
- WARNER, Melanie Inside the Silicon Valley money machine *Fortune*, New York, v.138, i.8, p.128-140, October 26, 1998
- WHEATLEY, Johnatan Joining the carnival? *Accountancy*, London, v.118, i.1239, p.32-4, November 1996
- WRIGHT, Mike; ROBBIE, Ken Venture capital and private equity: A review and synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, Oxford, v.25, n.5/6, p.521-570, Jun/Jul 1998
- ZIDER, Bob How venture capital works *Harvard Business Review*, Boston, p. 131-9, November-December 1998
- ZOTT, Christoph; BRANDER, James; ZOTT, Christoph Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, New York, v.13, n.6, p.441-446, Nov 1998

Anexos

Anexo 1- Variância e estatística dos retornos de fundos de private equity**Retornos de Fundos de *Private Equity***

Item	1980-89	1980-83	1984	1985	1986	1987	1988	1989
TIR (%)								
Média ponderada pela capitalização	14.4	16.7	29.3	32.7	14.8	6.7	11.6	5.3
Mediana	11.2	18.1	10.6	14.4	12.6	12.1	9.8	4.8
Quarto superior	17.4	29.8	30.5	35.1	15.2	17.3	13.0	23.2
Desvio padrão	25.5	8.8	39.9	50.4	13.4	21.5	11.0	25.1

Taxas internas de retorno de fundos formados entre 1980 e 1989 calculados em 1993. Retornos de fundos ainda não encerrados são calculados pelo valores obtidos pela soma dos recursos já redistribuídos aos sócios limitados aos valores residuais dos investimentos ainda não terminados. Adaptado de Fenn, Liang e Prowse (1995: p. 60)

Anexo 2- Entrevistas Realizadas

Primeira Fase

Administradores de Fundos de *Private Equity*

- **Advent International**
Sean Davis
Associate
- **Brasilpar/ WestSphere**
Paulo Chueri
Vice President- WestSphere

Alberto Ortemblad
Sócio da Brasilpar
Participante das experiências iniciais em private equity do BNDES e da Brasilpar
- **Chase**
Antonio Henrique Prado
Associate
- **CSFB/ Garantia**
André Reginato
Associate

Ana Beatriz del Mònaco
Associate
- **Heights Advisors**
Bernard Attal
Managing Director
- **Merril Lynch**
Guido Padovano
Diretor
- **Pactual-Electra**
Álvaro Gonsalves
- **Santander**
Rossano Nonino
Diretor Adjunto
- **Sul América**
Marina P. Nakano
Analista

- **TCW/ LAEP**
Eduardo Aguinaga
Sócio Residente
- **TMG**
Neal Kaufman
Sócio
- **Advent- França**
G. Darbon

Empresas

- **TAM**
Antônio L. Teixeira de Barros Jr.
Presidente do Conselho de Administração
- **Método Engenharia**
Ricardo Perpétuo
Diretor Financeiro

Hugo Rosa
Sócio Proprietário

Escritório de Advocacia

- **Ulhoa Canto**
Aloysio Meirelles de Miranda Filho
Sócio

Segunda Fase

- **Stratus**
Álvaro Luís Gonçalves
Diretor Executivo
- **DLJ**
Marcos L.V. Guimarães
Vice President
- **Patrimônio Private Equity**
Stefan Colza Lee
Analista Financeiro

- **Finpac Securitizadora S.A.**
Rossano Nanino
ex-diretor adjunto do Santander
- **Brasilpar/ WestSphere**
Paulo Chueri
Vice President
- **Ulhoa Canto**
Luis Eduardo Odivellas
Advogado
- **Monitor/MGDK- Consultoria**
Fernando Musa
Sócio