

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS  
ESCOLA DE ECONOMIA DE SÃO PAULO**

**FÁBIO MASSAO INOCIMA**

**GOVERNANÇA, ALAVANCAGEM E CICLICALIDADE:  
A EFICIÊNCIA DO MODELO BRASILEIRO DE PRIVATE EQUITY**

**SÃO PAULO  
2010**

**FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS  
ESCOLA DE ECONOMIA DE SÃO PAULO**

FÁBIO MASSAO INOCIMA

**GOVERNANÇA, ALAVANCAGEM E CICLICALIDADE:  
A EFICIÊNCIA DO MODELO BRASILEIRO DE PRIVATE EQUITY**

Dissertação apresentada à Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas como requisito para obtenção do título de Mestre em Finanças e Economia de Empresas

Campo de conhecimento:  
Mercado Financeiro e Finanças Corporativas

Orientador: Prof. Dr. André Portela de Souza

SÃO PAULO  
2010

Inocima, Fábio Massao.

Governança, alavancagem e ciclicidade: A eficiência do modelo brasileiro de *private equity* / Fábio Massao Inocima – 2010.

62f.

Orientador: André Portela Fernandes de Souza

Dissertação (mestrado profissional) - Escola de Economia de São Paulo.

1. Investimento de capital. 2. Fundos de investimento. 3. Alavancagem (Finanças). 4. Investimentos – Processo decisório. I. Souza, André Portela Fernandes de. II. Dissertação (mestrado profissional) - Escola de Economia de São Paulo. III. Título.

CDU 658.152

FÁBIO MASSAO INOCIMA

**GOVERNANÇA, ALAVANCAGEM E CICLICALIDADE:  
A EFICIÊNCIA DO MODELO BRASILEIRO DE PRIVATE EQUITY**

Dissertação apresentada à Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas como requisito para obtenção do título de Mestre em Finanças e Economia de Empresas

Campo de conhecimento: Mercado Financeiro e Finanças Corporativas

**Data de Aprovação:**

01/03/2010

**Banca Examinadora:**

---

Prof. Dr. André Portela de Souza (Orientador)  
FGV-EESP

---

Prof. Dr. Antônio Gledson de Carvalho  
FGV-EAESP

---

Profa. Dra. Andréa Maria Accioly Fonseca Minardi  
Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

A Cristiano Ryu Inocima e  
à nova geração da família que se forma

## **AGRADECIMENTOS**

Ao Prof. Dr. André Portela de Souza e Prof. Dr. Antônio Gledson de Carvalho pela dedicação e paciência para me orientar, e à Prof. Dra. Andréa M. A. F. Minardi pelas valiosas críticas e contribuições

Aos meus pais, Osvaldo e Maria, pelo suporte em todos os sentidos

Ao meu irmão, Igor, pelo companheirismo e por me guiar nas decisões mais importantes da vida

À Karina, pelo amor e por me ensinar o que é superar dificuldades

Ao meu amigo Eduardo Angeli pelos comentários construtivos, pela inspiração para cursar o mestrado e, principalmente, pela amizade de longa data

Aos meus colegas de mestrado que se tornaram verdadeiros amigos: Regis Augusto Hideshi Abe, Eduardo O. Garcia, Lilian H. Chiba, Gustavo Andres e Rodrigo Oivane. Esta jornada teria sido árdua demais sem o companheirismo de vocês

A Geoffrey Cleaver, Gustavo Peixoto e Carlos “Pepê” Corrêa, pela amizade e compreensão com relação ao tempo dedicado ao mestrado, e por proporcionar um ambiente de trabalho tão agradável, criativo e desafiador.

## RESUMO

Este trabalho objetiva analisar a eficiência dos comitês de investimento no modelo de investimento em *private equity* através de FIPs (Fundos de Investimento em Participações) que não utilizam alavancagens em suas aquisições. Tal análise é feita através de uma comparação com o modelo americano, no qual tipicamente o gestor do fundo tem o poder de decisão sobre os investimentos e as aquisições são realizadas utilizando financiamento de terceiros. A dissertação é iniciada com uma revisão bibliográfica não-exaustiva dos trabalhos da academia brasileira sobre o tema de *private equity*. Em seguida, levanta-se as particularidades do modelo dos FIPs, principalmente a decisão de investimento feita em conjunto pelo gestor e seus investidores através de comitês de investimento e a rara utilização de alavancagem nas aquisições, e demonstra-se como o impacto destas características altera o equilíbrio do modelo proposto por Axelson, Strömberg e Weisbach. Conclui-se que as particularidades do modelo dos FIPs que não utilizam alavancagens nas aquisições oferecem: (i) melhor proteção aos interesses dos investidores, e uma representatividade similar aos conselhos de administração de companhias abertas, e (ii) permitem que o gestor aproveite os períodos nos quais as transações ocorrem a um múltiplo mais baixo, resultando num modelo mais eficiente de investimento e que evita a multiplicação dos ciclos econômicos. Tais conclusões, no entanto, estão sujeitas à observação das seguintes condições: (i) o comitê deve ter qualificação igual ou superior ao do gestor; (ii) o comitê deve ter disponibilidade de tempo e corpo suficientes para analisar os investimentos nas mesma profundidade que o gestor, (iii) a existência do comitê de investimento não deve acarretar numa desvantagem para o gestor em termos de agilidade de resposta nas negociações. Finalmente, são levantadas algumas situações de potenciais conflitos de interesse nas quais os membros dos comitês de investimento podem se encontrar.

**Palavras Chave:** *private equity*, *venture capital*, comitê de investimentos, governança, *leveraged buy-out* (lbo), compra alavancada, aquisições alavancadas, estrutura de capital, teoria das decisões financeiras

## **ABSTRACT**

*This work seeks to analyze the efficiency of the investment committees of the FIPs (Fundos de Investimento em Participações), the most relevant investment vehicle of the Brazilian private equity industry, taking into consideration that acquisitions made by these vehicles are not leveraged. Such analysis is made by comparing it with the American model, which usually delegates the investment decision to the general partner and employs a significant amount of leverage when acquiring a target. Initially, a non-exhaustive review of the Brazilian papers on private equity is conducted. Next, the particularities of the Brazilian model are pointed out, specially the investment decisions shared by fund managers and investors, and the scarce usage of leverage in the acquisitions, and it is shown how these characteristics affect the equilibrium of Axelson, Strömberg and Weisbach's model. The conclusion is that the particularities of the FIPs model offer: (i) better protection to the limited partners' interests and (ii) allow the general partners to take advantage of the period when the transactions occur at lower multiples, resulting in a more efficient investment model with a countercyclical nature. However, such conclusions are subject to the compliance of the following premises: (i) the investment committee must have qualifications as good as, or better than, those of the general partner, (ii) it must have enough time and personnel availability to analyze the opportunities as deeply as the general partner does, (iii) the existence of the investment committee must not result in a competitive disadvantage for the limited partner in terms of agility in the negotiation processes. Finally, some potential situations of conflicts of interests of the committee members are raised.*

**Key Words:** *Brazil, private equity, venture capital, investment committee, fund governance, leveraged buy-out (lbo), capital structure, financial decisions theory*



## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 Pay-offs esperados para a firma boa e para a firma ruim .....	33
Figura 2 Árvore binomial com possíveis estados da economia e pay-off esperado das companhias .....	34
Figura 3 – Matriz que denota a situação ideal, onde só se investe em firmas boas, independente do estado da economia .....	35
Figura 4 – Captação ex-post pura, resultados aplicáveis para os períodos 1 e 2, e sujeitos ao atingimento ou não da condição de <i>break-even</i> .....	37
Figura 5 – Captação ex-ante pura, período 1.....	38
Figura 6 – Captação ex-ante pura, período 2, dado que o gestor investiu em uma boa firma no período 1 .....	39
Figura 7 - Captação ex-ante pura, período 2, dado que o gestor não encontrou firmas boas no período 1 .....	39
Figura 8 – Captação mista: matriz para o período 1, matriz para o período 2 caso o gestor tenha feito um bom investimento no período 1 e matriz para o período 2 caso o gestor não tenha encontrado boas firmas no período 1. .	41
Figura 9 – Matriz para a captação mista, período 1 .....	46
Figura 10 – Matriz de captação mista, período 1 – Corrigindo pela restrição da disponibilidade de crédito para realizar a aquisição.....	47
Figura 11 – Modelo FIP - Captação ex-ante, período 1 .....	47
Figura 12 – Modelo americano (ASW), Captação mista, período 2 .....	49
Figura 13 - Modelo FIP - Captação ex-ante, período 2 .....	49

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 Resumo dos principais trabalhos sobre o tema de PE/VC no Brasil ...	18
--	----

## SUMÁRIO

Introdução.....	11
Revisão Bibliográfica.....	14
O Modelo Americano e o Modelo dos FIPs .....	22
Modelo Econômico .....	31
Perspectivas: O código de auto-regulação.....	52
Conclusão .....	55
Referências .....	58

## Capítulo 1

### Introdução

No Brasil, tem-se observado um interesse crescente pelo tema de *private equity*. Trata-se de uma indústria que septuplicou o seu tamanho em uma década, saindo de US\$ 3,71 bilhões de capital comprometido alocado ao Brasil em 1999 e chegando a US\$ 26,65 bilhões em junho de 2008, segundo dados do GVcepe (2008)<sup>1</sup>. Com a onda de IPOs que ocorreu a partir de 2004 o tema de *private equity* ganhou ainda mais notoriedade, dado que 39% das ofertas que ocorreram entre 2004 e 2007 eram de empresas investidas de *private equity*, segundo dados levantados na CVM<sup>2</sup>. Dado o novo patamar da taxa de juros no Brasil, que em junho de 2009 teve sua taxa básica reduzida para o nível de um dígito, a procura por investimentos alternativos deve continuar crescendo<sup>3</sup>, contribuindo para que o *private equity* eleve a sua razão de capital comprometido como percentual do PIB dos atuais 1,71% para um valor mais próximo à média mundial de 3,7%<sup>1</sup>. Desta forma, tudo indica que este será um tema cada vez mais discutido e estudado no Brasil.

No âmbito acadêmico, observa-se um número cada vez maior de artigos e estudos sobre o tema, principalmente após a realização do primeiro censo brasileiro da indústria de PE/VC em 2005. Trata-se de um trabalho árduo, principalmente pela dificuldade em levantar os dados junto a organizações gestoras, em razão da importância estratégica e do alto grau de confidencialidade das informações. Entre os temas já abordados incluem-se: governança corporativa, contratos financeiros, metodologia de avaliação, desempenho dos fundos e de companhias investidas, estratégias de saída e problemas de agência.

Em particular, o objetivo desta dissertação é estudar a forma de organização dos fundos de *private equity* no Brasil, visando analisar como a governança no nível do fundo, entre os investidores e o quotista, e a estrutura de capital das aquisições impactam a decisão de

---

<sup>1</sup> GVcepe – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP. Panorama da indústria de Private Equity e Venture Capital. Dezembro 2008

<sup>2</sup> Pesquisa realizada em 2008 com base nos prospectos de abertura de capital ocorridos entre 2004 e 2007

<sup>3</sup> Com os juros historicamente altos no Brasil, os fundos de pensão não enfrentavam dificuldades para atingir suas metas atuariais. No entanto, a Selic reduzida para 8,75% a.a. força a busca por investimentos alternativos que permitam atingir uma rentabilidade maior.

investimento. Vale a observação de que o objeto deste estudo não são as companhias investidas em si, mas sim os eventos que determinam a decisão de adquirí-las. Trata-se de uma abordagem nova, apenas recentemente estudada nos EUA e até agora não utilizada para o caso brasileiro.

O conceito de governança de fundo de investimento compreende os princípios e mecanismos que identificam e mitigam os potenciais conflitos de interesse entre as partes envolvidas no veículo de investimento, endereçando principalmente as questões de assimetria informacional e conflitos principal-agente (investidor-gestor). O objetivo é assegurar que os interesses dos investidores, principalmente o de obter retorno sobre seus investimentos, sejam protegidos.

Por estrutura de capital das transações entende-se a composição dos recursos utilizados para que o fundo de *private equity* faça a aquisição das ações da companhia alvo. Tais recursos podem ser compostos integralmente por capital próprio (*equity*) dos investidores do fundo ou contar com alavancagem parcial através da emissão de títulos de dívida ou empréstimo bancário, geralmente dados no veículo intermediário utilizado para a aquisição.

Os resultados deste trabalho nos levam a concluir que, vis-à-vis o modelo americano de Axelson, Strömberg e Weisbach (ASW, 2008), o modelo de investimento através dos FIPs, que exige a instalação de comitês de investimento, junto com o fato da rara utilização de alavancagem nas aquisições no Brasil, pode oferecer melhor proteção aos interesses dos investidores e permitir que o gestor se aproveite dos períodos nas quais as transações ocorrem a um múltiplo mais baixo, resultando num modelo mais eficiente de investimento. Adicionalmente, o baixo uso de alavancagem traz o benefício adicional de formar uma indústria de investimento com características anti-cíclica do ponto de vista econômico.

A importância deste trabalho reside na compreensão das diferenças entre o modelo de investimento através de FIPs no Brasil e o modelo americano de *private equity* e, a partir dela, na indicação de novas tendências para o setor que podem ser incorporadas no futuro. Acredita-se que a melhor compreensão dos impactos que as particularidades da indústria brasileira de *private equity* têm sobre o modelo americano poderá contribuir para a formulação de políticas e regulação para o setor, visando o aumento de veículos nos quais instituições nacionais e estrangeiras investem lado a lado.

Este trabalho segue a seguinte estrutura: i) Introdução – onde foram explicados o contexto do trabalho e seus objetivos; ii) Revisão Bibliográfica – onde serão revisitados os principais conceitos de *private equity* na literatura acadêmica estrangeira e, principalmente, serão elencados os principais trabalhos da academia brasileira sobre o tema; iii) O modelo americano e o modelo dos FIPs – onde faremos uma comparação entre o modelo de investimento que observamos no Brasil através de FIPs vis-à-vis o modelo americano que predomina no restante do mundo; iv) Modelo Econômico – onde busca-se demonstrar as eficiências que o caso brasileiro agrega ao modelo de Axelson, Strömberg e Weisbach (ASW); v) Perspectivas, onde apresentamos as idéias em discussão para um código de auto-regulação da indústria de PE/VC; e vi) Conclusão – onde considerações finais e novos questionamentos são expostos.

## Capítulo 2

### Revisão Bibliográfica

Neste capítulo serão apresentados os principais aspectos dos assuntos que formam a base deste trabalho: a estrutura dos fundos de *private equity*, os seus mecanismos de governança, a estrutura de capital das transações e a forma de organização dos fundos. Além disso, foi feito um apanhado sobre os principais trabalhos da academia brasileira sobre o tema de *private equity*.

O trabalho de Axelson, Strömberg e Weisbach (2008) foi a inspiração e constitui a base deste trabalho. Os autores realizam uma análise pioneira ao derivar um modelo econômico que explica a forma de organização e estrutura de capital das firmas de *private equity*. Trata-se de um modelo de quatro períodos, onde no período zero o gestor decide captar ou não recursos, no período 1 e no período 2, independentemente, o gestor decide realizar aquisições, e no período 3 são obtidos os retornos. Nos períodos de investimento 1 e 2, o gestor pode encontrar empresas boas e/ou ruins, e estará sujeito a condições de mercado de alta ou de baixa, fator que impacta a disponibilidade de financiamento para aquisições. Os autores desenham as três formas possíveis de captação de recursos:

- ex-post puro na qual a captação é feita integralmente após à identificação da oportunidade de investimento;
- ex-ante puro na qual é feita integralmente antes da identificação das oportunidades; e
- captação mista, na qual parte dos recursos é feita ex-ante à identificação e parte é feita ex-post, ou seja, quando o alvo da aquisição já está determinado.

Os autores concluem que: (i) é ótimo que as aquisições sejam feitas através de uma combinação de ações captadas ex-ante e dívida de terceiros captada ex-post, (ii) os investidores auferem um retorno similar a uma combinação de dívida, e ações alavancadas, (iii) os investimentos devem ser realizados via fundos e não um a um, (iv) o poder de decisão deve ser exclusivamente do gestor, (v) a indústria de *private equity* é pró-cíclica e (v) os investimentos realizado durante as recessões tendem a superar aqueles realizados durante épocas de crescimento acelerado. É feito um maior detalhamento sobre o modelo destes

autores no capítulo 4. A partir deste ponto será feita referência ao trabalho destes autores através da sigla “ASW” ou “modelo ASW”.

Jones e Rhodes-Kropf (2003) e Kandel, Leshchinskii, and Yuklea (2006) também discutem como a estrutura dos fundos podem levar os gestores a realizar investimentos de forma ineficiente, mas assumem que a estrutura dos fundos é um dado.

Esta dissertação é um misto entre os trabalhos acima mencionados. A análise foi feita retomando o raciocínio de ASW a respeito de como derivar o modelo ótimo de investimento e confrontando-o com o modelo dos FIPs.

Os problemas que surgem da governança dos fundos é discutida em McCahery e Vermeulen (2008) e Radin e Stevenson (2006), sendo o primeiro aplicado a hedge funds e fundos de *private equity* e o segundo para fundos mútuos. Especificamente sobre o caso brasileiro, Carvalho et al (2006) cobre a questão da governança entre investidores e gestores, dando um panorama completo sobre como funciona esse mecanismo na indústria brasileira de *private equity*. Tipicamente, conclui-se que os incentivos contratuais são mitigantes satisfatórios dos conflitos de interesse, mas nesta dissertação serão cobertos exatamente os pontos em que estes mecanismos podem não ser suficientes.

Brinkhuis e De Maeseneire (2009) discutem a utilização de alavancagem nas transações de *private equity*, concluindo que o uso de alavancagem nas aquisições (*leveraged buy-outs* ou LBOs) depende da disponibilidade do mercado de dívida. Isso reforça a posição de ASW quanto ao fato do estado da economia ter um papel decisivo na possibilidade de levantar dívidas para financiar aquisições. Em ambos os trabalhos a decisão de investimento é afetada por um fator exógeno de disponibilidade de financiamento ex-post. Adicionalmente, Brinkhuis e De Maeseneire (2009) concluem que o tipo de transação (primária ou secundária) influencia o montante de alavancagem utilizada.

Ilustrando o que um cenário extremo de disponibilidade de dívida pode acarretar, Mason, Song e Cao (2009) analisam como a ampla disponibilidade de crédito para LBOs num momento em que os credores tinham apetite para ativos com mais riscos e toleravam índices (covenants) menos exigentes contribuiu para a crise financeira de 2008. Nesse trabalho os

autores ressaltam o impacto da reputação do gestor de *private equity* sobre as condições da alavancagem obtidas.

Ainda sobre LBOs, Von Drathen e Faleiro (2007) concluem que IPOs de companhias que foram alvo deste tipo de transação apresentam desempenho melhor que a média do mercado quando regressam à bolsa. Tal estudo não foi realizado no Brasil possivelmente por causa do pequeno número de *leveraged buy-outs* ocorridos. Luz (2009) analisa os valores inerentes a um caso de LBO utilizando a metodologia de opções reais.

Carvalho et al (2006), no 1º censo brasileira da indústria de PE/VC, fazem um levantamento das formas de organizações dos investimentos em *private equity* no Brasil. Observam que os investimentos em *private equity* através de *limited partnerships* representam 61,8% do total de compromissos de investimento, seguido por Fundo de Investimento em Participações - FIPs (11,1%), outros fundos CVM (12,0%) e empresas de participações - *holdings* (9,3%). GVcepe (2008) observa que sob este mesmo critério, em 2008 as *limited partnerships* tiveram sua expressividade reduzida para apenas 34%, enquanto os fundos CVM cresceram para 39%, puxados pelo sucesso dos FIPs.

Os trabalhos a seguir são elencados por serem relevantes para uma compreensão melhor do tema em tela, apesar de não terem uma relação tão direta com esta dissertação se comparado com aqueles listados imediatamente acima.

Brav e Gompers (1997) comprovam que empresas investidas de *private equity* (empresas que receberam investimento de *private equity*) que abrem o capital (IPO) apresentam uma performance de longo prazo melhor que o seu grupo de controle que nunca recebeu esse tipo de investimento. Tal estudo foi replicado no Brasil por Tavares e Minardi (2009), no qual observaram conclusão semelhante.

Santos, Silveira e Barros (2009) realizaram um estudo comparando a performance das ações a partir de seus respectivos IPOs e concluíram que (i) empresas que receberam financiamento pré-IPO dos bancos coordenadores do processo de emissão das ações apresentaram performance pior que o grupo de controle; e (ii) empresas investidas de *private equity* apresentaram maior *underpricing* e melhor relação preço-valor contábil (*price to book value*) uma ano após a emissão. Esse estudo é particularmente interessante na medida em que os



financiamentos pré-IPO foram um concorrente direto dos fundos de *private equity* como fontes de capital.

Barry et al (1990), Megginson e Weiss (1991), Brau et al (2004) e Lee e Wahal (2004) realizaram estudos sobre a influência do investimento de *private equity* no *underpricing* dos IPOs, e chegaram a conclusões distintas. O estudo realizado no Brasil por Sonoda (2008) não encontrou evidências de que o investimento de *private equity* nas companhias contribuem para reduzir o *underpricing* das ações no IPO.

Bocatto (2001) e Gioielli e Carvalho (2008) analisam a governança das empresas investidas de *private equity* e concluem que, de fato, este tipo de investimento contribui para a redução de gerenciamento de resultados contábeis (*earnings management*) e conselhos de administração mais independentes da gestão, contribuindo para o melhor nível de governança das empresas.

A seguir, encontra-se uma tabela resumindo os principais trabalhos brasileiros sobre o tema, alguns dos quais já comentados acima.

Tabela 1 Resumo dos principais trabalhos sobre o tema de PE/VC no Brasil

Autores	Título	Ano	Objetivos / Conclusões	Amostra
GORGULHO, Luciane F.	O capital de risco como alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológica: o caso do Contec/BNDES	1996	Análisa a contribuição do financiamento através de capital de risco para pequenas e médias empresas. Estuda o caso do Programa de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica (Contec) do BNDES, que representou um caso bem-sucedido da atividade de capital de risco no Brasil. Levanta os fatores macroeconômicos como barreira do desenvolvimento deste tipo de atividade no Brasil e destaca o Contec como uma tentativa para oferecer financiamento para as PMEs envolvidas no processo de inovação.	23 empresas da carteira da Contec
Bezerra, Jílilo C.A.	Introdução à indústria de <i>private equity</i> no Brasil	1999	Análisa e descreve a indústria brasileira de <i>private equity</i> através de uma comparação com a sua equivalente americana. Conclui que entre os benefícios que a indústria pode trazer ao país estão: financiamento de pequenas e médias empresas, contribuição à gestão e redução de informalidade. Aponta também as necessidades de adaptação dos fundos estrangeiros para tirar maior vantagem das oportunidades de investimento no Brasil.	19 fundos de investimento, 2 empresas investidas e um escritório de advocacia
BOCATTO, Eloisa Perez Gamero.	Fundos de <i>private equity</i> no Brasil: análise do modelo de governança e impacto na estratégia das empresas investidas	2001	Análisa a governança entre os fundos e seus investidores, e entre os fundos e as empresas investidas. Conclui que o modelo de governança da indústria de <i>private equity</i> no Brasil é similar ao da indústria americana. Os quatro fundos consultados apresentaram modelos de governança semelhantes entre si, utilizando mecanismos de controle e monitoramento dos agentes tanto no nível de fundo-investidores como fundo-empresas investidas. Os mecanismos utilizados na relação fundos-investidores são: (a) participação do administrador no capital do fundo; (b) sistema de remuneração; (c) cláusulas contratuais restritivas e punitivas e (d) reputação do administrador. Os mecanismos utilizados na relação fundos-companhias investidas são (a) participação do fundo na empresa, (b) liberação escalonada do capital, (c) o processo de avaliação da empresa, (d) sistema de remuneração do administrador e (e) cláusulas dos acordos de acionistas.	4 fundos de <i>private equity</i>
CHECA, Gonzalo; LEME, Ernesto; SCHREIER, Cláudio.	The venture capital and <i>private equity</i> industry in Brazil	2001	Destaca que apesar do Brasil ser o segundo maior receptor de investimento externo e ter recebido 50% dos recursos de fundos de capital privado direcionados para a América Latina, a atividade de PE/VC tem uma representatividade relativamente pequena. Aponta a alta taxa de juros, pequena participação dos fundos de pensão e fraco desenvolvimento dos mercados de capitais como principais barreiras para o crescimento desta indústria de investimentos. Aponta ainda as principais diferenças entre as indústrias de <i>private equity</i> no Brasil e nos EUA e sugere modelos alternativos para o Brasil.	N/A
Boelho, A.; Harekbar, G.; Lange, J.	Do Brazilian Venture Capitalists Add Value To their Portfolio Companies?	2003	que também são investidores/representantes do fundo de VC realmente acrescentam valor às companhias no caso brasileiro. A pesquisa é baseada em entrevistas realizadas tanto com CEOs brasileiros como com firmas de VC. Os resultados baseados nas percepções dos CEOs brasileiros apontam que os membros de conselho VCs fazem um trabalho muito melhor que aquele dos demais membros do conselho, agregando em pontos similares às suas <i>contra-partes</i> na Europa. Entretanto, ao contrário dos seus colegas norte-americanos, os conselheiros VCs no Brasil não são vistos como um colaborador para o recrutamento / substituição de CEO e de interação com o grupo investidor. Adicionalmente, os VCs brasileiros dedicam mais horas para o desenvolvimento de mecanismos de governança para empresas em fase inicial.	20 companhias investidas de venture capital
Pavani, C.	O Capital de Risco no Brasil: Conceito, Evolução e Perspectivas	2003	Avalia a situação da indústria de venture capital no início do século XXI e discute as condições necessárias para permitir o desenvolvimento da indústria no Brasil. Resgata a evolução histórica da indústria no período de 1995 a 2002, analisa a situação em que a indústria se encontra em 2003 e indica os caminhos a serem tomados para criar o ambiente mais adequado para o crescimento dos fundos de venture capital no país.	Entrevista com 5 instituições investidoras no mercado
Iha, M.Y.	Problemas de agência no relacionamento fundo de capital de risco - empreendedor no Brasil: um estudo de caso	2003	Busca endereçar os problemas de agência entre fundos e empresas investidas. Conclui que a atividade de monitoramento do fundo na empresa investida é um dos fatores determinantes para o sucesso de um investimento de risco, e que os fundos entrevistados estão desenvolvendo um modelo adequado à realidade e ao ambiente de negócios locais que busca minimizar os riscos do mercado de capital de risco e maximizar o retorno do portfólio. Conclui também que (i) a preocupação com questões de seleção adversa, <i>moral hazard</i> , alinhamento de interesses são comuns à indústria de capital risco nos EUA e Europa, bem como em países desenvolvidos, mas (ii) há mecanismos específicos para controle dos problemas de agência encontrados especificamente nos mercados em desenvolvimento, tais como contingências fiscais, tributárias e trabalhistas, (iii) não há distinção na forma de utilização dos instrumentos/ações em função do tipo de fundo (venture capital, buyout) ou tipo de constituição (ligados a instituições financeiras, investidores corporativos ou independentes) e (iv) e esperada uma redução dos custos de transação e dos custos de monitoramento inerentes à atividade de capital de risco conforme o desenvolvimento das instituições brasileiras avancem.	9 fundos de pe/vc

Autores	Título	Ano	Objetivos / Conclusões	Amostra
Ribeiro L. L.	O modelo brasileiro de private equity e venture capital.	2005	Base do primeiro censo brasileiro da indústria de PE/VC, levantou as principais similaridades e diferenças entre os modelos americano e brasileiro de private equity. Principais similaridades: predominância de gestores independentes, capital concentrado regionalmente e em poucos gestores, investimentos realizados próximo aos gestores, busca pelo setor de software e TI, qualificação dos gestores similar ao nível internacional. Principais diferenças: tendência de investimento em empresas maduras, baixo número de LBOs, baixo grau de especialização dos gestores, concentração dos gestores nos centros financeiros do país, regulamentação reconhece o baixo grau de proteção aos investidores.	65 organizações gestoras, ao final de 2004
MARIZ, Frédéric R.; SAVOIA, José R. F.	Private equity in Brazil: a comparative perspective	2005	Análise da indústria brasileira de PE/VC tendo o caso americano como base. Principais desafios incluem: economia volátil, falta de capital semente e falta de liquidez do mercado de capitais. No entanto, a redução na taxa de juros e mudanças recentes na regulação colaboraram para o crescimento do setor.	Dados de Carvalho, A.G.; Ribeiro L. L.; Furtado, C.V. (2006)
RIBEIRO, Leonardo de L.; ALMEIDA, Martinho I. R	Estratégia de Saída em Capital de Risco	2005	Análise a saída de investimentos de venture capital no Brasil. Resultados apontam que a venda para um investidor estratégico como alternativa ideal de saída, pois permite obtenção de prêmio por estratégia e sinergia, tem execução mais rápida, é mais apropriada para o estágio de investimento realizado pelos fundos, tem menores custos de transação e é menos influenciado pela volatilidade dos mercados financeiros.	18 fundos de venture capital
Offa, L.F.W.	Contratos financeiros entre empreendedores e gestores de fundos de PE/VC: Teoria e realidade no caso brasileiro	2005	A Lei das Sociedades Anônimas desempenha um papel primordial no processo contratual de investimento entre os fundos gestores e as empresas investidas. Os principais direitos assegurados pelos Acordos de Acionistas analisados são: Direito de Voto, Direito de Nomeação de Membros do Conselho; Direito de Veto, bem como os direitos sobre fluxos de caixa no que diz respeito à Liquidação e Recebimento de Dividendos. Nos casos analisados o <b>Acordo de Acionistas funciona como mecanismo de proteção ao acionista minoritário</b> . Em dois dos três casos analisados, a participação do fundo gestor no capital da empresa investida é minoritária. Diante desse cenário, o Acordo de Acionistas estabelece direitos políticos para proteção ao fundo gestor. No Brasil, <b>não foi encontrado instrumento financeiro similar à Ação Preferencial Conversível que possibilita a liquidação forçada do investimento e reduz o conflito de interesses</b> . No entanto, exceto por esta possibilidade de liquidação, praticamente todos os direitos previstos nos contratos com Ações Preferenciais Conversíveis no podem ser assegurados, via Acordos de Acionistas. As principais cláusulas observadas dizem respeito às prioridades nos aumentos de capital e também estabelecem prioridade na compra das ações. Além disso, em ambos os casos em que o fundo possuía participação minoritária no capital, verificamos a presença de cláusulas de saída do investimento, principalmente as cláusulas de Direito de Adesão ("Tag Along") e Direito de Arraste ("Drag Along").	3 empresas de capital aberto na Bovespa que realizaram IPO em 2004
Carvalho, A.G.; Ribeiro L. L.; Furtado, C.V.	A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro	2006	Primeiro censo brasileiro da indústria de private equity e venture capital. Panorama completo da indústria, cobrindo o origem e configuração das organizações gestoras, veículos de investimento, perfil dos investidores, os ciclos de captação, origem, seleção o e estruturação dos investimentos, monitoramento e saída. Cobre ainda os aspectos de governança entre gestores e investidores e apresenta as perspectivas para a indústria.	65 organizações gestoras, ao final de 2004
LOPES, Alessandro B.; FURTADO, Cláudio V.	Private equity na carteira de investimentos das entidades de previdência privada	2006	Análise os fundos de private equity a partir da ótica dos fundos de pensão, que representa a principal categoria de investidores brasileiros para este tipo de fundo. Destaca a importância do PE/VC como excelentes oportunidades de diversificação e consequente melhora no perfil risco/retorno dessas instituições. Ressalta a necessidade de implementar boas práticas de governança e gestão, pois a quebra de assimetria informacional nos investimentos privados e o potencial de mitigar conflitos de agência são diferenciais importantes com relação aos investimentos tradicionais. As entrevistas com os gestores das EFPCs, apontaram os principais obstáculos à maior participação dos ativos de PE/VC nas Carteiras de Investimento das EFPCs: (a) do alto custo de monitoramento percebido; (b) falta de padronização dos contratos; (c) taxas de administração pretendidas e (d) indefinição sobre o modelo de governança do fundo de PE/VC no que tange à relação e as responsabilidades da EFPC na determinação da política de investimento do Fundo. Os fund-of-funds foram apontados como alternativa interessante, de modo a reduzir os custos de monitoramento. Não há uma política homogênea no que se refere aos montantes e percentuais da Carteira que devem ser investidos em PE/VC.	Entrevista com gestores de fundos de pensão, número não divulgado

Autores	Ano	Objetivos / Conclusões	Amostra
Ribeiro, C.D.B.	2006	Financial contracting choices in Brazil: Does the Brazilian legal environment allow PE groups to enter into complex contractual arrangements with Brazilian companies?	<p>Analisa se os grupos de PE/VC realizam acordos negociais complexos com empresas brasileiras. Identifica as estruturas financeiras contratuais utilizadas nos países desenvolvidos e em desenvolvimento e revisa a legislação brasileira que trata de títulos e controle societário, fluxo de caixa e direitos de controle utilizado em PE/VC em acordos de investimentos e acordos de acionistas em empresas brasileiras.</p> <p>Entrevistas com PE/VCs que operam no Brasil revelam que alguns dos principais direitos encontrados nos acordos norte-americanos estão presentes também nos contratos financeiros do Brasil. Aponta que a estabilidade econômica e o crescimento sustentado nos últimos quatro anos, adicionados ao desenvolvimento do mercado de capitais, a maior experiência dos fundos de PE/VC no país, a institucionalização de arbitragem, bem como outras melhorias do quadro legal podem ter promovido a utilização de estruturas contratuais complexas no Brasil. Por outro lado, as deficiências no sistema judicial no Brasil permanecem como um grave obstáculo. Alguns PE/VCs ainda exigem o controle total das companhias e investem somente através de ações ordinárias, características típicas de países onde os contratos não são plenamente executáveis.</p> <p>Investigar os fatores que influenciam a remuneração dos fundos PE/VC no Brasil. Os resultados indicam que organizações gestoras mais antigas recebem remuneração fixa maior, fundos especializados em empresas de alta tecnologia e em estágios iniciais de desenvolvimento também recebem uma compensação fixa maior. Não foram encontrados resultados significativos que expliquem os fatores que influenciam a sensibilidade da compensação dos gestores ao desempenho dos fundos sob sua administração. A falta de constatação empírica de algumas das hipóteses testadas pode ser um indicativo de que as organizações gestoras de PE/VC ainda estão em processo de formação de sua reputação no mercado brasileiro.</p> <p>Explora a presença de restrições às atividades dos gestores PE/VC, e mostra que há uma forte correlação entre a quantidade de restrições e a intensidade dos problemas de agência, mas que as evidências quanto à relação entre as restrições e as condições de demanda não são conclusivas.</p>
Siqueira, E.M.R.; Gioielli S.P.O.	2007	Remuneração dos fundos de PE/VC: um estudo empírico no Brasil	55 fundos de PE/VC, dados do -Primeiro Censo Brasileiro de PE/VC-
COELHO, Gabriel Ramirez.	2007	Estudos sobre contratos entre investidores e gestores de venture capital no Brasil	70 gestores de fundos de PE/VC, dados do -Primeiro Censo Brasileiro de PE/VC-
RIBEIRO, Leonardo de L.; TIRONI, Luís F.	2007	Ativos intangíveis: avaliação e mensuração no contexto de private equity e venture capital	13 gestores de PE/VC
Gioielli, S. P. O.	2007	Os Gestores de Private Equity e Venture Capital Influenciam a Governança Corporativa das Investidas? Evidências das empresas estreantes na Bovespa	69 empresas que efetuaram IPO na Bovespa, entre janeiro de 2004 a julho de 2007

Autores	Título	Ano	Objetivos / Conclusões	Amostra
Siqueira, E. M. R.; Carvalho, A.G.	Determinantes do Desempenho dos Veículos de Investimento em Private Equity e Venture Capital: Evidências do Caso Brasileiro	2008	Os fatores que influenciam significativamente o desempenho dos vetulos de investimento são: volume de capital comprometido, número de investimentos já realizados, nível de controle dos gestores das investidas, existência de co-investimentos, presença de investidores nos comitês de investimento, origem estrangeira da organização gestora, foco em empresas de private equity, percentual de seleção de investimentos, intensidade de contato entre gestores e empresas do portfólio e experiência da equipe gestora na indústria de PE/VC.	63 veículos de investimento, no período de 1999 ao 1º semestre de 2007.
Sonoda, F.	Análise da influência do PE e VC no underpricing dos IPOs das empresas brasileiras no período de 2004 a 2007	2008	Não há evidências estatisticamente significantes de que a presença de PE/VC contribui para reduzir o underpricing das ações durante a oferta pública inicial (IPO). Adicionalmente, há evidências de correlação positiva entre as variáveis independentes, "volume capturado na oferta" e "idade da empresa emissora", e a variável de interesse, "underpricing".	98 ofertas públicas iniciais de empresas brasileiras realizadas entre 2004 e 2007
Santos, L.A.	Análise de contratos de PE/VC: o alinhamento dos interesses entre fundos investidores de PE/VC e empresários nas empresas investidas no contexto institucional brasileiro	2008	Na maioria das vezes em que não há como prosseguir com os planos de investimento, isto não acontece por questões relativas à baixa coercitividade dos contratos no Brasil ou à dificuldade na negociação contratual, mas porque a empresa (potencial investida) não está preparada para ter um sócio profissional. Informalidade contábil e fiscal, visão empresarial limitada e baixo profissionalismo por parte do empreendedor ganham mais destaque na visão dos gestores como fatores limitantes para consecução dos investimentos de fundos de PE/VC do que fatores de natureza jurídico-institucional ou econômica.	12 organizações gestoras com dados de 24 empresas investidas
Giotelli, S. P. O.; Carvalho, A.G.	The dynamics of earnings management in IPOs and the role of venture capital: evidence from Brazil	2008	As organizações de PE/VC influenciam de forma positiva as práticas de governança corporativa das empresas por elas financiadas. O nível de gerenciamento de resultados contábeis (earnings management) das companhias investidas de PE/VC é inferior ao das empresas que não receberam este tipo de aporte de capital. Tal influência é mais importante exatamente no momento intervalo imediatamente ao redor da data do IPO. As investidas por PE/VC possuem conselhos de administração mais independentes da gestão, em comparação às demais empresas.	69 empresas que efetuaram IPO na Bovespa, entre janeiro de 2004 a julho de 2007
Tavares, Pedro C. A.	Análise dos Retornos de Longo Prazo dos IPOs no Mercado Brasileiro. Evidências sobre Empresas com Participação de Fundos de Private Equity	2008	Os IPOs de empresas investidas de PE apresentam retornos superiores comparados com as demais empresas. O retorno de 53 empresas, de janeiro de 2004 a ano após o IPO, é de 17,6%, enquanto a das demais empresas é de -7,6%, fevereiro de 2007	53 empresas, de janeiro de 2004 a ano após o IPO
GVcepe	Panorama da indústria brasileira de private equity e venture capital	2008	Levantamento geral da indústria brasileira de PE/VC abordando: captação de recursos, internacionalização da indústria, presença geográfica, capital humano, estrutura legal, investidores, teses de investimento, empresas nos portfólios, investimentos e desinvestimentos, políticas públicas, e perspectivas para a indústria.	121 organizações gestoras de PE/VC, em junho de 2008
Luz, Daniel	Opções reais e compras alavancadas (leveraged buy-outs)? Um estudo de caso aplicado à Magnesita	2009	Proposta de modelo de estruturação e avaliação de opções reais em um contexto de compra alavancada (LBO). Modelagem das principais opções encontradas em um projeto de private equity, como opção de investimentos estagiados, desinvestimento e abandono, além das restrições impostas pelos fluxos de pagamentos do endividamento remanescente. As opções que aumentam o fluxo de caixa no curto prazo (opções de contração) tendem a ter seu valor relativo ampliado neste contexto, em detrimento às opções de expansão, que tem seu valor relativo reduzido. Algumas linhas de financiamento podem ser bloqueadas enquanto a empresa não chegar a uma relação debt / equity adequada, tornando inacessíveis opções que necessitem de novos investimentos até que a empresa possa tomar dívida novamente no mercado.	Magnesita
Santos, R. L.; Silveira, A.D.M., Barros, Lucas.	Underwriters fuelling going public companies? Evidence of Conflict of interest in the Brazilian 2004-07 IPO Wave	2009	Empresas investidas de PE/VC apresentam maior underpricing e maior price to book value um ano após o IPO. Empresas que escolhem ir a mercado tendo tomado uma dívida dos bancos coordenadores da oferta enfrentam um retorno negativo de 42% um ano após o IPO.	106 empresas, de 2004 a 2007
Tavares, P.C.A.; Minardi, A.M.A.F.	Does Private Equity Investment Work as a Quality Certification for IPOs in Brazil?	2009	Os IPOs de empresas investidas de PE apresentam retornos superiores comparados com as demais empresas. O retorno de 53 empresas, de janeiro de 2004 a ano após o IPO, é de 17,6%, enquanto a das demais empresas é de -7,6%, fevereiro de 2007	53 empresas, de janeiro de 2004 a ano após o IPO

## Capítulo 3

### O Modelo Americano e o Modelo dos FIPs

Este capítulo será iniciado com um resumo das características do modelo americano de investimento em *private equity* através das *limited partnerships*, dado que este é o mais conhecido mundialmente e constitui a base da maior parte dos estudos existentes. Em seguida, elenca-se as particularidades do modelo brasileiro e de investimento através de FIPs.

#### 3.1 O Modelo Americano

Aqui vale a ressalva de que o modelo denominado americano é o modelo predominante globalmente, portanto decidiu-se adotar este nome dada a sua origem.

Segundo Sahlman (1990) e Fenn, Liang e Prowse (1997) os investimentos de *private equity* apresentam um certo padrão comum de estrutura organizacional. Normalmente, os gestores captam recursos no momento em que constituem um fundo e, ao se depararem efetivamente com as oportunidades de investimentos, levantam capital adicional para concretizá-los. Esse capital adicional geralmente assume a forma de dívida quando os ativos podem ser dados em garantia, como no caso de aquisições (*buyouts*), ou na forma de ações no caso de co-investidores que ingressam numa companhia em fase inicial (*startup*). Os fundos são geralmente organizados como uma *limited partnership* (se literalmente traduzida, uma sociedade de responsabilidade limitada), forma não prevista na legislação brasileira. A principal vantagem das *limited partnerships* é que funcionam como um veículo intermediário de repasse, tendo os ganhos tributados no nível do principal, permitindo que cada investidor conserve as características do regime de tributação ao qual estariam sujeitos se realizassem os investimentos de forma direta. Segundo Carvalho et al (2006) nestas sociedades, os investidores ingressam através da figura de sócios com responsabilidade limitada ao montante de capital investido (*limited partners*, ou LPs), sendo responsável pela maior parte do capital. Já o gestor (*general partner*, ou GP) ingressa como sócio que aporta uma pequena parte do capital (geralmente 1% do total de capital comprometido no fundo) assume todas as obrigações legais advindas da gestão do fundo, ficando responsável, de forma isolada, pela tomada de decisões de investimento e recebendo por isso uma parte substancial dos lucros.

A remuneração dos gestores é composta da seguinte forma: (i) taxa de administração (*management fee*), que corresponde a uma remuneração fixa determinada como um percentual sobre o total de compromissos de investimento do fundo durante o período de investimento, e este mesmo percentual é aplicado sobre o patrimônio líquido do fundo durante o período de desinvestimento (tipicamente esta taxa é de 2% a.a., segundo Birdthistle e Henderson, 2008); e (ii) taxa de performance (*carried interests*), que corresponde a parcela variável de remuneração que exceder a taxa de referência (*benchmark*) do fundo, geralmente fixada em 20%. Idealmente, a taxa de administração deve ser suficiente apenas para pagar as despesas fixas do gestor, enquanto a taxa de performance deve corresponder a parcela na qual o gestor realmente realize ganhos expressivos. Vale detalhar que, durante a fase de desinvestimento, as distribuições dos retornos ocorre da seguinte forma: inicialmente 100% dos recursos são distribuídos para os investidores, até que estes obtenham o retorno do principal investido, acrescido da taxa de referência. Após este ponto, tipicamente existe o período de catch-up, onde 100% dos recursos passam a ser distribuídos ao gestor, de forma que ele alcance a remuneração que os investidores obtiveram. Depois deste período, os retornos excedentes são distribuídos na proporção de 80% para os investidores e 20% para os gestores.

### **3.1.1 Potenciais vantagens e desvantagens do modelo americano**

Como foi visto anteriormente, os fundos de *private equity* dependem da habilidade de seus gestores para realizar investimentos que gerem valor, implicando na necessidade de liberdade para que o gestor negocie e decida sobre os investimentos quando encontrá-los. Isto, por sua vez, cria um problema essencial de governança no nível do fundo. Os investidores comprometem capital para um fundo no qual não detem direito de vender sua posição, a não ser que autorizados pelo gestor. Além disso, não têm o poder de destituir o gestor isoladamente, dado que é necessário que o gestor tenha violado algum dos termos de constituição da sociedade, e tal destituição tipicamente requer aprovação dos sócios representantes de ao menos 80% do total do capital comprometido ao fundo.

O uso da alavancagem nas aquisições, por sua vez, traz o benefício de gerar um potencial de ganho maior vis-à-vis os investimentos que não são adquiridos com o financiamento de terceiros, e em contra-partida tem o efeito indesejável de aumentar o custo de stress financeiro (*financial distress*). Adicionalmente, se analisado do ponto de vista macroeconômico, a

utilização de alavancagem nas aquisições faz com que a indústria de *private equity* tenha característica multiplicadora da ciclicidade da economia.

O potencial de ganho maior decorre do fato do gestor poder adquirir uma companhia desembolsando um montante menor de recursos próprios do fundo. Tipicamente, cria-se uma holding cujas ações são detidas pelo fundo e que conta com alavancagem de terceiros. Em seguida, esta holding adquire as ações da companhia alvo, utilizando como fonte o capital investido pelo fundo e a dívida adicionalmente captada. Então, o gestor incorpora a holding na companhia adquirida, e este novo veículo resultante passa a ser o devedor tanto da dívida previamente existente como da dívida herdada da holding. Finalmente, a dívida é repaga através da venda de ativos que não fazem parte dos negócios chave da companhia, bem como através do incremento do fluxo de caixa em decorrência da reestruturação da companhia, incluindo mudança de estratégia e redução de custos. Desta forma, o fundo consegue adquirir o controle da companhia desembolsando um montante relativamente baixo, e uma vez paga a dívida contraída, o fluxo de caixa residual que representa o potencial de ganho fica com os investidores.

No entanto, este potencial de ganho aumenta significativamente o risco de inadimplência por parte da companhia adquirida. Segundo Blaydon (2003), a estrutura típica de uma transação de LBO tem apenas entre 20% a 30% de seu montante composto por ações, sendo o resto dividido entre dívida sênior e financiamento mezanino. Levando-se em conta que as companhias alvo já contavam com o seu nível de endividamento existente fica claro por que o risco de default aumenta. Prova disso é que, de acordo com a Standard & Poors, em março de 2007 cerca de 90 firmas nos Estados Unidos estavam à beira da falência, e mais da metade delas estavam envolvidas com transações de LBOs. Em um estudo mais recente contemplando dados da Europa Ocidental, a S&P auferiu que 83% dos defaults ocorridos em 2008 foram de empresas que haviam sido alvo de LBOs previamente. Mason, Song e Cao (2009) e Acharya, Franks e Servaes (2007) analisam tal relação entre ondas de LBOs e empresas em recuperação judicial.

Adicionalmente, levanta-se o problema do alto nível de alavancagem transformar os investimentos de *private equity* em multiplicadores de ciclicidade da economia (Gompers e Lerner, 1999). Como as dívidas contraídas para os LBOs são tipicamente de alto risco e júniores às dívidas existentes, a sua disponibilidade depende do humor do mercado. Quando o



mercado de crédito está em baixa, não há disponibilidade deste tipo de dívida, impedindo que as aquisições alavancadas aconteçam, e assim não colaborando para o reaquecimento do mercado. Por outro lado, quando o mercado de crédito está aberto, a oferta de dívida para estas aquisições permite que os investimentos ocorram e, mais que isso, gera uma competição entre os potenciais compradores. Isto leva a um aumento no preço dos ativos, pois os compradores desejam aproveitar esta janela de oportunidade e fazem ofertas cada vez mais altas, potencializando o ciclo de alta da economia e favorecendo a criação, ou o aumento de bolhas.

### 3.2 O Modelo de investimento através dos FIPs

Aqui vale a observação de que cerca de 34% do capital comprometido alocado ao Brasil é investido através de *limited partnerships* (GVcepe, 2008) que detalhamos no item 3.1 acima. No entanto, o foco da análise para os investimentos realizados no Brasil é o Modelo FIP, ou Modelo de investimento através de FIPs, conforme detalhado a seguir.

Adotou-se os FIPs como a base do estudo pela incontestável importância que eles têm ganhado desde a sua criação através da CVM 391 em 2003. A sua importância relativa foi evidenciada por GVcepe (2008). Em 2004 os fundos regidos pela CVM representavam 23% dos compromissos de investimento, passando a representar 39% em junho de 2008. Levando-se em conta apenas os FIPs, a sua participação saiu de 11% para 20% dos compromissos de investimento. Em contraste, no mesmo período as *limited partnerships* (um veículo de investimento não regido pela CVM, e que é o meio mais usado para investir em *private equity* nos E.U.A.) que compreendiam 62% dos compromissos de investimento passaram a representar apenas 34%. Como os fundos de pensão, que representam 49% dos investidores de veículos CVM, têm uma diretriz para investir em *private equity* através dos FIPs, a tendência é que este tipo de veículo ganhe cada vez mais representatividade.

Isto posto, o Modelo FIP conta com as seguintes características: (i) Os recursos são captados através de fundos, antes que o gestor observe as oportunidades (ii) A decisão de investimento é feita através de comitê de investimentos que são controlados pelos investidores, o que confere maior governança no nível do fundo (iii) Raramente as aquisições são feitas de forma alavancada, o que dá um caráter anti-cíclico para a indústria de *private equity* no Brasil (iv) A remuneração dos gestores tipicamente não conta com a cláusula de *catch-up* (v) Conta com

uma concentração de investidores institucionais que muda o balanço do poder entre gestores e investidores.

Similar ao caso americano, tipicamente os investimentos são feitos na forma de um portfólio, o que contribui para o alinhamento de interesses entre o gestor e o investidor (ASW, 2008), apesar de haver exceções como no caso do fundo BRZ ALL – FIP, fundo levantado com o objetivo de investir em uma única companhia..

### **3.2.1 Maior governança**

Os regulamentos de FIPs prevêem o estabelecimento de um comitê de investimentos que é composto por representantes dos cotistas, do gestor e, em alguns casos, do administrador e membros independentes.

Trata-se de um grande diferencial com relação ao modo como os investimentos são conduzidos no modelo americano, uma vez que os investidores tem voz direta na aprovação nas oportunidades de investimento apresentadas. Segundo Gvcepe (2008), entre os fundos que contam com comitês de investimento, 43% requerem a aprovação de maioria simples, 32% requerem aprovação de maioria qualificada e 25% requerem aprovação por unanimidade. Esta característica é particularmente importante dado que o Gestor em geral tem apenas 1 ou 2 assentos em um comitê geralmente formado por 4 a 8 cadeiras<sup>4</sup>. Desta forma, o modelo FIP apresenta uma transparência muito maior, reduzindo a assimetria de informações entre principal (investidor) e agente (gestor) e os custos de agente.

Entre os benefícios que este mecanismo deve proporcionar, pelo menos em teoria, temos a elevação da qualidade dos investimentos, dado que há um screening mais rígido e um monitoramento adicional por parte dos investidores. Isto, por sua vez, reduz as chances do gestor pagar um preço demasiadamente alto por um ativo ou faça um investimento de baixa qualidade, mesmo quando tiver incentivo para isto, conforme detalharemos no capítulo seguinte no modelo ASW.

---

<sup>4</sup> <http://www.cvm.gov.br> seção de Fundos de Investimento/FIPs/Regulamentos

Este ponto, por outro lado, tem dificultado a convivência entre investidores locais e estrangeiros. Acredita-se que esta falta de convivência conjunta resulte exatamente do choque de culturas de investimento. Enquanto o investidor estrangeiro está acostumado a escolher um gestor e confiar as suas decisões de investimentos a ele (assim como é feito em fundos de hedge e fundos de ações líquidas), o investidor brasileiro prefere participar nas decisões de investimentos e ter a possibilidade de negar, ainda que em conjunto, investimentos que julguem inadequado.

Assim, um investidor estrangeiro que deseja investir no Brasil, se depara com o fato de que a decisão de investimento do fundo não depende somente da opinião do gestor no qual ele confia, mas também da opinião de outros investidores brasileiros que participam do comitê de investimentos. Desta forma, mesmo que ele não faça questão de ter um assento nesse comitê, a escolha de investir no fundo passará não só por uma análise da qualidade do gestor, mas também pela análise da qualidade do comitê de investimento que se formará.

### 3.2.2. Menor alavancagem

O modelo FIP de *private equity* raramente utiliza alavancagem, diferenciando-se assim do modelo americano. De fato é pouco noticiado a ocorrência de aquisições alavancadas (compras alavancadas, ou *leveraged buy-outs*) no Brasil. Casos como a Magnesita<sup>5</sup> (2007) e Pride<sup>6</sup> (2007), adquiridas pela GP Investments, e Brasif<sup>7</sup> (2006), adquirida pela Advent International, são tidos como os raros exemplos de utilização de alavancagem de terceiros para realizar aquisições.

Entre as possíveis causas da baixa utilização de alavancagem estão:

- Tese de investimento que exige capitalização das companhias (aumento de capital) e baixa disponibilidade de empresas com as características ideais para um *LBO*;

---

<sup>5</sup> Fonte: Portal Exame – URL:

[http://portalexame.abril.com.br/degustacao/secure/degustacao.do?COD\\_SITE=35&COD\\_RECURSO=211&URL\\_RETORNO=http://portalexame.abril.com.br/financas/m0135898.html](http://portalexame.abril.com.br/degustacao/secure/degustacao.do?COD_SITE=35&COD_RECURSO=211&URL_RETORNO=http://portalexame.abril.com.br/financas/m0135898.html)

<sup>6</sup> Fonte: Estadão online – URL: <http://www.estadao.com.br/noticias/economia,gp-compra-operacoes-da-pride-na-america-latina-por-us1bi,32638,0.htm>

<sup>7</sup> Fonte: website da Advent International – URL:

[http://www.adventinternational.com/news/pressreleases/Pages/pressRelease\\_20071025.aspx](http://www.adventinternational.com/news/pressreleases/Pages/pressRelease_20071025.aspx)

- Necessidade de anuência dos credores existentes para movimentações societárias e emissão de novas dívidas. Os credores existentes geralmente contam com cláusulas de aceleração do repagamento e/ou vencimento antecipado que inibem tais ações sem anuência prévia.
- Alto custo da dívida, principalmente se comparado com os EUA
- Falta de disponibilidade de crédito, dado que o mercado brasileiro de dívida é bem menos desenvolvido com relação ao mercado de ações, e menos ainda com relação aos mercados de dívida internacionais.

### 3.2.2.1. Tese de investimento

O Brasil é um expoente do modelo de mercado em desenvolvimento e conta com empresas em pleno crescimento, o que implica na necessidade de capital adicional para apoiar este momento.

Segundo Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006), a Criação e/ou desenvolvimento de um negócio e consolidação industrial representam 74,8% das teses de investimento do mercado de *private equity* no Brasil. Esses são investimentos que tipicamente requerem capitalização da companhia (transações primárias) para que a tese seja executada. Caso o investimento nestas empresas ocorram através de LBOs, as companhias passariam a contar com uma proporção significativamente maior de dívida com relação ao capital. Isto, por sua vez, dificultaria a captação de novas dívidas junto aos bancos, o que acabaria limitando a possibilidade de crescimento da empresa. Em outras palavras, em um investimento típico o fundo de *private equity* aporta capital novo na companhia na forma de ações, o que melhora a estrutura de capital e abre espaço para a companhia captar novas dívidas no mercado, possibilitando o seu crescimento. No caso do LBO, a transação tem caráter secundário, com uma piora significativa da estrutura de capital, o que engessaria a possibilidade de crescimento da companhia.

Em linha com esta lógica, temos que segundo Blaydon (2003), as companhias alvo para um bom LBO, apresentam as seguintes características:

- Fluxo de caixa estável e previsível;
- Baixo endividamento da empresa alvo;
- Posição forte no mercado;

- Baixa necessidade adicional de capital de giro;
- Baixa necessidade futura de investimentos;
- Grande base de ativos para utilização como garantia da dívida;
- Ativos de fácil liquidação;
- Gestores altamente capacitados;
- Estratégia de saída viável;
- Alto potencial para redução de custos.

Como se pode ver, as características de uma companhia alvo para um bom LBO não estão alinhadas com as teses de investimento predominante no mercado brasileiro de *private equity*.

No entanto, vale a ressalva que no futuro, com a maturação das companhias brasileiras e o desenvolvimento do mercado de crédito, pode-se esperar um aumento significativo da ocorrência de LBOs no país. Dado que o mercado de capitais pode evoluir rapidamente, ~e possível que a forma de investir em *private equity* que prevalece hoje no Brasil, de adquirir empresas utilizando exclusivamente capital próprio, pode evoluir rapidamente para um desenho mais parecido com o americano.

### **3.2.3 Menor efeito multiplicador da ciclicidade da economia**

Conforme relatado anteriormente, no caso americano os investimentos dependem da disponibilidade de crédito, atribuindo ao *private equity* um efeito multiplicador da ciclicidade, na medida em que, em tempos ruins, haverá sub-investimento (bons investimentos deixarão de ser feitos) e em tempos bons haverá sobre-investimento (investimentos ruins acabarão sendo feitos), por ampla disponibilidade de crédito.

No caso brasileiro, tal efeito pró-cíclico é no mínimo menor. De fato, é possível que a indústria de *private equity* tenha uma característica anti-cíclica para a economia. Isto acontece porque ao não depender da disponibilidade e contração de dívida, os gestores têm mais incentivo para realizar os investimentos quando o mercado estiver em baixa e evitar realizar aquisições enquanto o mercado estiver demasiadamente aquecido. Desta forma poderá pagar um preço menor pelas companhias adquiridas (evita-se investimento na época de euforia do mercado para não pagar múltiplos altos, e busca-se investir durante os períodos de recessão para pagar múltiplos mais baixos).

Há trabalhos empíricos que comprovam que investimentos realizados durante tempos difíceis resultam em retornos melhores que aqueles realizados durante os ciclos de alta, tanto para buyouts (Kaplan e Stein, 1993) como para investimentos em venture capital (Gompers e Lerner, 2000).

### **3.2.4 Oligopólio de investidores**

O Brasil possui um mercado bastante concentrado em termos de investidores institucionais. Segundo o relatório de pesquisa do Panorama da indústria brasileira de PE/VC (Gvcepe, 2008), cerca de 49% dos investidores de veículos regulados pela CVM são fundos de pensão, sendo que entre eles Funcef, Petros, Previ e Valia são os mais ativos.

Essa situação criou um certo oligopólio de investidores, que ganharam poder de barganha suficiente para exigir um nível mais elevado de governança nos fundos onde investem. Além do comitê de investimento, pode-se destacar também o alto percentual que o capital comprometido pelo gestor representa do capital total. Segundo Ribeiro, L. (2005) “No Brasil, onde a indústria ainda é relativamente jovem e grande parte dos gestores não teve tempo suficiente para se distinguir de seus competidores, o montante investido pelos sócios-gestores chega a 5% (...). Nos 27 casos onde existem investidores externos e sócios aportando recursos simultaneamente, o montante médio comprometido pelos sócios é superior a 14,5%”.

## Capítulo 4

### Modelo Econômico

Neste capítulo serão apresentados os conceitos e premissas que ASW adotam para confeccionar o modelo que constitui a base comparativa de nossa análise. Em seguida, será analisado como as particularidades do modelo FIP, elencadas no capítulo anterior, impactam o modelo estudado. Finalmente, realizamos uma comparação entre os dois modelos com o objetivo de observar qual deles apresenta maior eficiência.

#### 4.1 O modelo americano de ASW

Os autores resumem que o modelo por eles criado é, de certa forma, uma extensão dinâmica do modelo padrão de seleção adversa de Myers e Majluf (1984) e Nachman e Noe (1994), nos quais as empresas se beneficiam da assimetria de informação para levantar capital junto a investidores, resultando em um discurso exageradamente otimista sobre a qualidade de investimentos potenciais e, por causa desse incentivo, não podem comunicar as suas informações ao mercado de forma crível. Os autores assumem que o gestor enfrenta dois momentos com oportunidades de investimento, requerendo a captação de recursos para concretizá-las. O elemento intertemporal do problema conduz a uma nova decisão de financiamento para o gestor em relação ao caso estático considerado pelo modelo padrão de seleção adversa. ASW consideram três situações, sendo elas: (i) o gestor levanta capital para oportunidades específicas de forma independente (captação ex post), (ii) levanta recursos através de um fundo com capital a ser utilizado em diversos projetos futuros (captação ex-ante), ou (iii) usa uma combinação destes dois tipos de captação.

Abaixo elencaram-se os principais componentes do modelo, sendo eles os agentes, as restrições, os estados e as formas de captação. As premissas do modelo ASW que serão alteradas na nossa versão estão sublinhadas.

##### 4.1.1 Agentes do modelo:

**Gestor:** Trata-se do gestor do fundo de *private equity* e é um agente dos investidores. É responsável por identificar as oportunidades de investimento, sendo que é o único que

consegue observar a qualidade dos investimentos. Tem total autonomia na decisão de investimento. É remunerado com uma parcela dos lucros obtidos pelos investidores.

**Investidores:** São os principais. O fundo é formado pelos recursos destes investidores, que não tem poder algum sobre a decisão de investimento.

**Operadores** (*fly-by-night operators*): São pseudo-gestores que só conseguem encontrar firmas ruins ou investir dinheiro à taxa livre de risco. Os Investidores não conseguem distinguir o Operador do Gestor sério. Na prática, para efeitos do modelo, os Operadores e suas condições aparecem para que não haja arbitragem, funcionando como condições de restrição.

Os agentes são neutros ao risco e tem acesso a investimento em títulos que rendem a taxa livre de risco, assumida como sendo de 0 (zero) %.

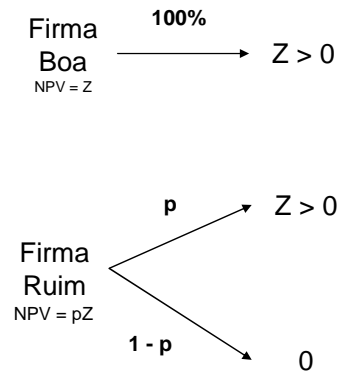
#### 4.1.2 Premissas:

**Períodos:** O modelo tem 4 períodos. No período 0 o Gestor pode escolher captar recursos ex-ante. Nos períodos 1 e 2 o Gestor pode realizar investimentos. No período 3 os investimentos são liquidados.

**Tipos de firmas** ou tipos de oportunidade de investimento: Existem dois tipos de firmas: as boas e as ruins. Conforme mencionado, a qualidade destas firmas são observadas somente pelo Gestor. O investimento em qualquer uma das firmas custa  $I$ . A firma boa tem fluxo de caixa  $Z > 0$  com 100% de probabilidade, e a firma ruim tem fluxo de caixa 0 (zero) com probabilidade  $1 - p$  e fluxo de caixa  $Z$  com probabilidade  $p$ .



**Figura 1 Pay-offs esperados para a firma boa e para a firma ruim**



Desta forma, o valor futuro dos investimentos seguirá a seguinte ordem, na qual é possível concluir que as firmas ruins tem valor presente líquido (NPV) negativo e as firmas boas tem valor presente líquido positivo:

$$pZ < I < Z$$

### **Percepção do estado da economia / humor de mercado**

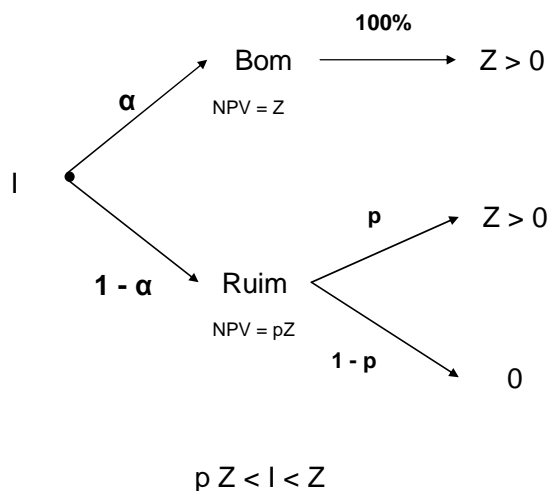
Adicionalmente, ASW incorpora o conceito do  $\alpha$ , que representa simultaneamente (i) a probabilidade (percebida) de firmas boas surgirem e (ii) o conceito de percepção do estado da economia ou o humor de mercado.

A cada período, temos firmas boas e firmas ruins. A probabilidade de uma firma boa surgir é dada por  $\alpha$ , e a probabilidade de uma firma ruim surgir é dada por  $1 - \alpha$ . Vale ressaltar que não se trata da probabilidade real das firmas serem de um tipo ou de outro, mas sim de uma percepção dessa probabilidade.

Como percepção do estado da economia,  $\alpha$  representa a opinião comum sobre a qualidade dos investimentos disponíveis para o gestor num dado momento. Desta forma, quanto maior for o  $\alpha$ , mais otimistas os agentes estão com relação a qualidade das oportunidades de investimento, ou seja, acreditam que a probabilidade de uma firma apresentada ser boa é maior.

Assim sendo,  $\alpha$  compreende o conjunto de percepções não-mensuráveis do mercado, que é assumida ser observável mas não verificável. Incorporando este conceito ao diagrama anterior temos a nova representação que segue:

**Figura 2** Árvore binomial com possíveis estados da economia e pay-off esperado das companhias



Em termos de modelagem, há dois estados da economia, o estado de alta e o estado de baixa, que aparece no modelo influenciando a decisão de investimento do gestor. No estado de alta, é possível captar dívida de alto risco para realizar um LBO, no estado de baixa tal captação não é possível.

### Títulos:

É assumido que o Gestor não tem recursos próprios e se financia através de um título  $w_I(x)$ , que seria o equivalente as cotas de um fundo, com lastro no fluxo de caixa  $x$  oriundos dos investimentos. O ganho do gestor é dado pelo título residual dado por  $w_{GP}(x) = x - w_I(x)$ .

Os títulos seguem as seguintes condições:

**Monotonicidade:**  $w_I(x)$ ,  $w_{GP}(x)$  são não decrescentes, ou seja,

$$x - x' \geq w_{GP}(x) - w_{GP}(x') \geq 0 \quad \forall x, x' \text{ s.t. } x \succ x'$$

**Capital investido:** Anteriormente, indicamos que cada investimento custa  $I$ . Introdz-se aqui o conceito de capital investido  $K$ , sendo que  $K \geq I$  para os casos de captação ex ante pura, ou

ex post pura, e  $K < I$  para o caso de captação mista. Essa distinção é importante, pois no caso de captação mista, necessariamente o gestor deve utilizar alavancagem adicional para realizar os investimentos, ou seja,  $K$  não pode ser suficiente para realizar isoladamente o investimento  $I$ .

Adicionalmente,  $K$  incorpora o conceito observado na prática de limite de concentração do fundo. Tipicamente, cada fundo tem um limite de concentração por transação que não deve ser ultrapassado.

**Condição do Operador:** para que se atinja um equilíbrio, o operador não pode investir os recursos a taxa livre de risco e ainda obter remuneração positiva. Desta forma, para o capital investido  $K$ ,  $w_{GP}(x) = 0$  sempre que  $x \leq K$ .

#### 4.1.3 Formas de captação:

##### O mundo ideal

No mundo ideal, teríamos uma situação onde somente investimentos em firmas boas são realizados, e estes ocorrem tanto no estado de alta como no estado de baixa do mercado.

Segue abaixo uma representação gráfica da situação ideal.

**Figura 3 – Matriz que denota a situação ideal, onde só se investe em firmas boas, independente do estado da economia**

	Estado de Alta	Estado de Baixa
Firma Boa	X	X
Firma Ruim	O	O

#### 4.1.1. Formas de captação

X denota que o investimento ocorre, O denota que o investimento não ocorre.

Tendo em mente o mundo ideal, ASW analisa as três maneiras possíveis de se captar recursos para investir: Captação ex-post pura, captação ex-ante pura e estratégia mista.

### **Captação ex-post pura**

A captação ex-post compreende a busca de recursos a investidores sempre que surge uma oportunidade.

Nessa situação, o Gestor busca o investimento, observa a sua qualidade e decide se irá levantar capital ou não. Após levantar o capital, o Gestor decide se irá investir na firma ou em ativos que remunerem a taxa livre de risco.

Essa situação, no entanto, dá o incentivo para que o Gestor busque levantar capital tanto para firmas boas como para firmas ruins, pois ele só terá alguma possibilidade de ganho se conseguir realizar o investimento.

No entanto, o GP só irá conseguir levantar os recursos se atingir a condição de break-even dada por:

$$(\alpha + (1 - \alpha)p)w_1(Z) \geq I$$

Desta forma, a captação ex-post pura resulta no seguinte equilíbrio, tanto no período 1 como no período 2:

**Figura 4 – Captação ex-post pura, resultados aplicáveis para os períodos 1 e 2, e sujeitos ao atingimento ou não da condição de *break-even***

		Atingindo condição de <i>break-even</i>		Não atingindo condição de <i>break-even</i>	
		Estado de Alta	Estado de Baixa	Estado de Alta	Estado de Baixa
Firma Boa		X	O	O	O
Firma Ruim		X	O	O	O

Portanto, podemos observar que, caso o investimento não atinja o *break-even*, não ocorre investimento algum. Caso o investimento atinja o *break-even*, teremos uma situação ineficiente tanto no estado de alto como no estado de baixa. No estado de baixa, há subinvestimento na medida em que não consegue se investir mesmo em firmas boas, pois a possibilidade de investimento está sujeita à condição do humor de mercado. Já no estado de alta, há sobreinvestimento, pois firmas ruins também acabarão sendo adquiridas.

Adicionalmente, como os investimentos não estão contidos em uma cesta de investimentos, o desempenho de um investimento não afeta o ganho do Gestor de outro investimento. Isso gera um incentivo perverso, pois como o Gestor não perde nada quando algum investimento vai mal, ele irá buscar realizar todos os investimentos possíveis, sendo que irá auferir ganho naqueles que forem bem e deixar o prejuízo com os investidores naqueles que forem mal.

Pode-se questionar a afirmação anterior, dado que o Gestor tem uma reputação pela qual prezar. Enquanto é verdade que os gestores sérios encaram esta situação como um período dentro de um jogo (no sentido econômico do termo) com rodadas infinitas, é possível que eventuais novos gestores “aventureiros” encareem a situação como um jogo que pode ou não ter várias rodadas. Como um investimento mal feito geralmente representa uma perda de dezenas ou centenas de milhões de reais para o quotista, é pertinente que a análise seja feita

assumindo que a reputação por si só não é um mecanismo forte o suficiente para proteger o investidor.

### Captação ex-ante pura

Esta modalidade reflete a prática de captar recursos junto a investidores e alocá-los em um fundo a partir do qual as aquisições serão feitas.

Na captação ex-ante, o retorno de cada um dos investimentos impacta a taxa de performance do fundo todo. Isso cria um incentivo interno para que o gestor evite os investimentos ruins. Neste caso, como o capital é levantado antes que o gestor saiba a qualidade da oportunidade de investimento, ele não consegue se aproveitar desta assimetria de informação para levantar dívida para empresas ruins.

Desta forma, no período 1 temos:

**Figura 5 – Captação ex-ante pura, período 1**

ASW – Ex-ante puro  
Período 1

	Estado de Alta	Estado de Baixa
Firma Boa	X	X
Firma Ruim	O	O

Como o gestor tem incentivo para buscar somente bons investimentos, caso ele encontre tais oportunidades realizará os investimentos. Caso contrário, aguardará para investir no 2º período.

Já no período 2, temos dois casos: No primeiro, o caso em que o gestor encontrou uma boa firma no período 1 e realizou o investimento, e o segundo caso, no qual o gestor só encontrou firmas ruins e portanto não realizou investimento algum no período 1.

Para o primeiro caso, temos a seguinte decisão de investimento:

**Figura 6 – Captação ex-ante pura, período 2, dado que o gestor investiu em uma boa firma no período 1**

ASW – Ex-ante puro  
Período 2

	Estado de Alta	Estado de Baixa
Firma Boa	X	X
Firma Ruim	O	O

Para não diluir o retorno do bom investimento realizado no primeiro período, o gestor mantém o incentivo de buscar somente bons ativos. Caso não os encontre, não realizará investimentos adicionais, pois isto diminuiria o valor esperado do seu ganho  $W_{GP}$ . Nesse caso, conseguimos observar o incentivo interno funcionando perfeitamente.

Já no segundo caso, no qual o gestor não encontrou bons investimentos no período 1, temos uma situação mais preocupante:

**Figura 7 - Captação ex-ante pura, período 2, dado que o gestor não encontrou firmas boas no período 1**

ASW – Ex-ante puro  
Período 2

	Estado de Alta	Estado de Baixa
Firma Boa	X	X
Firma Ruim	X	X

Nesse caso, não se pode evitar que o Gestor faça um investimento ruim no período 2, pois esta é a única chance de ganho para este agente. Ora, se ele evitou fazer um investimento ruim no primeiro período, o seu ganho esperado no início do 2º período é zero. Há então, um incentivo para que ele busque um bom investimento, mas caso não o encontre, acabará investindo em um ativo ruim para obter alguma chance, ainda que pequena, de ganho.

Adicionalmente, do ponto de vista macroeconômico, os autores pontuam que existe o risco do *overhang*, pois a ampla disponibilidade de recursos que tem que ser utilizados no período 2, acabará elevando o múltiplo das aquisições. Por outro lado, é feita a observação de que na prática os gestores iniciam a criação e captação de outros fundos antes de acabar o período de investimento do fundo existente, diminuindo o impacto do efeito levantado.

### **Críticas ao modelo de captação ex-ante pura de ASW**

O autor cita como potencial situação geradora de ineficiência o caso no qual o Gestor encontrar somente oportunidades ruins. Essa é uma limitação que o modelo apresenta, pois não reconhece que a capacidade de encontrar boas oportunidades é reflexo direto da qualidade do Gestor. Em outras palavras, se um Gestor só encontra oportunidades ruins, poderíamos acabar classificando-o como um Operador.

### **Captação mista**

Finalmente, os autores analisam o caso misto de captação ex-ante e ex-post. Nesse caso, o gestor capta ex-ante  $2K$  para investir ao longo de 2 períodos, sendo que a cada período poderá utilizar no máximo  $K$ . Desta forma, para realizar um investimento de fato, a cada período deverá captar  $I - K$  ex-post.

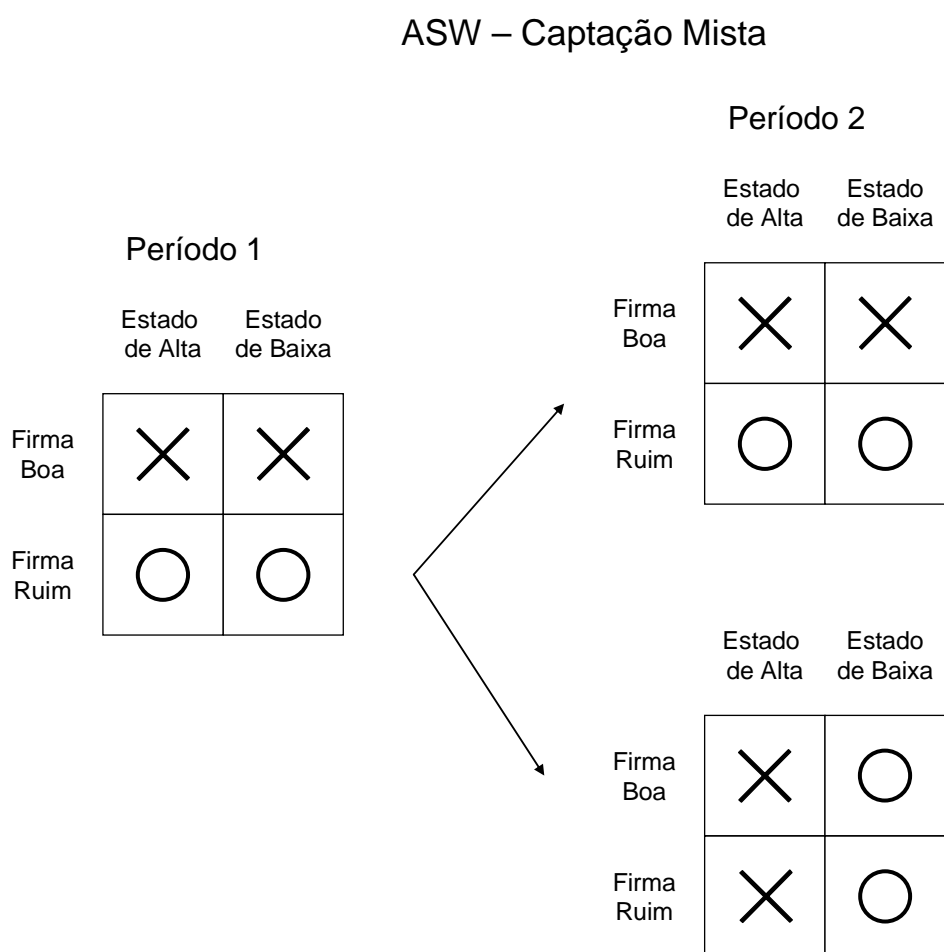
Como no caso ex-ante, no primeiro período o gestor tem incentivos para investir somente em firmas boas. Caso isto ocorra, os incentivos de continuar investindo em firmas boas permanece para o segundo período.

No entanto, caso não tenha sido feito um investimento no primeiro período, os mecanismos existentes não são suficientes para corrigir os incentivos de sobreinvestir. No entanto, resgatando da característica da captação ex-post a dependência do estado da economia para



concretizar um investimento, este incentivo conflituoso é mitigado. Assim, o autor conclui que a combinação desses dois tipos de captação evita que haja sobreinvestimento no caso ex post e sana o problema levantado na seção acima.

**Figura 8 – Captação mista: matriz para o período 1, matriz para o período 2 caso o gestor tenha feito um bom investimento no período 1 e matriz para o período 2 caso o gestor não tenha encontrado boas firmas no período 1.**



Adicionalmente, ASW defende que para a captação ex-post o título ideal é dívida de terceiros, e que é ineficiente que o investidor tenha poder de decisão de investimento no fundo. Eles expõem que, na situação em que não foi feito um investimento no período 1, o investidor antecipa a disposição do Gestor de investir tanto em projetos bons como ruins e determina que o pay-off esperado do investimento é menor que o break-even. Assim, o gestor não permitiria os investimentos.

### Críticas ao modelo misto de ASW

Outra simplificação do modelo é que este não diferencia o bom gestor do mal gestor no acompanhamento do investimento. Desta forma, o destino do investimento está dado no momento da originação, ou seja, a principal função do gestor passa a ser a de **screening** e não de melhorar a companhia investida exectuando a tese de investimento.

Além disso, no artigo se utiliza a argumentação que a alavancagem da aquisição é feita com a taxa livre de risco, o que seria uma premissa inaceitável na medida em que o elevado custo deste tipo de dívida é exatamente o determinante da sua atratividade perante os investidores.

## **4.2 O Modelo FIP**

O Modelo FIP aqui proposto é uma versão modificada do modelo de captação ex-ante puro exposto na seção anterior. Essa modalidade reflete a prática mais comum no mercado brasileiro de captação local, a de captar recursos junto a investidores e alocá-los em um fundo a partir do qual as aquisições serão feitas.

Adicionalmente, o Modelo FIP incorpora ao modelo de captação ex-ante puro duas características: o comitê de investimentos e a não utilização da dívida.

### **O comitê de investimentos e seus impactos**

No modelo FIP há uma figura adicional: o comitê de investimentos. Conforme exposto no capítulo 3, o comitê de investimentos funciona como um mecanismo de governança e condutor de informações de modo que o investidor também tenha acesso às informações sobre as oportunidades de investimentos e exerça o direito de voto para aprovar ou negar os investimentos. Isso gera a necessidade do gestor prover os investidores membros do comitê com todas as informações necessárias para que estes sintam conforto suficiente para exercerem seus votos. Desta forma, para efeitos de modelo, é razoável supor que há uma redução significativa da assimetria de informações entre gestor e investidor na hora da decisão de investimento.

Buscou-se aqui questionar diretamente sobre a afirmação de ASW de que, “...é tipicamente ineficiente dar aos investidores direito de aprovar os investimentos individualmente”

A presença do comitê de investimento traz ao modelo uma restrição adicional, que intitulou-se “restrição do comitê de investimentos”.

$$(\alpha + (1 - \alpha)p)w_I(Z) - w_{GP}(Z) - \beta \geq I$$

Esta condição pode ser entendida como uma restrição mais exigente da condição de break-even de ASW. Ela impõe uma restrição que os investimentos só serão realizados se o valor esperado de seu *pay-off*, deduzindo-se a parcela do fluxo de caixa que será alocada ao Gestor e o fator  $\beta$ , superar o investimento previsto. Sinteticamente, podemos definir  $\beta$  como uma elevação no nível de monitoramento sobre o gestor, exercido pelos investidores quando os mecanismos existentes do modelo não são adequados para alinhar os interesses do gestor e dos investidores. Assim, temos  $\beta = 0$  durante os períodos normais e  $\beta > 0$  nos períodos onde os potenciais conflitos de interesse afloram, como no caso do gestor buscar investir tanto em firmas boas como ruins no período 2 caso não tenha encontrado uma boa firma para investir no período 1, conforme é detalhado adiante.

Dado que  $p$  e  $I$  são constantes, que  $e$  e que  $w_{GP}$  é dado pela equação do título visto anteriormente, tem-se que  $\alpha$  deve ser necessariamente maior que o  $\alpha$  do modelo ASW que não conta com esta restrição. Adicionalmente, pode-se entender que esta restrição demanda uma expectativa de geração de caixa  $Z$  maior, elevando a qualidade dos investimentos.

A ineficiência do modelo ex-ante puro levantada por ASW é o sobreinvestimento que ocorrerá no período 2 caso o Gestor não consiga identificar boas oportunidades no período 1. O pressuposto dos autores é que, dado que o poder de decisão está na mão do gestor, não se pode evitar que o Gestor faça investimentos ruins no período 2 caso não tenha encontrado boas oportunidades no período 1, pois de outra forma não terá a possibilidade de ganho. Ora, no caso brasileiro, com a instalação de um comitê de investimento, o poder de decisão do investimento está com o próprio investidor. Isso significa que os investidores poderão vetar os investimentos que consideram ruins. Desta forma, podemos dizer que a potencial ineficiência está resolvida.

Quanto ao risco de overhang, no caso brasileiro o comitê de investimento também trabalha para evitar as aquisições a múltiplos mais altos, evitando aumentar a ciclicidade da economia.

### **Outras considerações sobre o comitê de investimento**

A necessidade de obter aprovação do comitê de investimentos traz ainda as seguintes vantagens: (i) força o gestor a ter uma disciplina maior, formalizando os pontos fortes e os riscos dos investimentos propostos (ii) no caso de processos não competitivos, permite que o gestor ganhe um poder de barganha maior perante os acionistas vendedores das companhias alvo, podendo justificar a necessidade de melhorar as condições da transação sob a justificativa de não ser satisfatório ao comitê de investimento e (iii) permite uma rica troca de conhecimento entre o gestor e os investidores.

No entanto, para que a análise acima exposta se verifique, o comitê de investimento deve contar com as seguintes características: (i) o comitê deve ter qualificação igual ou superior ao do gestor; (ii) o comitê deve ter disponibilidade de tempo e corpo suficientes para analisar os investimentos nas mesma profundidade que o gestor, (iii) a existência do comitê de investimento não deve acarretar numa desvantagem para o gestor em termos de agilidade de resposta nas negociações e (iv) os membros do comitês de investimento não podem votar caso apresentem conflito de interesse com relação ao investimento proposto (por exemplo, já ser acionista do investimento que está sendo realizado pelo fundo, ou ser acionista de um concorrente da empresa que está sendo analisada).

Quando as condições acima expostas não são atendidas, podem ocorrer dois tipos de erro: bons investimentos deixam de ser feitos por não serem aprovados pelo comitê, ou investimentos ruins são aprovados pelo comitê e são realizados. Na prática, configura-se que o piso da rentabilidade do fundo acaba sendo dado pelo gestor, que é o agente que pode sugerir os investimentos e o teto é dado pelo comitê de investimento, dado que este é o agente que pode negar os investimentos.

### **Sobre a não utilização de dívida e seus impactos**

A utilização de dívida no modelo de ASW funciona como um condicionante para que os investimentos ocorram somente nos estados de alta da economia.

Quanto ao modelo FIP não há uma restrição de realização do investimento dependente do estado da economia. De fato, o estado da economia tem um impacto não atrelado à disponibilidade de dívida e sim dos múltiplos do valor da aquisição, ou seja, no estado de baixa deveriam se intensificar as transações dada a possibilidade de se realizar aquisições a um múltiplo mais baixo. Em outras palavras, o modelo FIP tem um efeito anti-cíclico na medida em que pode colaborar para aquecer o mercado.

Para um detalhamento do racional e dos benefícios pode-se referir ao item 3.2.3 do capítulo anterior.

### **Fragilidades do modelo FIP**

Finalmente, pode-se elencar que entre as desvantagens do modelo FIP estão o aumento de custo de transações e perda de agilidade dos fundos vis-à-vis o modelo americano, pois o processo de aprovação junto ao comitê de investimento geralmente demora de duas semanas a um mês, segundo os regulamentos disponíveis no site da CVM. Além disso, a existência de comitês de investimentos exige uma redundância, no sentido que além de haverem os gestores dos fundos de *private equity*, os investidores necessitam ter uma equipe qualificada para analisar as propostas oferecidas pelos primeiros.

Além disso, destaca-se a menor possibilidade de ganho no investimento, ainda que equilibrado por um menor risco. No cenário em que uma aquisição alavancada é bem-sucedida, a taxa de retorno é claramente superior ao caso de uma aquisição financiada integralmente por capital.

### **4.3 Comparando os modelos**

A seguir, comparam-se o Modelo FIP e o modelo ASW de captação mista, que os autores julgam ser o mais eficiente.

#### **Período 1**

No Período 1, ASW apresenta o modelo de captação mista como tendo o seguinte comportamento de investimento:

**Figura 9 – Matriz para a captação mista, período 1**

ASW – Captação Mista  
Período 1

	Estado de Alta	Estado de Baixa
Firma Boa	X	X
Firma Ruim	O	O

Voltando às premissas adotadas, tem-se que o gestor levanta capital  $2K$  para investir em dois períodos. Como cada investimento custa  $I$  e temos que  $2K < 2I$ , a cada investimento é necessário levantar recursos adicionais ex post no montante de  $I - K$ . Essa condição é resultante do racional de limite de concentração dado pelos autores onde a cada período só se pode investir  $K$  do montante levantado ex-ante, sendo que  $K$  tem seu valor máximo dado por  $K^* = I - (\alpha L + (1 - \alpha L) p) Z$ . Adicionalmente, ASW afirma que o montante de capital a ser levantado  $I - K$  necessário para que o investimento ocorra deve ser baixo o suficiente para que o gestor consiga obtê-lo no estado de alta, e alto o suficiente para que ele não consiga obtê-lo no estado de baixa.

Assim sendo, o equilíbrio mostrado no paper original e logo acima replicado não reflete as premissas adotadas pelos autores ASW, pois no modelo de captação misto a realização de investimento deve ser dependente do estado de humor do mercado, só podendo ser realizado no estado de alta. O comportamento de investimento do gestor seguindo as premissas adotadas deveria ser o seguinte:

**Figura 10 – Matriz de captação mista, período 1 – Corrigindo pela restrição da disponibilidade de crédito para realizar a aquisição**

Modelo americano (ASW)  
 Captação Mista  
 Período 1 - Ajustado

	Estado de Alta	Estado de Baixa
Firma Boa	X	O
Firma Ruim	O	O

Esse comportamento ocorre porque no modelo misto (i) o gestor herda do modelo ex-ante puro os incentivos de somente investir em firmas boas no período 1, e (ii) só consegue realizar investimentos no estado de alta, quando há financiamento ex-post disponível.

Já o modelo FIP apresenta o seguinte comportamento:

**Figura 11 – Modelo FIP - Captação ex-ante, período 1**

Modelo Brasileiro – ex ante  
 Período 1

	Estado de Alta	Estado de Baixa
Firma Boa	X	X
Firma Ruim	O	O

O modelo FIP, por compreender uma captação ex-ante pura, mantém os incentivos de investir somente em firmas boas no período 1. Adicionalmente, como não depende de captação adicional para realizar o investimento, pode realizar o investimento tanto no estado de alta como no estado de baixa.

## **Comparação entre o modelo americano de ASW e FIP para o período 1**

Como se pode observar, o modelo FIP é mais eficiente que o modelo ASW no período 1, pois não há sub-investimento de firmas boas no estado de baixa. Essa conclusão é particularmente importante, pois como exposto anteriormente, o estado de baixa permite os investimentos que geram as maiores rentabilidades, fato já comprovado empiricamente (Kaplan e Stein, 1993 e Gompers e Lerner, 2000).

### **Período 2**

No período 2, analisamos dois casos: (i) o gestor encontrou uma firma boa no período 1 e realizou o investimento, e (ii) o gestor só encontrou firmas ruins no período 1 e não realizou nenhum investimento.

No primeiro caso, no qual o gestor realizou o investimento em uma firma boa no período 1, a decisão de investimento permanece idêntica àquela do período antecedente. Isso acontece porque a remuneração do gestor está atrelada ao desempenho do portfolio do fundo, e não com relação a cada investimento individualmente. Como nesse caso o bom investimento já realizado deverá gerar retorno para o gestor, este terá um incentivo inerente ao funcionamento do fundo para que não faça investimentos ruins, pois caso isto ocorra, o baixo (ou negativo) retorno do investimento ruim irá diluir os ganhos proporcionados pelo investimento bom realizado anteriormente.

Desta forma, quando comparamos a eficiência dos dois modelos no período 2 para o caso mencionado, chegamos à mesma conclusão exposta na seção imediatamente acima.

Já no segundo caso, a decisão de investimento se dá de forma distinta. Este é o cenário onde o gestor não encontrou firmas boas no período 1 e tem que tomar a decisão de investir ou não no período 2. No modelo, esse momento representa a última chance do gestor investir antes que o período de investimento do fundo acabe.

Como o gestor recebe remuneração zero caso não realize investimento algum no período 2, este terá o incentivo para investir em firmas boas, caso as encontre. Caso contrário, como já



foi mencionado, o gestor acabará investindo em firmas ruins, pois desta forma tem alguma chance de ganho ainda que com probabilidade baixa.

Neste cenário temos o seguinte comportamento no modelo ASW:

**Figura 12 – Modelo americano (ASW), Captação mista, período 2**

Modelo americano (ASW)  
Captação Mista

	Estado de Alta	Estado de Baixa
Firma Boa	X	O
Firma Ruim	X	O

ASW indica que para este caso, o modelo de captação mista é mais eficiente que a captação ex-ante pura pois evita que investimentos sejam feitos no estado de baixa.

Para esse caso, o modelo FIP apresenta o seguinte comportamento:

**Figura 13 - Modelo FIP - Captação ex-ante, período 2**

Modelo Brasileiro  
Captação ex-ante pura

	Estado de Alta	Estado de Baixa
Firma Boa	X	X
Firma Ruim	O	O

→ Não-dependência da dívida permite investimento no estado de baixa

⇓  
Exige  $\alpha$  ou Z maior, elevando qualidade dos investimentos

O modelo FIP de captação ex-ante compreende que o gestor poderá investir tanto no estado de alta como no estado de baixa. Isso elimina uma ineficiência, pois desta forma não há sub-investimento no estado de baixa, dado que o gestor tem à sua disposição os recursos necessários para realizar a aquisição caso encontre uma firma boa.

Por outro lado, como se trata da última oportunidade de investir, caso não encontre uma firma boa o gestor conta com o incentivo para buscar uma firma ruim. No entanto, aqui se faz um bom uso da condição do comitê de investimentos.

$$(\alpha + (1 - \alpha)p)w_I(Z) - w_{GP}(Z) - \beta \geq I$$

O comitê de investimento existe exatamente para controlar o comportamento do gestor quando os incentivos não estão alinhados. Desta forma, a equação acima funciona de forma a inibir que firmas ruins sejam adquiridas. A condição do comitê de investimento por si só já eleva a qualidade dos ativos adquiridos, uma vez que subtrai a remuneração do gestor para o atingimento da condição de break-even. Mais importante que isso, é razoável supor que se inclua um fator  $\beta$  que é acionado nos períodos mais críticos de desalinhamento de interesses entre o gestor e os investidores, como é o caso em questão. Como nesse modelo a qualidade das firmas é baseada na percepção do gestor, que por sua vez deve convencer o comitê de investimentos para que o investimento seja aprovado, é plausível o argumento que esse comitê irá vetar os investimentos ruins, tornando o modelo FIP o mais próximo possível da situação de maior eficiência (*first best*).

### **Comparação entre o modelo americano de ASW e FIP para o período 2**

Abaixo, detalhou-se a análise para cada estado. A eficiência do modelo FIP se prova melhor em 2 situações.

No estado de baixa, um bom investimento será realizado de qualquer forma, dado que a não dependência de dívida no modelo FIP reflete um modelo de captação ex-ante. E é justamente neste quadrante em que a ineficiência do modelo misto de ASW é crítica. A dependência de dívida no modelo ASW impede que o Gestor realize investimentos em boas firmas justamente

quando elas se encontram no preço mais baixo, ou seja, justamente na situação em que o potencial de retorno é o maior possível (firma boa a um preço baixo).

No estado de alta, o modelo FIP apresenta uma melhor eficiência na medida em que a condição do comitê de investimento impede que os investimentos em firmas ruins sejam feitos (apesar do gestor apresentar incentivo para tal atitude). Desta forma, evita-se o pior tipo de investimento, que seria a aquisição de uma firma ruim a preços elevados, resultantes do aquecimento do mercado. Esta colocação é coerente com o *screening* mais exigente que decorre do fato de haver um comitê de investimentos.

## Capítulo 5

### **Perspectivas: O código de regulação ABVCAP/ANBID**

Como pudemos ver as características dos FIPs, regidas pela regulamentação da CVM, buscam proteger o interesse dos investidores. A principal ferramenta utilizada para este fim é a participação de tais investidores no comitê de investimentos, podendo, em conjunto com outros investidores, vetar investimentos que julgam inadequados.

No entanto, as condições necessárias (vide página 44) para que o comitê de investimento realmente agregue maior eficiência ao modelo de investimento dos FIPs nem sempre são observadas. Assim, pode-se questionar sobre a capacidade do modelo FIP se provar robusto o suficiente na prática, de modo a convencer os investidores estrangeiros a investirem no Brasil através deste modelo e estando sujeito à existência de um comitê de investimento. Adicionalmente, há casos em que os investidores institucionais brasileiros conheçam determinado gestor suficientemente para desejar delegar a este o poder de decisão de investimento. Poderá existir um meio termo mais adequado para estes casos?

Enquanto oficialmente a resposta é não, está em audiência pública uma minuta do “Código ABVCAP/ANBID de regulação e melhores práticas para o mercado de Fundos de Investimento em Participação e Fundos de Investimento em Empresas Emergentes”<sup>8</sup>. Tal Código tem como objetivo aumentar a transparência de tais fundos, padronizar as práticas e processos e manter elevados padrões de ética, além de “viabilizar, no que couber, a compatibilização e integração gradativa do mercado brasileiro de FIPs/FIEEs com o mercado internacional de *private equity* e *venture capital*.”, em linha com a preocupação mencionada neste trabalho logo no capítulo 1.

Trata-se de um código extenso, com políticas voltadas para (i) a administração, (ii) a gestão de carteira e (iii) a distribuição de cotas, aplicadas para os FIPs e FIEEs. Para a análise realizada nesta dissertação, focaremos nas políticas aplicáveis à gestão de carteira, em particular aquelas relacionadas ao comitê de investimento.

---

<sup>8</sup> Disponível no website [http://mrm.comunique-se.com.br/arq/102/arq\\_102\\_14879.pdf](http://mrm.comunique-se.com.br/arq/102/arq_102_14879.pdf)

A proposta mais relevante no Código ABVCAP/ANBID é a criação do conceito de “níveis de governança” nos FIPs/FIEEs e do conceito de “conselho de supervisão”. A adesão a um dos níveis de governança, que descreveremos a seguir, será definida em regulamento, portanto em comum acordo entre o gestor e os quotistas. Tal adesão será obrigatória para os FIPs/FIEEs que são criados para investir em um ou mais projetos, constituídos por uma pluralidade de cotistas, ou seja, onde um único cotista ou seu grupo econômico não represente 50% ou mais do total de cotas emitidas pelo fundo.

**Nível 1:** O fundo contará com um comitê de investimentos no qual os assentos de representantes dos quotistas compreendam 50% ou mais do total de assentos. Este é o modelo que representa a realidade para a maioria dos FIPs hoje, e é o nível onde o gestor tem menor autonomia na decisão de investimento.

Além disso, os fundos que optarem pelo nível 1 poderá prever a instalação de um Conselho de Supervisão, composto por representantes de todos os quotistas, com direito a voto, e um representante da administração ou da gestão do fundo sem direito a voto.

**Nível 2:** O fundo contará com um comitê de investimentos no qual os assentos de representantes do gestor ou do administrador do fundo representam a maioria dos assentos do comitê. Este é um nível de governança a ser utilizado em fundos onde os quotistas já tenham confiança no gestor, pois este terá a maioria dos assentos, e, portanto, um peso maior na decisão de investimento.

Os fundos aderentes ao nível 2 contarão com a possibilidade de instalação de um Conselho de Supervisão formado por investidores que detenham no mínimo 20% das quotas do fundo, com direito a voto no conselho, e presidido por um representante do gestor ou do administrador, sem direito a voto.

**Nível 3:** O fundo contará com um comitê de investimentos composto somente por representantes do gestor ou do administrador do fundo. Tal autonomia é semelhante a aquela observada em fundos que seguem o modelo americano, e traduz a total confiança que o grupo de quotistas deposita em um determinado gestor.

O Conselho de Supervisão dos fundos aderentes ao nível 3 atenderá às mesmas condições dos fundos do nível 2.

O Conselho de Supervisão acima mencionado tem a função de ratificar a decisão do comitê de investimentos, nas seguintes situações: (i) algum membro do comitê de investimentos possuir interesse direto na companhia alvo em análise (ii) algum membro do comitê de investimentos possuir interesse direto em alguma companhia concorrente da companhia alvo (iii) o gestor possuir interesse direto ou indireto na companhia alvo (iv) haver reavaliação dos ativos do fundo após o investimento inicial e (v) outras situações previstas no regulamento do fundo.

Como tal Conselho é instalado a partir do pedido dos cotistas do fundo, ele é um avanço importante no endereçamento das situações de conflitos de interesses que prevemos neste trabalho. Trata-se de uma solução elegante, que permite um conforto adicional para os quotistas quando a principal ferramenta de governança, qual seja o comitê de investimento, estiver potencialmente fragilizada.

Podemos observar que o Brasil caminha para um modelo onde os quotistas terão a prerrogativa de escolher a autonomia que o gestor terá em um determinado fundo. Desta forma, os gestores que contam com o maior nível de confiança dos quotistas poderá atrair investidores nacionais e estrangeiros para um mesmo fundo, resultando numa maior integralização do mercado brasileiro e internacional de *private equity*.

## Capítulo 6

### Conclusão

Este trabalho teve como objetivo contribuir ao estudo da estrutura das firmas gestoras, governança nos veículos de investimento e estrutura de capital das transações realizadas no mercado de fundos de *private equity* no Brasil.

Baseado no modelo de Axelson, Stromberg e Weisbach (2008), analisou-se caso brasileiro para explicar como o modelo de investimento através dos FIPs é uma solução diferente do modelo americano e por que pode vir a ser mais eficiente, permitindo melhores decisões de investimento.

Os investimentos de *private equity* via FIPs contam com as seguintes características: (i) prazo definido, (ii) o capital é levantado geralmente antes de se encontrar as oportunidades de investimento (apesar de alguns casos serem levantados para transações específicas), (iii) geralmente contemplam investimento em várias empresas, com a maioria dos FIPs restringindo a concentração em até 20% do total de compromissos de investimento, (iv) a decisão de investimento depende da aprovação dos investidores membros do comitê de investimentos, cabendo ao gestor a apresentação e defesa das oportunidades de investimento, (v) o gestor fica com uma parcela residual do ganho do fundo, (vi) raramente se utiliza alavancagem para adquirir as companhias alvo.

Pode-se concluir que o modelo FIP endereça o problema da falta de governança dos investidores nos fundos, criando um ferramental parecido com aquele das companhias abertas. Os investidores detêm, através de comitê de investimento, o poder de decisão de investir ou não nas companhias apresentadas pelo gestor. Além disso, eles contam com a possibilidade de destituir o gestor, com ou sem justa causa, através de cláusulas pré-estabelecidas no regulamento dos fundos. Dessa forma, os investidores têm uma representatividade parecida com a de conselhos de administração de companhias abertas. Adicionalmente, o modelo FIP proporciona melhor alinhamento de interesse, na medida em que os investidores exigem um aporte do gestor mais expressivo se comparado com a média mundial.

Estas conclusões confrontam a observação de AWS de que o poder de decisão na mão dos investidores é ineficiente. Ao contrário, esses mecanismos diminuem a assimetria de informação e conflito principal-agente.

Por outro lado, o processo de aprovação no comitê de investimentos aumenta o custo de transação e pressupõe condições necessárias que nem sempre são observadas na prática. São elas: (i) o comitê deve ter qualificação igual ou superior ao do gestor; (ii) o comitê deve ter disponibilidade de tempo e corpo suficientes para analisar os investimentos nas mesma profundidade que o gestor, (iii) a existência do comitê de investimento não deve acarretar numa desvantagem para o gestor em termos de agilidade de resposta nas negociações. A não observação de tais condições afeta significativamente as conclusões das análises realizadas.

Além dessas, dada a concentração de investidores institucionais no ambiente de *private equity* no Brasil, os colaboradores das instituições investidoras podem se encontrar em situação de conflitos de interesse (a) ao fazerem parte de mais de comitê de investimento de 2 ou mais fundos, ou (b) no caso da instituição já deter alguma posição credora ou acionária no empreendimento em análise e/ou em concorrentes diretos. Nestes casos, tais membros não poderiam votar no comitê em questão, e idealmente não deveriam receber informações estratégicas confidenciais da companhia alvo.

Enquanto o comitê de investimento evita que os investimentos ruins sejam feitos (tanto nos estados de alta como no de baixa), a não dependência de captação de dívida permite que os investimentos bons sejam feitos sempre que surgirem, independente do estado da economia.

Além disso, pode-se concluir que o modelo FIP tem menos características pró-cíclicas que o americano. A não dependência de dívida para realizar as transações estimula os gestores a aproveitar o desaquecimento econômico, ou mesmo as recessões, para realizar aquisições a múltiplos mais baixos e gerando retornos superiores. Analogamente, evita-se realizar investimento durante os períodos de euforia, enquanto os preços dos ativos encontram-se mais altos.

Enfim, os resultados desta dissertação permite concluir que, vis-à-vis o modelo americano de Axelson, Strömberg e Weisbach (ASW), o modelo FIP de *private equity* pode oferecer



melhor proteção aos interesses dos investidores e permitir que o gestor se aproveite do estado da economia para realizar os melhores investimentos, resultando num modelo mais eficiente de investimento. Adicionalmente, a rara utilização de alavancagem concede à indústria de investimento características anti-cíclicas.

Adicionalmente à contribuição acadêmica, espera-se que este trabalho contribua para um melhor entendimento mútuo das particularidades de modelo americano e FIP de *private equity*, permitindo a partir deste passo facilitar a integração entre investidores institucionais brasileiros e estrangeiros.

Considerando o Código de Regulação ABVCAP/ANBID, que dará aos investidores a prerrogativa de escolher o nível de autonomia dos gestores em cada fundo, e assim permitir que aqueles selecionados como mais confiáveis possam também atrair investidores estrangeiros para investir em conjunto com os nacionais, pode-se concluir que o país está no rumo certo para se tornar um mercado de *private equity* cada vez mais relevante e integrado ao resto do mundo.

## Referências

- ACHARYA, Viral V.; FRANKS, Julian and SERVAES, Henri, Private Equity: Boom and Bust? *Journal of Applied Corporate Finance* • Volume 19 Number 4, 2007. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1083142>
- AXELSON, Ulf, STRÖMBERG, Per Johan and WEISBACH, Michael S. (ASW), Why are Buyouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Funds. Charles A. Dice Center Working Paper No. 2008-15; Fisher College of Business Working Paper No. 2008-03-014; *Journal of Finance*, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=676546>
- BARRY, Christopher B.; MUSCARELLA, Chris J.; PEAVY III, John W.; VETSUYPENS, Michael R. The role of venture capital in the creation of public companies. *Journal of Financial Economics*, v. 27, n. 2, p. 447-471, Oct. 1990.
- BEZERRA, Júlio C.A. Introdução à indústria de private equity no Brasil. São Paulo: EAESP-FGV, 1999 (Dissertação de Mestrado)
- BIRTHISTLE, William A. and HENDERSON, M. Todd , One Hat Too Many?: Investment Desegregation in Private Equity (August 28, 2008). U of Chicago Law & Economics, Olin Working Paper No. 427. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1263964>
- BLAYDON, C. Tuck School of Business at Dartmouth. Center of Private Equity and Entrepreneurship Note on Leveraged Buyouts; Set. 2003.
- BOCATTO, E.P.G. Fundos de Private Equity no Brasil: uma análise do modelo de governança e impacto na estratégia das empresas investidas. Dissertação de mestrado. São Paulo: Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2001
- BOCATTO, Eloisa Perez Gamero. Fundos de private equity no Brasil: análise do modelo de governança e impacto na estratégia das empresas investidas. 2001. 182 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2001.
- BOTELHO, Antônio José J.; HARCKBART, Gustavo; LANGE, Julian E. Do Brazilian Venture Capitalists Add Value to Their Portfolio Companies? *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 2003.

- BRAU, James C.; BROWN, Richard A.; Osteryoung, Jerome S. Do Venture Capitalists Add Value to Small Manufacturing Firms? An Empirical Analysis of Venture and Nonventure Capital-Backed Initial Public Offerings. *Journal of Small Business Management*, v.42, n.1, 01, p.78-92. 2004.
- BRAV, Alon; GOMPERS, Paul A. Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: evidence from venture and nonventure capital-backed companies. *Journal of Finance*, v. 52, n. 5, p. 1791-1821, Dec. 1997.
- BRINKHUIS, Samantha and DE MAESENEIRE, Wouter, What Drives Leverage in Leveraged Buyouts? An Analysis of European LBOs' Capital Structure (February 15, 2009). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1343871>
- CARVALHO, Antonio G.; RIBEIRO, Leonardo de L.; FURTADO, Cláudio V. A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2006. 135 p.
- CHECA, Gonzalo; LEME, Ernesto; SCHREIER, Cláudio. The Venture Capital and Private Equity Industry in Brazil. *Journal of Private Equity*, v.4, n.4, p.46-67, Fall 2001.
- COELHO, Gabriel Ramirez. Estudos sobre contratos entre investidores e gestores de venture capital no Brasil. 2007. 42 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007.
- FENN, George, LIANG, Nellie, and PROWSE, Steven, 1997, The private equity industry: An overview, in *Financial Markets, Institutions and Instruments Series*, Volume 6, Number 4, Boston, Blackwell Publishers.
- LOPES, A; FURTADO, C. Private Equity e Venture Capital na Carteira de Investimentos das Entidades de Previdência Complementar. Fundação Getúlio Vargas: Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital, 2005
- GIOIELLI, Sabrina P. O.; CARVALHO, Antonio G. The Dynamics of Earnings Management in IPOs and the Role of Venture Capital: Evidence from Brazil. Working paper. Apr. 2008.
- GIOIELLI, Sabrina P. O.; Os Gestores de Private Equity e Venture Capital Influenciam a Governança Corporativa das Investidas? Evidências das Empresas Estreantes na BOVESPA, 2007. Dissertação (Mestrado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.
- GOMPERS, P.A.; LERNER, J. The Venture Capital Cycle. The MIT Press. Cambridge, Massachusetts, 1999
- GOMPERS, Paul.; LERNER, Josh. The Determinants of Corporate Venture Capital Successes: Organizational Structure, Incentives, and Complementarities. Randall Morck.

- Chicago: ed. Concentrated Corporate Ownership (University of Chicago Press, Chicago), 2000.
- GORGULHO, Luciane F. O capital de risco como alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológica: o caso do Contec/BNDES. Rio de Janeiro: UFRJ, 1996 (Dissertação de Mestrado).
- GVcepe – Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP. Panorama da indústria de Private Equity e Venture Capital. Dezembro 2008
- IHA, Márcio Yassuhiro. Problemas de Agência no relacionamento fundo de capital de risco – empreendedor no Brasil: um estudo de caso. São Paulo: EAESP-FGV, 2003, 138 p. (Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Pós-Graduação da EAESP-FGV)
- JONES, Charles, and RHODES-KROPF Matthew, 2003, The price of diversifiable risk in venture capital and private equity, Working paper, Columbia University.
- KANDEL, Eugene, LESHCHINSKII, Dima, and YUKLEA, Harry, 2006, VC funds: Aging brings myopia, Working paper, Hebrew University.
- KAPLAN, Steven, and STEIN Jeremy, 1993, The evolution of buyout pricing and financial structure in the 1980s, Quarterly Journal of Economics 108, 313—358.
- LEE, Peggy M.; WAHAL, Sunil. Grandstanding, certification and the underpricing of venture capital backed IPOs. Journal of Financial Economics, v. 73, n. 2, p. 375-407, Aug. 2004.
- LUZ, Daniel. Opções reais e compras alavancadas (leveraged buy-outs): Um estudo de caso aplicado à Magnesita. 2009 Dissertação (Mestrado Profissional em Finanças e Economia) – Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2009.
- MARIZ, Frédéric R.; SAVOIA, José R. F. Private equity in Brazil: a comparative perspective. Journal of Private Equity, v. 9, n. 1, p. 74-87, Winter 2005.
- MASON, Joseph R., SONG, Wei-Ling and CAO, Jerry, Business Aggression, Institutional Loans, and Credit Crisis: Evidence from Lending Practices in Leveraged Buyouts (March 8, 2009). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1362421>
- MCCAHERY, J.A. and VERMEULEN, E.P.M. (2008), The Contractual Governance of Private Equity and Hedge Funds
- MEGGINSON, William L.; WEISS, Kathleen A. Venture capitalist certification in initial public offerings. Journal of Finance, v. 46, n. 3, p. 879-903, Jul. 1991.
- MYERS, S. e MAJLUF, N. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 13 pág. 187-221 1984

- NACHMAN, David, and NOE, Thomas (1994) "Optimal design of securities under asymmetric information," *Review of Financial Studies*, 7, 1-44.
- OFFA, L. F. W.: *Contratos Financeiros entre Empreendedores e Gestores de Fundos de "Private Equity" e "Venture Capital": Teoria e Realidade no Caso Brasileiro.*; 2005. Dissertação (Mestrado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.
- PAVANI, Claudia. *O capital de risco no Brasil - Conceito Evolução Perspectivas.* e-papers, Rio de Janeiro, 2003
- RADIN, R. F., STEVENSON, W. B. *Comparing Mutual Fund Governance and Corporate Governance*, Journal Compilation, Volume 14, número 5, 2006
- RIBEIRO, Cinthia D. B. *Financial Contracting Choices in Brazil: Does the Brazilian legal environment allow Private Equity groups to enter into complex contractual arrangements with Brazilian companies? Dissertation submitted in partial fulfillment of the requirements for the Master of Laws degree in International Economic Law at the University of Warwick, Sept 2006.*"
- RIBEIRO, Leonardo de L. *O modelo brasileiro de private equity e venture capital.* 2005. 147 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.
- RIBEIRO, Leonardo de L.; ALMEIDA, Martinho I. R. *Estratégia de Saída em Capital de Risco.* RAUSP - Revista de Administração da Universidade de São Paulo, v. 40, n. 1, p. 55-67, Jan./Mar. 2005.
- RIBEIRO, Leonardo de L.; TIRONI, Luís F. *ATIVOS INTANGÍVEIS: AVALIAÇÃO E MENSURAÇÃO NO CONTEXTO DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL*, Brasília, 2007. TEXTO PARA DISCUSSÃO No 1280 - IPEA.
- SAHLMAN, William. *The structure and governance of venture-capital organizations.* *Journal of Financial Economics*, Oct90, Vol. 27 Issue 2, p473-521, 49p
- SANTOS, L.A. *Análise de contratos de PE/VC: o alinhamento dos interesses entre fundos investidores de PE/VC e empresários nas empresas investidas no contexto institucional brasileiro*, 2008.
- SANTOS, Rafael Liza, DA SILVEIRA, Alexandre Di Miceli and BARROS, Lucas Ayres B. de C., *Underwriters Fueling Going Public Companies? Evidence of Conflict of Interest in the Brazilian 2004-2007 IPO Wave* (January 15, 2009). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1328291>

- SIQUEIRA, Eduardo M. R.; CARVALHO, Antonio G. Determinantes do Desempenho dos Veículos de Investimento em Private Equity e Venture Capital: Evidências do Caso Brasileiro, 2008.
- SIQUEIRA, Eduardo M. R.; GIOIELLI, Sabrina P. O. Remuneração dos fundos de private equity e venture capital: um estudo empírico no Brasil. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31., 2007, Rio de Janeiro. Anais eletrônicos... Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. p. 1-16. 1 CD ROM.
- SONODA, Fábio Análise da influência do Private Equity e Venture Capital no Underpricing dos IPOs das empresas brasileiras no período de 2004 a 2007. 2008. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2008
- TAVARES, P. C. A., MINARDI, A. M. A. F., 2009, “Does Private Equity Investment Work as a Quality Certification for IPOs in Brazil?”, 9º Encontro Brasileiro de Finanças, julho de 2009, São Leopoldo, Brasil.
- TAVARES, Pedro Carvalho Araujo Análise dos Retornos de Longo Prazo dos IPOs no Mercado Brasileiro. Evidências sobre Empresas com Participação de Fundos de Private Equity. Dissertação de Mestrado. São Paulo: IBMEC SÃO PAULO, 2008. 30 f.
- VON DRATHEN, C. and FALEIRO, F., 2007, “The Performance of Leveraged Buyout-Backed Initial Public Offerings in the UK”, Working Paper, London Business School.