

DÉBORA AYUMI KAWANAMI

**ANÁLISE DO IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA SOBRE O SETOR
DE PRIVATE EQUITY NO BRASIL**

Trabalho de formatura apresentado à Escola
Politécnica da Universidade de São Paulo para
obtenção do diploma de Engenheiro de Produção

São Paulo

2009

DÉBORA AYUMI KAWANAMI

**ANÁLISE DO IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA SOBRE O SETOR
DE PRIVATE EQUITY NO BRASIL**

Trabalho de formatura apresentado à Escola
Politécnica da Universidade de São Paulo para
obtenção do diploma de Engenheiro de Produção

Orientador: Prof. Dr.
Mauro Zilbovicius

São Paulo

2009

FICHA CATALOGRÁFICA

Kawanami, Débora Ayumi

**Análise do impacto da crise financeira sobre o setor de
Private Equity no Brasil / D.A. Kawanami. -- São Paulo, 2009.
121 p.**

**Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade
de São Paulo. Departamento de Engenharia de Produção.**

**1. Investimentos 2. Capital de risco 3. Crise financeira I. Uni-
versidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de
Engenharia de Produção II. t.**

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador, Prof. Dr. Mauro Zilbovicius, pelas sugestões e críticas construtivas, bem como pela atenciosa orientação, inclusive durante o período em que eu estava realizando intercâmbio na Itália.

Aos professores da Escola Politécnica, em especial aos professores do Departamento de Engenharia de Produção, que contribuíram para minha formação acadêmica e pessoal.

À Ângela Ximenes, da Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital, pela atenção e apoio a esse trabalho.

A todos os meus colegas de curso, que fizeram dos anos de universidade um período agradável e inesquecível.

Ao meu namorado, pela compreensão demonstrada durante a execução desse trabalho.

Finalmente, e principalmente, agradeço às pessoas mais importantes da minha vida: meus pais, Oswaldo e Suely, e meu irmão, Marcelo, pelo apoio e amor incondicional.

“Nunca ande pelo caminho traçado, pois ele
conduz somente até onde os outros foram.”

(Alexander Graham Bell)

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo realizar uma análise do impacto da crise financeira sobre o setor de *Private Equity* no Brasil, possibilitando determinar as estratégias que uma organização gestora do setor deveria adotar perante uma situação econômica caracterizada por restrição de liquidez e contração de crédito. Além disso, pretendeu-se ainda verificar as perspectivas futuras para esse setor. Esse trabalho foi dividido em duas partes: análise de cada fase do processo de *Private Equity* no período de crise financeira e um Estudo de Caso referente a uma organização de capital aberto pertencente ao setor estudado. Os resultados obtidos possibilitaram a comparação dos efeitos da crise financeira sobre o setor de *Private Equity* no Brasil em relação a outros países, principalmente no que concerne à aquisição por alavancagem, e a definição de medidas que deveriam ser adotadas por organizações gestoras, com o intuito de minimizar suas perdas e aproveitar oportunidades geradas pelo período de crise financeira, bem como perante a nova conjuntura econômica que está se consolidando.

Palavras-chaves: Private Equity. Crise Financeira. Aquisição por alavancagem.

ABSTRACT

The objective of this paper is to execute an analysis of the impact of the financial crisis on the Private Equity sector in Brazil, enabling to determine strategies that a Private Equity firm should adopt before an economic situation characterized by liquidity constraint and credit crunch. Furthermore, this paper aimed to verify the future perspectives for this sector. This paper was divided into two parts: an analysis on each stage of the Private Equity process during the financial crisis and a Study Case regarding a Private Equity listed company. The results enabled the comparison of the effects of the financial crisis on the Private Equity sector in Brazil in relation to other countries, mainly concerning leveraged buyouts, and the purpose of procedures that should be adopted by Private Equity firms, in order to minimize losses and seize opportunities generated by the financial crisis, as well as prior to the new economic conjecture that is consolidating.

Palavras-chaves: Private Equity. Financial crisis. Leveraged buyouts.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - A atividade de PE	21
Figura 2 - Capital comprometido por categoria das organizações gestoras em 2006	22
Figura 3 - Evolução do capital comprometido alocado ao Brasil.....	29
Figura 4 – Evolução do capital comprometido alocado ao Brasil como percentual do PIB brasileiro	29
Figura 5 - Evolução do PIB de 2005 a 2008	36
Figura 6 - Taxa de Juros, Taxa de Captação e Spread Bancário para Pessoas Jurídicas.....	37
Figura 7 - Taxa Básica de Juros, em % a.a.....	38
Figura 8 - Evolução do Ibovespa entre janeiro de 2008 e setembro de 2009.....	39
Figura 9 - Quantidade de IPOs de 2004 a 2009 na Bovespa	40
Figura 10 - Volumes captados em IPOs na Bovespa (em milhões de reais)	41
Figura 11 - Evolução da Cotação do Dólar em Reais.....	42
Figura 12 - Esquema ilustrativo de Balanço Patrimonial	44
Figura 13 - Esquema ilustrativo de Demonstrativo de Resultados.....	46
Figura 14 - Número de fundos que encerraram captações de novos fundos, considerando gestoras de todo o mundo	54
Figura 15 - Volume de recursos captados (em bilhões de dólares), considerando gestoras do mundo todo.....	54
Figura 16 - Capital investido por fundos de PE, considerando países do mundo todo (em bilhões de dólares).....	62
Figura 17 - Evolução de aquisições tipo LBO nos EUA (bilhões de dólares)	66
Figura 18 - Evolução de aquisições tipo LBO na Europa (bilhões de dólares).....	67
Figura 19 - Frequência dos motivos que levam gestoras a realizar revisão de metas de empresas	69
Figura 20 - Evolução do valor dos investimentos do Fundo 3 da GP Investments (milhões de dólares)	89
Figura 21 - Evolução do valor dos investimentos do Fundo 4 da GP Investments (milhões de dólares)	90
Figura 22 - Evolução do valor dos investimentos do Fundo 5 da GP Investments (milhões de dólares)	93

Figura 23 -Evolução do valor da ação GPIV11 (em Reais) e Ibovespa (em pontos) 98

Figura 24 - Evolução das Despesas Operacionais da GP Investments (milhões de dólares) 100

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Ranking dos primeiros colocados da lista de juros reais.....	38
Tabela 2 - Capital comprometido por ano de criação dos veículos (em milhões de dólares) ..	59
Tabela 3 - Demonstração de Resultado Consolidado da GP referentes a 2008 e 2009 (milhares de dólares)	94
Tabela 4 - Balanço Patrimonial Comparativo da GP - 2º e 3º trimestres de 2008 (milhares de dólares)	97

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABVCAP	Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BR GAAP	Legislação Societária Brasileira - Lei nº 6.404/76
Copom	Comitê de Política Monetária do Banco Central
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Fed	<i>Federal Reserve</i>
GVcepe	Centro de Estudos em Equity e Venture Capital da Fundação Getúlio Vargas
FINEP	Financiadora de Estudos e Projetos
GP	GP Investments
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IEDI	Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial
IPO	<i>Initial Public Offering</i> – Oferta Pública Inicial
LBO	<i>Leveraged Buyout</i>
LP	<i>Limited Partners</i>
PIB	Produto Interno Bruto
PE	<i>Private Equity</i>
Selic	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
US GAAP	<i>United States Generally Accepted Accounting Principles</i>
VC	<i>Venture Capital</i>

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	15
1.1. Definição do problema	15
1.2. Objetivo do trabalho	16
1.3. Estrutura do trabalho	16
1.4. O Estágio e o Trabalho de Formatura.....	17
1.5. A Faculdade e o Trabalho de Formatura	18
2. FUNDAMENTAÇÕES TEÓRICAS	19
2.1. O setor de Private Equity.....	19
2.1.1. Aspectos conceituais e características	19
2.1.2. Participantes da atividade	20
2.1.3. Estrutura legal.....	22
2.1.4. As fases do processo.....	23
2.1.4.1. Captação de recursos	23
2.1.4.2. Originação e seleção de investimentos	24
2.1.4.3. Estruturação e execução dos investimentos.....	25
2.1.4.4. Monitoramento dos investimentos.....	26
2.1.4.5. Preparação e execução de saída.....	27
2.1.5. Desenvolvimento do setor no Brasil e no mundo.....	28
2.1.6. Críticas à atividade de Private Equity.....	31
2.2. A crise financeira.....	33
2.2.1. Como tudo começou?	33
2.2.2. A crise no Brasil	35
2.2.2.1. Impacto da crise sobre o mercado de crédito	36
2.2.2.2. Impacto da crise sobre a Bolsa de Valores	39
2.2.2.3. Impacto da crise sobre a cotação do dólar	41
2.3. Revisão teórica em Contabilidade	42
2.3.1. O Balanço patrimonial.....	43
2.3.2. Demonstrativo de Resultado.....	45
2.3.3. Divergências entre critérios contábeis	46

3. MATERIAIS E MÉTODOS	49
3.1. Levantamento de dados primários	49
3.1.1. Escopo	49
3.1.2. Coleta de dados	50
3.1.3. Caracterização dos respondentes	51
3.2. Levantamento de dados secundários	52
4. O IMPACTO DA CRISE NAS FASES DE ATUAÇÃO DE PE	53
4.1. Captação de recursos.....	53
4.1.1. Frequência de constituição de fundos e tamanho dos fundos	53
4.1.2. Capital estrangeiro	56
4.2. Originação e seleção de investimentos	58
4.2.1. Disponibilidade de capital para realizar investimentos.....	58
4.2.2. Oportunidades de investimentos	60
4.3. Estruturação e execução dos investimentos	62
4.3.1. Empresas inseridas no período.....	62
4.3.2. Endividamento	65
4.4. Monitoramento dos investimentos	68
4.4.1. Revisão de metas originais das empresas investidas	69
4.4.2. Monitoramento em atividades internas dos investimentos	70
4.4.3. Monitoramento em atividades externas dos investimentos.....	71
4.4.4. Características dos gestores de PE mais bem sucedidos do mundo.....	72
4.4.5. Valor das empresas em portfólio	73
4.5. Preparação e execução de saída	74
5. ESTUDO DE CASO: O IMPACTO DA CRISE NA GP INVESTMENTS	79
5.1. Descrição e histórico da companhia.....	79
5.2. Descrição do portfólio da organização.....	79
5.3. Análise da atuação da companhia perante a crise financeira	84
5.3.1. Captação de recursos.....	84
5.3.2. Investimentos	85
5.3.3. Desinvestimentos	87
5.4. Impacto da crise nos fundos da companhia	88

5.5.	Impacto da crise na Demonstração de Resultado	94
5.6.	Impacto da crise no Balanço Patrimonial	96
5.7.	Impacto da crise na performance de sua ação	98
5.8.	Estratégias utilizadas pela empresa perante a crise	99
5.8.1.	Base permanente de capital	99
5.8.2.	Redução de despesas	100
5.8.3.	Investimentos e Desinvestimentos.....	101
5.8.4.	Monitoramento das empresas em portfólio	102
6.	CONCLUSÕES.....	107
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	109
	APÊNDICE A – QUESTIONÁRIO ENVIADO ÀS ORGANIZAÇÕES GESTORAS DE PRIVATE EQUITY	115
	APÊNDICE B – CARTA DE APOIO À PESQUISA DA ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL.....	121

1. INTRODUÇÃO

O setor de *Private Equity* (PE) no Brasil apresentou crescimento significativo e consistente nos últimos anos. De acordo com o “Panorama da indústria brasileira de Private Equity e Venture Capital” realizado pelo GVcepe e publicado em dezembro de 2008, o capital comprometido alocado ao Brasil nesse setor cresceu à taxa média de 24,2% a.a. de 2004 a 2007.

No entanto, recentemente, o cenário econômico e financeiro mundial foi fortemente abalado a partir da crise iniciada com a “bolha” de crédito nos EUA.

Segundo um estudo realizado pelo IESE Business School, de Barcelona, e pela consultoria The Boston Consulting Group, “Get Ready for the Private Equity Shakeout”, publicado em dezembro de 2008, 20% a 40% das cem maiores organizações gestoras de PE que atuam com alavancagem de dívidas podem desaparecer até 2011. Além disso, a maior parte das empresas presentes em portfólio de fundos de Private Equity dos EUA e da Europa não irão honrar suas dívidas, estimadas em 1 trilhão de dólares.

Assim, perante o crescimento vertiginoso da indústria de PE no Brasil nos últimos anos e o forte impacto que esse setor sofreu com a crise financeira nos EUA e na Europa, tem-se a importância de analisar os impactos da crise sobre a indústria de PE em nosso país.

1.1. Definição do problema

O retorno de um fundo de Private Equity depende das decisões e estratégias adotadas pela organização gestora que o administra. Entre esses fatores destacam-se a seleção dos investimentos, o grau de alavancagem utilizado na aquisição das empresas, o monitoramento realizado na gestão das empresas investidas presentes no portfólio e a execução de saída dos investimentos.

Assim, perante o contexto de crise financeira, a questão que emerge é: como as organizações gestoras devem agir perante um cenário de falta de liquidez e contração de crédito? Ou seja,

de que forma o cenário de crise financeira impactou a indústria brasileira de PE e em qual medida esses efeitos alteram as decisões dos gestores?

Além disso, a realização de uma análise do impacto da crise financeira sobre o setor de PE pode contribuir ainda para a determinação de perspectivas futuras referentes a essa indústria.

1.2. Objetivo do trabalho

O objetivo desse trabalho é, portanto, primeiramente realizar uma análise do impacto da crise financeira sobre o setor de Private Equity no Brasil, através de um levantamento realizado com organizações gestoras de PE, um estudo de caso e pesquisas secundárias.

A partir dessa análise, tem-se como objetivo verificar as medidas adotadas por gestores de PE perante o período de crise financeira e os resultados de tais ações, dessa forma, poder-se-á concluir quais estratégias uma organização gestora de PE deve adotar perante uma situação de crise financeira, bem como, medidas que deve adotar para se preparar para a conjuntura econômica pós-crise que está se consolidando, reduzindo assim suas perdas e beneficiando-se de eventuais oportunidades.

1.3. Estrutura do trabalho

Esse trabalho está organizado da seguinte forma:

O Capítulo 2 contém as fundamentações teóricas que esse trabalho apresenta como base. Primeiramente será apresentado o setor de Private Equity, através de suas características, participantes, evolução da atividade, fases do processo e críticas. Posteriormente, será apresentada uma visão geral da crise financeira no mundo e no Brasil, com foco nos aspectos que afetam a indústria de PE. Por fim, será abordada uma revisão bibliográfica sobre Contabilidade.

O Capítulo 3 apresenta os materiais e métodos utilizados para a realização desse trabalho, ou seja, como foram realizados os levantamentos de dados primários e secundários utilizados para a realização da análise do impacto da crise sobre o setor de PE.

No Capítulo 4 será analisado o impacto da crise financeira em cada fase do processo de PE, incluindo as estratégias utilizadas pela indústria para reduzir seus efeitos negativos e aproveitar as oportunidades geradas durante e após a crise financeira.

No Capítulo 5 será realizado um Estudo de Caso com o objetivo de analisar o impacto da crise financeira em uma organização gestora de PE, a GP Investments. Através de seus resultados públicos serão analisados os aspectos abordados no Capítulo 4, o impacto da crise nos demonstrativos financeiros da companhia e em seus fundos, bem como, as medidas adotadas pela organização perante a crise.

Finalmente, o Capítulo 6 destina-se às conclusões do trabalho. Neste capítulo será realizada uma revisão das principais análises realizadas durante o trabalho e serão destacadas as principais conclusões que permitiram que o objetivo desse Trabalho de Formatura fosse alcançado.

1.4. O Estágio e o Trabalho de Formatura

A autora deste trabalho realizou estágio durante nove meses no Departamento de *Equity Research* da Itaú Securities como membro da equipe responsável pelos setores de Telecomunicação, Mídia e Tecnologia.

As atividades desempenhadas durante o estágio incluíam a pesquisa e análise de informações referentes aos setores citados, a elaboração de modelos de avaliação econômica de empresas e o desenvolvimento de relatórios referentes às empresas sob cobertura.

Apesar do Trabalho de Formatura não ter sido realizado na empresa onde foi realizado o estágio, a experiência e o aprendizado adquiridos a partir das atividades realizadas no Itaú Securities foram de grande importância para a realização desse trabalho, principalmente no que concerne às pesquisas referentes ao setor de PE e ao estudo de caso da GP Investments.

1.5. A Faculdade e o Trabalho de Formatura

A elaboração desse Trabalho de Formatura exigiu o conhecimento de diversos conceitos adquiridos durante o curso de Engenharia de Produção da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo; entre esses, destacam-se os conhecimentos adquiridos nas seguintes disciplinas: ‘Introdução à Economia’ que apresentou conhecimentos de Macroeconomia, fundamentais para a realização da análise da crise financeira e seu impacto no setor de PE; ‘Projeto Integrado de Sistemas de Produção’ que proporcionou metodologias e práticas referentes a estudos e análises setoriais; ‘Engenharia Econômica e Finanças’ que abordou assuntos referentes a ações, alavancagem, risco e retorno; e ‘Contabilidade e Custos’ que foi de suma importância para a compreensão dos demonstrativos financeiros que foram analisados no Estudo de Caso realizado.

Além disso, as disciplinas cursadas durante o intercâmbio de um ano realizado no “Politecnico di Milano”, em Milão, Itália, através do Programa de Aproveitamento de Créditos oferecido pela Escola Politécnica, enriqueceram ainda mais minha formação em Engenharia de Produção, colaborando também para a elaboração desse projeto, principalmente através dos conhecimentos obtidos na disciplina “Finanza Aziendale” (Finanças Corporativas), que abordou o tema de alavancagem e alternativas de financiamento de empresas.

2. FUNDAMENTAÇÕES TEÓRICAS

2.1. O setor de Private Equity

2.1.1. Aspectos conceituais e características

A atividade de Private Equity refere-se, em sua definição, a investimentos de capitais institucionais e privados em participações acionárias de empresas de capital fechado, ou seja, que não são listadas em Bolsa de Valores.

A atividade de PE pode ser dividida em duas categorias de acordo com o estágio no qual a empresa recebe o aporte de capital:

- **Venture Capital (VC):** participações minoritárias em empresas em estágios iniciais
- **Buyout:** aquisições de controle em empresas nos estágios mais maduros, em fase de reestruturação, consolidação e/ou expansão de seus negócios.

Logo, Venture Capital é um tipo de investimento de Private Equity. Apesar disso, no Brasil costuma-se usar os termos Private Equity e Venture Capital de forma distinta para separar dois estágios da cadeia de valor e investimento dessa indústria.

A estratégia das organizações que investem em PE consiste, basicamente, em comprar empresas de capital fechado que tenham grande perspectiva de crescimento com recursos congregados de um ou mais investidores e envolver-se ativamente na gestão das empresas adquiridas com o intuito de valorizar os seus ativos, para, posteriormente, realizar a saída dos investimentos, dessa forma, vendendo as empresas em portfólio por valores superiores aos seus respectivos valores de compra, obtendo-se, assim, um ganho de capital.

Os aportes de capital são realizados na forma de ações (ordinárias ou preferenciais), quotas de participação, debêntures conversíveis, opções, bônus de subscrição ou *warrants*.

Portanto, os investimentos de PE representam investimentos de longo prazo, onde o capital investido torna-se indisponível durante a gestão da empresa adquirida, e, logo, tais

investimentos são considerados de baixa liquidez. Dessa forma, o investidor que pretende realizar um investimento em PE, deve levar em consideração o fato de que não existe a possibilidade de resgate do capital investido no meio do ciclo de investimento em caso de imprevistos pessoais, nem a possibilidade de vender sua participação em um mercado de capitais, como no caso dos investimentos em empresas públicas.

Além disso, o investimento do tipo PE faz parte da classe de investimentos alternativos, instrumentos financeiros não clássicos que oferecem expectativas de taxas de retorno mais elevadas, e, conseqüentemente, associados a operações de maior risco. Outros exemplos dessa categoria de investimentos são: fundos de Hedge e fundos imobiliários. Os investimentos em empresas em estágios iniciais, tradicionalmente, apresentam risco e expectativa de retornos ainda mais elevados se comparados a investimentos em empresas maduras.

Vale ressaltar, que, segundo Weidig e Mathonet (2004), a diversificação é de extrema importância na atividade de PE. Segundo os autores, um investimento direto em uma empresa de capital fechado apresenta cerca de 30% de probabilidade de perda total do capital investido, um fundo (ou um portfólio de investimentos diretos) apresenta uma probabilidade muito baixa de perda total, e, um fundo de fundos (ou portfólio de fundos), tem baixa probabilidade de apresentar qualquer perda.

2.1.2. Participantes da atividade

Segundo Carvalho; Ribeiro e Furtado (2006), a indústria de PE é composta por quatro participantes: organizações gestoras, veículos de investimentos, investidores e empresas investidas.

A Figura 1 descreve a relação entre esses quatro participantes. Como pode ser observado, a organização gestora é o elemento central da atividade, pois, se relaciona tanto com os investidores como com as empresas investidas. Os investidores aportam o capital para o veículo de investimento, o qual é administrado pela organização gestora. A organização gestora, por sua vez, identifica oportunidades de investimento em empresas e as financia, em troca de participação acionária e certos direitos econômicos. Os gestores, durante um período de 3 a 5 anos fornecem ainda conhecimento e gestão às empresas investidas e após esse

período, liquidam sua participação e retornam o capital aos investidores somado ao lucro obtido com a transação.

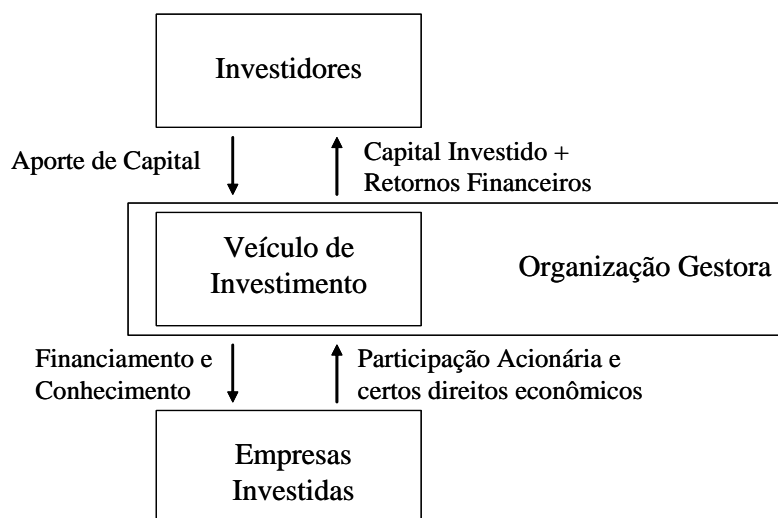


Figura 1 - A atividade de PE

(Elaborado pela Autora)

O montante de recursos disponível para investimentos presente nos veículos de investimentos de uma organização gestora somado ao valor do portfólio de suas empresas investidas calculado a custo é chamado de capital comprometido.

As organizações gestoras de fundos de PE podem ser classificadas em quatro grupos principais: organização independente, organização ligada à instituição financeira, *Corporate Venture* de grupo industrial e organização do setor público.

Segundo o “Panorama da indústria brasileira de PE e VC” publicado em dezembro de 2008 e realizado pelo GVcepe (Centro de Estudos em PE e VC da Fundação Getúlio Vargas), daqui em diante referido como “Panorama de PE e VC de 2008”, a maior parte do capital comprometido no Brasil é administrado por organizações independentes, conforme pode ser observado na Figura 2.

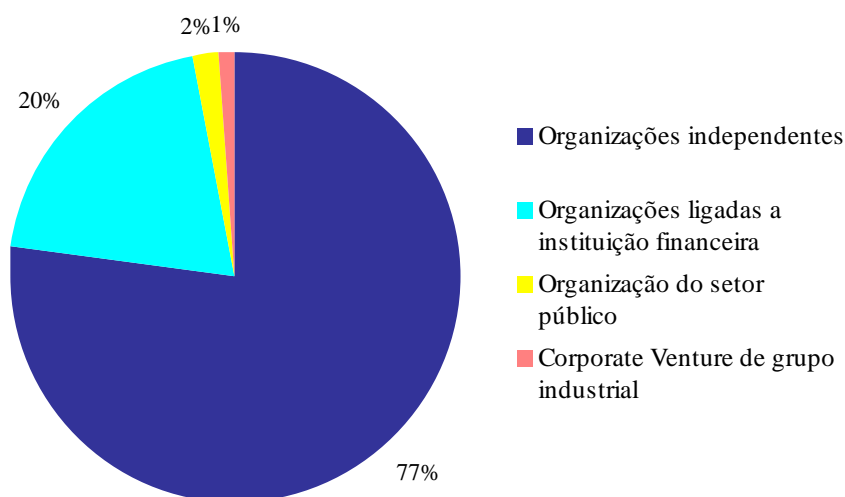


Figura 2 - Capital comprometido por categoria das organizações gestoras em 2006

(Fonte: GVcepe e Elaboração da Autora)

2.1.3. Estrutura legal

Os veículos de Private Equity devem seguir a regulamentação específica dos órgãos reguladores de valores mobiliários de cada país. Nos EUA, seguindo regulamentação da SEC (Securities Exchange Commission), os veículos devem ser constituídos na forma de *Limited Partnerships* (sociedade por cotas de responsabilidade limitada). (KAMEYAMA, 2001). Nessa estrutura, os investidores são chamados de *Limited Partners* (LP) e os gestores são denominados como *General Partners*.

No Brasil, de acordo com “Panorama de PE e VC de 2008”, 39% do capital comprometido em está alocado em fundos regidos pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), os veículos constituídos como *Limited Partnership*, por sua vez, congregam 34% do capital comprometido, o restante do capital comprometido está alocado em investimentos diretos, empresas de participações e outros.

2.1.4. As fases do processo

Antes de iniciar a atividade de PE, a organização gestora deve criar um veículo de investimento com a finalidade específica de captar recursos para a realização de investimentos em projetos de PE, seguindo uma das estruturas legais apresentadas no item anterior.

Ao realizar-se a criação de um fundo é estipulado o prazo de duração do mesmo, ou seja, o prazo entre o início do fundo e o desinvestimento total do fundo através da venda de suas empresas em portfólio; tal prazo é de tipicamente 5 a 10 anos, podendo ou não haver possibilidade de extensão de sua duração.

Posteriormente, a empresa gestora pode iniciar o processo de PE, o qual, segundo Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006), pode ser dividido em 5 grandes fases: (i) captação de recursos; (ii) originação e seleção de investimentos; (iii) estruturação e execução dos investimentos; (iv) monitoramento e adição de valor; e (v) preparação e execução de saída.

2.1.4.1. Captação de recursos

A primeira etapa do processo de PE consiste na criação do fundo, através da captação de recursos de investidores. Para tanto, as organizações gestoras realizam a divulgação do fundo através de atividades de marketing focando os potenciais investidores. Segundo Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006), o período médio entre o lançamento de um veículo até o encerramento da captação é de 12 meses.

Conforme descrito anteriormente, os investimentos em PE possuem como características principais: alto risco, elevada expectativa de retorno e baixa liquidez, logo, tais investimentos são atrativos para investidores com elevado nível de riqueza e que possuam plano de investimento visando retornos de longo prazo.

Portanto, os principais investidores de PE são: fundos de pensão, empresas privadas, bancos, fundos de investimentos, pessoas físicas com elevada disponibilidade de capital, seguradoras, e trusts e endowments. Além disso, os próprios sócios da organização gestora podem também

atuar como investidores do fundo. Vale ressaltar ainda que alguns fundos requerem a adequação à definição de “investidor qualificado”, estipulado pela CVM.

No que concerne à origem dos investidores, segundo o “Panorama de PE e VC de 2008”, após uma tendência de redução da participação de investidores estrangeiros nos veículos de investimento criados entre 1997 e 2002, os mesmos retomaram sua presença nas safras de veículos criados entre 2003 a 2006, em especial nesta última, quando atingiram 65% dos comprometimentos de capital. E em junho de 2008, tais investidores correspondiam por 57% do capital comprometido total.

2.1.4.2. Originação e seleção de investimentos

Após o encerramento da captação de recursos para o fundo, cabe à empresa gestora identificar as oportunidades de investimento, ou seja, selecionar as empresas elegíveis ao recebimento do aporte de capital.

Somente uma pequena parcela das oportunidades de investimento que se apresentam serão realmente capazes de produzir os altos retornos almejados pelos investidores. O problema que os gestores enfrentam é identificar estas oportunidades à priori, problema este que é exacerbado pelo número de oportunidades examinadas (o investidor de Private Equity em geral investe em um percentual muito pequeno, de 2% a 5%, de todas as oportunidades que ele analisa detalhadamente e uma porcentagem muito menor ainda de todas as oportunidades que lhe são apresentadas) (FIGUEIREDO, 2002).

Existem três meios utilizados pelas gestoras para a originação de investimentos: prospecção por parte dos próprios gestores, indicação de terceiros e propostas de investimento através de candidaturas espontâneas.

Para a realização da seleção são levados em consideração principalmente os seguintes fatores: a atratividade da empresa, a atratividade do mercado, bem como, o cenário competitivo no qual a empresa se encontra. Dessa forma, costuma-se realizar a análise dos planos de negócios das empresas e elaboração de modelos de avaliação econômica com projeções de fluxo de caixa. Finalmente, visto que o objetivo do negócio do PE não é manter a empresa em portfólio

por tempo indefinido, é fundamental para a seleção do investimento analisar a viabilidade de realizar-se o desinvestimento de forma rentável em um determinado período de tempo.

Para selecionar as empresas que receberão o investimento do fundo, algumas organizações gestoras focam-se em empresas de um ou mais setores da economia, outras, adotam uma abordagem oportunista, não se limitando a setores específicos.

2.1.4.3. Estruturação e execução dos investimentos

A terceira etapa consiste em estruturar os investimentos, realizando com as empresas que foram selecionadas, a negociação dos termos (*Investment Agreement*) e a montagem da estrutura financeira, e finalmente, a execução dos investimentos, ou seja, o financiamento à empresa, que a partir dessa etapa, passa a fazer parte do portfólio da organização gestora.

O aporte de capital pode ser feito em diversos estágios do desenvolvimento da empresa, classificados conforme segue a seguir:

- *Seed Capital*: Aporte realizado em fase pré-operacional;
- *Start-up*: Aporte anterior à execução do plano de negócios;
- *Expansion*: Aporte para expansão de empresa que já vende seus produtos/serviços comercialmente;
- *Later stage*: Aporte em empresas com taxas de crescimento estável e fluxo de caixa positivo;
- *Aquisition finance*: Aporte para que a empresa adquira uma terceira companhia
- *Management buyout/in*: Aporte para que uma equipe de gestores adquira o controle de uma terceira companhia. Inclui-se nessa categoria o investimento do tipo mezanino, que se refere ao aporte realizado por meio de dívidas subordinadas;
- *Bridge finance*: Aporte realizado quando a empresa planeja introdução em bolsa de valores;
- *Turn around*: Financiamento para empresa com dificuldades operacionais ou financeiras.

Alguns autores consideram ainda os investimentos do tipo PIPE (*Private Investment in Public Equity*) como categoria de investimento em PE; trata-se da aquisição do capital acionário de empresas de capital aberto que possuem baixa liquidez.

Através do aporte em estágios iniciais do desenvolvimento de empresas, pode-se afirmar que a indústria de PE desempenha papel importante no apoio à atividade empreendedora, crucial ao desenvolvimento econômico. Primeiramente, por prover recursos financeiros de longo prazo a empresas com potencial de crescimento; viabilizando muitas vezes projetos ou o crescimento de pequenas empresas que teriam dificuldades de acesso a crédito ou a outras formas de recursos. Além disso, a organização gestora oferecerá suporte à gestão das empresas investidas, aumentando a probabilidade de sucesso do negócio.

A aquisição de uma empresa pode ainda envolver alavancagem de capital, ou seja, endividamento para a aquisição de sua participação acionária, esse tipo de transação é conhecida como LBO (do inglês *Leveraged Buyout*). Assim, nesse tipo de transação, as organizações gestoras recorrem a bancos para adquirir uma parcela significativa do pagamento utilizado na aquisição da empresa.

De acordo com Ribeiro (2005), o setor de PE do Brasil é caracterizado por apresentar poucas transações de LBO, pois, devido à escassez de crédito, gestores não conseguem se alavancar. Essa característica constitui uma das principais diferenças entre o modelo brasileiro e o modelo americano de PE.

2.1.4.4. Monitoramento dos investimentos

Envolver-se ativamente na gestão das empresas investidas é um dos fatores fundamentais para o sucesso do negócio de PE, pois, é principalmente através dessa fase que a organização gestora irá agregar valor às suas empresas em portfólio, e, logo, o monitoramento dos investimentos requer contato permanente com as empresas investidas.

O grau de envolvimento entre a gestora e suas empresas em portfólio é uma característica de cada organização gestora, e normalmente envolve serviços de assessoria estratégica, operacional e financeira. Segue a seguir alguns exemplos de meios frequentemente usados por organizações gestoras no monitoramento de suas investidas:

- **Monitoramento na aquisição da empresa:** diagnóstico de áreas, revisões de metas, descontinuidade de gestão, substituição de cargos, etc.

- **Monitoramento contínuo:** participação no conselho de administração, monitoramento periódicos de indicadores, alocação de funcionários da organização gestora na empresa investida, substituição de cargos, auxílio na estruturação de operações com fornecedores, bancos e clientes.
- **Nas decisões extraordinárias:** mudanças estratégicas como *turnarounds* e *joint ventures*.

Para que seja possível sua participação ativa no monitoramento das empresas investidas, os gestores costumam participar do Conselho de Administração das empresas.

Observa-se, dessa forma, o surgimento de uma nova classe no controle das empresas, os chamados intermediários financeiros. Segundo Folkman, Froud, Johal e Williams (2006) essa classe é constituída por advogados corporativos, bancos de investimento, gestores de fundos de *hedge* e gestores de fundos de PE, que fornecem serviços para empresas e realizam atividades gerenciais, bem como, operações e inovações dentro do mercado de capitais.

Segundo os autores, nas décadas de 20 e 30, a economia mundial presenciou a revolução administrativa, onde o poder das empresas passou das mãos de seus donos para uma nova classe: os gestores assalariados, ocorrendo assim, a separação entre a propriedade e a gestão; e, atualmente, o mercado está presenciando uma nova revolução, onde os intermediários financeiros estão adquirindo posições de liderança nas empresas, parcialmente reduzindo o poder de seus gestores.

2.1.4.5.Preparação e execução de saída

O momento de execução do desinvestimento de uma empresa em portfólio é decidido pela empresa gestora, levando-se em consideração o potencial de crescimento que a empresa investida ainda apresenta e as oportunidades disponíveis para a realização de saída presentes em cada momento. Essa etapa do processo de PE é fundamental para a rentabilidade do fundo e, portanto, deve ser muito bem planejada.

Os principais mecanismos de saída utilizados pelas organizações gestoras são:

- Venda estratégica da empresa (*trade-sale*)
- Liquidação total dos ativos, descontinuidade das operações (*write-off/down*)
- Venda para investidor temporário (*secondary-sale*)
- Recompra pelo empreendedor/gestores (*buyback*)
- Oferta primária de ações (IPO)

Em alguns casos, o momento de saída de um investimento pode ser pré-determinado contratualmente. Diversos mecanismos podem ser utilizados para esse fim, o primeiro é a exigência de abertura de capital da empresa em um determinado prazo, caso isto não seja possível (por condições de mercado adversas, por exemplo) existem diversos mecanismos, que, após um determinado período de tempo, permitem ao investidor financeiro forçar a venda da companhia. Existem ainda situações em que a partir de um determinado tempo transcorrido o investidor financeiro pode exercer uma opção de venda de sua participação na companhia para os outros acionistas a um determinado valor pré-acordado. Finalmente a própria estruturação do instrumento financeiro como dívida conversível em capital próprio ao longo do tempo permite que o investidor recupere o capital empregado em casos em que nenhum dos outros mecanismos funcione (FIGUEIREDO, 2002).

2.1.5. Desenvolvimento do setor no Brasil e no mundo

A atividade de Private Equity surgiu nos EUA em 1946 e na década de 1970 surgiram as primeiras firmas especializadas no formato de *Limited Partnerships*, que se tornou posteriormente a estrutura dominante da atividade de PE.

A indústria de PE apresentou um crescimento expressivo na década de 1980 nos EUA, e recursos de PE financiaram diversas empresas do setor de tecnologia, incluindo a Apple Computers, Cisco Systems, Microsoft e Sun Microsystems (KAMEYAMA, 2001).

Após o *boom* ocorrido nos EUA, a indústria de PE passou a se expandir e adquiriu um status global. Durante a década de 80, as atividades de PE se desenvolveram em diversos países, destacando-se os países da Europa Ocidental.

No Brasil, a atividade surgiu no início dos anos 80 e a primeira organização de PE brasileira, Brasilpar, foi fundada em 1975, quando o modelo norte-americano de PE estava em fase final de configuração e começava a atrair importantes somas de capital. Apesar da enorme diferença em relação aos EUA, o Brasil integra o grupo de países emergentes pioneiros na implantação de suas indústrias de PE (RIBEIRO, 2005).

Com as oportunidades nascidas no Plano Real, as atividades de PE no Brasil se institucionalizaram, a partir da primeira regulamentação do setor. O cenário econômico tornou

o ambiente de negócios atrativo para os investidores de PE, que elegeram este veículo como adequado para investimentos nas privatizações (ABVCAP, 2009). O pico desse período ocorreu em 2000, quando 13 organizações entraram no mercado (RIBEIRO, 2005).

Os fundos de pensão estão apostando cada vez mais recursos neste setor, o que é de grande importância, visto que os fundos internacionais tiveram papel fundamental no desenvolvimento da indústria nos EUA e em outros países desenvolvidos.

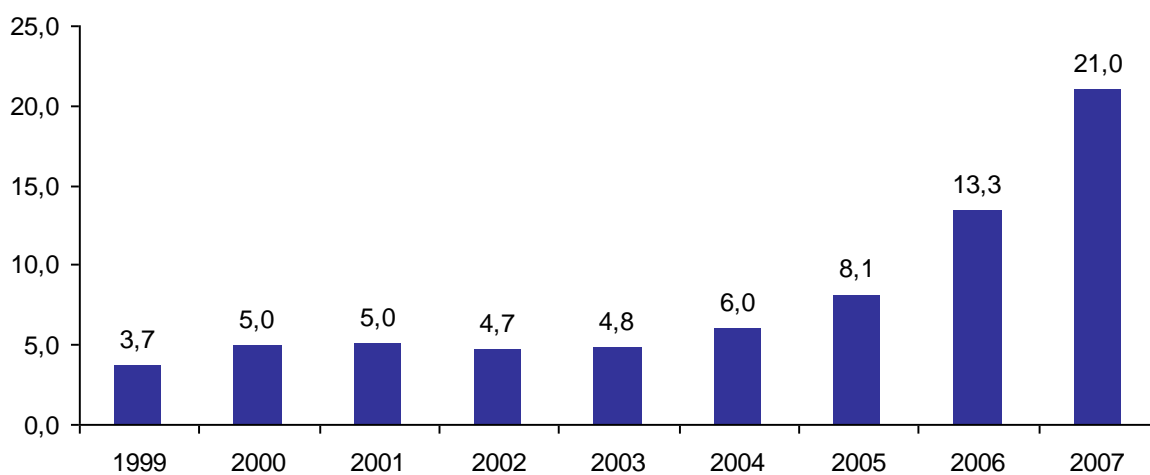


Figura 3 - Evolução do capital comprometido alocado ao Brasil

(Fonte: GVcepe e Elaboração da Autora)

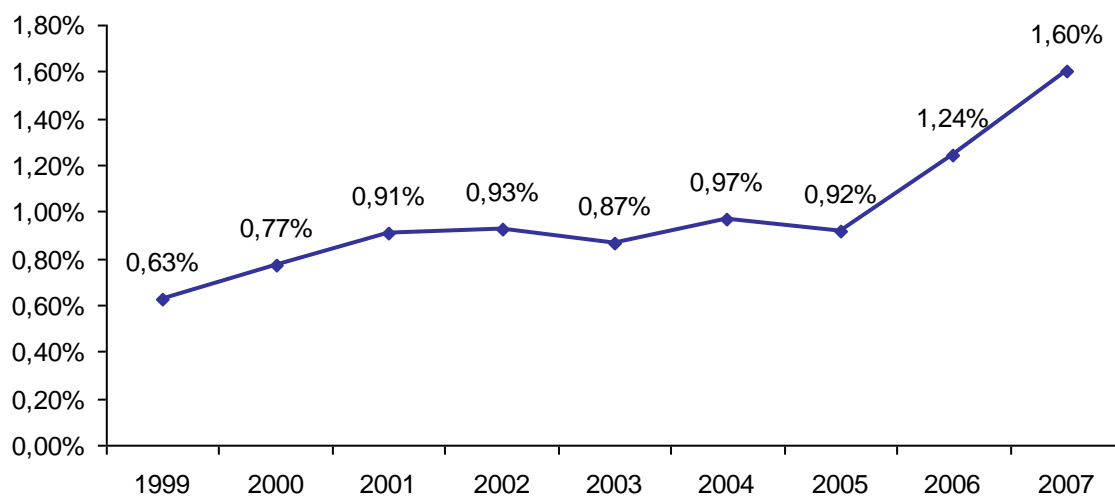


Figura 4 – Evolução do capital comprometido alocado ao Brasil como percentual do PIB brasileiro

(Fonte: GVcepe e Elaboração da Autora)

Nos últimos anos, o setor de PE apresentou um crescimento bastante significativo, conforme pode ser observado nas Figuras 3 e 4. O capital comprometido alocado ao Brasil cresceu à taxa média de 24,2% a.a. de 2004 a 2007.

No Brasil, o governo não apresenta atuação direta significativa como organização gestora, no entanto, sua participação como investidor em veículos de investimentos e como formador de políticas setoriais tem sido de grande importância para o desenvolvimento do setor de PE.

As primeiras ações realizadas pelo governo para o desenvolvimento da atividade de VC datam de 1974, por meio de programas do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e, em 1976, pela Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP).

O BNDES atua por meio de dois programas: BNDESPar Private Equity e BNDESPar Venture Capital. E desde então o BNDES investiu em 33 veículos de investimentos, entre Private Equity, Venture Capital, PIPE e Mezanino, que totalizam 1,5 bilhões de reais de capital comprometido pelo banco (em média aproximadamente 20% do total dos veículos), dos quais já foram desembolsados aproximadamente 0,6 bilhões de reais (GVCEPE, 2008).

Além disso, recentemente o BNDES lançou o Fundo de Investimentos CRIATEC, o qual é gerido pela gestora de fundos Antera Gestão de Recursos S.A., e é destinado à aplicação em empresas inovadoras em estágio inicial.

A FINEP, por sua vez, é uma empresa pública vinculada ao Ministério da Ciência e Tecnologia que tem como objetivo promover e financiar a inovação e a pesquisa científica e tecnológica em empresas, universidades, institutos tecnológicos, centros de pesquisa e outras instituições públicas ou privadas, mobilizando recursos financeiros e integrando instrumentos para o desenvolvimento econômico e social do País. (FINEP, 2009).

Outro passo importante para a indústria de PE trata-se da criação do Bovespa Mais, em 2006, idealizado para tornar o mercado acionário brasileiro acessível a um número maior de empresas, em especial, àquelas que sejam particularmente atrativas aos investidores que buscam investimentos de médio e longo prazo e cuja preocupação com o retorno potencial sobrepõe-se à necessidade de liquidez imediata (BM&FBOVESPA, 2009).

Assim, a indústria de PE no Brasil pode ser considerada como recente se comparada à americana, mas evoluiu de forma consistente ao longo dos últimos anos, beneficiada, principalmente, por um cenário econômico favorável e boas opções de saída. Cabe agora

analisar como a recente crise financeira afetou tal desenvolvimento, conforme será realizado nos Capítulos 4 e 5.

2.1.6. Críticas à atividade de Private Equity

Em julho de 2008, o *Service Employees International Union* (SEIU), sindicato de trabalhadores presente nos Estados Unidos, Canadá e Porto Rico, mobilizou protestos em 100 cidades de 25 países com o seguinte intuito: recuperar a economia das organizações de *buyout*. Segundo o *website* de divulgação do protesto, organizações de *buyout* teriam cortado drasticamente salários e destruído empregos, enquanto ganhavam bilhões de dólares usando oportunidades do sistema de taxaço para pagar menores impostos.

A partir do crescimento vertiginoso do setor de PE em diversos países do mundo nas últimas décadas, a atividade passou a chamar a atenção de todo o mercado, e assim, cresceram também as críticas dos opositores; dessa forma, manifestações como a descrita anteriormente, bem como críticas divulgadas pela mídia, passaram a ser frequentes.

Uma das principais críticas à atividade de PE refere-se à cultura de gerenciamento temporário. Para a reestruturação das empresas e geração de valor nestas, os gestores do capital de risco geralmente cortam custos, encerram as operações pouco ou não lucrativas, expandem as mais lucrativas, demitem funcionários, revêm a divisão de tarefas, otimizam funções e alavancam o negócio por meio de dívidas, o que certamente irá aumentar os retornos financeiros no curto prazo. Porém algumas destas ações, quando não realizadas de forma estruturada e consciente, podem condenar o futuro da empresa, principalmente após a venda desta e troca da equipe gestora. A crítica tarja estas ações como “*asset stripping*” (saqueadoras de ativos), por explorar a parte produtiva e não dar atenção à perpetuidade da empresa, já que neste momento, nem os gestores nem os investidores do PE estarão mais dependendo dos resultados gerados pelo negócio (ASSUMPÇÃO, 2007). Além disso, organizações de PE são ainda acusadas de não respeitar os direitos dos trabalhadores em suas empresas investidas.

De acordo com Froud, Johal, Leaver, Williams (2008) o modelo de negócios da atividade de PE baseia-se na combinação de três mecanismos que privilegiam a organização gestora: alavancagem com o uso de dívida para aumentar retornos de capital para gestores e

investidores, contrato de estrutura de remuneração que privilegia os *general partners* e termos de propriedade que privam os direitos dos provedores de débito e capital.

A questão do endividamento é considerada como sendo um dos maiores problemas da atividade de PE no mundo, as aquisições alavancadas realizadas pelo setor de PE são acusadas de causar efeitos desestabilizadores na economia de forma geral.

O contrato de estrutura de remuneração tradicionalmente é composto por duas parcelas: taxa de administração correspondente a 1,5%-2,5% do valor do capital comprometido do fundo e os chamados “*carried interests*”, a taxa de rentabilidade de aproximadamente 20% dos lucros obtidos com as saídas, dessa forma, a taxa de administração garante um lucro ao *general partner* independentemente de sua performance e essa estrutura é criticada ainda, segundo Montgomerie, Leaver e Nilsson (2008) por deixar todos os custos aos investidores, enquanto questiona-se a afirmação de que tais fundos realmente geram retornos tão superiores em relação aos investimentos em empresas de capital aberto.

Finalmente, os termos de propriedade referem-se aos usuais termos contratuais da atividade de PE que privam os LP dos direitos de saída do investimento e controle operacional e dão pequena ou nenhuma possibilidade de alterar *general partners*.

Froud, Johal, Leaver, Williams (2008) afirmam ainda que esse modelo de negócio encoraja estratégias secundárias para evitar taxaço de impostos, de forma que a razão entre ganhos líquido e bruto de uma organização de PE é aumentada por um tipo de arbitragem institucional em torno de regras de taxaço.

A indústria de PE é criticada ainda por apresentar benefícios não apenas referentes à taxaço, mas também à sua regulamentação. Fundos de PE não seguem a mesma regulamentação que fundos de pensão, que também investem o capital de terceiros (MONTGOMERIE, LEAVER, NILSSON, 2008). Além disso, gestoras de PE não apresentam obrigação de divulgação de informações de suas atividades em suas empresas investidas, diferentemente das empresas de capital aberto.

No Brasil, a crise financeira internacional trouxe à tona a necessidade de a CVM rever as regras que regulam a atividade dos intermediários financeiros no País. Assim, questões referentes à regulamentação do mercado devem ser alteradas no curto prazo; de acordo com o Valor Econômico (31/08/2009), a presidente da CVM afirmou durante painel e entrevista

concedida durante o 4º Congresso Internacional de Mercados Financeiro e de Capitais que a busca por maior regulação e transparência não aborda apenas os fundos de investimento, mas também fundos de PE, VC e *hedge funds*, e tem como objetivo abolir zonas de obscuridade no mercado.

Em resposta a tais críticas, gestores de PE argumentam, principalmente, que suas práticas estão de acordo com a lei, que o setor dá uma contribuição dinâmica à economia e aquisições bem sucedidas podem gerar empregos, além disso, a atividade de PE resolveu problemas de agência em suas empresas investidas.

Independentemente da discussão sobre a autenticidade e fundamentação de tais críticas, as mesmas devem ser analisadas cuidadosamente por aqueles que pretendem participar da indústria, seja como investidor, empresa investida ou como organização gestora, em conjunto com benefícios da atividade também apresentados nesse Trabalho. Além disso, dados a taxa de crescimento do setor, os ganhos exorbitantes de seus gestores, e o impacto do setor sobre a economia, parece razoável existir preocupação por parte de economistas e autoridades financeiras, os quais devem garantir que essa evolução seja realizada de forma prudente.

2.2. A crise financeira

2.2.1. Como tudo começou?

A crise financeira que abalou a economia dos EUA a partir de 2007 e que, posteriormente, atingiu o mundo inteiro, é considerada como a pior crise econômica desde a Grande Depressão da década de 30.

As causas da crise datam de 2001, quando houve o estouro da “bolha da Internet”. De 1995 a 2001 o valor das ações de empresas criadas a partir da Internet, conhecidas como empresas “pontocom” subiram vertiginosamente. Porém, quando os mercados perceberam que os valores dessas empresas estavam supervalorizados, reavaliaram os preços de suas ações e muitas empresas do ramo fecharam, fazendo com que investidores perdessem grandes quantidades de dinheiro.

A partir desse cenário, o Federal Reserve (Fed, o Banco Central americano) passou a reduzir sua taxa de juros, a fim de baratear empréstimos e financiamentos e encorajar consumidores e empresas a voltarem a gastar.

Com um cenário de forte liquidez, alta disponibilidade de crédito e baixas taxas de juros, o setor imobiliário aproveitou a situação e, assim, houve considerável aumento na concessão de crédito com consequente crescimento pela demanda por imóveis, valorizando o valor dos mesmos.

Porém, devido à redução das exigências para se obter um financiamento, observou-se ainda o aumento de concessão de empréstimos para pessoas do segmento *subprime*, pessoas de baixa renda ou caracterizadas por apresentarem histórico ruim de crédito, e que, assim, pagavam taxas de juros mais altas, compensando o maior risco que apresentavam.

Posteriormente, as financiadoras deste segmento começaram a vender essas carteiras para bancos de investimento, eram os chamados títulos lastreados em hipotecas; dessa forma, tais títulos se espalharam por todo o sistema bancário.

A partir de 2004, o Fed começou a aumentar as taxas de juros para combater a inflação nos EUA, e com isso, duas consequências foram observadas:

- **aumento da inadimplência:** os tomadores de dívidas não conseguiam mais pagar suas hipotecas, principalmente aqueles pertencentes à categoria *subprime*. Assim, as companhias hipotecárias que haviam concedido o crédito a esses devedores inadimplentes, ou os bancos e fundos que haviam comprado seus títulos lastreados em hipotecas, deixaram de receber o dinheiro da dívida.
- **queda do preço dos imóveis:** com o aumento da taxa de juros, houve a redução da demanda pelos mesmos, e naturalmente, a redução de seus preços de mercado. Dessa forma, os títulos garantidos pelas hipotecas perderam seus valores.

Iniciou-se assim um sentimento coletivo de insegurança no mercado financeiro, os bancos passaram a não querer emprestar dinheiro entre si e para terceiros com medo da inadimplência. Logo, o crédito sofreu uma desaceleração expressiva no país como um todo e os juros aumentaram, é o chamado *credit crunch* (contração do crédito).

Grupos financeiros perderam grandes quantidades de dinheiro, mas, o acontecimento que provavelmente causou maior pânico dos mercados foi o pedido de concordata do Lehman Brothers, uma das mais prestigiosas instituições de Wall Street, em setembro de 2008, após fracassadas discussões entre bancos e o governo na tentativa de salvar a instituição.

Dessa forma, a crise, que teve início no setor imobiliário, alastrou-se por todo o sistema financeiro, e posteriormente, atingiu toda a economia. Sem oferta suficiente de crédito, a economia dos EUA desaqueceu, com menos liquidez, as empresas e as pessoas físicas encontram dificuldades de financiarem seus projetos, assim, as pessoas compram menos, as empresas lucram menos, menos pessoas são contratadas, e tem-se assim a retração da economia.

2.2.2. A crise no Brasil

Bancos e fundos de diferentes países também foram afetados diretamente, por terem comprado os títulos hipotecários americanos como forma de investimento, mas, no Brasil, os bancos afirmaram não possuir papéis ligados às hipotecas americanas, diferentemente do que ocorreu na Europa.

No entanto, no Brasil, 19% da oferta de crédito tinha origem externa (Revista Veja, 16/09/2009), logo, com a redução da disponibilidade do crédito no sistema financeiro americano e a paralisação gradativa do sistema financeiro mundial, verificou-se a redução da concessão de financiamentos pelos bancos estrangeiros ao Brasil. Assim, a retração no nosso país foi puxada pelo setor industrial, que deixou de ter acesso ao crédito para se financiar. A dificuldade de obter dinheiro foi ainda agravada pela “crise de confiança”, quando, devido às incertezas, aqueles que possuem dinheiro param de emprestar e o dinheiro para de circular na economia.

A economia brasileira encolheu 3,6% no quarto trimestre de 2008 em relação aos três meses anteriores (IBGE, 2009), marcando o pior recuo da série histórica reportada pelo IBGE, iniciada em 1996. Apesar do recuo no quarto trimestre, o PIB (Produto Interno Bruto) do Brasil em 2008 apresentou crescimento de 5,1%, 0,6 p.p. abaixo do crescimento do ano anterior, como pode ser observado na Figura 5.

De acordo com o IBGE (2009), a economia recuou 1,0% e cresceu 1,9% no primeiro e segundo trimestres de 2009, respectivamente.

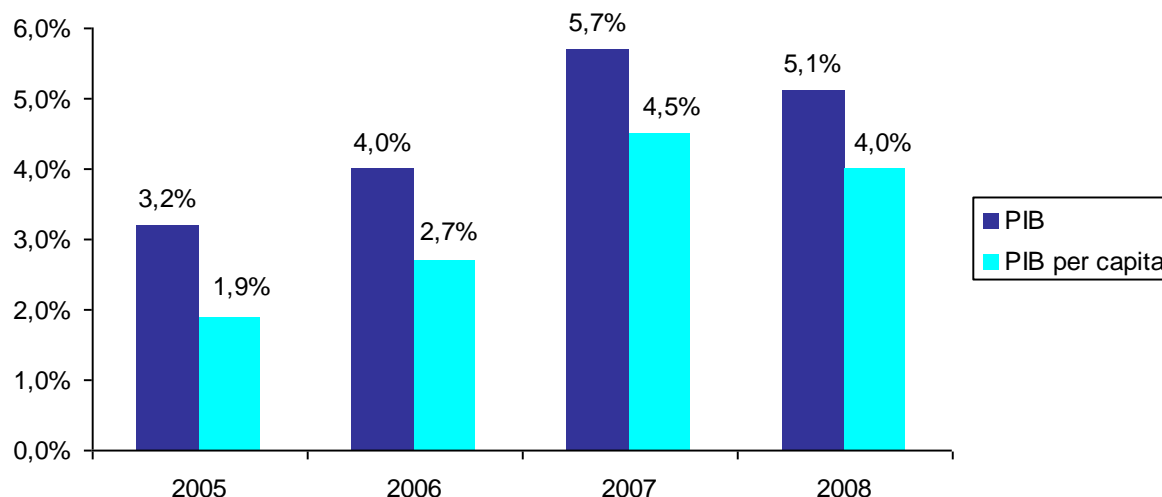


Figura 5 - Evolução do PIB de 2005 a 2008

(Fonte: IBGE e elaboração da Autora)

Nos próximos itens será dada particular atenção aos aspectos da crise no Brasil que de alguma forma causam maior impacto na indústria de PE.

2.2.2.1. Impacto da crise sobre o mercado de crédito

Conforme mencionado anteriormente, a retração das linhas de crédito internacionais afetou o mercado de crédito brasileiro, fato que foi agravado pela “crise de confiança”. Além disso, devido aos prejuízos sofridos com a crise do *subprime*, e perante o cenário de contração de crédito, os bancos internacionais passaram a contrair créditos interfronteiras, pressionando ainda mais a liquidez em países emergentes, como o Brasil.

De acordo com o relatório “A crise internacional e a economia brasileira: o efeito contágio sobre as contas externas e o mercado de crédito em 2008” do IEDI (Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial), publicado em abril de 2009, o crédito concedido pelos bancos privados nacionais e pelos bancos estrangeiros desaceleraram respectivamente, 10,1 p.p e 3,8 p.p. no período de crise financeira. O impacto da contração do crédito atingiu principalmente empresas e bancos de menor porte.

Além da menor disponibilidade de crédito, a crise financeira causou o aumento do custo do crédito no Brasil.

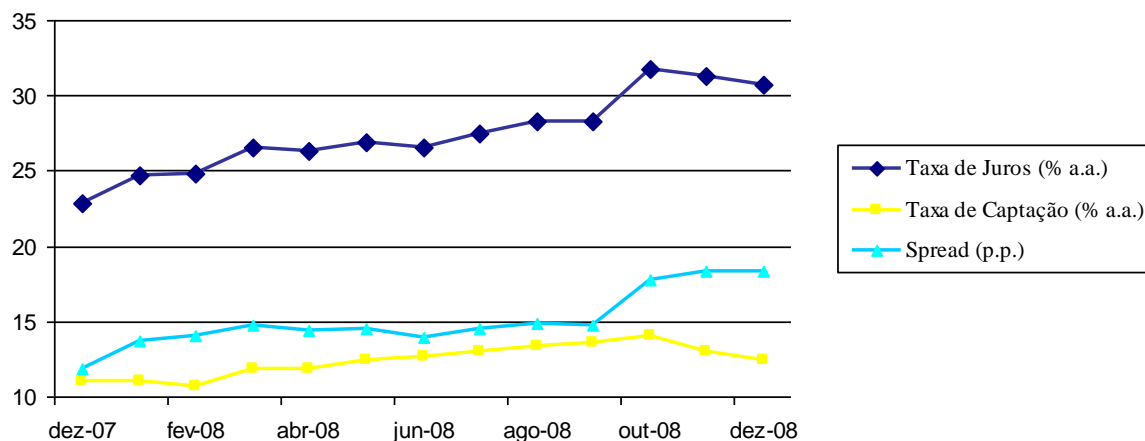


Figura 6 - Taxa de Juros, Taxa de Captação e Spread Bancário para Pessoas Jurídicas

(Fonte: IEDI e elaboração da Autora)

Conforme a Figura 6, a Taxa de Juros média no Brasil para empréstimos concedidos a pessoas jurídicas aumentou 7,8 p.p. entre dezembro de 2007 e dezembro de 2008, de 22,9% para 30,7%. A Taxa de Juros é determinada pela Taxa de Captação dos bancos e pelo Spread bancário; cujos crescimentos no período também podem ser observados na Figura 6.

O *Spread* bancário é a diferença entre os juros cobrados pelos bancos para empréstimos e as taxas pagas pelos mesmos na captação de recursos, logo, quanto maior o *Spread*, maior o lucro que os bancos têm nas operações de crédito. O *Spread* costuma aumentar em períodos de crise e insegurança, pois, com receio de aumento da inadimplência, e consequente aumento dos custos, as instituições financeiras se antecipam, aumentando a margem de ganho com os empréstimos. Segundo a Folha de São Paulo (01/02/2009), o *Spread* bancário brasileiro é o maior do mundo e 11 vezes o dos países desenvolvidos.

A Taxa de Captação, por sua vez, refere-se aos juros pagos pelos bancos para captar recursos e está diretamente relacionada à taxa básica de juros, também chamada de Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia), a qual é definida pelo Copom (Comitê de Política Monetária do Banco Central). A evolução da taxa Selic no referido período pode ser observado na Figura 7.

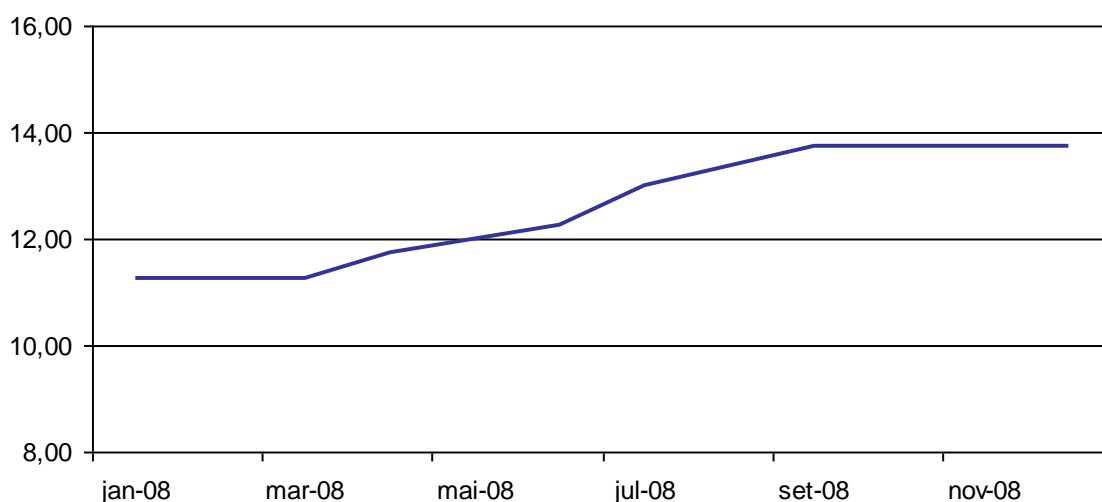


Figura 7 - Taxa Básica de Juros, em % a.a.

(Fonte: Banco Central e elaboração da Autora)

Após esse período, a partir de janeiro de 2009, o Copom realizou cortes na taxa básica de juros para amenizar os efeitos da crise e em setembro de 2009, interrompeu a política de corte de juros e decidiu manter a Selic em 8,75% a.a.

A manutenção da taxa de Selic em 8,75% a.a. representa o menor nível da história da taxa básica de juros, mas, coloca o Brasil ainda em quarto lugar no ranking das economias com juros reais mais altos do mundo, com juro real de 4,4% (Folha de São Paulo, 21/10/2009). Segue abaixo, na Tabela 1 referente aos dez primeiros colocados da lista de juros reais.

Posição	País	Juros Reais
1º	China	6,6%
2º	Argentina	5,0%
3º	Malásia	4,5%
4º	Brasil	4,3%
5º	Indonésia	3,6%
6º	Portugal	2,6%
7º	Hungria	2,5%
8º	Japão	2,4%
9º	Tailândia	2,3%
10º	Bélgica	2,2%

Tabela 1 - Ranking dos primeiros colocados da lista de juros reais

(Fonte: Folha de São Paulo, 21/10/2009)

A taxa de juros para pessoas jurídicas impacta a indústria de PE de diferentes formas, pois, obter financiamento através de bancos, assim como a venda de uma participação da empresa para um fundo de PE, é uma alternativa de captação de recursos que empresas de capital

fechado possuem; além disso, a própria indústria de PE depende do mercado de crédito quando decide realizar uma aquisição utilizando alavancagem.

2.2.2.2. Impacto da crise sobre a Bolsa de Valores

Épocas de crise provocam aversão ao risco, e assim, frente à crise mundial iniciada nos EUA, os investidores do mundo inteiro procuram sair de investimentos de alto risco, como as ações da Bolsa de Valores. Logo, com grande aumento de investidores querendo vender seus papéis, ou seja, com o aumento da oferta, os preços das ações apresentaram forte queda. Além disso, os investidores estrangeiros que aplicavam em mercados emergentes, como o Brasil, vendiam seus papéis para cobrir prejuízos que haviam tido em seus países de origem.

Na Figura 8 observa-se a evolução da pontuação de fechamento do Ibovespa, principal indicador do desempenho das cotações das ações negociadas na Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo), entre janeiro de 2008 e setembro de 2009.

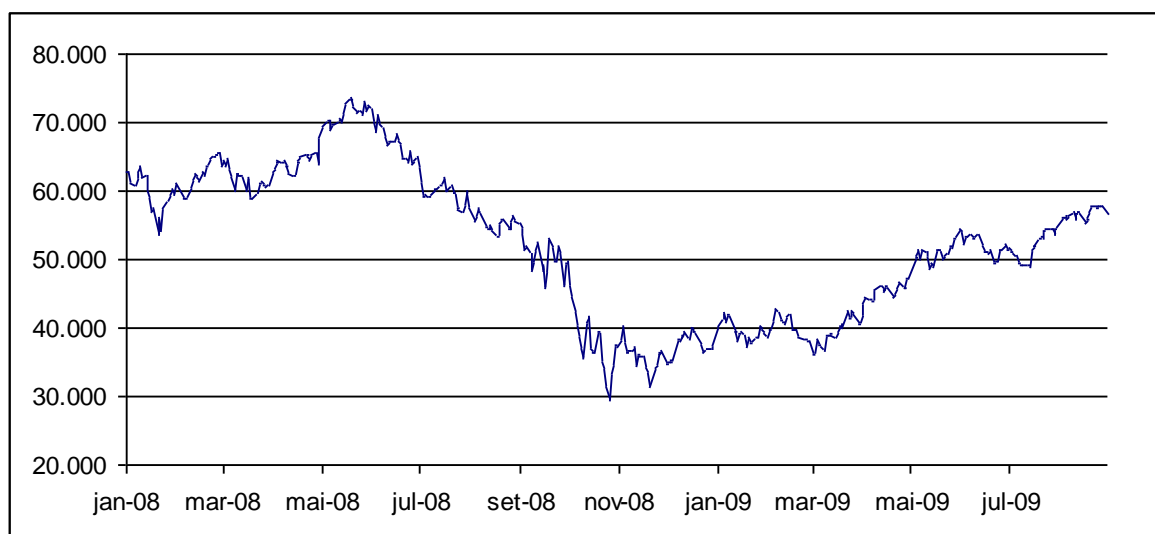


Figura 8 - Evolução do Ibovespa entre janeiro de 2008 e setembro de 2009

(Fonte: BM&FBovespa e elaboração da Autora)

O valor máximo do índice nesse período foi em 20/05/2008, quando o Ibovespa atingiu mais de 73 mil pontos; se comparado ao menor valor do índice no período, abaixo dos 30 mil pontos, em 27/10/2008, tem-se uma redução de 60%.

Assim, o impacto da crise sobre a Bolsa de Valores reflete a aversão ao risco dos investidores, fator que afeta diretamente a indústria de PE, já que este também é um investimento de risco elevado.

O impacto da crise sobre a Bolsa de Valores afetou ainda as estréias das empresas na mesma. Na época de dinheiro farto, as empresas conseguiam captar grandes volumes de recursos no mercado de ações através de abertura de capital, soma-se a esse fator a criação do Bovespa Mais em 2006, citado no item 2.1.5 e a baixa cotação do dólar favorecendo investimentos estrangeiros, e tem-se o chamado *boom* dos IPOs. Em 2007, 64 empresas estrearam na Bolsa de Valores, captando um volume total de 55,6 bilhões de reais (BM&FBovespa, 2009).

No entanto, perante a crise financeira e o menor interesse por investimentos de alto risco, em 2008 houve apenas quatro IPOs. Em 2009, quatro IPOs foram realizados até o final do mês de outubro, conforme pode ser observado na Figura 9.

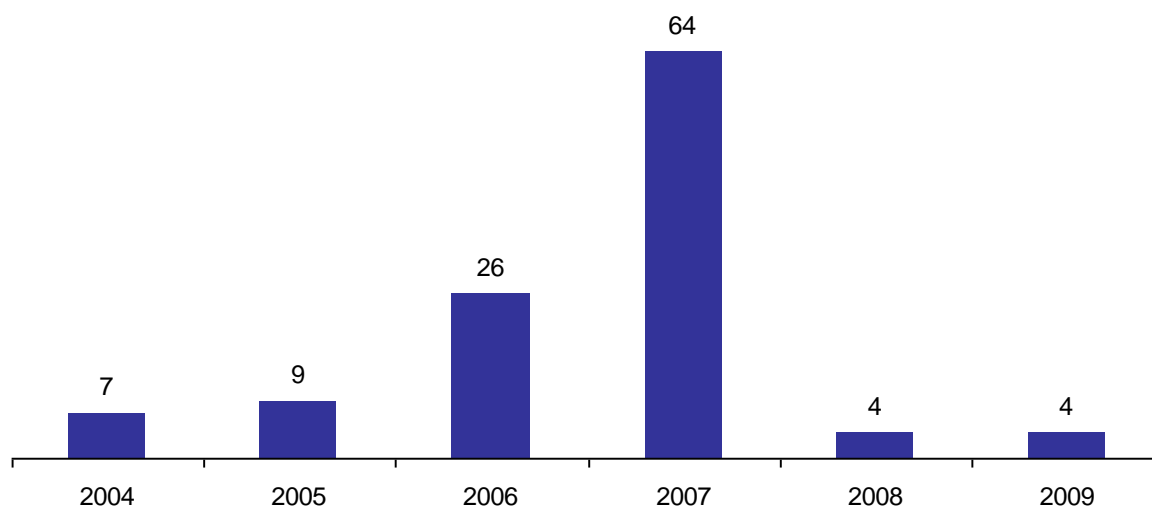


Figura 9 - Quantidade de IPOs de 2004 a 2009 na Bovespa

(Fonte: BM&FBovespa e elaboração da Autora)

A abertura de capital é uma importante forma de desinvestimento utilizada pelas organizações gestoras de PE para liquidar totalmente ou parcialmente suas participações nas empresas investidas. Conforme pode ser observado na Figura 10, em 2006 e no primeiro semestre de 2007, o volume captado em ofertas públicas de ações na Bovespa de empresas com a participação de recursos de PE foi superior ao volume captado de empresas sem a participação de organizações gestoras de PE.

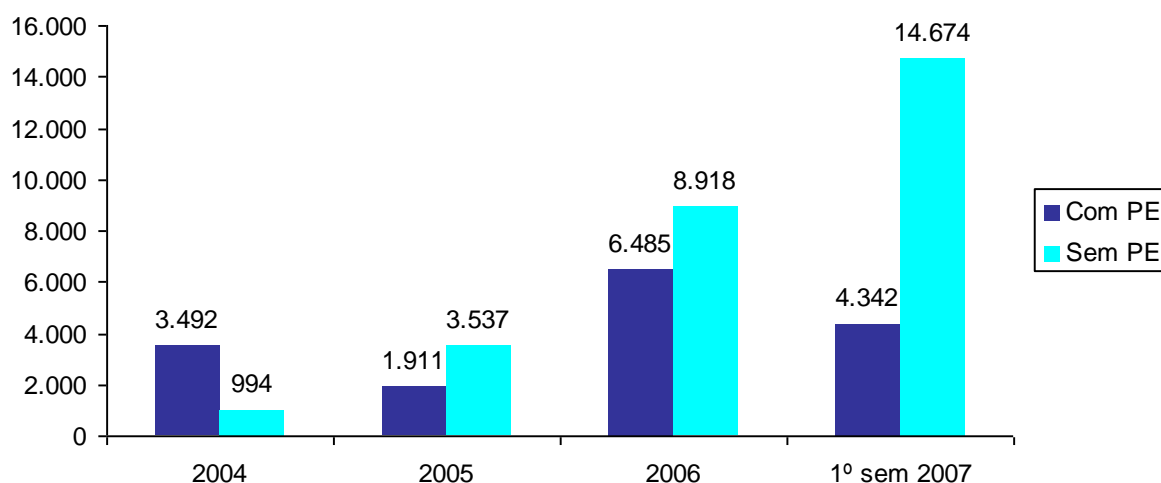


Figura 10 - Volumes captados em IPOs na Bovespa (em milhões de reais)

(Fonte: Revista Valor Financeiro, set. 2007)

2.2.2.3. Impacto da crise sobre a cotação do dólar

Acompanhando a queda da Bolsa de Valores, que reflete a menor demanda por ativos de alto risco, tem-se o aumento da demanda por investimentos considerados mais seguros, como a moeda americana, uma vez que, o dólar não tem o mesmo risco de desvalorização que as ações de uma empresa, que pode eventualmente, falir e causar grandes prejuízos. Com a alta procura, tem-se a elevação da cotação do dólar.

A Figura 11 mostra a evolução da cotação do dólar ante o real de janeiro de 2008 até setembro de 2009.

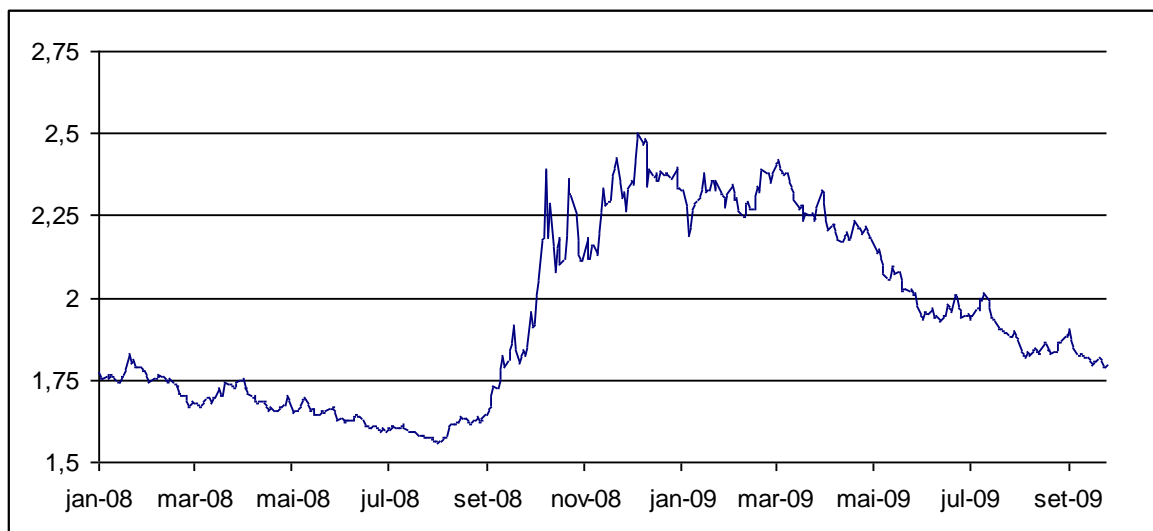


Figura 11 - Evolução da Cotação do Dólar em Reais

(Fonte: Banco Central e elaboração da Autora)

Conforme pode ser observado, o dólar teve alta de cerca de 60% em relação à moeda brasileira entre agosto e dezembro. Atingindo o seu valor máximo de fechamento em 05/12/2008, cotado a 2,50 reais.

Perante a crise, o Banco Central realizou uma série de leilão de dólares com o objetivo de aumentar a oferta da moeda americana para reduzir a pressão da demanda sobre a cotação do dólar.

A cotação do dólar ante o real impacta a indústria de PE na medida que uma parcela significativa do capital comprometido em PE no Brasil provém de investidores estrangeiros.

2.3. Revisão teórica em Contabilidade

Para a realização do Capítulo 5, referente ao Estudo de Caso da GP Investments, serão analisadas as demonstrações financeiras da companhia a partir de seus resultados públicos.

As demonstrações financeiras são elaboradas para serem usadas pela administração de empresas para controle e planejamento internos e, em determinados casos, para fornecer a terceiros informações sobre a empresa que possibilitam a realização de análises financeiras, incluindo variações ocorridas durante certo período de tempo, e, conseqüentemente, permitem a análise do desempenho da entidade.

As empresas de capital aberto devem disponibilizar suas demonstrações financeiras a seus acionistas trimestralmente. Além das demonstrações financeiras, os resultados publicados pelas empresas costumam conter ainda informações adicionais referentes ao desempenho da empresa, análises dos resultados e explicações de certos valores presentes nos demonstrativos financeiros.

Por essa razão, nesse trabalho serão analisados os resultados de uma organização de PE de capital aberto, de forma que, a partir das demonstrações financeiras e das informações relativas ao desempenho fornecidas trimestralmente será possível analisar o impacto da crise financeira sobre a companhia.

As demonstrações financeiras que serão analisadas nesse trabalho são: (i) o balanço patrimonial e (ii) o demonstrativo de resultado.

2.3.1. O Balanço patrimonial

O Balanço é a demonstração contábil que tem por finalidade apresentar a situação patrimonial da empresa em dado momento, dentro de determinados critérios de avaliação. É a demonstração que encerra a sequência de procedimentos contábeis, apresentando de forma ordenada os três elementos componentes do patrimônio: Ativo, Passivo e Patrimônio Líquido (IUDÍCIBUS et al., 1998).

- **Ativo:** De acordo com a International Accounting Standard Board, o ativo pode ser classificado como tudo que uma empresa ou pessoa possui que pode ser convertido em dinheiro. Uma vez que esse grupo inclui também coisas intangíveis como, por exemplo, ações, marcas, patentes, etc., que não possuem um valor claro, ativo pode ser classificado também como um benefício econômico provável futuro obtido ou controlado por uma empresa ou pessoa como resultado de uma transação anterior ou evento (AURICCHIO, 2008).
- **Passivo:** O passivo compreende os recursos que a empresa deve pagar a terceiros, através de dívidas levantadas para realizar sua atividade.
- **Patrimônio Líquido:** Iudícibus et al. (1998) explica que o Patrimônio Líquido é definido como a diferença entre o valor do Ativo e do Passivo de uma entidade, em

determinado momento e pode ser proveniente das seguintes fontes: investimentos efetuados pelos proprietários e lucros acumulados na entidade como fonte adicional de financiamento.

Uma distinção importante deve ser feita entre ativos e passivos de curto e longo prazo. Os ativos circulantes e os passivos circulantes são de curto prazo. Isso quer dizer que se espera que sejam convertidos em caixa (ativos circulantes) ou pagos (passivos circulantes) no prazo máximo de um ano. Todos os outros ativos e passivos, juntamente com o patrimônio dos acionistas, que se espera ter duração infinita, são considerados itens de longo prazo, ou permanentes, porque devem ficar nas contas da empresa por prazo superior a um ano (GITMAN, 2006).

Segue a seguir um esquema ilustrativo de como é apresentado o Balanço Patrimonial de uma empresa.

Balanço Patrimonial	
Ativo	Passivo e Patrimônio líquido
Ativos circulantes	Passivos Circulantes
Caixa	Contas a pagar
Títulos negociáveis	Títulos a pagar
Contas a receber	Despesas a pagar
Estoques	
Total dos ativos circulantes	Total dos passivos circulantes
Ativos permanente	Exigível de longo prazo
Terrenos e edificações	
Máquinas e equipamentos	Total dos passivos
Móveis e utensílios	Patrimônio líquido
Veículos	Ações preferenciais
Outros	Ações ordinárias
	Ágio na emissão de ações ordinárias
Total do ativos permanentes	Reserva de lucro
	Total do Patrimônio Líquido
Total dos ativos	Total do passivo e patrimônio líquido

Figura 12 - Esquema ilustrativo de Balanço Patrimonial

(Fonte: Gittman, 2006 e Elaboração da Autora)

Para fins de análise será utilizado nesse trabalho um Balanço Patrimonial Comparativo, que consiste na apresentação comparativa dos valores de um exercício encerrado com os do imediatamente anterior. Dessa forma, poder-se-á realizar uma análise das contas do balanço

de uma companhia de PE após um trimestre cujos resultados foram impactados pelos efeitos da crise financeira.

2.3.2. Demonstrativo de Resultado

A demonstração do resultado do exercício fornece uma síntese financeira dos resultados operacionais da empresa durante certo período. São mais comuns aquelas que cobrem o período de um ano, com encerramento em uma data especificada, geralmente 31 de dezembro do ano civil (GITMAN, 2006).

Portanto, o demonstrativo de resultado refere-se às operações realizadas pela empresa durante um período de tempo, diferentemente do Balanço Patrimonial, que demonstra a situação patrimonial da empresa em um instante de tempo.

No demonstrativo de resultado sobressai um dos valores mais importantes às pessoas interessadas na empresa, o resultado líquido do período, Lucro ou Prejuízo. Ao mostrar como se formou o lucro ou o prejuízo, esclarece muitas das variações do patrimônio líquido, no período entre dois balanços (IUDÍCIBUS et al., 1998).

Segue a seguir, na Figura 13, um esquema ilustrativo de como é apresentado o demonstrativo de resultado de um exercício e quais os itens nele presentes:

Demonstrativo de Resultados
Receita Bruta de Vendas
Mercadorias
Serviços
(-) Impostos sem vendas
(=) Receita líquida de vendas
(-) Custo Mercadorias e Serviços Vendidos
(=) Lucro Bruto
(-) Despesas Operacionais
Despesas com Vendas
Despesas Administrativas
Despesas Financeiras Líquidas
(=) Resultado Operacional
(-) Despesas não-operacionais
(+) Receitas não-operacionais
(=) Resultado antes do Imposto de Renda
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social
(-) Participações no Resultado
(=) Lucro Líquido

Figura 13 - Esquema ilustrativo de Demonstrativo de Resultados

(Fonte: IUDÍCIBUS et al., 1998 e Elaboração da Autora)

2.3.3. Divergências entre critérios contábeis

É importante destacar que cada país apresenta suas próprias práticas contábeis. No Brasil, a elaboração das demonstrações financeiras é regida pela Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e os procedimentos são comumente denominados BR GAAP.

No entanto, no Estudo de Caso que será realizado no Capítulo 5 serão analisadas as demonstrações financeiras da GP Investments, uma organização de PE de capital aberto com sede fora do Brasil, e que elabora suas demonstrações tendo como base o US GAAP.

O US GAAP (*United States Generally Accepted Accounting Principles*) refere-se aos procedimentos utilizados na elaboração das demonstrações financeiras para empresas dos EUA.

De acordo com Loureiro e Dias, 2005, as principais divergências entre o US GAAP e o BR GAAP referem-se à valorização de estoques; contratos de longo prazo; imobilizado; incentivos governamentais; arrendamento; consolidação e investimentos em subsidiárias e afiliadas; e empreendimentos em fase pré-operacional.

As análises de demonstrações financeiras realizadas no Capítulo 5 serão realizadas a partir dos resultados divulgados pela empresa em US GAAP, sem ter como objetivo comparar as diferentes práticas contábeis, mas sim, analisar de que forma os valores presentes nos demonstrativos financeiros se alteraram ao longo do período da crise financeira.

3. MATERIAIS E MÉTODOS

Neste capítulo serão descritos os materiais e métodos utilizados para a realização desse trabalho, ou seja, de que forma foram obtidas as ferramentas e informações que permitirão a solução do problema proposto.

Inicialmente foi realizada uma pesquisa bibliográfica referente ao setor de PE e sobre a crise financeira mundial.

Realizou-se, então, um levantamento de dados primários e, posteriormente, um levantamento de dados secundários, cuja análise conjunta permitiu a realização do panorama da indústria de PE frente à crise, incluindo a realização de um Estudo de Caso, cujos resultados serão expostos nos Capítulos 4 e 5 desse trabalho.

3.1. Levantamento de dados primários

3.1.1. Escopo

O levantamento de dados primários tinha como objetivo a obtenção de informações sobre o impacto da crise no setor de PE brasileiro que não envolvam valores de operações, como resultados financeiros ou retorno de investimentos. Essa restrição foi determinada para aumentar a probabilidade de resposta por parte das organizações.

Foi então elaborado um questionário para ser enviado às gestoras de fundos de PE, o qual é composto por dois blocos; o primeiro destina-se à caracterização da empresa e do entrevistado, o segundo, por sua vez, contém as perguntas referentes ao impacto da crise na organização e é dividido em 5 partes, com o intuito de analisar as consequências da crise e as oportunidades geradas por esse período em cada fase do processo de PE; esse segundo bloco contém 26 questões.

Para responder ao questionário, foi solicitado que os entrevistados considerassem apenas as atividades de PE desenvolvidas pela organização no Brasil, e, além disso, que considerassem como “período de crise financeira” o período compreendido entre 01/01/2008 e 31/05/2009.

O questionário pode ser visualizado no Apêndice A.

3.1.2. Coleta de dados

Foram consideradas para a coleta de dados primários, todas as organizações gestoras de PE que tinham atuação no Brasil e escritório fixo no país, no momento da realização do levantamento, em abril de 2009.

Para a realização do levantamento de dados, foi elaborado um mapeamento de todas as organizações gestoras de PE com escritório no Brasil. Esse mapeamento teve como bases: a lista de empresas presente na tese de mestrado "O Modelo Brasileiro de PE/VC" realizada em 2005 por Leonardo Ribeiro, a lista de membros efetivos da ABVCAP presente em seu *website*, a lista da FINEP de empresas de PE/VC e a edição da Revista GazetaInveste de dezembro de 2008.

A partir desse mapeamento e usando as bases citadas, bem como buscas em *websites* de Internet, foi elaborada uma planilha contendo o *website*, os telefones e o endereço eletrônico de cada organização gestora encontrada.

Posteriormente, a autora entrou em contato com a ABVCAP (Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital), solicitando o apoio da Associação para a realização da pesquisa, através da autorização do uso de seu nome ao enviar o levantamento às empresas. E, após alguns contatos, explicação do trabalho, envio de documentos, como currículo da autora, proposta do trabalho, questionário que seria enviado às empresas, entre outros, a ABVCAP aprovou a proposta e em junho de 2009 enviou uma carta de apoio à pesquisa para ser anexada juntamente ao levantamento. Essa carta encontra-se no Apêndice B.

Finalmente, a partir de julho de 2009, foram realizados os contatos com as organizações gestoras. Foram realizadas tentativas de contato por telefone com todas as empresas de PE contidas na planilha, para aumentar as chances de obter respostas ao questionário; após

explicar o projeto, a autora solicitava a permissão para encaminhar o levantamento através de e-mail.

Para as organizações cujo contato por telefone não foi realizado com sucesso, o levantamento era enviado diretamente para o endereço de e-mail da organização, porém em alguns casos, o e-mail não conseguiu ser entregue.

Em todos os casos, era enviado um e-mail contendo uma breve explicação do projeto, o tempo médio de resposta, o prazo de resposta e a garantia de que as informações levantadas seriam analisadas em conjunto e de forma estritamente confidencial.

Dessa forma, 49 tentativas de contato por telefone foram realizadas com sucesso e 88 questionários foram efetivamente enviados. Para comparação, o Panorama da Indústria Brasileira de PE e VC realizado pelo GVcepe publicado em dezembro de 2008, considerou em sua população pesquisada o conjunto de todas as organizações gestoras que tinham atuação no Brasil em 30 de Junho de 2008, independente de ter uma presença física local e foram consideradas 127 organizações gestoras.

Finalmente, foram recebidos 6 questionários respondidos, de julho a outubro de 2009, que serão caracterizados no item a seguir.

3.1.3. Caracterização dos respondentes

Dentre as seis organizações gestoras respondentes da pesquisa, uma está ligada a uma instituição financeira e cinco pertencem à categoria “Organização de PE/VC independente”.

No que concerne ao país de origem, cinco das organizações tem origem brasileira e uma possui origem estrangeira.

O número de fundos de PE geridos pelas organizações varia de um a dois fundos e o número de empresas no portfólio varia entre zero e doze.

Finalmente, o total do capital comprometido para o Brasil no ano de 2008 gerido apresenta grande variação entre as organizações respondentes. O valor do maior capital comprometido entre os respondentes é mais de trinta vezes superior o valor do menor capital comprometido.

3.2. Levantamento de dados secundários

Conforme comentou Ribeiro, 2005, a realização de pesquisa em PE é uma atividade repleta de obstáculos e a obtenção de dados é o principal deles, pois, tendo em vista o caráter privado das transações que realizam, gestores são avessos à divulgação de informação.

Ainda assim, o levantamento realizado nesse trabalho conseguiu obter seis respondentes. No entanto, como mencionado acima, a coleta de dados primários tinha como foco a obtenção de informações referentes ao impacto da crise que não envolvessem valores de operações; e, como alternativa para a análise de tais dados, decidiu-se analisar os resultados públicos de uma organização de capital aberto, através de um Estudo de Caso.

A organização escolhida foi a GP Investments, por ser uma organização de capital aberto focada apenas na gestão de fundos de PE, de forma que a análise de seus resultados reflete de fato o impacto da crise nesse setor, além de ser líder em PE na América Latina.

As informações referentes à GP Investments foram coletadas a partir de seu *website* na Internet, do Prospecto Definitivo de seu IPO, e dos relatórios trimestrais e anuais publicados na seção de Relações com Investidores, também presente em seu *website*.

A autora entrou ainda em contato com a GP com intenção de obter uma entrevista ou respostas ao questionário realizado no levantamento de dados primários, mas o Departamento de Relações com Investidores da companhia informou que a GP não responde a pesquisas acadêmicas.

Além disso, por se tratar de um tema atual, a bibliografia referente à crise financeira e ao setor de PE perante a mesma é composta ainda de artigos publicados em revistas e jornais, bem como, pesquisas na Internet, artigos acadêmicos e estudos realizados recentemente por empresas de consultoria.

4. O IMPACTO DA CRISE NAS FASES DE ATUAÇÃO DE PE

Através do levantamento de dados primários e secundários descrito no Capítulo 3, foi possível realizar uma análise do impacto da crise no processo de PE, onde serão abordadas as consequências da crise em cada uma das cinco fases de sua atuação, bem como, as oportunidades geradas por esse período.

A partir dessa análise, foi possível verificar ainda como as organizações de PE alteraram suas estratégias perante tais mudanças e quais serão as possíveis consequências da crise para sua atuação no longo prazo.

4.1. Captação de recursos

4.1.1. Frequência de constituição de fundos e tamanho dos fundos

De acordo com a Revista Capital Aberto Especial (06/12/2008), a companhia de investimentos da Universidade de Harvard, detentora de 43 bilhões de dólares sob gestão, planeja vender 1,5 bilhão dos seus 5,16 bilhões de dólares comprometidos com PE; a revista afirma ainda que a escola é apenas uma da série de investidores institucionais que devem se livrar da fatia de PE em 2009.

As Figuras 14 e 15 apresentam o impacto da crise na constituição de fundos de PE, com base em mais de 4.400 organizações gestoras do mundo todo. Observa-se que a captação de recursos foi principalmente reduzida no terceiro trimestre de 2008, quando atingiu seu menor nível desde 2005.

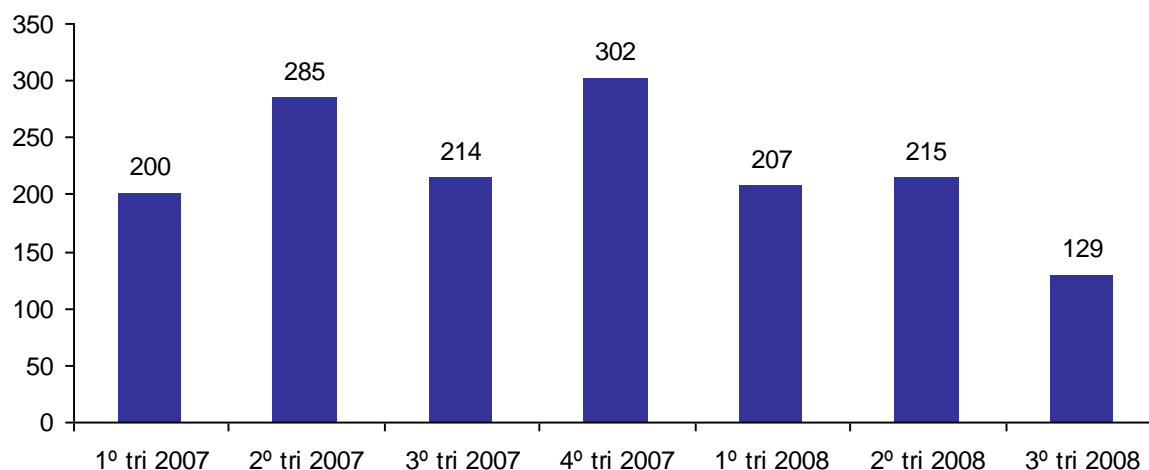


Figura 14 - Número de fundos que encerraram captações de novos fundos, considerando gestoras de todo o mundo

(Fonte: Revista Capital Aberto Especial, 06/12/2008)

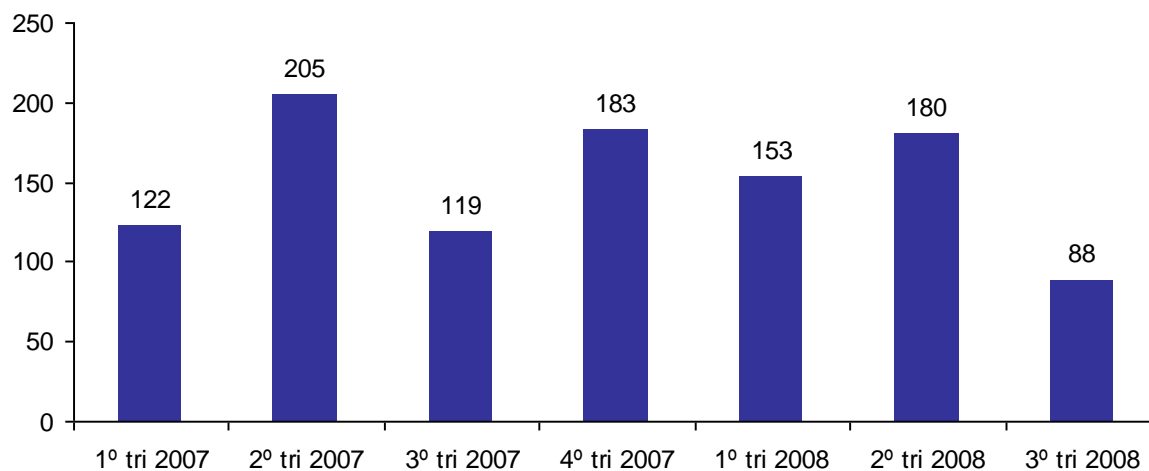


Figura 15 - Volume de recursos captados (em bilhões de dólares), considerando gestoras do mundo todo

(Fonte: Revista Capital Aberto Especial, 06/12/2008)

No Brasil, de acordo com o “Panorama de PE e VC de 2008”, 27% do capital comprometido total em junho de 2008, era proveniente de fundos de pensão e a segunda classe de investidores com maior participação no capital comprometido, com 13%, refere-se à própria organização-mãe dos fundos. Esses dados sugerem uma menor vulnerabilidade da taxa de captação de recursos no Brasil, visto que os fundos de pensão, são tradicionalmente mais

estáveis e sofrem menor impacto de crises econômicas, se comparadas a Fundos de Investimentos ou Bancos, por exemplo.

No entanto, tal fato não foi suficiente para garantir a continuidade da taxa de crescimento de recursos capitados no período pré-crise financeira. De acordo com a Revista GazetaInveste de dezembro de 2008, em 2007 os fundos de PE captaram cerca de 9,0 bilhões de dólares, ao passo que, até o primeiro semestre de 2008 haviam sido captados apenas 2,6 bilhões de dólares.

No segundo semestre de 2008, os fundos de PE que operam no Brasil se encontravam em processo de captação de cerca de 9 bilhões de dólares, porém, devido à crise, acreditava-se que esse montante seria reduzido para algo próximo a 3 bilhões. (Mundo Corporativo - Nº 23, 2009)

A pesquisas secundárias sugerem que a redução da taxa de crescimento do montante captado deve-se principalmente, à interrupção parcial ou total de captações que estavam sendo realizadas.

Além disso, algumas das captações de fundos que foram concluídas no período tiveram seus montantes reduzidos em relação ao planejamento inicial, conforme ocorreu com um dos respondentes da pesquisa primária. Dentre as seis organizações respondentes do levantamento, três constituíram um novo fundo no período, e em um dos casos, o montante captado foi reduzido em relação ao planejamento inicial, devido à dificuldade de encontrar investidores durante a crise financeira.

A pesquisa secundária sugere que os principais motivos que causaram as dificuldades de captação de recursos foram:

- **Menor interesse por investimentos de alto risco:** com a crise financeira investidores apresentam tendência a buscar investimentos de maior liquidez e retorno conhecido.
- **Redução do patrimônio de fundos investidores, principalmente estrangeiros:** Com a redução do patrimônio dos fundos investidores em PE causada pela crise financeira, os recursos destinados ao Brasil diminuíram. O Jornal Valor Econômico (03/09/2009), dá um exemplo disso: se antes um determinado fundo investidor em PE tinha 4 bilhões de dólares para investir e 10% iam para o Brasil, isso significava que 400 milhões de dólares poderiam ser aplicados em aquisições no país. Supondo-se que, com a crise financeira, o

patrimônio do fundo investidor tenha se reduzido à metade, o país poderia até ter ganhado peso na alocação dos recursos, para 15%, por exemplo, mas isso ainda significaria uma destinação de 300 milhões de dólares, abaixo do patamar pré-crise. De acordo com a matéria do jornal citada, somou-se a isso o fato de que parte dos aplicadores já havia assumido o compromisso de fazer aportes quando houvesse chamada de capital e perante a crise, apresentava dificuldades para cumpri-lo.

Assim, para que esse cenário seja alterado, não basta apenas a melhoria da liquidez da economia, é preciso que os investidores voltem a interessar-se em aplicações de alto risco. No Reino Unido, por exemplo, de acordo com o Financial Times de 22/09/2009, uma pesquisa realizada com 50 organizações inglesas de PE, revelou que 47% dos gestores acreditam que muitos de seus LPs ainda não terão condições, em 2010, de cumprir com seus compromissos de aporte de capital.

Porém, apesar das dificuldades, alguns gestores foram bem sucedidos em captar grandes fundos no período, O Pátria Investimentos, por exemplo anunciou em novembro de 2008, a captação para seu terceiro fundo de PE, num total de 700 milhões de dólares.

4.1.2. Capital estrangeiro

Segundo o “Panorama de PE e VC de 2008”, após uma tendência de redução da participação nos veículos de investimento criados entre 1997 e 2002, os investidores estrangeiros retomaram sua presença nas safras de veículos criados entre 2003 a 2006, em especial nesta última, quando atingiram 65% dos comprometimentos de capital. Ainda de acordo com a pesquisa, a participação na safra dos veículos de PE de 2007 foi reduzida para cerca de 60% e no primeiro semestre de 2008 reduziu-se para pouco mais de 40% do capital comprometido nessa safra.

Perante momentos de turbulência da economia mundial, os investidores costumam focar-se em países emergentes, mesmo assim, a pesquisa de dados secundários sugere que houve redução da participação de capital proveniente do exterior durante a crise financeira, pois, os países desenvolvidos, de forma geral, foram mais afetados pela crise em relação ao Brasil e, conforme analisado no item anterior, mesmo que o peso na alocação dos recursos destinados

ao Brasil tenha aumentado, o montante investido ainda seria inferior se comparado ao período pré-crise.

Em comparação com outros países emergentes, pode-se afirmar que a forte base de investidores institucionais nacionais foi favorável ao Brasil, conferindo uma maior estabilidade e menor exposição à crise internacional.

Entre os países emergentes destacam-se os pertencentes ao BRIC, acrônimo criado para designar os quatro principais países emergentes do mundo: Brasil, Rússia, Índia e China; o BRIC vem sendo foco de atenção para os investidores estrangeiros e entre esses países, o Brasil apresenta destaque.

No último dia do Emerging Markets Private Equity, fórum realizado em março de 2009 em Nova Iorque, os presentes apontaram o Brasil como destino de preferência para investimento nos próximos anos, com 43% das respostas, contra 18% da Índia, 13% da Rússia e 8% da China. Além disso, a pesquisa Emerging Markets Private Equity Survey 2009, realizada em conjunto pela Empea (Emerging Markets Private Equity Association) e pela Collier Capital, aponta o Brasil como país que deve apresentar o maior crescimento de novos investidores em PE e VC nos próximos dois anos. Segundo o levantamento, 28% dos entrevistados esperam aumentar ou iniciar os investimentos no país (Jornal Monitor Mercantil, 15/04/2009).

Observa-se, assim, que esses dados já previam, em março de 2009, o grande fluxo de capital externo que entraria no Brasil alguns meses depois. Segundo a Folha de São Paulo (24/10/2009), o investimento estrangeiro em ações de empresas brasileiras atingiu em outubro de 2009 o maior valor em mais de 60 anos e a entrada de capital estrangeiro em investimentos de renda fixa já havia atingido no final de outubro quase 40 bilhões de dólares, sendo que a previsão do Banco Central para 2009 era de 22 bilhões de dólares.

Esse volume elevado de fluxos de investimentos estrangeiros levou o governo a taxar as operações de estrangeiros com ações e títulos, que começaram a pagar 2% de Imposto sobre Operações Financeiras a partir do dia 20 de outubro de 2009 (Folha de São Paulo, 24/10/2009).

Essa medida do governo reflete a grande preocupação atual das autoridades mundiais: em que momento implementar a estratégia de saída que porá fim ao forte relaxamento fiscal e monetário vigentes? Ou seja, após terem, de forma bem sucedida, salvado a economia

mundial de uma recessão ainda maior, os governos e bancos centrais devem agora decidir quando, e em que ordem, normalizar as taxas de juros e reduzir a liquidez excessiva e quando elevar impostos e reduzir gastos do governo.

Caso não seja revertida, a combinação de política fiscal e de política monetária muito frouxas em algum momento resultará em crise fiscal e inflação descontrolada, podendo ainda possivelmente causar uma nova “bolha”. Portanto, desenvolver uma estratégia de saída é fundamental para que não se inicie uma nova crise financeira.

De qualquer forma, os dados referentes ao aumento dos investimentos externos sugerem que, com a retomada dos mercados mundiais no pós-crise, ou seja, a partir da recuperação dos investidores e do “apetite pelo risco”, o volume de capital estrangeiro investido em PE no Brasil também deve aumentar, bem como sua participação percentual no capital comprometido total. Pode-se concluir, portanto, que há uma perspectiva positiva em relação à captação de recursos estrangeiros em PE e as organizações gestoras devem estar preparadas para aproveitar a oportunidade e absorver esse fluxo de capital.

4.2. Originação e seleção de investimentos

4.2.1. Disponibilidade de capital para realizar investimentos

A Tabela 2, mostra a quantidade de capital comprometido em PE por ano de criação dos veículos de investimento. Observa-se que, em junho de 2008, o setor de PE no Brasil apresentava 42% de seu capital comprometido total ainda não investido, quase 11 bilhões de dólares, cuja maior parte (70%) foi captada nos anos de 2006 e 2007.

Ano de criação	Capital Comprometido	% do capital já investido	Capital Comprometido não investido
1981 a 1993	741	92%	59
1994 a 2000	3.858	92%	309
2001	739	51%	362
2002	227	64%	82
2003	873	66%	297
2004	508	98%	10
2005	1.556	50%	778
2006	6.073	48%	3.158
2007	8.962	50%	4.481
2008 (1º semestre)	2.564	44%	1.436
TOTAL	26.101	58%	10.972

Tabela 2 - Capital comprometido por ano de criação dos veículos (em milhões de dólares)

(Fonte: Revista GazetaInveste de dezembro de 2008 e Elaboração da Autora)

Dentre as seis organizações respondentes do levantamento, cinco afirmaram apresentar capital comprometido disponível para realização de aportes de capital em empresas e estavam buscando oportunidades de investimento e/ou já haviam realizado aporte(s) de capital durante a crise.

Assim, apesar da dificuldade de captação de novos recursos durante o período de crise financeira, o resultado do levantamento e os dados referentes ao capital comprometido não investido total no Brasil sugerem que a falta de recursos não foi um empecilho para a realização de investimentos pelas organizações de PE, graças a captações realizadas antes da crise.

Tal fato pode ser considerado como uma grande vantagem da indústria de PE em comparação a outros setores, visto que, em um momento de baixa liquidez e aumento do custo do crédito, possuir capital é sinônimo de sair na frente e ter melhor posicionamento em uma negociação.

Os setores de PE na Europa e nos EUA também apresentavam um grande montante de capital comprometido não investido, segundo pesquisa realizada pela consultoria Boston Consulting Group em parceria com o IESE Business School, “The advantage of persistence”, publicado em fevereiro de 2008, os setores americano e europeu juntos acumularam ao longo do ano de 2006 aproximadamente 300 bilhões de dólares em capital não investido.

4.2.2. Oportunidades de investimentos

O aporte de capital realizado por uma organização de PE é uma alternativa de financiamento que apresenta vantagens para as empresas, como por exemplo, a não exigência de pagamento de juros ou amortizações, que permite o reinvestimento dos lucros para projetos e consequente crescimento da empresa investida. Além disso, apesar da perda de autonomia na gestão da empresa, tem-se a adição de valor através do monitoramento por parte da organização gestora. Devido a esses fatores, empresas buscam organizações gestoras de PE através de candidaturas espontâneas para receber aporte de capital em troca de participação acionária, sendo essa uma das formas de originação de investimentos, conforme item 2.1.4.2.

Quatro organizações respondentes do levantamento afirmaram que após o início da crise houve aumento da frequência de propostas de investimentos através de candidaturas espontâneas.

Em matéria do Jornal O Estado de São Paulo (25/02/2009), o Pátria Investimentos afirmou que em meio às turbulências, sua equipe de PE viu cerca de duzentos negócios e em tempos normais, esse número era até quatro vezes menor.

Observa-se assim que, a partir da redução do acesso ao crédito no mercado e à inviabilidade de realizar abertura de capital no período de recessão, ocorreu o aumento de interesse por parte das empresas em vender parte de sua participação acionária para fundos de PE.

No período pré-crise, os gestores de PE muitas vezes não conseguiam oferecer para os empresários preços interessantes para comprar participações em suas empresas quando comparados com o montante que era possível captar através de uma abertura de capital na Bolsa de Valores e assim, perdiam negócios. Em entrevista para a Revista Exame (30/10/2008), o responsável no Brasil pelos negócios do Advent afirmou: "Muitas vezes eu sentava para conversar com um empresário e ele me apontava uma pilha de papéis em cima da mesa", "Eram propostas de bancos de investimento para que a companhia lançasse ações na bolsa e ganhasse o dobro do que eu estava oferecendo".

Em 2007, perante o grande número de IPOs na Bovespa, companhias ainda em fase intermediária passaram a preferir ir direto à bolsa captar recursos, em vez de aceitar como sócio um fundo de PE. Além disso, recordes de captações como o da Bovespa Holding, cujas

ações valorizaram mais de 52% em sua estréia, em outubro de 2007, arrecadando mais de 6,5 bilhões de reais (BM&FBovespa, 2009), incentivavam ainda mais as empresas a considerarem a abertura de capital ao invés de vender parte de suas ações a um fundo de PE.

No entanto, conforme analisado no item 2.2, perante a queda dos valores dos ativos da Bolsa, a febre dos IPOs passou. Acrescenta-se a essa questão o fato de que as empresas dificilmente poderiam contar com grandes empréstimos bancários para financiar seus crescimentos e tem-se a oportunidade de investimento para os fundos de PE, que passaram a serem vistos como uma das poucas alternativas para as companhias em buscavam recursos, principalmente para empresas em fase de consolidação, que precisavam rapidamente de recursos para financiar seu crescimento.

Com a crise, 36 empresas adiaram seus projetos de abertura de capital (Jornal Valor Econômico, 03/09/2009). Muitas dessas empresas já haviam até mesmo contratado banco de investimento para realização do IPO quando se viram obrigadas a abandonar os planos. Esse grupo de empresas se tornou particularmente atraente para fundos de PE porque investiram em governança corporativa, como, por exemplo, realizando audição de contas e criação de conselhos, facilitando dessa forma a entrada da organização gestora na empresa.

A rede de farmácias Droga Raia, por exemplo, seis meses depois de desistir do IPO, vendeu 30% do seu capital para os fundos de investimento Gávea e Pragma Patrimônio, que receberam 15% do capital da empresa cada. Outro exemplo é a empresa de construção civil, Direcional, que havia investido 3,2 milhões de reais para realizar a abertura de capital na Bolsa e perante a crise financeira, vendeu 25% do seu capital para a Tarpon Investimentos e recebeu um investimento de 250 milhões de reais. (O Estado de São Paulo, 04/05/2009).

Em relação aos setores nos quais os gestores investem, nenhuma das três organizações respondentes do levantamento que focam seus investimentos em setores específicos da economia, mudou o seu foco devido à crise financeira. Mas, de acordo com pesquisa realizada pela PricewaterhouseCoopers (2009), os setores que apresentaram maior número de investimentos de PE no Brasil de janeiro a maio de 2009 foram: construção civil, TI, alimentos, varejo e educação. Os cinco setores foram responsáveis por 58% das transações no período.

4.3.Estruturação e execução dos investimentos

4.3.1. Empresas inseridas no período

Conforme exposto no item 4.2.1, em junho de 2008, a indústria de PE do Brasil possuía quase 11 bilhões de dólares em capital comprometido não investido, e perante a crise, houve aumento de candidaturas espontâneas por parte de empresas de capital fechado que procuraram as organizações de PE como opção de financiamento. Essas características (capital comprometido disponível e aumento de oportunidades de investimentos) foram observadas, não apenas no Brasil, mas em diversos países que atuam nessa indústria, conforme sugere a pesquisa de dados secundários.

A partir de uma primeira análise desses fatores, poder-se-ia acreditar que os fundos de PE teriam “ido às compras” durante o período de crise com extrema facilidade.

No entanto, o contrário aconteceu, conforme pode ser observado na Figura 16, houve uma redução de 69% do total de capital investido no ano de 2008 no mundo por fundos de PE em relação ao ano anterior.

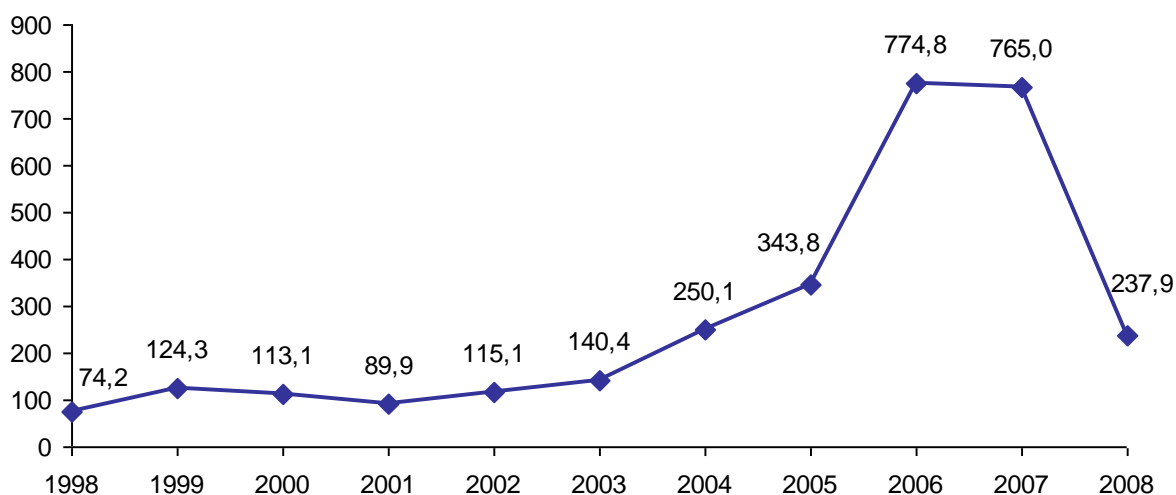


Figura 16 - Capital investido por fundos de PE, considerando países do mundo todo (em bilhões de dólares)

(Fonte: Revista Exame de 19/02/2009 e Elaboração da Autora)

A partir da análise do cenário econômico perante a crise financeira e de pesquisas secundárias, concluiu-se que essa aparente incoerência é justificada pelos seguintes fatores: (i) incertezas macroeconômicas e dificuldade de avaliação de empresas; (ii) diferença de percepção de preço entre vendedor e comprador; e (iii) impossibilidade de desinvestimento através de IPO.

Incertezas macroeconômicas e dificuldade de avaliação de empresas

O cenário econômico instável prejudica as negociações devido à dificuldade de realizar previsões de valores futuros em relação ao mercado e às empresas analisadas. Valores como taxa de crescimento do PIB e taxa de câmbio em relação ao dólar, normalmente são fundamentais na construção de modelos de avaliação de valor de empresas e, perante a crise financeira, analistas se depararam com uma dificuldade muito maior em estimar seus valores futuros.

"Só esta semana, vi três relatórios diferentes de crescimento do PIB. Isso atrapalha o andamento dos negócios", disse o diretor de um fundo de PE em entrevista para o Jornal O Estado de São Paulo (25/02/2009).

Diferença de percepção de preço entre vendedor e comprador

Segundo a Revista Exame, 30/10/2008, a partir do segundo trimestre de 2008, o valor oferecido pelos gestores de PE por companhias brasileiras teria caído 20% em média.

A partir da crise financeira, e da consequente queda dos múltiplos das empresas listadas em Bolsa, os gestores de PE passaram a oferecer valores menores por suas aquisições. No entanto, como em qualquer transação de compra e venda, não basta simplesmente o comprador decidir pagar menos; e, nesse caso, os vendedores de forma geral, apesar da crise, não aceitavam que suas empresas poderiam ter sofrido uma desvalorização tão grande como o mercado estava avaliando. Impedindo, assim, a conclusão de negociações.

Como consequência das incertezas macroeconômicas e da dificuldade de avaliação de empresas, é natural que não existisse um consenso entre os valores calculados por diferentes analistas. Mais do que isso, é natural que os donos das empresas que pretendiam vender parte de seu capital acionário teriam uma visão mais otimista do cenário econômico e avaliassem suas empresas tendo como base uma recuperação do mercado no curto prazo, ao passo que, os compradores, ou seja, os fundos de PE, apresentassem uma visão mais pessimista da

economia, não apenas por desejarem pagar menos por suas aquisições, mas pelo temor de uma futura desvalorização das empresas adquiridas perante um eventual agravamento da crise.

Impossibilidade de desinvestimento através de IPO

Conforme mencionado no item 2.1.4.2, para a seleção dos investimentos a organização gestora deve analisar a viabilidade de realizar-se o desinvestimento de forma rentável em um determinado período de tempo, porém com o impacto da crise sobre a Bolsa de Valores, os gestores de PE não poderiam contar os IPOs como opção de desinvestimento no curto prazo, alternativa que havia se tornado comum no período pré-crise, e não se sabia ao certo quando seria a retomada de tais operações no mercado de capitais; tornando-se assim, um terceiro fator que dificultou a aquisição de empresas no período.

Ainda devido a esses três fatores, segundo fontes da pesquisa secundária, as poucas aquisições que aconteceram durante esse período apresentaram ritmo muito mais lento, e as transações demoraram mais do que o tempo habitual pré-crise para serem concluídas.

Entre os respondentes da pesquisa, quatro organizações inseriram empresas em seus portfólios durante a crise financeira, somando 16 empresas no total; as seguintes fases de aquisição foram citadas: *seed capital*, *start-up*, *expansion*, *later stage* e *acquisition finance*.

O Carlyle, maior fundo de PE do mundo, por exemplo, segundo a Revista Exame (16/04/2009), tinha 40 bilhões de dólares prontos para financiar aquisições e em maio de 2008, o Carlyle fez sua última aquisição relevante, a compra da divisão de consultoria governamental da Booz Allen Hamilton por 2,5 bilhões de dólares e cerca de um ano depois, até a publicação da revista, a gestora não havia mais feito nenhuma aquisição.

É fundamental ressaltar, porém, que assim como uma crise financeira pode gerar grandes perdas, pode gerar também oportunidades de negócios. Entre as quatro organizações presentes no levantamento que adicionaram empresas ao portfólio, uma afirmou que considera que ao menos uma das empresas adquiridas estava subavaliada pelo mercado devido à crise. Esse resultado sugere que, apesar da frequente diferença de percepção de preço entre vendedores e compradores, alguns gestores de PE foram bem-sucedidos em comprar empresas que estavam subavaliadas pelo mercado.

Tem-se assim, uma oportunidade gerada pela crise financeira para os gestores de PE, pois, ao realizar aporte de capital em uma empresa que aceita um valor reduzido oferecido pela compra, seja por acreditar que o valor é justo ou por necessidade de financiamento imediato, se de fato, a empresa estiver subavaliada momentaneamente, após os efeitos da crise seu valor irá aumentar novamente, possibilitando um retorno futuro ainda maior ao investimento realizado.

O desafio em períodos de crise é, portanto, identificar dentre as muitas opções de investimento, as empresas que apresentam alto potencial de crescimento e chances de saídas além do IPO, se, além disso, for possível aproveitar-se do momento para barganhar preços inferiores para a compra, tem-se um bom negócio gerado graças à crise financeira.

4.3.2. Endividamento

Assim como o endividamento pode aumentar os retornos, essa estratégia conhecida como LBO aumenta também os riscos e consequentemente amplifica as perdas em caso de insucesso.

Estudo feito pelo IESE *Business School*, de Barcelona, e pela consultoria *The Boston Consulting Group* (BCG), “*Get Ready for the Private Equity Shakeout*”, em dezembro de 2008, revela que entre 20% e 40% das cem maiores organizações gestoras de PE do mundo que atuam com LBO podem desaparecer até 2011 e o que determinará o impacto que as organizações irão sofrer é o seu posicionamento perante quatro fatores: necessidade de captação de recursos, performance de longo-prazo, “*timing*” das aquisições e desinvestimentos recentes e exposição a indústrias com tendência a “*default*”.

A necessidade de captação refere-se à quantidade de capital comprometido não investido que a organização possui, a performance de longo-prazo irá determinar a preferência dos investidores, o “*timing*” de aquisições e desinvestimentos irá determinar seus retornos e, por fim, a exposição a indústrias com tendência a “*default*” será altamente significativo e refere-se a existência de empresas em portfólio com risco de não honrar com o pagamento da dívida levantada para sua aquisição.

Segundo o mesmo estudo, perante a crise financeira, quase 50% das empresas americanas e europeias que receberam investimento de PE provavelmente não terão como pagar suas dívidas levantadas para sua aquisição, através do chamado LBO. Como consequência, é possível que a instituição que forneceu o empréstimo assuma o controle das empresas, além disso, provavelmente reestruturações significantes nas empresas investidas ocorrerão.

Observa-se, assim, o impacto da crise sobre os fundos alavancados comuns nos EUA e na Europa. Enquanto a oferta de crédito era farta, os grandes fundos internacionais chegavam a realizar aquisições usando até 75% de dívidas, acumulando, dessa forma, ativos que passaram de US\$ 1,8 trilhão em 2003 para US\$ 4 trilhões no final de 2007 (Valor Econômico, 16/01/2009).

Porém, após o *credit crunch*, os gestores de PE estão tendo que se adaptar à nova conjuntura econômica e reavaliar suas estratégias. Como pode ser observado nas Figuras 17 e 18, tanto na Europa como nos EUA, houve significativo aumento de aquisições com dívida entre 2003 e 2007, destacando-se o valor dos LBO nos EUA em 2007, que atingiu 379 bilhões de dólares, refletindo o baixo custo do crédito no período. Observa-se ainda a forte queda do valor das aquisições realizadas com dívida nos três primeiros trimestres de 2008 e sobretudo nos meses de outubro e novembro de 2008, tanto nos EUA como na Europa.

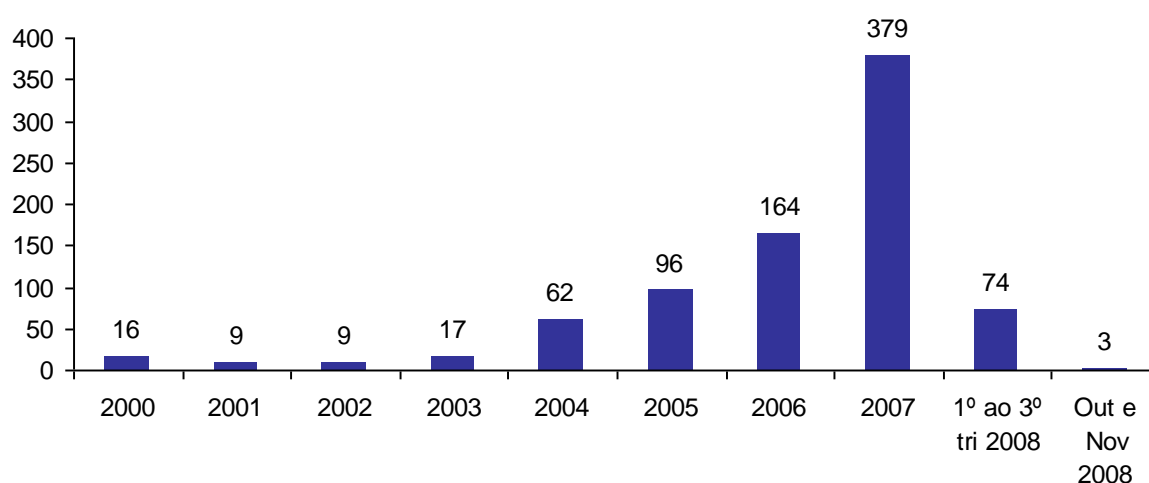


Figura 17 - Evolução de aquisições tipo LBO nos EUA (bilhões de dólares)

(Fonte: BCG e IESE e Elaboração da Autora)

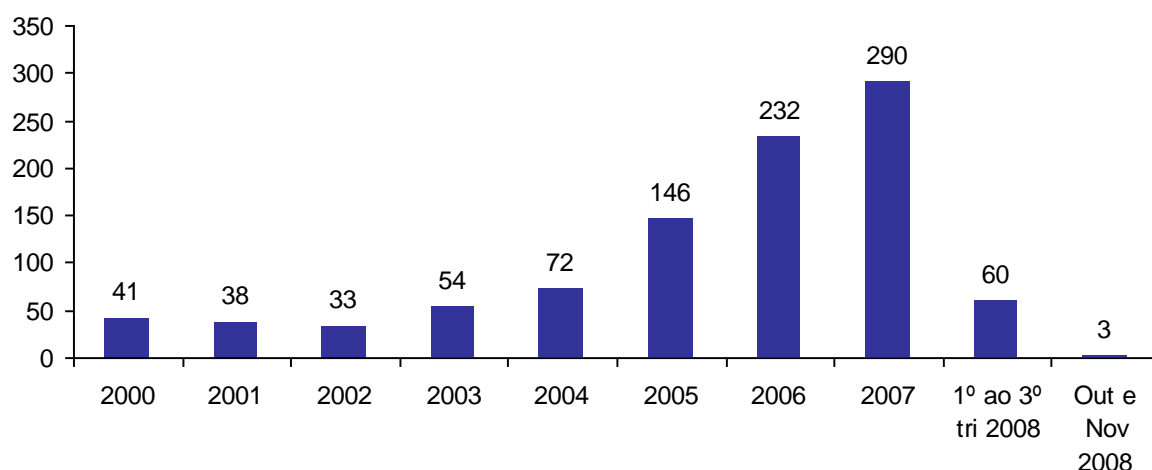


Figura 18 - Evolução de aquisições tipo LBO na Europa (bilhões de dólares)

(Fonte: BCG e IESE e Elaboração da Autora)

E qual a situação do Brasil nesse cenário?

No Brasil, apenas quatro negócios foram feitos com dívida nos últimos três anos (Jornal O Estado de S. Paulo, 25/02/2009). No nosso país, as transações do tipo LBO são pouco frequentes, principalmente devido à escassez de crédito, como foi apresentado no item 2.2; dessa forma, os gestores não conseguiam alavancar dívidas para poder realizar aquisições de grande porte como ocorria nos EUA e na Europa.

Com a crise financeira e a escassez do crédito, a frequência de LBOs no Brasil foi ainda mais reduzida, de forma que os gestores de PE deveriam contar apenas com o dinheiro de seus fundos sem levantar dívidas para aquisição de empresas. Nenhum dos respondentes do levantamento realizou aporte de capital envolvendo alavanagem, como já era esperado.

A redução de negociações alavancadas traz ainda como consequência a redução do tamanho das aquisições. “É irreal dizer que faremos aquisições de 10, 20, 30 bilhões de dólares. Os negócios serão muito menores, de 2 a 3 bilhões de dólares.” disse David Rubenstein, gestor do Carlyle em entrevista para a Revista Exame (16/04/2009). O Carlyle atua com escritório no Brasil há mais de um ano e em março assinou parceria para atuar com o Banco do Brasil. Deve-se ressaltar, porém, que aquisições de 2 a 3 bilhões de dólares são consideradas de grande porte, mas consideradas como pequenas para o Carlyle Group, que tem mais de 81 bilhões de dólares sob gestão (Revista GazetaInveste, dezembro de 2008), mais de três vezes o capital comprometido total no Brasil em junho de 2008.

Portanto, conclui-se que o setor de PE brasileiro foi afetado pela crise financeira de forma muito menos drástica do que o ocorreu nos EUA e na Europa. Ou seja, o que anteriormente era visto como uma desvantagem da indústria brasileira causada por um cenário econômico menos favorável, por fim, tornou-se o fator que salvou os gestores de PE de sofrerem um impacto de proporções muito maiores.

Essas pesquisas sugerem que, apesar da atividade de PE ser oriunda dos EUA e a indústria brasileira de PE ser ainda recente, devido às restrições do cenário econômico brasileiro e aos efeitos da crise financeira, os fundos de PE americanos e europeus tendem agora a se aproximar do modelo brasileiro de gestão de fundos, ou seja, realizar ganhos sem basear-se em arbitragem de dívidas, mas sim, primordialmente através da geração de valor como resultado do aprimoramento de técnicas operacionais e de gestão em suas empresas investidas.

Crises especulativas costumam acontecer em momentos de juros baixos e crédito farto, mais comuns em fases de prosperidade, quando profissionais do mercado e cidadãos comuns se tornam mais propensos a investimentos ousados, buscando lucros mais altos. Assim, a crise financeira ensinou não apenas as companhias hipotecárias americanas, mas também outras indústrias, como a de PE, sobre a importância de contrair dívidas de maneira disciplinada e consciente, não se deixando empolgar por épocas de crédito de fácil acesso.

4.4. Monitoramento dos investimentos

No que concerne ao monitoramento dos investimentos, as cinco organizações gestoras respondentes da pesquisa que apresentam empresas em portfólio (um dos respondentes está em busca de investimentos, mas ainda não apresenta nenhuma empresa investida) afirmaram que houve maior frequência de interações dedicadas ao monitoramento das empresas durante o período de crise. Este resultado indica que possivelmente essa fase do processo de PE tenha demandado mais tempo, e consequentemente maiores custos para as organizações gestoras.

Analisaremos a seguir os principais fatores que levaram a um maior monitoramento das empresas em portfólio.

4.4.1. Revisão de metas originais das empresas investidas

Conforme mencionado anteriormente, quatro respondentes da pesquisa realizaram aportes de capital durante o período de crise financeira. Dentre essas organizações, três afirmaram que houve revisão das metas originais, elaboradas durante o *due diligence* das empresas adquiridas (processo de análise e avaliação detalhada dos documentos contábeis e jurídicos, tradicionalmente realizadas em empresas que estão sendo vendidas), com a participação da organização gestora, e todas afirmam que tais revisões de metas foram motivadas pelas mudanças no cenário econômico causadas pela crise financeira.

Segundo pesquisa realizada pela GVcepe em parceria com a gestora Value Partners em agosto de 2006, “Private Equity/Venture Capital: gestão estratégica e monitoramento das empresas do portfólio”, as revisões de metas das empresas adquiridas não são frequentes, ocorrendo em aproximadamente 45% dos casos. A Figura 19 mostra os motivos que levam as gestoras a realizarem a revisão de metas de suas empresas.

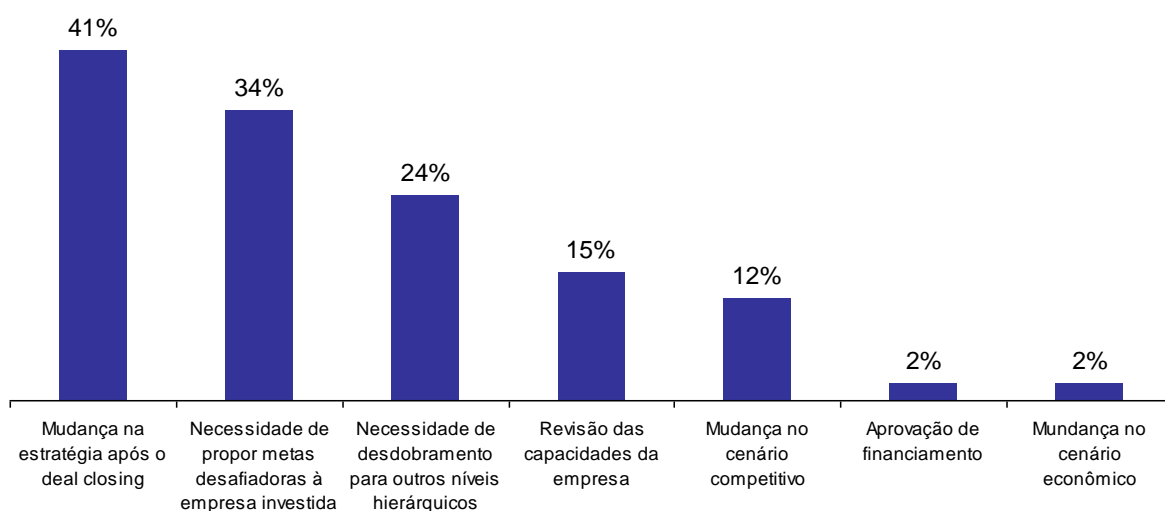


Figura 19 - Frequência dos motivos que levam gestoras a realizar revisão de metas de empresas

(Fonte: GVcepe e Value Partners e Elaboração da Autora)

Logo, observa-se que as revisões de metas, quando ocorrem, são motivadas por fatores internos às empresas, como motivos estratégicos, organizacionais ou de gestão; e, em apenas 2% dos casos, as revisões de metas são motivadas por mudanças no cenário econômico.

Portanto, o levantamento realizado nesse Trabalho sugere que, apesar de serem raros os casos em que ocorrem revisões de metas no momento de entrada em um investimento devido a

alterações no cenário econômico, a crise financeira causou impactos na economia de proporções suficientemente grandes para que gestores considerassem necessário revisar as metas das empresas adquiridas.

4.4.2. Monitoramento em atividades internas dos investimentos

A pesquisa realizada pela GVcepe em parceria com a Value Partners revelou ainda que 70% das organizações gestoras envolvem-se em atividades internas das empresas investidas, e em empresas em estágios iniciais o envolvimento das gestoras chega a 93%.

Todas as cinco organizações gestoras respondentes do levantamento que apresentam empresas investidas se envolvem no monitoramento das atividades internas de seus investimentos.

No questionário do levantamento, as organizações foram solicitadas a enumerar as duas atividades internas das empresas em portfólio nas quais a organização passou a dedicar maior atenção perante a crise. As opções dadas foram: (i) Gestão financeira, controle gerencial e auditoria, (ii) Definição da estratégia empresarial, (iii) Recrutamento, remuneração, (iv) Planejamento operacional, (v) Marketing/Comercial, (vi) P&D, inovação, novos produtos. (vii) Outra.

As atividades internas que mais se destacaram entre as respostas foram:

- **Definição da estratégia empresarial:** apontada por três organizações como a atividade que demandou maior foco perante a crise e como a segunda atividade que demandou maior foco por uma organização.
- **Gestão financeira, controle gerencial e auditoria:** apontada como a atividade que demandou maior foco por duas organizações e como segunda atividade que demandou maior atenção por três organizações.

4.4.3. Monitoramento em atividades externas dos investimentos

No levantamento, foi também solicitado que as organizações gestoras enumerassem as duas atividades externas às empresas nas quais a organização passou a dedicar maior atenção perante a crise. As opções dadas foram: (i) Suporte de consultores / Profissionais legais, tributários, societários, trabalhistas, (ii) Aquisição de outras empresas, (iii) Negociação com bancos ou agentes financeiros, (iv) Vendas de unidades operacionais / filiais (spin-offs), (v) Negociação de contratos com clientes chaves, (vi) Negociação de contratos com fornecedores chaves, (vii) Outra.

De acordo com a pesquisa realizada pela GVcepe em parceria com a Value Partners em agosto de 2006, 60% das organizações se envolvem em atividades externas de seus investimentos em fases mais maduras e 77% se envolvem em investimentos em estágios iniciais.

Dentre as cinco organizações respondentes que possuem atualmente capital investido em empresas, três se envolvem no monitoramento das atividades externas às empresas em portfolio. O resultado obtido para a pergunta segue a seguir.

- **Aquisição de outras empresas:** Apontada em primeiro lugar, como a atividade externa na qual a organização passou a dedicar maior foco, por 2 respondentes.
- **Suporte de consultores/ Profissionais legais, tributários, societários, trabalhistas:** Apontada por um respondente como a atividade externa que demandou maior atenção no período.
- **Negociação com bancos ou agentes financeiros e negociação de contratos com clientes chaves:** essas duas atividades externas foram apontadas por uma organização cada como sendo a segunda atividade nas quais as organizações dedicaram maior atenção perante a crise financeira.

4.4.4. Características dos gestores de PE mais bem sucedidos do mundo

De acordo com o estudo realizado pela BCG em parceria com o IESE, “The Advantage of Persistence”, publicado em fevereiro de 2008, os gestores mais bem sucedidos de PE, em relação à performance de taxa de retorno de investimentos, desenvolveram capacidades que os distinguem dos seus competidores, sejam eles empresas públicas ou outros gestores de PE.

Segundo os autores, os fatores que permitem a superioridade desses fundos não estão relacionados a fatores estruturais, como tamanho dos fundos ou diversificação geográfica e setorial; os fatores que realmente diferem tais gestores dos demais são:

- **Parcerias dentro dos setores de atuação:** esses gestores possuem uma vasta e importante rede de contatos com os atuantes dos setores em que atuam, o que os ajuda a identificar os melhores negócios do setor, obter conselhos sobre estratégias inovadoras, apostar de forma mais agressiva, entre outras vantagens.
- **Domínio de conhecimento:** esse fator está diretamente relacionado com o anterior. Os fundos mais bem sucedidos desenvolveram um conhecimento altamente especializado nos setores em que atuam; quanto maior o foco em um tipo particular de negócio em um setor particular, mais rapidamente o gestor sobe na curva de experiência e adquire vantagem competitiva sobre seus rivais menos focados. Os gestores bem sucedidos que atuam em muitos setores também estão procurando se especializar, dividindo suas atividades em áreas práticas onde cada uma se foca em um setor da economia.
- **Melhorias operacionais:** conforme mencionado no item 4.3.2, os fundos americanos e europeus tendem agora a basear seus ganhos em melhorias operacionais. Em resposta a isso, os gestores mais bem sucedidos não estão mais contratando apenas *dealmakers* com experiência em *investment banking*, como ocorria anteriormente na indústria de PE, mas sim pessoas com experiência em consultoria e administração operacional, ou seja, com experiência considerável em gestão de empresas.

Segundo Ribeiro, 2005, 36% dos gestores no Brasil eram oriundos do setor financeiro, e executivos de empresas não-financeiras, que costumam ter experiência na elaboração e execução de estratégias empresariais representam mais da metade da amostra (54%), o

restante tinha outras origens; diferenciando-se assim principalmente da indústria de PE europeia onde os gestores oriundos do setor financeiro eram predominantes.

O terceiro fator caracteriza, portanto, outro ponto de aproximação de modelos internacionais de PE ao modelo brasileiro, já que se trata de uma consequência da maior preocupação com fundamentos operacionais em comparação a operações de alavancagem.

O primeiro e segundo fatores, por sua vez, devem ser analisados pelos competidores de PE, inclusive atuantes no Brasil, já que, segundo a conclusão do artigo do BCG e do IESE, podem definir vantagens competitivas sustentáveis dos gestores mais bem sucedidos, ou podem definir um novo patamar de performance que será replicado pelos demais gestores, gerando uma nova fase de competição global por capital.

Conclui-se assim que, perante as perspectivas futuras de redução de LBO e foco na geração de valor nas empresas investidas, tanto no Brasil como em outros países, os gestores deveriam criar estratégias que visassem adquirir vantagens competitivas sustentáveis referentes à especialização nos setores em que atuam.

4.4.5. Valor das empresas em portfólio

De acordo com o Jornal Financial Times (31/07/2009), em 2008, a indústria de PE sofreu o pior ano de sua história no que concerne à desvalorização de seus investimentos, apresentando uma redução de quase 30% em valor.

As organizações brasileiras também foram impactadas com a redução de valor de suas empresas em portfólio, conforme sugere o resultado da pesquisa de dados primários. Entre as cinco organizações respondentes do levantamento que possuem empresas investidas, duas afirmaram que o valor da maioria de suas empresas reduziu durante o período de crise financeira.

Segundo reportagem do Jornal O Estado de São Paulo de 25/02/2009, entre os setores cujos valores sobre o impacto da crise econômica encontram-se o agronegócio e a construção civil.

Com a queda e a volatilidade dos preços dos ativos ligados ao setor imobiliário, muitos investidores em PE reviram suas posições, seja pela redução do capital comprometido seja até

mesmo pela desistência da aplicação. Alguns fundos ligados ao setor imobiliário foram obrigados a desmobilizar parte de seus portfólios, incluindo desde terrenos para novos projetos até imóveis prontos com renda (AMATO, 2009).

A queda dos preços dos ativos ligados ao setor imobiliário justifica o resultado a pesquisa citada no item 4.2, segundo a qual, a maior parte dos investimentos dos primeiros meses de 2009 foram realizados no setor de construção civil. Afinal, se por um lado a queda dos valores das empresas de um determinado portfólio prejudica a organização gestora que a administra, por outro lado, essas mesmas empresas, caso vendidas nesse período, podem-se tornar uma oportunidade de negócio gerada pela crise para outra organização gestora.

No Capítulo 5, este tema será abordado com maior profundidade através de um Estudo de Caso, incluindo a depreciação do valor dos ativos da organização gestora.

4.5.Preparação e execução de saída

A desvalorização das empresas em portfólio representa um dos maiores impactos da crise sobre a indústria de PE. Porém, os investimentos mais recentes têm ainda alguns anos para se recuperar da crise antes de vender seus ativos; essa questão é, portanto, mais crítica para os fundos que tiveram seus ativos desvalorizados justamente no momento em que deveriam liquidar suas participações.

O fundo Governança & Gestão, por exemplo, é um dos casos que foram negativamente impactados pela crise nesse sentido. De acordo com a Revista Exame (19/02/2009), o fundo, em 2006 realizou seu primeiro investimento, a rede de supermercados Gimenes, através do pagamento de 60 milhões de reais e do levantamento de uma dívida de 40 milhões. Porém, a empresa foi fortemente abalada com a crise financeira e Kandir não conseguiu nem sequer encontrar um comprador para a rede, assim, em janeiro de 2009, a empresa Gimenes teve que recorrer à recuperação judicial para sobreviver.

A partir do caso citado acima, observa-se que a necessidade de realizar a saída do investimento durante a crise financeira é um problema não apenas pelos baixos retornos que seriam gerados devido à desvalorização das empresas presentes no fundo, mas também pela dificuldade de conseguir realizar o desinvestimento.

Os mesmos fatores expostos no item 4.3.1 que justificam a dificuldade de realizar transações de aporte de capital durante o período de crise financeira são válidos novamente, dificultando as negociações de desinvestimento, através de venda estratégica da empresa (*trade-sale*), venda para investidor temporário (*secondary-sale*) ou recompra pelo empreendedor/gestores (*buyback*). Somam-se a esses fatores ainda, as restrições de crédito e de liquidez impostas pela crise, que dificultam a busca por um comprador.

Outro agravante para os fundos que tiveram que sair dos seus investimentos durante o período de crise financeira refere-se à desvalorização da moeda brasileira frente ao dólar. Segundo a PricewaterhouseCoopers, o auge das captações aconteceu no período em que o dólar oscilava entre 1,60 e 1,90 real, logo, a desvalorização do real durante o período de crise foi suficiente para diminuir em pelo menos 15% o patrimônio dos investimentos captados com investidores estrangeiros (Revista Exame, 19/02/2009). Ou seja, com a alteração da taxa de câmbio, a organização gestora necessitaria de um valor maior em reais se comparado ao período pré-crise, para conferir ao investidor estrangeiro o mesmo retorno.

Além disso, como já mencionado anteriormente, como consequência da crise financeira, as organizações gestoras não poderiam contar com a oferta primária de ações (IPO) como mecanismos de saída durante esse período. Logo, os gestores que pretendiam lançar ações na Bolsa para realizar desinvestimentos tiveram que alterar seus planos.

Pode-se concluir, assim, que a paralisia dos IPOs por um lado favoreceu os fundos de PE e por outro prejudicou. Aumentou o interesse das empresas por financiamentos alternativos, bem como o poder de negociação dos gestores com vendedores, mas simultaneamente, retirou uma importante via de saída dos investimentos.

Assim como as empresas privadas muitas vezes preferiam se financiar através de abertura de capital ao invés de vender parte de sua participação para um gestor de PE, muitos gestores nos anos de 2006 e 2007 também aproveitaram o boom dos IPOs para ganhar maiores retornos, mas diante de sua inviabilidade, a venda estratégica passou a ser a opção mais utilizada pelos gestores para a realização do desinvestimento, apesar de também apresentar certas dificuldades, ocorrendo em cerca de 70% dos casos, segundo a Revista Capital Aberto Especial (06/12/2008).

Essa porcentagem é de fato elevada se comparada a períodos anteriores. De acordo com Ribeiro, 2005, no ano de 2004, 36% os desinvestimentos foram realizados através de IPO e

transações secundárias e 48% das saídas foram realizadas com venda estratégica. No período de janeiro de 2005 a junho de 2008, segundo o “Panorama de PE e VC de 2008”, a porcentagem de desinvestimentos por IPO e transações secundárias (considerando desinvestimentos totais e parciais) subiu para 54% dos desinvestimentos e as vendas estratégicas representaram 22% das saídas.

Nessa perspectiva, deve-se destacar que a desvalorização do real frente ao dólar também tem a sua ambiguidade nos efeitos sobre o PE, pois se por um lado prejudicou os retornos, por outro beneficiou gestores que encontraram entre compradores estrangeiros a saída para seus investimentos através de venda estratégica, visto que, para os investidores externos, os ativos brasileiros ficaram mais baratos.

Porém, alguns gestores, frente à crise financeira, optaram por meios alternativos para sair de seus investimentos, métodos que antes nem sequer eram citados em pesquisas.

Em entrevista para a Revista Capital Aberto Especial (06/12/2008), o sócio da BRZ Investimentos levantou duas formas alternativas de se realizar o desinvestimento no período de crise financeira:

- **Securitização de recebíveis:** a empresa pode vender ou criar certificados de recebíveis, que são entregues aos cotistas em troca de suas participações
- **Política de dividendos:** uma empresa que tem uma posição confortável de caixa, poderia aumentar a distribuição de dividendos para o fundo de PE, remunerando melhor o investidor, enquanto aguarda o momento mais adequado para a saída. Esta também é uma forma de desinvestir, porque o fundo pode trocar uma parte da sua participação na empresa por um aumento de dividendo.

O levantamento realizado nesse Trabalho reflete esse cenário imposto pela crise na fase de execução de saídas dos investimentos. Entre as organizações respondentes, duas realizaram desinvestimento nesse período, de uma empresa cada, sendo que uma das saídas foi realizada por venda estratégica e a outra por pagamento de juros do investimento em debêntures.

Outra possível estratégia nessa ocasião é a utilização da possibilidade de extensão da duração determinada do veículo de investimento, ou seja, perante a dificuldade de realização de saída devido à crise financeira, ou caso a gestora acredite que passado o período poderá executar a

saída de forma a proporcionar retornos maiores ao investimento inicial, a gestora pode decidir por esperar e não desinvestir.

Segundo Ribeiro, 2005, a maioria dos veículos em atuação no Brasil possuem duração determinada com possibilidade de extensão por mais dois anos.

O Investidores Institucionais, fundo que administra as empresas Metrô do Rio e Sanepar, é um exemplo de veículo cuja duração foi prorrogada. Dentre os respondentes do levantamento, nenhuma organização utilizou essa alternativa.

Quando há a possibilidade de extensão, apesar da mesma estar prevista no regulamento do veículo de investimento, é importante levar ainda em consideração a reação dos investidores perante a decisão de extensão do prazo, uma vez que não existe possibilidade de resgate intermediário e os cotistas terão que esperar um prazo maior para receber o capital.

A execução de saída do investimento é um dos momentos mais importantes do processo de PE e crucial para o sucesso do investimento, tornando-se ainda mais delicado diante das condições de uma crise econômica e financeira. Portanto, perante um cenário de crise como esse observado recentemente, é fundamental que os gestores analisem cuidadosamente todas as possibilidades de saída, inclusive formas alternativas de saída e a opção de extensão do prazo, levando ainda em consideração a tolerância dos investidores.

5. ESTUDO DE CASO: O IMPACTO DA CRISE NA GP INVESTMENTS

Nessa seção, será realizado um estudo de caso com o intuito de analisar o impacto da crise em uma organização de PE. Dado o caráter privado das atividades desse setor, foi escolhida uma organização de capital aberto, possibilitando, assim, a análise dos seus relatórios financeiros que são divulgados trimestralmente.

Conforme descrito no Capítulo 3, a GP afirmou que não responde a questionários ou entrevistas de cunho acadêmico. Assim, a autora entrou em contato com o Departamento de Relações com Investidores da GP apenas para solucionar dúvidas de compreensão dos resultados publicados. Portanto, diferentemente do Capítulo 4, no qual organizações gestoras de PE concederam respostas ao questionário em condição de sigilo, nesse capítulo, as análises e conclusões refletem o ponto de vista de um investidor, através da análise de dados secundários.

A partir desse estudo de caso, será possível verificar na prática os aspectos que foram levantados no Capítulo 4 referentes ao impacto da crise em cada fase do processo de PE, bem como: analisar o impacto da crise em seus resultados financeiros e as estratégias utilizadas durante o período pela empresa referentes à gestão da própria organização e ao processo de PE, com foco no monitoramento das empresas investidas.

5.1. Descrição e histórico da companhia

Fundada em 1993, a GP Investments (GP) é uma companhia constituída nas Bermudas, e considerada atualmente líder em Private Equity na América Latina.

Apesar de apresentar escritório e investimentos no Brasil, por ter sua sede nas Bermudas, seus resultados são elaborados de acordo com o US GAAP e de acordo com Prospecto Definitivo da Oferta Pública adicional de ações de fevereiro de 2008, os livros e registros contábeis são mantidos em dólares, sendo essa a moeda funcional da GP Investments. Por essa razão, os valores publicados nos Resultados Divulgados pela organização e citados nesse Capítulo serão apresentados em dólares.

Desde sua constituição, a GP dedica-se exclusivamente a atividades de PE e já captou mais de 4 bilhões de dólares em recursos de investidores brasileiros e estrangeiros, concluindo 48 investimentos em 15 diferentes setores da economia, bem como desinvestimentos em 36 empresas, através dos quais retornou mais de 2,5 bilhões de dólares para seus investidores.

Na Gafisa, por exemplo, a empresa investiu 78 milhões de dólares, que ao término de uma década se transformaram em 500 milhões de dólares (Portal Exame, 05/06/2009). De acordo com o website da GP, a gestora instituiu técnicas de gerenciamento profissional na Gafisa, como o orçamento base-zero (estipula-se o orçamento no começo de um ano partindo-se do zero, ou seja, sem tomar como base o ano anterior, estudando cada despesa para evitar excessos). Além disso, a GP criou o plano de opção de ações da Gafisa, instituiu um modelo agressivo de remuneração variável, entre outras ações que agregaram valor à empresa investida e geraram um retorno de 6,3 vezes o investimento inicial.

Em alguns investimentos, a GP realizou o desinvestimento através do IPO, porém de forma parcial, ou seja, liquidou apenas uma parte de sua participação no capital dessas empresas; logo, a GP também apresenta em seu portfólio empresas de capital aberto, como BRMalls, Magnesita e Tempo.

De acordo com o Prospecto Definitivo do IPO da GP, publicado em maio de 2006, a companhia visa buscar retornos atraentes por meio da aquisição e administração ativa de investimentos em empresas de diversos setores, desde que estejam localizadas ou possuam atividades significativas no Brasil ou, em menor escala, em outros países da América Latina. Sua estratégia de investimentos, portanto, não se limita a setores específicos, buscando investimentos em empresas maduras com alto potencial de criação de valor.

Para garantir que a filosofia de gestão da GP seja implementada adequadamente, a companhia adquire somente posições de controle ou controle compartilhado através de acordos com acionistas. Além disso, a GP atua em seus fundos de PE como gestor e como investidor. Dessa forma, os retornos da companhia consistem em uma combinação de ganhos de capital e de taxas de administração e performance. Essa estratégia contraria uma das críticas à indústria de PE citadas no item 2.1.6, em relação ao contrato de estrutura de remuneração que privilegia os *general partners* através da garantia de um lucro garantido independentemente de sua performance.

Froud, Johal, Leaver, Williams (2008), a partir de pesquisa realizada com fundos de PE, concluíram que a taxa de administração de fundos de PE, após 5 anos, gera ganhos em torno de 5 a 10 milhões de pounds por sócio em fundos de grande porte. Logo, tem-se ganhos significativos que não dependem do retorno gerado ao LP, e tais ganhos são diretamente proporcionais ao tamanho do fundo administrado, tornando assim mais atrativo captar fundos grandes. A GP Investments, no entanto, apresenta participação de cerca de 31% a 57% nos seus atuais fundos, como será descrito posteriormente. Tem-se, assim, o alinhamento de interesses entre seus acionistas e investidores, que visam maximizar o retorno dos fundos investidos.

Em junho de 2006, a companhia decidiu abrir seu capital, captando 308 milhões de dólares líquidos para novos investimentos e tornando-se a primeira companhia de PE listada em bolsa da América Latina. As ações da GP estão listadas na Bovespa sob a sigla GPIV11.

Em 2007, a GP foi pioneira novamente ao emitir 190 milhões de dólares em Títulos Perpétuos, sendo a primeira empresa de PE no mundo a emitir títulos negociáveis.

5.2.Descrição do portfólio da organização

Atualmente, o portfólio da GP Investments é constituído pela participação em 13 companhias de 12 setores diferentes, administrando assim, mais de 3 bilhões de dólares de ativos de PE detidos pelos fundos GPCPIII, GPCPIV e GPCPV.

Além dos fundos que administra, a GP controla a BRZ Investimentos, gestora de recursos atuante em diversos mercados, através de um investimento direto.

Segue a seguir a descrição de seus três fundos.

Fundo GPCPIII (Fundo 3)

Constituído em 2005, a totalidade de seu capital comprometido foi investido em seis companhias, e já foi realizado um desinvestimento completo.

O capital comprometido destinado ao fundo é de 250 milhões de dólares, dos quais 46,8% refere-se ao capital comprometido pela GP Investments e o restante por outros *limited*

partners. Além disso, 250 milhões de dólares de capital adicional foram levantados junto a co-investidores para esse fundo.

As empresas presentes nesse fundo são:

- **Fogo de Chão:** empresa operadora de churrascarias fundada em 1979. Apresenta 4 unidades no Brasil e 16 unidades nos EUA.
- **BRMalls:** maior empresa integrada de shopping centers do Brasil, com uma participação média de 43,6% em 34 shopping centers. Está presente nas 5 regiões do país e é listada no Novo Mercado da Bovespa.
- **Tempo:** resultado da fusão, em 2006, entre as empresas IHH e USS, a Tempo fornece serviços a empresas de saúde e de seguros no Brasil, atuando em três segmentos: dental, saúde e assistência a seguradoras. A empresa está listada na Bolsa de Valores desde dezembro de 2007.
- **BRProperties:** empresa privada dedicada principalmente à aquisição, administração, desenvolvimento e locação de imóveis comerciais no Brasil, com exceção de shopping centers. O foco da empresa é maximizar retornos sobre investimentos imobiliários, através da gestão ativa de suas propriedades.
- **Magnesita:** empresa multinacional brasileira, privada, dedicada à mineração, produção e comercialização de extensa linha de materiais refratários, com foco na prestação de serviços de alto valor agregado para indústria siderúrgica e de cimento. Presente em quatro continentes, a Magnesita ocupa o terceiro lugar no ranking dos maiores produtores de refratários do mundo (Magnesita, 2009).

O desinvestimento completo realizado foi referente à participação na empresa Equatorial Energia, holding que possui 65% da Cemar (Companhia Energética do Maranhão). O desinvestimento foi realizado em 3 etapas: abertura de capital em março de 2006, negociação em bloco em janeiro de 2007 e venda da participação de controle remanescente para o fundo de investimentos PCP.

De acordo com o *website* da GP, o investimento na Equatorial retornou um múltiplo de 34,1 vezes o capital investido, gerando uma TIR (Taxa Interna de Retorno) bruta de 1.338,8%. O valor agregado na Cemar por parte da GP Investments se deu através de: reestruturação organizacional; implementação do orçamento base-zero; implementação de planos de

remuneração variável para diretores e gerentes; entre outras ações. Vale ressaltar também que a GP colocou um de seus sócios como CEO da Cemar.

Fundo GPCPIV (Fundo 4)

O GPCPIV foi constituído em 2007 e tem como foco investir em empresas do Brasil e expandir-se para a América Latina.

O fundo apresenta 1,3 bilhão de dólares em comprometimento de capital, sendo 30,8% comprometido pela GP Investments e 69,2% por outros *limited partners*. O fundo possui ainda 735 milhões de dólares provenientes de capital adicional levantado junto a co-investidores.

O fundo 4 apresenta 7 empresas:

- **Magnesita:** exposta anteriormente entre as empresas do Fundo 3.
- **San Antonio:** empresa de capital fechado, líder na América Latina em fornecimentos de serviços integrados de perfuração e exploração e produção para companhias de petróleo e gás natural.
- **Hypermarcas:** empresa de capital aberto, pertencente ao setor de bens-de-consumo. A empresa desenvolve, produz e comercializa produtos de quatro linhas de negócios: higiene e limpeza; alimentos; beleza e higiene pessoal; e medicamentos isentos de prescrição médica.
- **Allis:** de acordo com o *website* da GP, a Allis é uma das maiores empresas no setor de recursos humanos do Brasil. A empresa oferece serviços de mão-de-obra temporária, terceirização e recrutamento permanente de profissionais. A empresa não está listada na Bolsa de Valores.
- **Invest Tur:** empresa constituída para investir no setor de desenvolvimento imobiliário turístico. Atua em turismo de lazer, projetos de segunda residência e aquisição de hotéis de três a quatro estrelas em centros urbanos no Brasil e na América Latina.
- **LeitBom:** empresa privada localizada no centro-oeste do Brasil. A Leitbom, segundo seu *website*, possui 5 unidades industriais e está posicionada entre os 10 maiores laticínios do Brasil.
- **Estácio:** é a maior empresa de organização privada de ensino superior no Brasil, segundo o *website* da GP, com mais de 200.000 estudantes matriculados em 16 estados. Empresa listada na Bovespa.

Fundo GPCPV (Fundo 5)

O Fundo 5 foi constituído no ano de 2008 e até outubro de 2009 haviam sido realizados investimentos em duas empresas: San Antonio, pertencente também ao fundo 4 e Imbra, rede de clínicas odontológicas especializada em tratamentos de alta qualidade, com 20 unidades espalhadas por 7 estados brasileiros.

Esse fundo, por ter tido seu primeiro fechamento durante o período de crise financeira, será analisado no próximo item com maior profundidade.

A partir da análise das empresas investidas nos fundos da GP destaca-se, primeiramente, o fato que a gestora investe através de fundos diferentes em uma mesma empresa, é o caso da Magnesita, presente nos fundos 3 e 4 e da San Antonio, presente nos fundos 4 e 5.

Além disso, pode-se observar a diversidade setorial de seu portfólio, que reflete sua estratégia oportunista. A diversificação de um fundo, por um lado, reduz o risco de investimento no mesmo, porém, por outro, pode reduzir o nível de conhecimento especializado nos setores em que a organização gestora atua, sendo esse um diferencial competitivo dos gestores mais bem sucedidos do mundo, conforme citado no item 4.4.4.

5.3. Análise da atuação da companhia perante a crise financeira

5.3.1. Captação de recursos

Em agosto de 2008, a GP Investments anunciou o primeiro fechamento do fundo 5. O fundo apresenta 884 milhões de dólares em comprometimento de capital, dos quais 500 milhões (56,6%) foram comprometidos pela GP Investments, e o restante por outros *limited partners*.

Se comparado aos outros fundos geridos pela GP, o fundo apresenta maior porcentagem de capital comprometido pela organização. Esse fato provavelmente é consequência da dificuldade de captação de recursos durante o período de crise financeira, sobretudo, considerando que se trata de um fundo de PE de duração de dez anos.

De acordo com o relatório “*A Matter of Faith*”, publicado em dezembro de 2008 pela Itaú Corretora de Valores, a velocidade de captação e o tamanho do fundo desapontaram o mercado. Inicialmente os analistas do Itaú estimavam que o tamanho final do fundo GPCPV seria de 2 bilhões de dólares, porém, segundo o mesmo relatório, essa estimativa foi reduzida para 1,5 bilhão de dólares, considerando o tamanho do primeiro fechamento do fundo e a situação do mercado caracterizada pela aversão ao risco e preferência por investimentos de maior liquidez.

5.3.2. Investimentos

Nesta seção serão analisados os investimentos realizados pela GP Investments durante o período compreendido entre os meses de janeiro de 2008 e maio de 2009, como no Capítulo 4; além disso, serão analisados ainda dois investimentos, Magnesita e San Antonio, realizados antes de 2008 que, segundo a Divulgação de Resultados do 3º trimestre de 2007 da GP, foram as primeiras aquisições com alavancagem realizadas pela gestora.

- **San Antonio:** A GP adquiriu 100% do controle da San Antonio International em agosto de 2007 por 1,02 bilhão de dólares através do Fundo 4. Deste valor, o fundo investiu inicialmente 140 milhões de dólares, co-investidores contribuíram com 280 milhões de dólares, e o restante, que representava quase 60% do valor total investido, foi financiado através de emissão de dívida (LBO). Em abril de 2008, a San Antonio adquiriu as ações da Sotep, o que significou a demanda de 70 milhões de dólares do Fundo 4. Finalmente, em agosto de 2008, GP Investments anunciou a aquisição, por meio de seu Fundo 5, de 19,5% das ações da San Antonio anteriormente pertencentes a um dos co-investidores estratégicos da transação, por um total de 148 milhões de dólares, dos quais 45,4 correspondem à participação de co-investidores.
- **Magnesita:** Também no mês de agosto de 2007, a gestora adquiriu o controle acionário (70,7% do capital votante e 38,6% do capital total) da Magnesita pelo valor de 1,24 bilhão de reais, usando o capital comprometido de seus Fundos 3 e 4. Aproximadamente 45% do valor total pago pela empresa foi obtido através de alavancagem, captando dívida com instituições financeiras.

- **Leitbom:** Através do Fundo 4, a GP anunciou a aquisição de 100% da empresa pelo valor total de 335 milhões de reais, em abril de 2008. Posteriormente, no mês de agosto do mesmo ano, aumentou seu investimento na empresa em 67 milhões de dólares.
- **Estácio:** No mês de maio de 2008, a GP adquiriu 20% do capital social da empresa Estácio, por 155 milhões de dólares, por meio do Fundo 4. A GP e os fundadores concordaram em compartilhar o controle da companhia, elegendo o mesmo número de assentos no Conselho de Administração da Estácio; o contrato prevê ainda que a GP atue na seleção e contratação da equipe de profissionais e no plano de remuneração da empresa investida.
- **Imbra:** Através do seu novo Fundo 5, a GP adquiriu, em setembro de 2008, 45% do capital da empresa Imbra. O Fundo 5 subscreveu 185 milhões de reais em debêntures conversíveis em ações da Baladare Participações, controladora da empresa que possui 51,0% do capital votante da Imbra. Segundo a Divulgação de Resultados do 3º Trimestre de 2008 da GP, a organização considera a aquisição da Imbra como uma oportunidade de investimento, a um preço atrativo, gerada pela desaceleração econômica.

Além dos investimentos realizados, a GP aumentou o seu investimento na empresa Allis, pertencente ao Fundo 4, em 35 milhões de dólares em agosto de 2008.

Endividamento

A compra de empresas através de alavancagem, como já mencionado, não é comum no Brasil; a GP, por sua vez, realizou suas duas primeiras aquisições com dívida, Magnesita e San Antonio, justamente antes da crise financeira atingir o Brasil, sendo que o LBO da San Antonio foi uma das maiores já realizadas na América Latina (*website* GP, 2009). A partir do cenário de crise financeira, a San Antonio e a Magnesita encontraram dificuldades em honrar com o pagamento das dívidas levantadas para suas respectivas aquisições.

Vale lembrar aqui que, conforme exposto no item 4.3.2, um estudo feito pelo IESE *Business School*, de Barcelona, e pela consultoria *The Boston Consulting Group* (BCG), “*Get Ready for the Private Equity Shakeout*”, em dezembro de 2008, revelou que, perante a crise financeira, quase 50% das empresas americanas e européias que receberam investimento de PE provavelmente não conseguirão pagar as dívidas levantadas para suas aquisições.

No caso da San Antonio, o pagamento da dívida era dificultado, principalmente, pela queda do preço do petróleo e pela desvalorização do real, somados à falta de liquidez da economia.

Assim, a GP encontrou-se em uma situação difícil perante a parcela da dívida de curto prazo da San Antonio, de cerca de 275 milhões de dólares. Em julho de 2008, a San Antonio renegociou a dívida contraída para sua própria aquisição. O refinanciamento foi permitido perante o aumento de capital recebido, de 50 milhões de dólares, realizado pela GP, por meio de seu Fundo 4.

A Magnesita também teve que refinar sua dívida levantada para sua aquisição, de 840 milhões de reais. Para isso, contraiu um empréstimo com o Unibanco no valor de 800 milhões de reais, com prazo de 5 anos, permitindo assim alongar seu endividamento total e adequar sua estrutura de capital (Divulgação de Resultados da Magnesita – 1º trimestre de 2008).

Disponibilidade de capital para realizar aquisições

Além disso, conforme exposto no Capítulo 4, a indústria de PE no Brasil, de forma geral, possuía considerável capital comprometido pronto para ser investido graças a captações realizadas antes da crise. A partir da análise dos investimentos realizados pela GP durante a crise, conclui-se que a GP não era uma exceção; com capital comprometido não investido de seu Fundo 4, a gestora pôde continuar a buscar oportunidades de investimento durante o período de crise financeira.

Observa-se ainda que, após atingir a capacidade de investimentos do Fundo 4, a GP logo concluiu o Fundo 5, permanecendo assim, ativa na busca de investimentos e, logo, podendo beneficiar-se das oportunidades oriundas da crise financeira, como de fato ocorreu, a partir da aquisição da Imbra, considerada pela GP Investments como subavaliada devido à crise econômica.

5.3.3. Desinvestimentos

No ano de 2008, segundo a Divulgação de Resultados do 4º trimestre da GP, a organização não realizou nenhum desinvestimento de seus Fundos 3, 4 ou 5.

Em julho de 2009, a GP realizou desinvestimentos parciais em duas empresas de seu portfólio, conforme descrito a seguir:

- **BRMalls:** a GP realizou desinvestimento parcial da empresa pela venda de 45% de suas participações através de uma oferta adicional de ações. Esse desinvestimento gerou um retorno 2,5 vezes o investimento inicial, correspondente a um retorno de 40% a.a.

Uma oferta adicional de ações, também conhecida pelo termo em inglês *follow on*, ocorre quando uma empresa que já possui capital aberto realiza uma oferta pública de suas ações no mercado, podendo ser classificada como primária (captação de recursos novos e consequente aumento de capital na empresa) ou secundária (empreendedores da empresa vendem parte de suas ações, em um processo em que o capital da empresa se mantém constante, mas ocorre aumento na base de sócios). A BRMalls, segundo o prospecto definitivo da oferta publicado em julho de 2008, realizou, na ocasião, uma oferta primária e secundária de ações.

- **Hypermarcas:** a organização gestora vendeu 25% de sua participação na empresa também por meio de uma oferta adicional de ações, gerando, assim, um retorno de 1,7 vezes o investimento inicial, realizando um retorno do investimento de 33% a.a.

A análise realizada no item 4.5 sugere que a GP não realizou nenhuma saída de investimento em 2008 devido ao cenário pouco favorável para desinvestimentos causado pela crise financeira. No entanto, em 2009, a partir de um cenário mais favorável, com a recuperação da Bolsa de Valores (do início de janeiro ao fim de julho, o Ibovespa teve uma valorização de aproximadamente 36%), a GP percebeu uma oportunidade de realizar os desinvestimentos parciais da BRMalls e da Hypermarcas, beneficiando-se da recuperação do preço de suas ações, e gerando retornos significativos para seus fundos.

5.4. Impacto da crise nos fundos da companhia

Nesse item será analisado o impacto da crise nos três fundos da GP Investments, a partir da soma do valor de cada uma das empresas presentes nos fundos; tais valores são publicados nas Divulgações de Resultados da GP.

Conforme será descrito abaixo, os valores das companhias de capital aberto presentes nos fundos são avaliados de acordo com o valor das ações das empresas no mercado e os valores das companhias de capital fechado são determinados tomando como base metodologias diferentes.

A autora entrou em contato com a GP Investments para questionar a razão do uso de diferentes métodos e a companhia informou que, até um ano após a aquisição de uma determinada empresa, é utilizado como base o valor de sua aquisição, após esse período, a GP Investments determina o método e os critérios que serão usados para o cálculo do valor das empresas.

Fundo 3

Os valores de todos os investimentos do Fundo 3 são calculados com base em seus valores de mercado. O valor da BR Properties é baseado na avaliação *post-money* da rodada privada de Investimentos ocorrida em Dezembro de 2007, o valor da empresa Fogo de Chão é calculado com base em múltiplo de EBITDA e as três outras empresas (BRMalls, Magnesita e Tempo) são listadas na Bolsa de Valores.

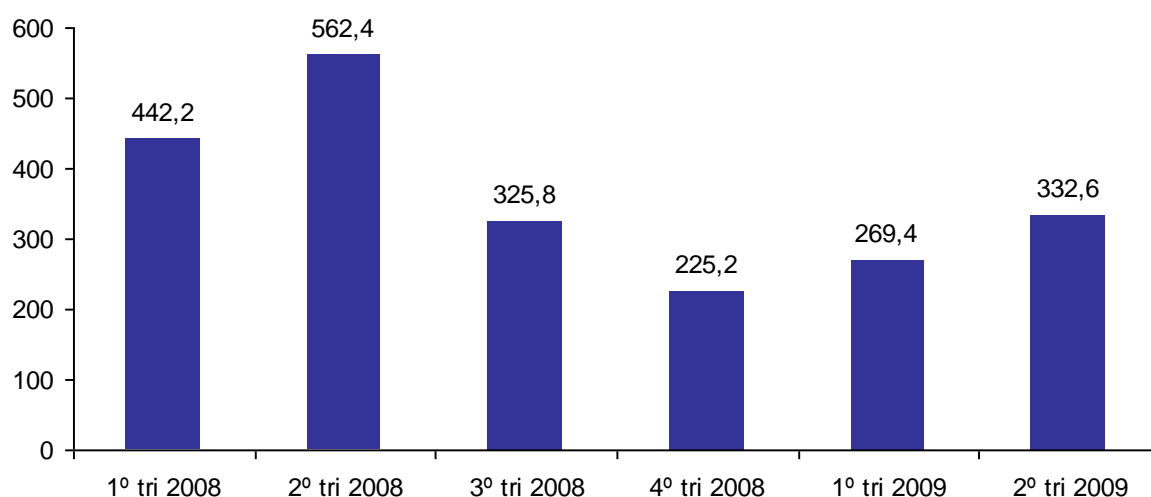


Figura 20 - Evolução do valor dos investimentos do Fundo 3 da GP Investments (milhões de dólares)

(Fonte: GP Investments e elaboração da Autora)

No segundo trimestre de 2008 o valor dos investimentos no Fundo 3 aumentou em relação ao primeiro trimestre principalmente devido ao aumento de 94% no preço das ações da Magnesita, que será analisado posteriormente.

No terceiro e no quarto trimestres de 2008, conforme a Figura 20, houve forte redução no valor dos investimentos do Fundo 3; no fim do quarto trimestre de 2008, o Fundo havia sofrido uma redução de 60,0% em relação ao fim do segundo trimestre. Essa redução reflete a queda do valor das três empresas listadas na Bolsa de Valores presente nesse fundo, bem

como, a redução de valor que ambas empresas de capital fechado (Fogo de Chão e BR Properties) também sofreram perante a crise financeira.

Assim, se a GP tivesse que liquidar as ações de seu Fundo 3 no fim do ano de 2008, a organização teria que analisar as alternativas de saída expostas no item 4.5 (como por exemplo, a venda estratégica ao invés de IPO ou *follow on*, ou métodos alternativos, como a securitização de recebíveis) e provavelmente não conseguiria gerar retornos altos aos seus investimentos, ou talvez, não conseguisse nem sequer gerar retornos ao investimento inicial, tendo possivelmente que recorrer à possibilidade de extensão do prazo, caso o mesmo esteja previsto contratualmente em seu veículo.

Por fim, observa-se que a partir do primeiro trimestre de 2009, acompanhando a recuperação da Bolsa de Valores, os valores das empresas passaram a subir novamente, retomando, aos poucos, os patamares pré-crise financeira.

Fundo 4

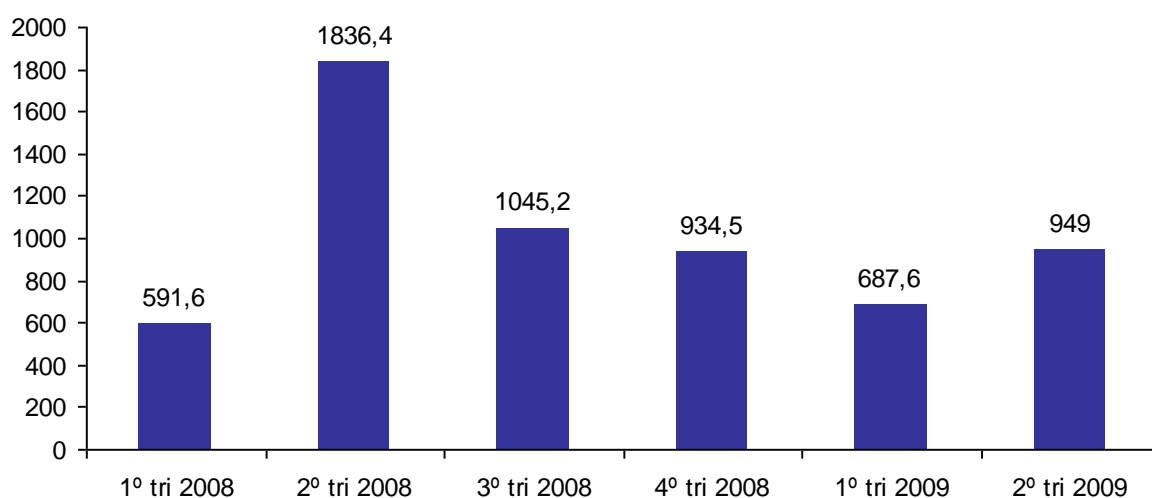


Figura 21 - Evolução do valor dos investimentos do Fundo 4 da GP Investments (milhões de dólares)

(Fonte: GP Investments e elaboração da Autora)

A evolução do Fundo 4 da GP, diferentemente do Fundo 3, não demonstra a partir de uma primeira análise, o impacto da crise no valor desse fundo de PE, pois, conforme citado anteriormente, foram realizados investimentos através desse fundo no período; além disso, até o quarto trimestre de 2008, três empresas pertencentes ao fundo (Allis, Leitbom e San

Antonio) eram avaliados tendo como base o valor original de aquisição, não refletindo assim, a volatilidade nos valores das empresas.

Assim, é necessário analisar com maior atenção os fatos que provavelmente acarretaram a evolução do valor dos investimentos do Fundo 4, a qual pode ser observada na Figura 21.

O valor dos investimentos do Fundo 4 aumentou mais de três vezes no segundo trimestre de 2008 em relação ao primeiro trimestre do mesmo ano devido à grande quantidade de eventos ocorridos nesse trimestre: valorização das ações da Magnesita, incorporação da Farmasa pela Hypermarcas, primeira parcela do investimento em LA Hotels, e aquisição das empresas Leitbom e Estácio.

No terceiro trimestre de 2008, apesar da contabilização de mais uma parcela do investimento em LA Hotels, do aumento de capital em agosto na empresa Leitbom e da revisão da avaliação do investimento na San Antonio (cujo valor aumentou devido à aquisição da participação adicional na empresa), a forte queda nos valores das ações das empresas listadas na Bolsa de Valores pertencentes a esse fundo (Magnesita, Hypermarcas e Estácio) foi responsável pela redução de 43,1% no valor do Fundo 4.

A redução do valor dos investimentos do Fundo 4 no quarto trimestre de 2008 deve-se unicamente à redução do valor das ações das empresas de capital aberto; as demais empresas, conforme mencionado no início dessa seção, não refletem o impacto da crise pois são contabilizadas baseando-se em seus respectivos valores de aquisição, assim, a empresa Allis, por exemplo, manteve valor constante em todos os trimestres de 2008. Se as quatro empresas pertencentes ao fundo contabilizadas pelo valor de aquisição fossem avaliadas nessa época por outro método que refletisse os efeitos da crise, como o Fluxo de Caixa Descontado que é comumente usado por bancos e empresas, provavelmente o valor do Fundo 4 seria ainda menor no terceiro e no quarto trimestres.

Observa-se na Figura 21 que no primeiro trimestre de 2009, o Fundo 4, diferentemente do Fundo 3, continuou a decrescer em valor. As empresas listadas na Bolsa de Valores presentes no Fundo 4, exceto a Magnesita, começaram a se recuperar, no entanto, nesse trimestre a GP decidiu revisar os métodos de avaliação de quatro companhias privadas presentes no Fundo 4: San Antonio, Allis e Leitbom.

As empresas Leitbom e Allis tiveram seus valores reduzidos, com o intuito de refletir a variação do Real frente ao Dólar. A San Antonio, por sua vez, teve sua avaliação revista utilizando-se a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado com base em premissas conservadoras sobre as perspectivas do setor, o qual foi impactado pela queda no preço do petróleo durante o período de crise.

Levando em consideração o cenário econômico no período, pode-se afirmar que ter realizado a revisão dos valores das empresas Leitbom e Allis de acordo com a taxa de câmbio foi uma atitude prudente, mas ainda assim, seus valores continuaram a ter como base o valor de aquisição e provavelmente se fosse utilizado outro método, mais uma vez, o valor do Fundo 4 seria ainda menor no primeiro trimestre de 2009.

Finalmente, após a forte queda apresentada pelo Fundo 4 nos três trimestres anteriores, no segundo trimestre de 2009 o fundo apresentou um aumento de 36,0% em relação ao quarto trimestre de 2008. Esse aumento teve como causas principais: a forte recuperação de valor de todas as ações das empresas de capital aberto e a valorização do real frente ao dólar.

Fundo 5

O Fundo 5 apresenta por enquanto apenas duas empresas: San Antonio e Imbra. Os aportes de capital realizados através do Fundo 5 em ambas empresas foram anunciados no terceiro trimestre de 2008, mas concluídos apenas no quarto trimestre, quando seus valores passaram a ser então publicados pela GP.

A evolução do valor do Fundo 5 é apresentada na Figura 22 e demonstra, no primeiro trimestre de 2009, a revisão dos métodos de avaliação dos valores da San Antonio e da Imbra. A San Antonio, conforme mencionado na análise da evolução do Fundo 4, teve sua avaliação revista utilizando-se a metodologia de Fluxo de Caixa Descontado e a Imbra, assim como a Leitbom e a Allis, teve seu valor revisado com o intuito de refletir a variação da taxa de câmbio.

No segundo trimestre de 2009, observa-se o aumento do valor do fundo pela recuperação da Imbra, com a valorização do real frente à moeda americana.

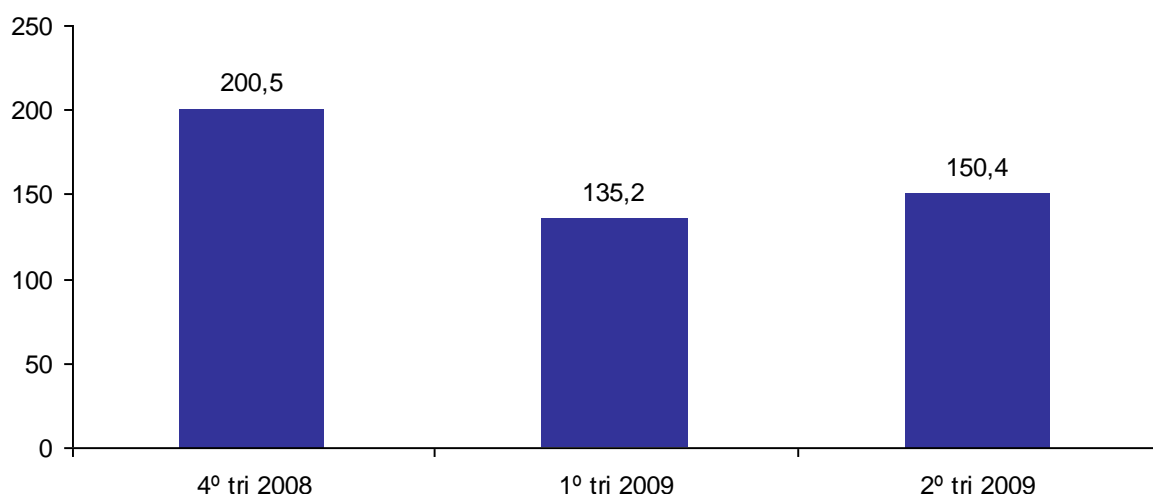


Figura 22 - Evolução do valor dos investimentos do Fundo 5 da GP Investments (milhões de dólares)

(Fonte: GP Investments e elaboração da Autora)

Após a análise da evolução do valor dos 3 fundos pertencentes ao portfólio da GP, pôde-se analisar as variações de valor de suas empresas investidas, tanto das empresas listadas na Bolsa de Valores, como das empresas de capital fechado cujo valor não era determinado com base no valor de aquisição, ou seja, cujo valor não era fixo.

Além disso, verificou-se a necessidade de revisão do método de avaliação de algumas empresas por parte da organização gestora devido à crise financeira.

No entanto, pôde-se observar nessa análise que, a partir da perspectiva de um investidor, não é possível determinar a real variação do valor dos fundos, devido principalmente às aquisições recentes, que tem como base o valor de aquisição e não refletem os impactos de uma crise financeira. A Allis foi adquirida em dezembro de 2007 e até o segundo trimestre de 2009, sua avaliação ainda tinha como base o valor de sua aquisição.

Assim, apesar da GP ser uma organização gestora de PE de capital aberto, o investidor (tanto das ações da GP como de seus fundos administrados) não tem como saber exatamente quando serão alterados os métodos de avaliação das empresas recentemente adquiridas ou qual será o método escolhido pela gestora para avaliar os investimentos, nem possui dados financeiros suficientes das empresas de capital fechado investidas para poder realizar uma avaliação através de outro método.

5.5. Impacto da crise na Demonstração de Resultado

Para as análises da Demonstração de Resultados e do Balanço Patrimonial que serão realizadas nesse item e no próximo, deve-se levar em consideração que, pelo fato da GP atuar como *limited partner* nos fundos que administra, seus resultados refletem o impacto da crise financeira sobre os resultados de uma empresa que administra fundos de PE, bem como de uma empresa que investe em fundos de PE.

Demonstração de Resultados		
	2007	2008
Receitas		
Taxa de administração	8.900	11.726
Taxa de performance	17.310	2.175
Ganhos não realizados em investimentos mantidos pelo Limited Partnership	279.827	-513.894
Ganhos realizados	59.186	4.265
Dividendos	4.025	7.500
Resultado da equivalência patrimonial	60	-71
Total de receitas	369.308	-488.299
Despesas		
Salários	-10.775	-12.713
Bonificações	-9.187	-3.464
Plano de opção de ações	-11.935	-11.936
Gerais e administrativas	-15.374	-23.207
Outras, líquidas	208	0
Total de despesas	-47.063	-51.320
EBITDA	322.245	-539.619
Receitas financeiras, líquidas	36.636	-3.103
Receitas financeiras	55.931	43.717
Despesas financeiras	-19.295	-46.820
Lucro líquido das operações antes do imposto	358.881	-542.722
Participações minoritárias	-169.763	304.167
Despesa com imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido	-3.805	-3.181
Lucro (prejuízo) líquido	185.313	-241.736

Tabela 3 - Demonstração de Resultado Consolidado da GP referentes a 2008 e 2009 (milhares de dólares)

(Fonte: GP Investments e elaboração da Autora)

É importante ressaltar ainda, que conforme mencionado no item 2.1, os demonstrativos financeiros apresentados nas Divulgações de Resultados publicados pela GP são elaborados a partir do US GAAP.

Conforme pode ser observado na Tabela 3, referente ao Demonstrativo de Resultados da GP Investments nos anos de 2007 e 2008, em 2008 a GP obteve um prejuízo líquido de 241,7 milhões de dólares, ao passo que no anterior, havia obtido lucro de 185,3 milhões.

Os principais fatores do resultado da GP que foram afetados pela crise foram:

- **Ganhos não realizados em investimentos mantidos pelo Limited Partnership:** referem-se à variação de valor de mercado das empresas geridas pela companhia e deve constar no DRE dentro da linha de Receitas de acordo com a determinação do US GAAP. No caso, conforme previamente analisado, houve grande redução no valor dos três fundos da GP ao longo de 2008 e como pode ser observado na Tabela 3, essa foi a causa principal do prejuízo obtido pela organização no ano em questão. Essa redução, que inclui a participação de minoritários, demonstra o impacto da crise financeira para os resultados de um investidor em PE.
- **Taxa de performance e ganhos realizados:** as duas receitas somadas apresentaram uma redução de 91,5%. Tal queda deve-se à redução das atividades de PE. Como visto, em 2008 a GP não realizou nenhum desinvestimento em seus atuais Fundos 3, 4 e 5. São incluídas nesses itens as receitas geradas pelas taxas de performance relacionadas à BRZ Investimentos. A redução na taxa de performance demonstra o impacto da crise financeira para os resultados de um gestor de PE.
- **Redução de bônus:** As despesas com bônus também foram significativamente reduzidas, apresentando um declínio de 62,3%. A redução nos bônus dos executivos foi muito comum em empresas do setor financeiro perante a crise financeira.

No primeiro trimestre de 2009, a GP apresentou ainda prejuízo líquido de 110,3 milhões de dólares. Porém, no segundo trimestre de 2009, com a recuperação do valor de mercado de suas empresas em portfólio, a GP já apresentou lucro líquido de 178,6 milhões de dólares.

5.6. Impacto da crise no Balanço Patrimonial

A Tabela 4 mostra um Balanço Patrimonial Comparativo referente ao segundo e ao terceiro trimestres de 2008 da GP Investments.

A crise financeira afetou direta ou indiretamente diversas contas evidenciadas no Balanço Patrimonial da GP Investments, mas assim como foi realizado com a Demonstração de Resultado, serão analisados apenas os impactos mais significativos dos efeitos da crise financeira.

Em suas divulgações trimestrais do segundo semestre de 2008, a GP procurou enfatizar que as receitas provenientes do aumento ou da redução do valor de mercado das companhias do portfólio não têm efeito algum sobre o caixa da organização. Esse fato é importante para diferenciar a GP de uma empresa que vende produtos de bens de consumo, por exemplo, na qual, uma redução na receita proveniente das vendas de produtos em um determinado trimestre impacta o valor do caixa da empresa ao final do período contábil; nesse caso, no entanto, as receitas de “Ganhos não realizados em investimentos mantidos pelo Limited Partnership” não afetam o ativo circulante da empresa.

No terceiro trimestre de 2008, como visto, houve redução no valor dos fundos 3 e 4 geridos pela GP. Tal redução pode ser observada no impacto sobre o ativo não circulante “Investimentos”. Como pode ser observado houve uma queda de mais de 25% no valor dos Investimentos da companhia.

A redução do valor de mercado do portfólio foi o fator responsável pelo prejuízo líquido no terceiro trimestre de 2008 de 256,4 milhões de dólares; e esse resultado do exercício é transferido para a conta “Lucros Acumulados” presente no Patrimônio Líquido do Balanço Patrimonial, o qual apresentou redução de 82,5% no período analisado.

Balanco Patrimonial Comparativo		
Ativo		
Circulante	3T08	2T08
Caixa e equivalentes a caixa	479.430	512.645
Aplicações financeiras	40.330	68.731
Valores a receber - derivativos	596	1.279
Taxas de adm. e de performance a receber	1.482	1.469
Despesas diferidas e antecipadas	0	1.372
Outros	5.340	4.050
Ativo circulante	527.178	589.546
Não circulante		
Investimentos	523.834	754.071
Outros investimentos	3.897	3.902
Despesas diferidas e antecipadas	4.761	4.372
Outros valores a receber	23.703	22.552
Móveis e equipamentos	2.753	2.815
Ativo não circulante	558.948	787.712
Total do ativo	1.086.126	1.377.258
Passivo e Patrimônio líquido		
Circulante	3T08	2T08
Fornecedores	710	1.080
Tributos a pagar	2.287	2.663
Salários e encargos sociais	3.838	4.958
Juros a pagar	17.451	10.123
Outros	6.074	4.184
Passivo circulante	30.360	23.008
Não circulante		
Bônus perpétuos	190.653	190.702
Empréstimos e financiamentos	181.053	217.991
Passivo não circulante	371.706	408.693
Patrimônio líquido		
Capital social	349	348
Reserva de capital	630.646	625.592
Lucros acumulados	54.345	311.291
Recebíveis dos acionistas	-1.729	-1.058
Resultado abrangente acumulado	449	9.384
Patrimônio líquido	684.060	945.557
Total do passivo e patrimônio líquido	1.086.126	1.377.258

Tabela 4 - Balanço Patrimonial Comparativo da GP - 2º e 3º trimestres de 2008 (milhares de dólares)

(Fonte: GP Investments e elaboração da Autora)

No Balanço da GP Investments de ambos trimestres destaca-se o valor da conta “Caixa e Equivalentes a Caixa”, que representa aproximadamente 40% dos ativos totais da companhia e demonstra a estratégia de base permanente de capital da GP, que será exposta posteriormente.

De acordo com a Divulgação de Resultados do 3º trimestre de 2008 da GP, a estrutura de dívida da GP Investments é baseada em obrigações de longo prazo e os proventos destes instrumentos seriam usados para financiar os investimentos da organização nos seus fundos de PE. De fato, como pode ser observado na Tabela 4, o “Passivo não circulante” representa mais de 90% dos Passivos da companhia e pode-se deduzir assim que os recursos provenientes das obrigações de longo prazo financiam o “Caixa e Equivalentes a Caixa” para os investimentos em fundos de PE, uma vez que a GP também atua como LP em seus fundos.

5.7. Impacto da crise na performance de sua ação



Figura 23 -Evolução do valor da ação GPIV11 (em Reais) e Ibovespa (em pontos)

(Fonte: UOL Economia e elaboração da Autora)

Conforme a Figura 23, o preço das ações da GP Investments foi fortemente impactado pela crise financeira. Entre janeiro e dezembro de 2008, a ação GPIV11 apresentou queda de aproximadamente 75%, ao passo que a Ibovespa no mesmo período apresentou redução de aproximadamente 40%.

Observa-se assim que o mercado reagiu negativamente aos resultados da GP no período.

Ainda de acordo com a Figura 23, o valor das ações da GP começou a se recuperar a partir de abril de 2008, mas em um ritmo lento se comparado ao índice Ibovespa, e até o final de setembro de 2008 ainda não havia retornado ao seu patamar pré-crise.

5.8.Estratégias utilizadas pela empresa perante a crise

5.8.1. Base permanente de capital

O fato de 56,6% do capital comprometido do fundo 5, em seu primeiro fechamento, ser proveniente da própria gestora reflete a dificuldade de captação de recursos no período, mas, ao mesmo tempo, demonstra a vantagem competitiva que a GP apresenta por possuir uma base permanente de capital, pois, graças ao seu capital próprio, a organização pôde concluir a primeira captação de seu fundo durante o período de crise financeira, não correndo o risco, assim, de perder eventuais oportunidades de investimento no período.

A base permanente de capital pode também ser verificada no Balanço da GP Investments. Conforme analisado no item 5.6, no 2º e 3º trimestres de 2008, o valor da conta “Caixa e Equivalentes a Caixa”, representava aproximadamente 40% dos ativos totais da companhia.

Essa base permanente de capital foi criada a partir dos recursos provenientes de seu IPO e da emissão de títulos perpétuos negociáveis, dessa forma, diferentemente da maioria dos gestores de PE, a GP não está sujeita às exigências de retorno periódico de capital. A vantagem dessa estratégia adotada pela organização é ainda mais evidente em tempos de falta de liquidez e retração de crédito.

Em fevereiro de 2008, a GP realizou ainda uma oferta adicional de ações, captando aproximadamente 232 milhões de dólares com a venda de ações primárias. De acordo com os Resultados do Primeiro Trimestre da GP, o principal objetivo da oferta foi levantar recursos para serem investidos nos novos fundos de PE administrados pela GP Investments. Dois meses depois, a GP assinou um empréstimo de 200 milhões de dólares com o Banco Itaú BBA, o qual, segundo os Resultados do Segundo Trimestre de 2008 da GP, também deveriam contribuir para investimentos adicionais em PE.

Conforme o item 2.2.2.2, o declínio no Ibovespa iniciou-se aproximadamente em junho de 2008, ou seja, na época da oferta adicional de ações realizada pela GP, a Bolsa de Valores ainda não havia sofrido o impacto da crise e, conforme o item 2.2.2.1, a taxa média de juros para Pessoas Jurídicas havia subido apenas 5% entre dezembro de 2007 e abril 2008, assim, o mês de abril era ainda um bom momento para captação de dívidas se comparado aos meses

consecutivos. Logo, pode-se concluir que, apesar do cenário de falta de liquidez e contração do crédito da crise financeira, a GP foi bem sucedida em manter sua base permanente de capital através de captações de recursos realizados no início de 2008, provavelmente já prevendo o cenário que se estabeleceria no país nos meses seguintes.

5.8.2. Redução de despesas

Durante esse Trabalho, até este ponto, analisou-se as estratégias utilizadas pelas organizações gestoras perante as fases que permitem o processo de PE, ou seja, a realização do investimento, monitoramento e desinvestimento em empresas de capital fechado. Porém, nesse item será analisada a redução de despesas que a GP realizou em sua própria gestão, para poder enfrentar os efeitos da crise.

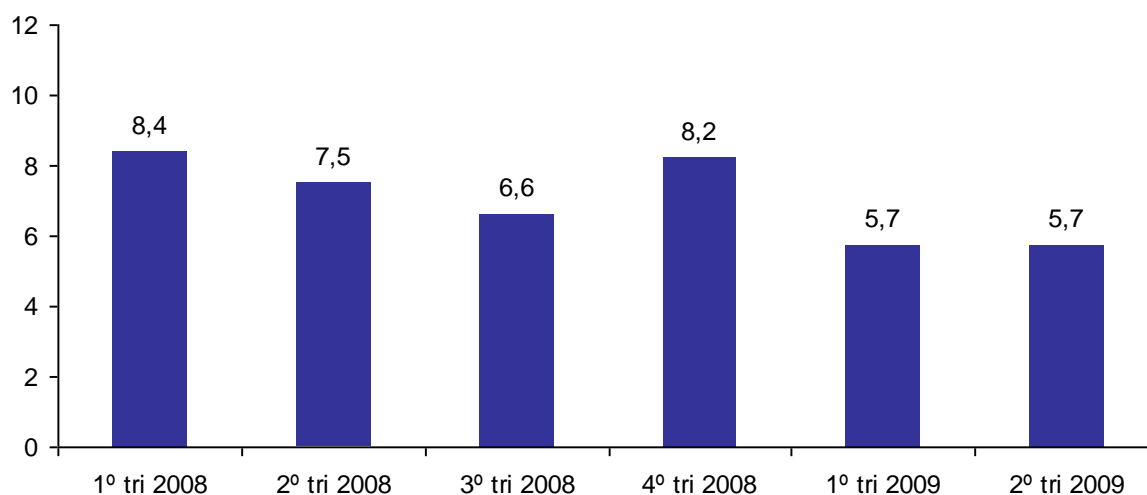


Figura 24 - Evolução das Despesas Operacionais da GP Investments (milhões de dólares)

(Fonte: GP Investments e elaboração da Autora)

Conforme pode ser observado na Tabela 3, as despesas operacionais (Salários e Gerais e administrativas) aumentaram em 2008 em relação a 2007, de 26,1 para 31,0 milhões de dólares. Porém, segundo a Divulgação de Resultados do 4º trimestre de 2008, o aumento das despesas operacionais naquele trimestre, em relação ao 3º trimestre de 2008, deve-se aos custos relativos à análise de oportunidades de investimentos.

Pode-se observar na Figura 24 que a organização procurou reduzir gradualmente as despesas operacionais e apresentou uma redução de 32,1% nos períodos analisados, atingindo 5,7 milhões de dólares no primeiro e segundo trimestres de 2008.

De acordo com os resultados trimestrais publicados pela gestora, tal redução foi resultado dos seguintes fatores:

- Redução de despesas com projetos e serviços de consultoria
- Renegociação de contratos existentes com fornecedores
- Identificação de potenciais fontes de custos desnecessários

A redução de despesas com projetos e serviços de consultoria resulta do ritmo mais lento de investimento nas atividades de PE.

Além disso, conforme mencionado no item 5.6, as despesas com bônus apresentaram redução de 62,3% entre 2007 e 2008.

5.8.3. Investimentos e Desinvestimentos

De acordo com a Demonstração de Resultados do 4º trimestre de 2008 da GP, o Fundo 4 atingiu sua capacidade de investimento doze meses após seu primeiro fechamento, mas tal velocidade não é esperada para o Fundo 5. Conforme as conclusões obtidas no item 4.3.1, essa perspectiva tinha provavelmente como base às incertezas macroeconômicas, a diferença de percepção entre vendedor e comprador e a impossibilidade de desinvestimento através de IPO durante o período de crise financeira.

Em relação aos desinvestimentos, a GP apresentou a vantagem de não ter tido que enfrentar a obrigatoriedade de sair de seus investimentos no período de crise financeira, um dos mais graves problemas gerados nessa fase para os gestores de PE, conforme mencionado no item 4.5., uma vez que, os Fundos 3, 4 e 5 devem ser liquidados apenas em 2015, 2017 e 2018, respectivamente, de acordo com o relatório Itaú publicado em novembro de 2008, “3Q08 Results: Slightly Better Than Expected”. Logo, a GP pôde adotar como estratégia no período, não realizar nenhuma saída de capital em 2008 e esperar para realizar saídas em 2009, quando o mercado de capitais já estava se recuperando. Os analistas da Itaú Corretora de Valores

acreditam, assim, que a GP conseguirá manter a sua taxa interna de retorno anual histórica de 21,9% em seus investimentos, segundo o mesmo relatório citado anteriormente.

5.8.4. Monitoramento das empresas em portfólio

Na Divulgação de Resultados do 4º trimestre de 2008, a GP afirmou que, juntamente com a diretoria executiva das empresas em portfólio, focou, na gestão das empresas investidas, principalmente em revisão de orçamentos, redução de despesas e Capex e preservação de caixa, além disso, afirmou que estava tomando as medidas necessárias não apenas para minimizar os impactos da desaceleração da economia global sobre as empresas em portfólio, mas também para que se beneficiassem de potenciais oportunidades do cenário de crise.

Observa-se assim, que, assim como os respondentes do levantamento realizado nesse Trabalho, a GP provavelmente também passou a dedicar maior atenção às atividades referentes à definição de estratégia empresarial e gestão financeira, controle gerencial e auditoria, as duas atividades internas mais citadas, pelos respondentes do levantamento, nas quais passaram a dedicar maior atenção perante a crise.

Em relação às atividades externas às empresas em portfólio, conforme observado no item 4.4.3, a atividade de aquisição de outras empresas foi apontada por dois respondentes do levantamento como a atividade externa na qual a organização passou a dedicar maior foco. A GP, por sua vez, também atuou ativamente em três processos de fusões e aquisições de suas empresas em portfólio durante o período de crise financeira, os quais serão expostos a seguir:

- **Hypermarcas (pertencente ao Fundo 4):** em junho de 2008, a GP intermediou a incorporação da Farmasa pela Hypermarcas.
- **Magnesita (pertencente aos Fundos 3 e 4):** em setembro de 2008, a Magnesita adquiriu a companhia alemã LWB.
- **Invest Tur (pertencente ao Fundo 4):** a incorporação da LAHotels pela Invest Tur foi concluída em fevereiro de 2009. Em janeiro de 2008 foi concretizado o investimento na LAHotels, de 135 milhões de dólares, o qual foi desembolsado ao longo de 2008.

A seguir serão analisadas algumas das empresas presentes no portfólio da GP no que concerne ao monitoramento e adição de valor aos investimentos no período de crise financeira.

É interessante observar durante essa análise, a presença de características da organização gestora nas empresas investidas. A GP Investments possui uma cultura marcante e conhecida, fortemente baseada nos seguintes princípios: obstinação por resultados, meritocracia, qualidade (busca pela excelência nos trabalhos realizados) e foco na qualidade do recrutamento de pessoas. Essas características refletem o modo de gestão dos fundadores da GP Investments, Marcel Telles, Jorge Paulo Lehmann e Carlos Alberto Sicupira, os quais também são responsáveis pela formação da companhia AmBev, maior cervejaria da América Latina, cuja cultura compartilha os mesmos pilares citados anteriormente.

Monitoramento da Magnesita

A empresa Magnesita foi adquirida pela GP em agosto de 2007 e após o investimento, a organização gestora liderou modificações significativas na empresa, as quais tinham como objetivo criar a base para um modelo de negócios focado em resultados. As principais atuações com participação ativa da GP podem ser classificadas em:

- **Área financeira:** realização de uma reestruturação acionária, que resultou na listagem da nova entidade “Magnesita Refratários” no Novo Mercado da Bovespa; e refinanciamento da dívida de aquisição já explicado anteriormente.
- **Área operacional:** contratação de um novo CEO, CFO e Diretor de Recursos Humanos; e revisão geral dos processos visando a otimização da capacidade de produção.

De acordo com a Divulgação de Resultados do 2º trimestre de 2008 da GP, a complexa reestruturação acionária da Magnesita e as consequentes melhorias em sua eficiência operacional levaram a um aumento de 94% no preço das ações da companhia (valores em 30 de junho de 2008, em reais).

Durante a crise financeira, as ações da Magnesita apresentaram forte queda, mas, de qualquer forma, se o envolvimento da GP na empresa investida, através das atuações analisadas, tiver de fato agregado valor aos fundamentos da empresa, após a fase de instabilidade do mercado acionário, as ganhos provenientes do monitoramento ativo serão ainda relevantes na avaliação do valor da Magnesita.

Monitoramento da Estácio

Conforme descrito no item 5.2.2, em maio de 2008, a GP e os fundadores da Estácio concordaram em compartilhar o controle da empresa, a partir da aquisição de 20% do capital social da Estácio por parte da GP.

Após a aquisição, a Estácio implementou um novo modelo de gestão que prioriza a eficiência e a integração dos processos, além de estabelecer indicadores de desempenho financeiro e operacional, alinhados com o planejamento e o orçamento, bem como a fixação de metas de melhoria contínua e *benchmarking* internos e sistemáticos, inclusive para o corpo docente. O referido modelo de gestão tinha como objetivo, ainda, a disciplina no controle de custos e despesas, o foco no crescimento e na qualidade do ensino, bem como a satisfação do aluno. Alinhada com esta estratégia, a companhia efetivou uma ampla reformulação da Diretoria Executiva, contratando profissionais de mercado com experiência em suas áreas de especialização.

Como suporte ao novo modelo de gestão, a Estácio concluiu a implementação, em âmbito nacional, do sistema integrado de gestão empresarial (SAP) e a reformulação e unificação do sistema de informações acadêmicas (SIA), que permite o acompanhamento e controle, em tempo real, da situação cadastral, acadêmica e financeira de toda base de alunos e docentes.

Observa-se assim que, a partir da aquisição da Estácio, iniciou-se um processo de reestruturação estratégica e organizacional da empresa investida, principalmente no que concerne à disciplina no controle de custos e despesas e a busca por resultados e por qualidade.

Posteriormente, a partir do 1º trimestre de 2009, a Estácio iniciou um rígido controle de custos e despesas, seguindo também os princípios que a GP adota no monitoramento de suas empresas investidas e na sua própria gestão.

Assim, a partir do início de 2009, a Estácio adotou o “orçamento base-zero” e o “orçamento matricial” (que consiste basicamente em definir metas de redução de custos específicas, propondo desafios compatíveis com o potencial de cada área da empresa.). De acordo com a Demonstração de Resultados do 1º trimestre de 2009, ao final do primeiro trimestre, os métodos já começaram a mostrar resultados significativos e o ganho de eficiência permitiu à

empresa adotar uma estratégia de marketing mais agressiva e, ao mesmo tempo, se preparar para um cenário econômico mais desafiador.

Observa-se que a metodologia de orçamento base-zero é frequentemente inserida pela GP Investments na gestão de suas empresas investidas. Essa metodologia reflete a estratégia da GP de foco na redução de custos para aumento do lucro, ou seja, visando sempre os resultados, um dos princípios básicos da GP Investments.

Monitoramento da BRMalls

A GP colocou um de seus sócios como o CEO da BRMalls que, em menos de um ano, implementou uma agressiva estratégia de M&A, aumentando o número de shopping centers de propriedade da companhia de 7 para 32 e o número de shopping centers sob sua administração de 24 para 25. Em menos de um ano, a BRMalls tornou-se a maior companhia do setor.

Durante o período de crise financeira, a GP afirmou em seus resultados do quarto trimestre de 2008, que sua empresa investida conseguiu extrair mais resultado dos shopping centers existentes em seu portfólio, os quais registraram um forte crescimento orgânico em 2008, por meio do incremento da receita (redução das taxas de vacância, aumento da receita de estacionamento e aluguel percentual) e/ou redução de custos. Além disso, afirmou que a BRMalls apresenta uma sólida posição de caixa podendo enfrentar o cenário de redução de liquidez e aproveitar eventuais oportunidades de aquisição.

Observa-se assim a presença de características da estratégia da GP (redução de custos e base permanente de caixa) referentes à sua própria gestão nas atuações da BRMalls. A empresa investida possui ainda as mesmas características de gestão e desenvolvimento de funcionários da GP Investments, fato que pode ser observado nos valores defendidos pelas duas companhias, baseados nos princípios citados anteriormente (meritocracia, obstinação por resultados, recrutamento dos melhores profissionais do mercado, entre outros). Dentre as três empresas em portfólio analisadas nesse item, observou-se que a BRMalls apresenta o maior alinhamento de cultura com a GP Investments, o que provavelmente é justificado pela presença do sócio da organização gestora como CEO da empresa gerida.

Conforme mencionado no item 2.1.4.4, a alocação de funcionários da organização gestora na empresa investida é um dos métodos comumente usados pelas organizações gestoras na fase

de monitoramento de seu portfólio; e, a partir do exposto anteriormente, pode-se concluir que essa foi a principal ferramenta de monitoramento, que, associada a uma bem sucedida estratégia de desinvestimento, proporcionou um retorno equivalente a 2,5 vezes o investimento inicial aos investidores em julho de 2008.

6. CONCLUSÕES

O objetivo do presente trabalho era realizar uma análise do impacto da crise financeira sobre o setor de Private Equity brasileiro, que permitisse determinar as estratégias que uma organização gestora de PE deve adotar perante uma situação de crise financeira, bem como no atual cenário de pós-crise, com o intuito de minimizar suas perdas e aproveitar as oportunidades geradas pelo período.

Os resultados obtidos através do levantamento realizado com gestoras de PE, de pesquisas secundárias e da realização do Estudo de Caso permitiram afirmar que os principais impactos da crise financeira sofridos pela indústria no Brasil referem-se à dificuldade de captação de recursos no período, à dificuldade de realização de investimentos apesar da indústria, em geral, apresentar capital comprometido disponível, ao aumento na frequência de interações dedicadas ao monitoramento das empresas e à queda do valor das empresas em portfólio, que tornou ainda mais delicado o processo de desinvestimento.

A queda do valor das empresas investidas foi também o fator principal responsável pelo impacto da crise sobre as demonstrações financeiras da GP Investments, porém, a queda do valor do portfólio não afeta o caixa da empresa e, logo, com a recuperação do mercado e do valor das empresas, deve-se observar a recuperação dos resultados financeiros da organização analisada.

Concluiu-se ainda que a indústria de PE dos EUA e da Europa sofreram impacto consideravelmente maior em relação ao setor brasileiro, devido à maior frequência e aos valores superiores de suas aquisições alavancadas.

Dessa forma, foi possível determinar algumas estratégias bem-sucedidas usadas por gestores de PE respondentes da pesquisa e/ou pela GP Investments perante a crise, dentre as quais destacam-se: buscar oportunidades de investimentos subavaliados devido à crise financeira; possuir uma base permanente de capital que permita a realização de investimentos mesmo em épocas de falta de liquidez, que pode ser exemplificada pela conta “Caixa e Equivalentes a Caixa” do Balanço Patrimonial da GP, correspondente à cerca de 40% de seus ativos totais no segundo trimestre de 2008; contrair dívidas de maneira disciplinada e consciente; e, caso seja

possível, aguardar a recuperação do cenário econômico para realização de desinvestimentos, caso contrário, estudar métodos alternativos de saída dos investimentos ou a possibilidade de extensão do prazo de desinvestimento.

Em relação ao cenário pós-crise, concluiu-se que com a retomada dos mercados mundiais, o volume de capital estrangeiro investido no Brasil tende a aumentar, logo, organizações gestoras devem estar preparadas para captar esse fluxo de recursos. Além disso, os gestores devem se adaptar ao novo cenário econômico e realizar aquisições com pouca ou nenhuma obtenção de dívida, focando-se principalmente em melhorias operacionais para gerar valor aos seus investimentos. A pesquisa sugere ainda que as organizações gestoras de PE devem buscar vantagens competitivas sustentáveis, como o conhecimento especializado nos setores de atuação.

Portanto, os objetivos desse estudo foram atingidos e seus resultados serão enviados para as organizações gestoras respondentes da pesquisa e para a Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital, que afirmou ter interesse em divulgar os resultados desse trabalho aos seus gestores associados. Dessa forma, esse trabalho poderá contribuir para que gestores de PE possam avaliar a situação de suas organizações perante a situação do setor brasileiro de PE, bem como, revisar suas estratégias perante a volatilidade do mercado e frente às expectativas futuras para o setor.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital. **Informações gerais do website**. Disponível em <<http://www.abvcap.com.br>>. Acesso em: ago. 2009.

ALMEIDA, E. P. O salto do capital produtivo. **Valor Financeiro Especial**, set. 2007.

AMATO, F. B. **O papel do private equity na consolidação do mercado imobiliário residencial**. Texto para coluna do NRE-POLI na Revista Construção e Mercado. Escola Politécnica, USP, São Paulo 2009.

ARAGÃO, M. IPO da Visanet deve abrir nova fase na bolsa, somente para as grandes, **Jornal Estado de São Paulo**, 4 mai. 2009. Caderno Economia & Negócios.

ARNOLD, M. Pessimism in private equity's top echelons. **Financial Times**, Londres, 22 set. 2009.

ARNOLD, M. Private Equity hit by worst year. **Financial Times**, Londres, 31 jul. 2009.

ASSUMPÇÃO, S.O. **Proposta de Composição da Carteira de um Fundo de Private Equity focado em Investimentos em Biocombustíveis**. Trabalho de Formatura. Escola Politécnica, USP, São Paulo, 2007.

AURICCHIO, M. L. **Análise estratégica e avaliação econômica de uma empresa produtora de materiais de construção francesa**. Trabalho de Formatura. Escola Politécnica, USP, São Paulo, 2008.

BALARIN, R. Nuvens no céu azul dos "private equities". **Valor Econômico**, 3 set. 2009. Caderno Brasil.

BANCO CENTRAL. **Pesquisa sobre a Evolução da taxa básica de juros e evolução da taxa de câmbio**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Data de acesso em: out. 2009.

BCG; IESE. **“Get Ready for the Private Equity Shakeout”**. 2008. Disponível em <http://www.bcg.com/expertise_impact/publications/>. Acesso em: ago. 2009.

BCG; IESE. **“The advantage of persistence”**. 2008. Disponível em <http://www.bcg.com/expertise_impact/publications/>. Acesso em: ago. 2009.

BM&FBOVESPA. **Evolução Ibovespa e IPOs**. Disponível em: <<http://www.bmf.com.br>>. Acesso em: nov. 2009.

BORGES, A. Investimentos estrangeiros em Private Equity e Venture Capital, **Monitor Mercantil**, 15 abr 2009. Disponível em <http://www.monitormercantil.com.br/mostranoticia.php?id=60284>. Acesso em: set. 2009.

BRMALLS. **Informações gerais do website**. Disponível em: <<http://www.brmalls.com.br>> Acesso em: out. 2009.

BRMALLS. Relações com investidores. **Prospecto definitivo de Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de ações ordinárias de emissão da BRMALLS**. Disponível em: <http://mrm.comunique-se.com.br/arq/119/arq_119_9592.pdf>. Acesso em: out. 2009.

CAMPOS, E. Fundos podem ter nova regulação. **Valor Online**, 31 ago. 2009. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/?online/financas/10/5789909/fundos-podem-ter-nova-regulacao>>. Acesso em: set 2009.

CANÇADO, P. Crise põe em xeque private equity. **O Estado de S. Paulo**, 25 fev. 2009.

CARVALHO, A.; RIBEIRO, L.; FURTADO, C. **A indústria de Private Equity e Venture Capital: Primeiro Censo Brasileiro**. Fundação Getulio Vargas. São Paulo: Saraiva, 2006.

CARVALHO, D. As Ilusões Perdidas. **Revista Exame**, 19 fev. 2009.

CUCOLO, E. Estrangeiros colocam US\$ 40 bi no mercado. **Folha de São Paulo**, 24 out. 2009. Caderno Dinheiro.

FIGUEIREDO, J. N. **Private Equity como fonte de recursos para a empresa brasileira: conceituação teórica e perspectiva prática**. In: XXII ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, Curitiba, 2002. Anais eletrônicos. Disponível em: <http://www.abepro.org.br/biblioteca/ENEGEP2002_TR31_0628.pdf>. Acesso em: abr. 2009.

FINEP. **Informações gerais do website**. Disponível em: <<http://www.finep.gov.br/>>. Acesso em: mai. 2009.

FOLKMAN, P.; FROUD, J.; JOHAL, S.; WILLIAMS, K. **Working for themselves?: Capital market intermediaries and present day capitalism**. CRESC, The University of Manchester. 2006.

FROUD, J; JOHAL S.; LEAVER A.; WILLIAMS K. **Ownership Matters: Private equity and the political division of ownership**. CRESC, The University of Manchester. 2008.

GAZETA INVESTE. **Gazeta Mercantil**, dez. 2008. Ano IV nº5.

GITMAN, L.J. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

GODOY, D. "Spread" bancário no Brasil é 11 vezes o dos países ricos. **Folha de São Paulo**, 1 fev. 2009. Caderno Dinheiro.

GP INVESTMENTS. **Informações gerais do website e da área de Relação com Investidores**. Disponível em <<http://www.gp.com.br/>>. Acesso em: out. 2009.

GP INVESTMENTS. Relações com Investidores. **Divulgação de Resultados – Primeiro Trimestre de 2008**. Disponível em: <http://www.gp.com.br/?lang=pt-BR#/investor_relations/financial_reports>. Acesso em: out. 2009.

GP INVESTMENTS. Relações com Investidores. **Divulgação de Resultados – Segundo Trimestre de 2008**. Disponível em: <http://www.gp.com.br/?lang=pt-BR#/investor_relations/financial_reports>. Acesso em: out. 2009.

GP INVESTMENTS. Relações com Investidores. **Divulgação de Resultados – Terceiro Trimestre de 2008**. Disponível em: <http://www.gp.com.br/?lang=pt-BR#/investor_relations/financial_reports>. Acesso em: out. 2009.

GP INVESTMENTS. Relações com Investidores. **Divulgação de Resultados – Quarto Trimestre de 2008**. Disponível em: <http://www.gp.com.br/?lang=pt-BR#/investor_relations/financial_reports>. Acesso em: out. 2009.

GP INVESTMENTS. Relações com Investidores. **Divulgação de Resultados – Primeiro Trimestre de 2009**. Disponível em: <http://www.gp.com.br/?lang=pt-BR#/investor_relations/financial_reports>. Acesso em: out. 2009.

GP INVESTMENTS. Relações com Investidores. **Divulgação de Resultados – Segundo Trimestre de 2009**. Disponível em: <http://www.gp.com.br/?lang=pt-BR#/investor_relations/financial_reports>. Acesso em: out. 2009.

GREGÓRIO, D. Nem tudo são flores. **Revista Capital Aberto Especial**, 6 dez 2008.

GUANDALINI, G. O mundo pós-crise. **Revista Veja**, 16 set. 2009.

GVCEPE. **Panorama da indústria brasileira de Private Equity e Venture Capital**. Relatório de Pesquisa. 2008.

GVCEPE; VALUE PARTNERS. **Private Equity/Venture Capital: gestão estratégica e monitoramento das empresas do portfólio**. São Paulo, 2006. Disponível em <http://www.cepe.fgvsp.br/evento/BRAVP-ADM-2C_apresentacao_final.pdf>. Acesso em: mai. 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATISTICA. **Pesquisa sobre a evolução do PIB Brasileiro**. Disponível em: <www.ibge.gov.br>. Acesso em: ago. 2009.

INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **A crise internacional e a economia brasileira: o efeito contágio sobre as contas externas e o mercado de crédito em 2008**. 2009. Disponível em <http://www.iedi.org.br/admin_ori/pdf/20090407_crise.pdf>. Acesso em: set. 2009.

ITAÚ BBA. **Prospecto Definitivo de distribuição primária de certificados de depósitos de ações classe A de emissão da GP Investments**. Disponível em: <<http://www.itaubba.com.br/arquivos/portugues/pdf/prospectos/Oferta%20de%20A%C3%A7%C3%B5es%20da%20GP%20Investments%20-%20Prospecto%20Definitivo.pdf>>. Acesso em: out. 2009.

ITAÚ CORRETORA. **A Matter of Faith**. São Paulo, 31 de dezembro de 2008.

ITAÚ CORRETORA. **3Q08 Results: Slightly Better Than Expected**. São Paulo, 11 de novembro de 2008.

IUDÍCIBUS, S. et al. **Contabilidade Introdutória**. São Paulo: Ed. Atlas, 1998.

KAMEYAMA, R. **Visão Geral das Atividades de Private Equity**. Trabalho de Formatura. Faculdade de Economia e Finanças, IBMEC, Rio de Janeiro, 2001.

KAUFFMAN, R. Sem saída. Revista Capital Aberto Especial, 6 dez 2008.

LEITBOM. **Apresenta informações sobre a companhia**. Disponível em <<http://www.leitbom.com.br>>. Acesso em: out. 2009

LETHBRIDGE, T. Sentado em 40 bilhões de dólares. **Revista Exame**, 16 abr 2009.

LOUREIRO, M. M.; DIAS, R. P. BR GAAP, US GAAP E IFRS: **Análise das divergências entre os Resultados da CST no exercício de 2003**. Trabalho de Conclusão de curso. Centro de Ciências Jurídicas e Contábeis, UFES, Vitória, 2005.

MAGNESITA. **Apresenta informações sobre a companhia**. Disponível em: <<http://www.magnesita.com.br>>. Acesso em: out. 2009.

MAGNESITA. Relações com Investidores. **Divulgação de Resultados – Primeiro Trimestre de 2008**. Disponível em: < http://www.grupomagnesita.com.br/ri/index_pt.html>. Acesso em: nov. 2009.

MONTGOMERIE, J.; LEAVER, A.; NILSSON, E. **Losing the battles but winning the war: the case of UK Private Equity Industry and mediated scandal of summer 2007**. CRESC, The University of Manchester. 2008.

MOREIRA, A. Crise muda atividade bancária, diz estudo. **Valor Econômico**, 16 jan. 2009. Caderno Finanças.

MUNDO CORPORATIVO. São Paulo: Deloitte. 1º trimestre 2009. nº 23.

PORTAL EXAME. GP Investimentos amplia sua aposta no setor de saúde. **Portal Exame**, 29 set. 2009.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. **Fusões e Aquisições no Brasil**. 2009. Disponível em: <http://www.pwc.com/pt_BR/br/estudos-pesquisas/assets/prive-equity-corporate-finance-09.pdf>. Acesso em: out. 2009.

RIBEIRO, L.L. **O modelo brasileiro de Private Equity e Venture capital**. Dissertação (mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP, São Paulo, 2005.

RODRIGUES, L. Copom mantém taxa de juros em 8,75% ao ano pela 2ª vez. **Folha de São Paulo Online**, 21 out. 2009. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u641220.shtml>>. Acesso em: out. 2009.

SALGADO, E. Para eles não há crise. **Revista Exame**, 30 out 2008.

UOL ECONOMIA. **Cotações de ações da Bovespa**. Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/cotacoes/bolsas.jhtm>>. Acesso em: out. 2009.

WEIDIG, T.; MATHONET, P. **Private Equity is a risky asset, but private equity investments are not necessarily so**. Luxemburgo, 2004.

APÊNDICE A – QUESTIONÁRIO ENVIADO ÀS ORGANIZAÇÕES GESTORAS DE PRIVATE EQUITY

BLOCO I – CARACTERIZAÇÃO

Caracterização do Entrevistado

Nome: _____

Telefone/fax para contato: _____

E-mail: _____

Cargo atual: _____

Caracterização da Empresa

Nome: _____

País de origem: _____

A organização se insere em qual das categorias a seguir:

- ☐ Organização de PE/VC independente
- ☐ Organização ligada à instituição financeira
- ☐ *Corporate venture* de grupo industrial
- ☐ Organização de propriedade do setor público
- ☐ Outra

Número fundos de PE/VC geridos pela organização: _____

Número de empresas no portfólio: _____

Total do capital comprometido para o Brasil em 2008: _____

Atenção: Para responder ao questionário, considerar as atividades de PE/VC desenvolvidas pela organização no **Brasil**, além disso, considerar como “período de crise financeira” o período compreendido **entre 01/01/2008 e 31/05/2009**.

BLOCO II – IMPACTO DA CRISE NA ORGANIZAÇÃO

Parte 1: Captação de recursos

- 1) Houve constituição de um novo fundo, ou seja, ocorreu o encerramento da captação de recursos de um novo fundo, após o início da crise financeira?
☐ Sim. Quantos?
☐ Não. Pule para a questão 5
- 2) O montante captado para o(s) fundo(s) criado(s) durante a crise foi reduzido em relação ao planejamento inicial, devido à dificuldade de encontrar investidores durante a crise financeira?
☐ Sim
☐ Não
- 3) No que concerne à origem dos recursos captados durante a crise, pode-se dizer que:
☐ A porcentagem de recursos captados de origem estrangeira em relação ao total captado aumentou se comparada à média apresentada por fundos criados antes da crise
☐ A porcentagem de recursos captados de origem estrangeira em relação ao total captado diminuiu se comparada à média apresentada por fundos criados antes da crise
☐ A porcentagem de recursos captados de origem estrangeira em relação ao total captado manteve-se relativamente constante se comparada à média apresentada por fundos criados antes da crise
- 4) Indique, para cada fundo constituído pela organização durante a crise financeira, a porcentagem do montante comprometido proveniente de cada classe de investidor participante do fundo.

	Fundo 1	Fundo 2	Fundo 3	Fundo 4	Fundo 5
Sócios da organização gestora					
Pessoas físicas externas à organização					
Fundos de Pensão					
Seguradoras					
Bancos					
Fundos de investimento					
Organizações gestoras de PE/VC					
Trusts e endowments					
Empresas de grupos industriais privados					
Governo e empresas públicas					
Outros. Explícite.					

Parte 2: Originação e seleção de investimentos

- 5) Em relação à busca de oportunidades de investimentos durante o período de crise, pode-se dizer que:
- ☐ A organização apresenta capital comprometido disponível para realização de aportes de capital em empresas e busca oportunidades de investimento e/ou realizou aporte(s) de capital durante o período de crise
 - ☐ A companhia está analisando oportunidades para realizar investimentos futuros, porém, desde o início da crise, não apresenta capital suficiente para realizar aquisições.
 - ☐ A companhia não se encontra ativa na busca de oportunidades de investimento, apenas realiza a gestão dos investimentos já realizados. Pule para a questão 14
- 6) Após o início da crise, houve aumento da frequência de propostas de investimentos através de candidaturas espontâneas, ou seja, contatos originados por empresas que necessitam de recursos?
- ☐ Sim
 - ☐ Não
- 7) Em relação aos setores que a organização foca seus investimentos, pode-se dizer que:
- ☐ A organização avalia as opções de investimento de diversos setores sem focar-se em setores específicos, antes e após a crise financeira
 - ☐ A organização continua analisando e focando seus investimentos nos mesmos setores que focava antes da crise
 - ☐ A organização passou a focar-se em setores da economia menos atingidos pela crise econômico-financeira. Quais são esses setores?
 - ☐ A organização passou a focar-se em setores da economia mais atingidos pela crise econômico-financeira. Quais são esses setores?

Parte 3: Estruturação e execução dos investimentos

Atenção: Para responder às questões dessa Parte, considerar apenas as empresas do portfólio onde a organização investiu de forma independente ou co-investiu com outros fundos de PE/VC na qualidade de líder.

- 8) A organização inseriu alguma empresa em seu portfólio durante o período de crise financeira?
- ☐ Sim. Número de empresas inseridas:
 - ☐ Não. Pule para a questão 14
- 9) Indique o estágio em que tal(is) empresa(s) se encontrava(m) quando recebeu(ram) o primeiro aporte de capital do fundo.

Quantidade de empresas	Estágios
	Seed Capital: Aporte realizado em fase pré-operacional
	Start-up: Aporte anterior à realização do plano de negócios
	Expansion: Aporte para expansão de empresa que já vende seus produtos/serviços comercialmente
	Later stage: Aporte em empresas com taxas de crescimento estável E fluxo de caixa positivo;

	<i>Acquisition finance:</i> Aporte para que a empresa adquira uma terceira companhia
	<i>Management buyout/in:</i> Aporte para que uma equipe de gestores adquira o controle
	<i>Bridge finance:</i> Aporte realizado quando a empresa planeja introdução em bolsa de valores
	<i>Turn around:</i> Financiamento para empresa com dificuldades operacionais ou financeiras

10) Considera que a empresa adquirida, ou ao menos uma das empresas adquiridas, estava subavaliada pelo mercado devido à crise?

- ☐ Sim
☐ Não

11) A empresa que recebeu aporte de capital durante a crise, ou ao menos uma das empresas, foi adquirida envolvendo alavancagem, ou seja, endividamento para aquisição das ações (*leveraged buyout – LBO*)?

- ☐ Sim
☐ Não

12) Houve revisão das metas originais (elaboradas durante o *due diligence*) das empresas adquiridas com participação da organização gestora?

- ☐ Sim
☐ Não. Pule para a questão 14

13) As revisões de metas foram motivadas pelas mudanças no cenário econômico causadas pela crise financeira?

- ☐ Sim
☐ Não

Parte 4: Monitoramento dos investimentos

14) Em relação aos assentos dos conselhos de administração das empresas do portfólio, pode-se dizer que:

- ☐ Devido à crise, procurou-se, em geral, aumentar a proporção dos assentos dos conselhos de administração das empresas do portfólio ocupadas pela organização
☐ Devido à crise, procurou-se, em geral, reduzir a proporção dos assentos dos conselhos de administração das empresas do portfólio ocupadas pela organização
☐ A proporção dos assentos dos conselhos de administração das empresas do portfólio ocupadas pela organização não foram impactadas pela crise

15) Houve maior frequência de interações dedicadas ao monitoramento das empresas em portfólio durante o período de crise?

- ☐ Sim
☐ Não

16) A organização se envolve no monitoramento das atividades internas de suas empresas em portfólio

- ☐ Sim
☐ Não. Pule para a questão 19

- 17) Enumere as duas atividades internas das empresas em portfólio que a organização passou a dedicar maior atenção perante a crise (sendo 1 a atividade que recebeu maior foco). Caso a companhia não tenha aumentado sua atenção a nenhuma atividade interna devido à crise, deixe em branco.
- ___ Gestão financeira, controle gerencial e auditoria
 - ___ Definição da estratégia empresarial
 - ___ Recrutamento, remuneração
 - ___ Planejamento operacional
 - ___ Marketing/Comercial
 - ___ P&D, inovação, novos produtos
 - ___ Outra. Qual?
- 18) Em alguma das atividades internas das empresas investidas mencionadas na questão anterior a organização não apresentava nenhum envolvimento e passou a envolver-se devido à crise?
- ☐ Sim. Qual(is)?
- ☐ Não
- 19) A organização se envolve no monitoramento das atividades externas às empresas em portfólio?
- ☐ Sim
- ☐ Não. Pule para a questão 22
- 20) Enumere as duas atividades externas das empresas em portfólio que a organização passou a dedicar maior atenção perante a crise (sendo 1 a atividade que recebeu maior foco). Caso a companhia não tenha aumentado sua atenção a nenhuma atividade externa às empresas investidas devido à crise, deixe em branco.
- ___ Suporte de consultores / Profissionais legais, tributários, societários, trabalhistas
 - ___ Aquisição de outras empresas
 - ___ Negociação com bancos ou agentes financeiros
 - ___ Vendas de unidades operacionais / filiais (spin-offs)
 - ___ Negociação de contratos com clientes chaves
 - ___ Negociação de contratos com fornecedores chaves
 - ___ Outra. Qual?
- 21) Em alguma das atividades externas às empresas investidas mencionadas na questão anterior a organização não apresentava nenhum envolvimento e passou a envolver-se devido à crise?
- ☐ Sim. Qual(is)?
- ☐ Não
- 22) Pode-se afirmar que o valor da maioria das empresas em portfólio reduziu?
- ☐ Sim
- ☐ Não

Parte 5: Preparação e execução de saída

- 23) A organização realizou alguma saída (desinvestimento) total ou parcial durante o período de crise financeira?

- ☐ Sim
☐ Não. Pule para a questão 26

24) Indique o número de saídas realizadas nesse período através de cada um dos mecanismos a seguir:

Quantidade de saídas	Mecanismos de saídas
	Venda estratégica(<i>trade-sale</i>)
	Liquidação (<i>Write-off/down</i>)
	Venda para investidor temporário (<i>secondary-sale</i>)
	Recompra pelo empreendedor/gestores (<i>buyback</i>)
	Oferta primária de ações (IPO)
	Outra. Explícite:

25) A organização realizou nesse período um desinvestimento fora do tempo planejado, aproveitando-se de uma oportunidade gerada pela crise financeira?

- ☐ Sim
☐ Não

26) A organização utilizou a possibilidade de extensão da duração determinada de um ou mais veículos de investimento devido à dificuldade de realização de saída perante a crise financeira?

- ☐ Sim
☐ Não

APÊNDICE B – CARTA DE APOIO À PESQUISA DA ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL



Rio de Janeiro, 26 de junho de 2009
PRES - 18/09

Ilmª Sra.
Debora Ayumi Kawanami [debora.kawanami@poli.usp.br]

Assunto: Apoio à Pesquisa Acadêmica sobre impacto da crise no setor de PE

Prezada Débora,

A ABVCAP - Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital tem, dentre suas missões, a difusão de conhecimentos e dados relacionados à indústria de investimentos de longo prazo no Brasil. Nesse sentido, vimos cumprimentá-la pela iniciativa de realizar pesquisa acadêmica sobre o impacto da crise no setor de private equity, que acreditamos poderá oferecer uma visão global de como a indústria está reagindo e se redirecionando nesses últimos tempos e quais as novas tendências e oportunidades que se delineiam.

Recomendamos aos nossos associados uma efetiva colaboração, através da resposta ao questionário de sua pesquisa, bem como todo o auxílio e a cooperação possíveis.

Conforme nossos entendimentos, o resultado da pesquisa será disponibilizado à ABVCAP, que tem todo o interesse em divulgá-lo aos associados e, possivelmente, em outros meios de divulgação disponíveis, mediante prévio entendimento.

Com nossos cumprimentos e votos de êxito na conclusão do trabalho,

Atenciosamente,

A handwritten signature in dark ink, appearing to read 'Ângela Ximenes', is written over a horizontal line.

Ângela Ximenes
Gerente Executiva