

MATHEUS RODRIGUES DE ARAUJO

**DESENVOLVIMENTO DE UMA COMPANHIA DE CRÉDITO PRIVADO
BRASILEIRA**

Trabalho de Formatura apresentado à
Escola Politécnica da Universidade de São
Paulo para obtenção do Diploma de
Engenheiro de Produção

São Paulo

2018

MATHEUS RODRIGUES DE ARAUJO

**DESENVOLVIMENTO DE UM COMPANHIA DE CRÉDITO PRIVADO
BRASILEIRA**

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

2018

FICHA CATALOGRÁFICA

Araujo, Matheus Rodrigues de
DESENVOLVIMENTO DE UMA COMPANHIA DE CRÉDITO
PRIVADO BRASILEIRA / M. R. Araujo -- São Paulo, 2018.
98 p.

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

1.Investimentos 2.Crédito Privado I.Universidade de São Paulo.
Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II.t.

Aos meus pais, que me guiaram por todo esse caminho.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, pela insistência e fibra demonstrados durante toda a vida, sendo exemplos de como se viver e vencedores à sua própria e batalhada maneira. Por acreditarem em mim mesmo quando minha própria confiança fraqueja.

Agradeço aos meus amigos pela jornada compartilhada. Pelas noites em claro, as entregas de última hora e os risos, mesmo no apuro compartilhado.

Ao Professor Mauro, pela ajuda indispensável nessa etapa final e pelas muitas chances por ele a mim confiadas.

Sic Parvis Magna.

(Sir Francis Drake)

RESUMO

O objetivo deste trabalho é apresentar a oportunidade de crédito privado para o mercado brasileiro, com captação de recursos para estabelecer-se um produto do tipo. O autor buscou apresentar os conceitos e nuances do crédito privado, suas estratégias e tipos de financiamento, tocando a conjuntura do crédito privado internacionalmente, com iniciativas e casos de sucesso. Aborda-se também o atual mercado de crédito nacional, especialmente para empresas médias. Então, propor uma abordagem com escopo de atuação, perfil de risco desejado, posicionamento, classe de ativos e postura de atuação que essa iniciativa teria. Descreveu-se o portfólio almejado, o processo de concessão de crédito, as estruturas corporativa e organizacional escolhidas para perseguir essa oportunidade. Finalmente, apresenta-se as projeções financeiras do fundo de investimento e das companhias individuais, bem como a valoração da iniciativa como um todo, para avaliar a atratividade desse tipo de investimento tanto para acionistas quanto para eventuais cotistas.

Palavras-chave: Crédito Privado, Investimentos

ABSTRACT

The objective of this work is to introduce the opportunity of private credit opportunity for the Brazilian market, with fundraising to establish a product of this type. The author sought to present the concepts and nuances of private credit, its strategies and types of financing, addressing the private credit environment internationally, its initiatives and success cases. The current national credit market is outlined, highlighting the medium-sized companies segment. After that, the author proposes an approach for this opportunity, with scope of action, desired risk profile, positioning, class of assets and acting stance that this initiative would have. It has also been described the target portfolio, the lending process, the corporate and organizational structures chosen to pursue this opportunity. At last, the financial projections of the investment fund and individual companies are presented, as well as the valuation of the initiative as a whole, to indicate the attractiveness of this type of investment for both shareholders and eventual quota holders.

Keywords: Private Credit, Investments

LISTA DE FIGURAS

Figura 2-1- Fórmula Custo Médio de Capital (WACC).....	31
Figura 3-1- Tipos de Oportunidade e Estratégias de Crédito Privado	39
Figura 3-2- Comparativo das Estratégias de Crédito Privado	39
Figura 3-3- Ranking das principais gestoras de Crédito Privado por Ativos sob Gestão .	43
Figura 6-1- Escopo e Postura de Atuação	66
Figura 6-2- Características Esperadas do Portfolio	69
Figura 6-3- Características Esperadas do Portfolio – Continuação.....	70
Figura 6-4- Limites de Risco do Portfolio.....	70
Figura 6-5- Representação do Processo de Originação e Restrição das Teses de Investimento	72
Figura 6-6- Estrutura Corporativa LLC.....	79
Figura 6-7- Estrutura Organizacional.....	80
Figura 7-1- Financiamentos Concedidos e KPIs Relacionados	84
Figura 7-2- Quebra de Financiamentos Concedidos por Tipo	84
Figura 7-3- Evolução de Pessoal por Posição	84
Figura 7-4- Folha Salarial Mensal por Posição	85
Figura 7-5– Resultados e Métricas Operacionais – FIDC NP.....	86
Figura 7-6– Balanço Patrimonial, Fluxo de Caixa e Métricas Operacionais – FIDC NP.	87
Figura 7-7– Evolução de Cotas por Tipo – FIDC NP	87
Figura 7-8– Resultados e Métricas – Cia de Gestão	88
Figura 7-9– Balanço Patrimonial, Fluxo de Caixa e Métricas – Cia de Gestão.....	88
Figura 7-10 – Resultados e Métricas – LLC	89
Figura 7-11 – Balanço Patrimonial, Fluxo de Caixa e Métricas – LLC.....	89
Figura 7-13 – Valoração LLC	90
Figura 7-14 – Quadro Acionista Teórico LLC 2026.....	91
Figura 7-15 – Retorno Implícito Acionistas Originais	91

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 3-1- Utilização de Parcerias com Bancos– Pesquisa Proprietária AIMA.....	35
Gráfico 3-2- Evolução dos Ativos e Disponibilidade de Capital para Crédito Privado....	40
Gráfico 3-3- Intenção dos investidores quanto investimentos em dívida privada, Pesquisa Proprietária	40
Gráfico 3-4- Atividade por País – Pesquisa Proprietária AIMA.....	41
Gráfico 3-5- Perspectiva de Oportunidades de Crescimento – Pesquisa Proprietária AIMA	41
Gráfico 3-6- Ticket Ideal por Fundo – Pesquisa Proprietária AIMA.....	42
Gráfico 3-7- Avaliação de Atividades mais importantes no processo de concessão– Pesquisa Proprietária AIMA.....	42
Gráfico 4-1- Bancos de tipo “b1” no sistema financeiro.....	46
Gráfico 4-2- Concentração das operações nos 5 maiores bancos	47
Gráfico 4-3- Ativos de Crédito sobre Ativos Totais	47
Gráfico 4-4- Spreads médios geral e por tipo de tomador	48
Gráfico 4-5- Spreads médios Mundiais.....	48
Gráfico 4-6- Ativos de Crédito sobre Ativos Totais - Top 5 ex-BNDES (%)	49
Gráfico 4-7- Gap de Crescimento entre PIB e Crédito - Brasil.....	50
Gráfico 4-8- Crédito ao Setor Privado Não Financeiro/PIB	51
Gráfico 4-9- Carteira PMMEs, Evolução Mensal	52
Gráfico 4-10– Carteira Grandes Empresas, mensal	52
Gráfico 4-11- Concessões PJ Mensais – Recursos Livres	53
Gráfico 4-12- Pesquisa Trimestral de Condições de Crédito - PMMEs - Oferta observada	53
Gráfico 4-13- Pesquisa Trimestral de Condições de Crédito - PMMEs – Demanda e Concessões Observadas	54
Gráfico 4-14- Concentração de Carteira de Crédito Pessoa Jurídica por Porte	55
Gráfico 4-15- Quebra da Carteira de Crédito PJ ex-BNDES por tipo de Crédito, 2017...	56
Gráfico 4-16- Níveis de Inadimplência PJ	57
Gráfico 4-17- Carteira BNDES	58
Gráfico 4-18- Número de Emissões de Debêntures por Valor de Emissão	59
Gráfico 4-19- Número de Emissões Primárias de Ações por Ano.....	59

LISTA DE TABELAS

Tabela 2-1- DRE Genérica	28
Tabela 4-1- Ranking Carteira PJ	54
Tabela 4-2- Quebra do Ranking Estadão 1500 - Faturamentos	60
Tabela 7-1- Companhias Comparáveis.....	90

LISTA DE ABREVIATURA E SIGLAS

VDP *Veículo para dívida privada*

WACC *Weight Average Cost of Capital (Custo Médio Ponderado de Capital)*

TIR *Taxa interna de retorno*

DRE *Demonstração de Resultados do Exercício*

AIMA *Alternative Investment Management Association*

CAGR *Taxa de Crescimento Composto anual*

PMEs *Pequenas e Médias Empresas*

PMMEs *Pequenas, Micro e Médias Empresas*

PIK *Paid-in-kind (Pago em Equivalência)*

PDI *Private Debt Investor*

BC *Banco Central*

BCB *Banco Central do Brasil*

SELIC *Sistema Especial de Liquidação e Custódia*

PROER *Programa de Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro*

PROES *Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária*

BNDES *Banco Nacional de Desenvolvimento*

ANBIMA *Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais*

BM&F *Bolsa de Mercados e Futuros*

DSRAs *Debt Service Reserve Account (Contas de Reserva de Serviço de Dívida)*

SAs *Sociedades Anônimas*

B2B *Business to business (Negócios para Negócios)*

KPIs *Key Process Indicators (Indicadores Chave do Processo)*

F&A *Fusões e Aquisições*

IPO *Initial Public Offering (Oferta Pública Inicial)*

LTDA *Sociedade Limitada*

LLC *Limited Liability company (Sociedade Limitada)*

FIDC *Fundo de Investimento em Direitos Creditórios*

CARF *Conselho Administrativo de Recursos Fiscais*

CEO *Chief Executive Officer (Diretor Executivo)*

CFO *Chief Financial Officer (Diretor Financeiro)*

PIS *Programa de Integração Social*

COFINS *Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social*

ISS *Impostos sobre Serviços*

CIA *Companhia*

SO *Stock Options (Plano de Opções de Compra de Ações)*

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	25
1.1	Motivação	25
1.2	Objetivo	26
1.3	Estrutura do Trabalho	27
2	REVISÃO DA LITERATURA	28
2.1	Finanças e Contabilidade	28
2.1.1	<i>DRE</i> 28	
2.1.2	<i>Balanço Patrimonial</i>	29
2.1.3	<i>Demonstrativo de Fluxo de Caixa</i>	30
2.1.4	<i>Financiamento e Alavancagem</i>	30
2.1.5	<i>WACC e Estrutura de Capital Ótima</i>	31
2.1.6	<i>Taxa Interna de Retorno</i>	31
2.1.7	<i>Valor</i> 32	
2.1.7.1.	<i>Múltiplos Relativos</i>	32
2.1.7.2.	<i>Métricas de Retorno</i>	32
2.1.7.2.1.	<i>ROE</i>	32
3	O CRÉDITO PRIVADO	33
3.1	As Características de Crédito Privado	33
3.1.1	<i>O Papel dos fundos de Crédito Alternativo e Empréstimos Diretos na Economia</i> .	33
3.1.2	<i>Motivos do Crescimento do Mercado de Dívida Privada</i>	34

3.1.3 Mercado Alvo para Dívida Privada	34
3.1.4 Perfil dos Financiadores Alternativos e Fonte de Recursos	35
3.2 Crédito Privado versus Bancos.....	35
3.3 As Estratégias de Crédito Privado	36
3.3.1 Estratégia de Preservação de Capital.....	36
3.3.1.1. Mezanino.....	36
3.3.1.2. Dívida Sênior	37
3.3.2 Estratégia de Retorno sobre Capital.....	37
3.3.2.1. Apreciação do Capital.....	37
3.3.2.2. Dívida Estressada.....	38
3.3.3 Outras Estratégias.....	38
3.3.3.1. Oportunísticas.....	38
3.3.4 Resumo das Estratégias.....	39
3.4 Panorama do Mercado de Crédito Privado Global.....	40
3.5 Cases de Crédito Privado.....	43
3.5.1 Empresas	43
3.5.1.1. Apollo.....	43
3.5.1.2. Oaktree Capital Management.....	44
3.5.2 Casos de Financiamento	44
3.5.2.1. Stiga	44
3.5.2.2. Securitas Direct Verisure Group.....	45

4	O MERCADO DE CRÉDITO BRASILEIRO	46
4.1	Características Atuais do Mercado Bancário	46
4.2	Disponibilidade e Demanda de Crédito	50
4.2.1	<i>Dinâmica Recente e Comparação com Outros Países</i>	50
4.2.2	<i>O Mercado de Crédito para Pessoas Jurídicas</i>	51
4.2.3	<i>O papel do mercado de capitais para o financiamento do investimento</i>	58
4.2.4	<i>Acesso ao mercado de capitais</i>	58
4.2.5	<i>Mercado Alvo para Crédito Privado</i>	60
5	ABORDAGEM ADOTADA	61
5.1	Desenvolvimento da Abordagem	61
5.1.1	<i>Definição dos Parâmetros do Fundo</i>	61
5.1.2	<i>Detalhamento do Processo de Investimento e Desinvestimento</i>	61
5.1.3	<i>Aspectos Corporativos e Organizacionais</i>	61
5.1.4	<i>Consolidação do Business Plan</i>	62
5.1.5	<i>Conclusão do Projeto</i>	62
5.1.5.1	<i>Elaboração Projeções Operacionais e Financeiras</i>	62
5.1.5.2	<i>Consolidação do Material para Captação de Recursos</i>	62
5.1.6	<i>Prospecção Ativa de Investidores</i>	62
6	RESULTADOS ESPERADOS	63
6.1	Definição dos Parâmetros do Fundo	63
6.1.1	<i>Escolha das Estratégias de Crédito Privado</i>	63

6.1.2	<i>Escopo de Atuação</i>	63
6.1.2.1.	<i>Perfil de Risco</i>	63
6.1.2.2.	<i>Posicionamento na Estrutura de Capital</i>	64
6.1.2.3.	<i>Classe de Ativos</i>	64
6.1.2.4.	<i>Contexto/Situacional</i>	65
6.1.2.5.	<i>Postura de Atuação</i>	65
6.2	Resumo do Escopo e Postura de Ação	66
6.3	Instrumentos e Estruturas	67
6.3.1	<i>Estruturas Equity-like</i>	67
6.3.2	<i>Proteção à Riscos</i>	67
6.4	Resumo do Portfolio Almejado	68
6.5	Processo de Investimento	71
6.5.1	<i>Limitações da Originação</i>	71
6.5.1.1.	<i>Setores-Chave</i>	71
6.5.1.2.	<i>“Teses de Investimento” Fundamentais</i>	71
6.5.1.1.	<i>Conjunturais</i>	72
6.5.2	<i>O Processo de Originação</i>	72
6.5.2.1.	<i>Canais de Originação</i>	72
6.5.2.2.	<i>Abordagem Inicial e Estruturação Preliminar</i>	73
6.5.3	<i>Due Diligence</i>	74
6.5.4	<i>Estruturação, negociação dos termos e decisão de investimento</i>	74

6.5.5	<i>Monitoramento e Execução da Saída</i>	75
6.6	Estrutura Corporativa	76
6.6.1	<i>Objetivos e Limitações da Estrutura Corporativa</i>	76
6.6.2	<i>Estrutura Corporativa</i>	77
6.6.3	<i>Considerações sobre a Estrutura Corporativa</i>	79
6.7	Estrutura Organizacional	79
6.8	Business Plan	80
6.8.1	<i>Fase 1 – 4º trimestre 2018</i>	80
6.8.2	<i>Fase 2 – 1º semestre 2019</i>	80
6.8.3	<i>Fase 3 – 2º semestre 2019</i>	81
6.8.4	<i>Fase 4 – 2020</i>	81
6.8.5	<i>Fase 5 – 2021</i>	81
6.9	Prospecção Investidores	81
7	PROJEÇÕES FINANCEIRAS	83
7.1	Premissas do Modelo	83
7.1.1	<i>Originação</i>	83
7.1.2	<i>Recursos Humanos</i>	84
7.1.3	<i>FIDC85</i>	
7.1.4	<i>Cia de Consultoria</i>	85
7.1.5	<i>LLC</i>	85
7.2	Resultados Obtidos	86

7.2.1 FIDC NP.....	86
7.2.2 Cia de Consultoria	88
7.2.3 LLC	89
7.3 Atratividade do Investimento	89
7.3.1 Premissas da Valoração.....	89
7.3.2 Valoração	90
8 CONCLUSÃO.....	92
REFERÊNCIAS.....	94

1 INTRODUÇÃO

Este trabalho foi desenvolvido em uma holding de investimentos chamada FINVEST, na qual o autor exercia a função de analista de investimentos. Mais especificamente, se estudavam e criavam estratégias para desenvolvimento de fundos nas áreas de crédito, *private equity* e *venture capital*, bem como gestão direta de algumas empresas investidas e dos fundos que abrigam essas participações, com capital proprietário e de terceiros. O ambiente é composto majoritariamente de administradores, economistas e engenheiros. A procura por oportunidades de investimentos é intensa, tanto por parte dos funcionários quanto do proprietário, cujo histórico é reconhecido no mercado financeiro. Desta forma, muitos agentes do mercado financeiro vêm apresentar projetos buscando não apenas capacidade de investimento, mas como também oportunidades para captação e alavancagem de negócios através da rede de relacionamentos da FINVEST.

Um dos profissionais da rede de relacionamentos trouxe uma oportunidade de investimento para avaliação. Essa foi levantada por um ex-gestor de portfólio de um grande fundo de *private equity* no Brasil. Este, com anos de experiência na gestão de fundos especializados em investimentos em participações de empresas médias e/ou com potencial de crescimento, bem como profundo conhecimento das necessidades de crédito obtido em anos de gestão de empresas investidas, com destaque para empresas em níveis *pré-corporate*, começou a delinear o que poderia vir a ser o primeiro **veículo de capital permanente para dívida privada (*Private Debt*) - VDP** no Brasil com base no seu conhecimento da indústria de crédito privado nos mercados americano e europeu.

1.1 Motivação

O principal objetivo desse veículo seria a concessão de produtos sofisticados de crédito para empresas com necessidades de capital para crescimento, refinanciamento e organização societária, unindo as ferramentas de análise financeira, operacional, estratégica e de mercado, bem como gestão utilizados largamente em transações de fusões e aquisições para fundos de *private equity*, com ferramentas de concessão de crédito, atuando de forma híbrida, juntando-se o caráter de financiador com o de participação societária. Esse veículo não forneceria apenas crédito como bancos nacionais ou outras fontes tradicionais de financiamento, mas também teria como objetivo ajudar as empresas na confecção de planos para expansão, aumento da rentabilidade, diversificação de produtos, suporte ao desenvolvimento de novas tecnologias e

produtos, aumentando assim a capacidade de vantagem pela natureza do tipo de produto de crédito a ser fornecido como também minimizando a possibilidade de inadimplência devido o acompanhamento próximo da saúde financeira da companhia em questão e do mercado em que está inserida.

Logo, o estabelecimento de um veículo em questão tem o potencial de trazer impactos positivos para a economia através do estímulo financeiro de empresas pela da alavancagem utilizando instrumentos de dívida customizados, e também no suporte à tomada de decisão, estratégia, planos de expansão, entre outros. Também há interesse na possibilidade de ganhos através do investimento tanto em participação direta no VDP bem como na aquisição de cotas de seus fundos.

O autor, sob orientação dos superiores, colaborou com o processo de delineamento do VDP com levantamento de dados setoriais, do setor bancário brasileiro, dados de disponibilidade e demanda de crédito nacionais, comparações com os mercados internacionais, entre outras. Participou também da tomada de decisão quanto construção do portfólio almejado, estrutura corporativa e levantamento de alvos de prospecção e *benchmark* com outros produtos similares. Finalmente, auxiliou na confecção de material comercial para prospecção de investidores e realizou toda a modelagem com orientação dos principais sócios da FINVEST.

1.2 Objetivo

O objetivo deste trabalho é a captação de recursos para iniciar as atividades de um veículo de gestão e originação de ativos de crédito privado. Embora haja percepção de que esse tipo de veículo seria interessante, foi colocada como condição a entrada de grandes investidores institucionais para capitalização desse veículo e dos fundos que ele viria a operar, já que a capacidade financeira da FINVEST é limitada frente ao capital necessário para tal veículo e seria interessante a diluição de riscos através da atração de outros sócios.

Para tanto, foi necessário determinar um valor econômico para esse veículo de modo a apontar a atratividade para investimento de terceiros. Valorar uma empresa é um procedimento intrincado, sendo necessário a ponderação de múltiplas variáveis e seus impactos. Aplicou-se então conceitos teóricos de finanças corporativas e contabilidade e gestão estratégica. Ferramentas como a taxa interna de retorno (TIR) e valoração por múltiplos também foram utilizadas.

1.3 Estrutura do Trabalho

A estrutura do trabalho é formada pelas seguintes seções:

1. Introdução
2. Revisão Bibliográfica – Introduz-se os conceitos e métodos relevantes para o desenvolvimento do trabalho
3. O Crédito Privado – Disserta sobre o mercado de crédito privado, seu histórico, crescimento, as empresas alvo e o perfil dos financiadores e fontes de recurso, abordando-se também suas principais estratégias e o panorama de mercado global.
4. O Mercado de Crédito Brasileiro – Características atuais do mercado, com destaque para a dinâmica de oferta e disponibilidade de crédito
5. Abordagem Adotada – Versa sobre as etapas percorridas para delineamento do VDP
6. Apresentação do Produto – Descreve o produto, suas estratégias, estruturas, processos e *business plan*
7. Projeções Financeiras – Apresentação das premissas e projeções financeiras para o produto
8. Conclusões

2 REVISÃO DA LITERATURA

Para o embasamento teórico do presente trabalho, foi feita uma revisão da literatura, abordando os principais autores e referências em métodos de avaliação de investimentos, estrutura de capital e outros veículos financeiros importantes para a definição da estrutura ótima a ser escolhida frente aos objetivos abordados.

2.1 Finanças e Contabilidade

A contabilidade é a linguagem que expressa a saúde financeira de uma empresa através do lançamento das receitas e despesas de forma ordenada, os demonstrativos financeiros. Para que ela cumpra sua função é necessária sua precisão e clareza, evidenciando o desempenho da empresa e fornecendo informações para tomada de decisão da direção, bem como para avaliação dos *stakeholders* como um todo.

2.1.1 DRE

A Demonstração de Resultados do Exercício, DRE, é um demonstrativo financeiro fundamental que apresenta a relação de receitas e despesas incorridas em determinado período, indicando o lucro da empresa, um destacado indicador da situação financeira da empresa (ITTELSON, 2009).

Segue abaixo uma tabela indicando uma DRE genérica:

Tabela 2-1- DRE Genérica	
(+)	Receita Bruta
(-)	Deduções
(=)	Receita Líquida
(-)	Custo dos Produtos e Serviços Prestados
(=)	Lucro Bruto
(-)	Despesas com Vendas
(-)	Despesas Gerais e Administrativas
(-)	Outras Despesas Operacionais
(=)	Lucro Operacional (EBIT)
(+)	Resultado Financeiro Líquido
(=)	Lucro Antes dos Impostos (EBT)
(-)	Imposto de Renda e Contribuição Social
(=)	Lucro Líquido

Fonte: Elaborado pelo autor

Os valores expressos na DRE não necessariamente equivalem às vendas recebidas e despesas efetuadas no período. O reconhecimento das receitas e despesas é feito conforme a entrega dos bens e serviços, não se alinhando necessariamente ao efetivo recebimento ou desembolso (ITTELSO, 2009). Para verificar essa dinâmica é necessário observar o Balanço Patrimonial e o Fluxo de Caixa, outros demonstrativos financeiros fundamentais.

2.1.2 Balanço Patrimonial

O Balanço Patrimonial mostra as condições de uma empresa em termos de bens, recebíveis e obrigações a serem pagas num determinado momento específico (geralmente no final de um ano fiscal ou trimestre) diferindo-se nesse ponto da DRE, que mostra fluxos ocorridos num período determinado.

O Balanço é dividido em duas partes: Ativo e Passivo. O Ativo representa aquilo que uma empresa possui, como: Caixa, Estoques, Contas a Receber, Maquinário, Imóveis e outros bens que a empresa considere que representem valor. O Passivo é constituído de obrigações com clientes e fornecedores, contas e impostos a serem pagos, dívidas e quaisquer outras responsabilidades que a empresa tenha de pagar financeiramente. A diferença entre o Ativo e Passivo é o chamado Patrimônio Líquido. Este, representa o valor líquido da empresa, devido aos investidores. É composto pela somatória de capital integralizado na empresa, lucros (ou prejuízos) acumulados diminuídos dos dividendos pagos (ITTELSO, 2009).

No Brasil convencionou-se apresentar as contas do balanço conforme liquidez decrescente:

Tabela 2-2- Balanço Patrimonial Genérico

Ativo Circulante Caixa e equivalentes Contas a receber Estoques Despesas antecipadas	Passivo Circulante Fornecedores Empréstimos e financiamentos Contas a pagar Receitas antecipadas
Ativo Não-Circulante Contas a receber IRCS diferidos Ativos Fixos Fábricas Instalações	Passivo Não-Circulante Empréstimos e financiamentos Provisões Impostos a recolher
	Patrimônio Líquido Capital Social Reserva de Lucros
Total do Ativo	Total do Passivo e Patrimônio Líquido

Fonte: Elaborado pelo autor

2.1.3 Demonstrativo de Fluxo de Caixa

O Fluxo de Caixa é o demonstrativo financeiro que relaciona as mudanças e movimentações de caixa (entradas e saídas) dentro de uma empresa num determinado período. É dividido em três partes: fluxo de caixa operacional, de investimentos e de financiamento. O primeiro contempla os fluxos decorrentes da atividade fim da empresa, o segundo aponta os fluxos decorrentes de investimentos em ativos como participações societárias e transações com ativos de longo prazo. O último relaciona os fluxos de pagamento e contração de dívidas e pagamento de dividendos.

Tabela 2-3- Balanço Patrimonial Genérico

Fluxo de Caixa Operacional
Lucro Líquido
(+) Depreciação
(+/-) Aumento/redução do ativo circulante
(+/-) Aumento/redução do passivo circulante
■ Caixa gerado pela operação
Fluxo de caixa das atividades de investimento
(+/-) Redução/aumento do ativo imobilizado
(+/-) Variações de investimentos societários
■ Caixa gerado pelas atividade de investimento
Fluxo de caixa das atividades de financiamento
(+/-) Emissão/pagamento de dívida
(+/-) Variações no patrimônio líquido
(-) Dividendos pagos
■ Caixa gerado pelas atividades de financiamento
■ Geração/queima de caixa

Fonte: Elaborado pelo autor

2.1.4 Financiamento e Alavancagem

As estratégias de financiamento, segundo Brealey, Myers and Marcus (2001), podem ser classificadas como internas e externas. As internas são derivadas da geração de recursos para a própria empresa financiar sua expansão. As externas referem-se a todas as outras soluções como dívida e aportes de acionistas (originais ou novos).

De uma maneira geral, financiamento através de dívida é um acordo em que o tomador concorda em pagar um empréstimo com um acréscimo de juros. Financiamento através de aportes de acionistas envolve o levantamento de capital através da emissão de novas ações da empresa. Segundo Brealey, Myers and Marcus (2001) existem também produtos inovadores e pouco usuais como *bonds* indexados, *bonds* com garantias em ativos e títulos conversíveis. Os últimos são considerados híbridos, podendo ser convertidos de dívida para participação acionária ou vice e versa, de acordo com o interesse em conversão do proprietário do título.

O conceito de alavancagem financeira é o quão intensamente uma empresa utiliza dívida. Quanto maior a proporção de dívida utilizada, maior a alavancagem de uma empresa (BREALEY, MYERS e MARCUS, 2001).

2.1.5 WACC e Estrutura de Capital Ótima

WACC (Weighted Average Cost of Capital) é a média ponderada entre a utilização de capital próprio (K_e) e o custo de capital de terceiros (K_d) frente ao capital próprio (*equity*) e o montante total de dívida.

Figura 2-1- Fórmula Custo Médio de Capital (WACC)

$$WACC = K_e * \left(\frac{E}{D + E} \right) + K_d * (1 - t) * \left(\frac{D}{D + E} \right)$$

Fonte: Damodaram, adaptação do autor

Onde “D” representa o montante de dívida, “E” representa o *equity* da empresa e “t” a alíquota de imposto.

A estrutura de capital ótima é aquela em que se minimiza o valor do WACC pela utilização das proporções ótimas de capital próprio e de terceiros e seus custos, maximizando o valor de uma companhia (BREALEY, MYERS e MARCUS, 2001).

2.1.6 Taxa Interna de Retorno

A Taxa Interna de Retorno – TIR é a taxa calculada em que descontado um fluxo hipotético ao longo do tempo, este apresenta seu valor presente líquido zero. De forma intuitiva, é o rendimento que uma série de fluxos apresenta. É uma métrica muito utilizada para comparar retornos, projetos e empresas.

2.1.7 Valor

Os investidores sempre buscam maximizar os retornos que irão obter. A forma utilizada é a de escolher ativos que tragam um maior retorno, ou seja, gerem mais capital do que foi necessário para sua aquisição. O retorno de um investidor pode ser considerado basicamente os fluxos de caixa advindos de um ativo, e, seguindo essa premissa, os ativos têm seus valores atrelados à expectativa de geração de fluxos de caixa futuros (DAMODARAN, 2012).

2.1.7.1. Múltiplos Relativos

O método de múltiplos relativos é frequentemente utilizado para comparar empresas semelhantes (com a mesma atividade ou setor) especialmente no mercado financeiro. Sendo do mesmo setor ou exercendo atividades semelhantes, as empresas devem compartilhar uma série de outras características quanto ao modelo de negócios e estrutura operacional. Então, pode-se comparar o valor dado a cada empresa a partir de comparação de métricas financeiras específicas, obtendo-se então um preço relativo entre elas.

2.1.7.2. Métricas de Retorno

2.1.7.2.1. ROE

O ROE (*Return On Equity*) é uma métrica de retorno para o acionista a partir do capital contribuído para constituição de uma empresa. Conforme visto acima, o capital contribuído para a constituição da empresa pelo acionista corresponde ao patrimônio líquido. Assim, o ROE é a divisão do lucro líquido apresentado pela companhia dividido pelo patrimônio líquido da companhia. Convencionou-se também a utilização do ROAE (*Return On Average Equity*), dividindo-se o lucro líquido do período pelo patrimônio médio do mesmo, suavizando efeitos de aportes ou emissões de dividendos eventuais no indicador.

3 O CRÉDITO PRIVADO

Nesta seção apresentaremos o conceito de crédito privado, enumerando suas nuances, as características, os atores envolvidos, os mercados em que existe, suas principais estratégias, os tipos de veículo existentes e os principais gestores de veículos do gênero.

3.1 As Características de Crédito Privado

Segundo a Alternative Investment Management Association (Alternative Investment Management Association, 2018) o crédito privado é o crédito disponibilizado a companhias ou projetos através de negociação bilateral, não sendo negociados publicamente como outros títulos corporativos ou governamentais e são originados e detidos por instituições não bancárias, podendo apresentar na forma de vários instrumentos legais como empréstimos, *bonds*, notas ou certificados securitizados privados. O crédito privado abrange várias estratégias incluindo dívida imobiliária, dívida estressada, empréstimos diretos, financiamento mezanino e financiamento estruturado.

A forma de investir em crédito privado geralmente se dá através de gestoras de ativos, especializadas ou não no produto, que estruturam fundos e captam recursos de investidores para realização dos mesmos. Esses fundos possuem as mais diversas características acerca de estratégia e escopo de investimento, porém geralmente são de captação limitada a um certo valor e/ou número de investidores (fechados), e com uma grande duração, de no mínimo 5 anos, devido à maturação dos ativos investidos.

3.1.1 O Papel dos fundos de Crédito Alternativo e Empréstimos Diretos na Economia

Também segundo a AIMA, os fundos de crédito alternativo, dívida privada ou de empréstimos diretos são uma fonte adicional, especialmente em momentos de diminuição da oferta de crédito, concedendo capital à empresas cujo acesso aos meios tradicionais de financiamento, como bancos, é inviável, talvez por se tratar de complexidades dos negócios, como necessidade de empréstimos ponte para reestruturação até condições sustentáveis, ou por se tratarem de *start-ups* ou de empresas pequenas ou médias, encontrando dificuldades para obtenção de recursos através de bancos comerciais.

A AIMA também afirma que os fundos de crédito privado também ajudam a aumentar a resiliência do mercado financeiro já que a atividade do crédito privado não envolve transformação de liquidez ou maturação – a prática de concessão de empréstimos de longo

prazo com recursos de depósitos com possível movimentação de curto prazo e o uso de alavancagem, definidor da atividade bancária.

3.1.2 *Motivos do Crescimento do Mercado de Dívida Privada*

O motivo do crescimento do mercado de dívida privada é duplo: primeiramente, em alguns mercados com a retração das fontes tradicionais de financiamento (devido à política dos bancos) em alguns mercados de crédito. Em segundo lugar, os provedores desse tipo de crédito desenvolveram instrumentos e processos sofisticados customizados ao mercado em que atuam. Esses provedores têm se provado capazes de oferecer uma alternativa às fontes tradicionais que é altamente flexível, estruturada de maneira complexa e comparativamente mais rápida. Dessa forma, a indústria de dívida privada global apresenta CAGR de 20% desde o ano 2000, com expectativa de atingir US\$ 1 trilhão até 2020 e na perspectiva do investidor, a performance do setor de crédito privado apresenta rendimentos superiores à outras classes de ativos (Alternative Investment Management Association, 2017).

Entre os diferenciais da dívida privada podem ser citados termos mais flexíveis, cobrindo desde de perfis de pagamento e *covenants*¹, e estruturas negociais complexas e de difícil execução no mercado bancário tradicional, a capacidade de interação mirando uma parceira de longo prazo oferecida pelo financiador, ajudando a explicar a expansão do mercado de dívida privada.

3.1.3 *Mercado Alvo para Dívida Privada*

Dentre os principais usuários desse tipo de financiamento estão as pequenas e médias empresas (PMEs) e empresas do *middle market*, do nível *pré corporate*, abrangendo os mais diferentes setores e segmentos econômicos. Estas são tipicamente não têm porte suficiente para acesso ao mercado de emissões de títulos corporativos, sendo mais vulneráveis à eventuais instabilidades no mercado bancário. O uso dos recursos varia muito conforme às necessidades dessas empresas, se estendendo desde adequação do perfil de dívida, aquisições e planos de expansão estão entre os mais comuns (AIMA, 2017).

¹ Tratam-se de restrições legais impostas em contratos de emissão de títulos, financiamentos, entre outros, nos quais o tomador acata restrições com o objetivo de dar maior segurança ao financiador.

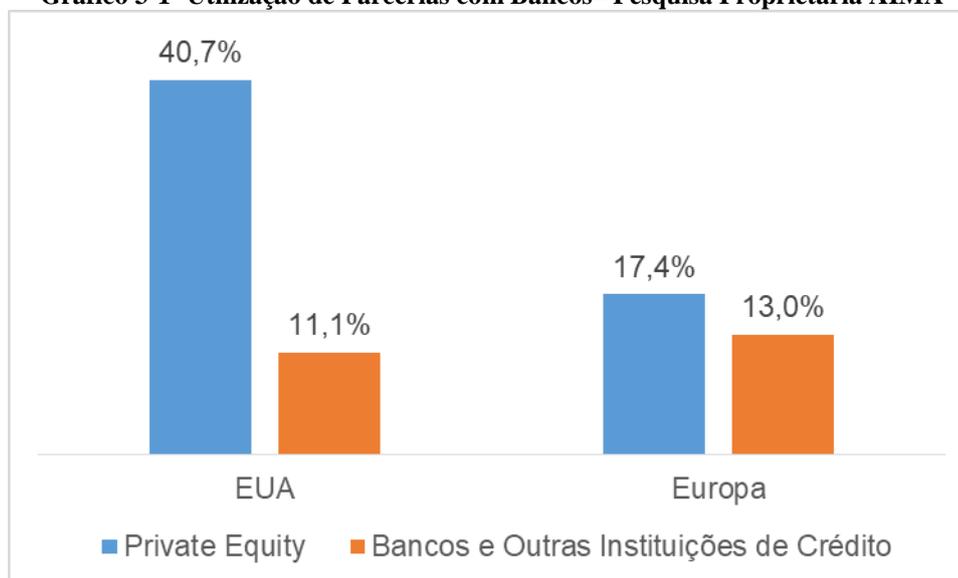
3.1.4 Perfil dos Financiadores Alternativos e Fonte de Recursos

Um grande número das firmas de crédito privado é formado por profissionais com experiência no mercado de capitais, bancário, *private equity*, *hedge funds* e gestoras de recursos. O conhecimento técnico possibilita esse tipo de profissional a desenvolver operações customizadas de financiamento. Essas firmas baseiam suas operações em grande parte em fundos de investimento capitalizados por fundos de pensão, companhias seguradoras e gestoras de patrimônio, geralmente confortáveis com a natureza fechada e de longo prazo desses fundos.

3.2 Crédito Privado versus Bancos

Os veículos de crédito privado acabam não competindo diretamente com os bancos, já que o tipo de produto, perfil de pagamento e instrumentos financeiros são distintos. Segundo a AMIA (2017) veículos alternativos de crédito contam com laços próximos aos bancos, chegando a realizar parcerias. Bancos são uma fonte útil de oportunidades de negócios para os VDPs, e estes últimos conseguem realizar operações que são impossíveis para os bancos. Além disso, alguns tomadores de crédito buscam ativamente parcerias entre bancos e VDPs devido à expertise adicional que pode ser agregada.

Gráfico 3-1- Utilização de Parcerias com Bancos– Pesquisa Proprietária AIMA



Fonte: AIMA, adaptação do autor

3.3 As Estratégias de Crédito Privado

Segundo a Cambridge Associates (2017), o crédito privado pode oferecer vantagens e recursos distintos através de opções de estratégias diversas num cenário de retornos reduzidos, algumas mais familiares aos investidores que outras, cada qual com seus riscos próprios. As diferentes estratégias podem ser implementadas com objetivos e preferências diversas. A proliferação de gestores de crédito privado acaba por oferecer retornos variando desde aproximadamente 5% a até mais de 20%. Porém, para avaliação desses ativos, deve-se levar em conta além dos retornos apresentados também deve-se levar em conta os retornos esperados, os riscos envolvidos, e a exposição à liquidez. Os investidores precisam decidir caso optar por uma estratégia mais arriscada, priorizando potencial rentabilidade, ou com um perfil de risco menor, diferenciando-se especialmente na previsão de liquidez.

3.3.1 Estratégia de Preservação de Capital

As estratégias de preservação de capital englobam os ativos do tipo de financiamento do tipo mezanino tradicional e fundos de dívida sênior, que buscam apresentar um perfil previsível de retornos enquanto protegem de potenciais perdas. Esses portfólios tendem a apresentar os retornos assimétricos, com poucas perdas e raros ganhos inesperados (Cambridge Associates, 2017).

3.3.1.1 Mezanino

A estratégia mezanino busca, através de relacionamentos com *private equity* e credores de dívida sênior, o fornecimento de capital subordinado para aquisições totais ou parciais. A maior parte dos retornos desse tipo de estratégia está relacionado ao pagamento de cupons, complementado com retornos advindos de multas de pagamento antecipado e *paid-in-kind* (PIK)², entretanto em frequências e volumes menores dos observados nas estratégias de retorno sobre capital. Exposição ao risco de *equity* pode ser capturada através de *warrants*. A estratégia mezanino é limitada pelas negociações de financiamento sênior já existentes e dos próprios acionistas. (Cambridge Associates, 2017)

² Refere-se à instrumento financeiro que paga juros ou dividendos para investidores de *bonds*, títulos ou ações preferenciais com outros títulos mobiliários ao invés de liquidez.

3.3.1.2. Dívida Sênior

Os fundos de dívida sênior, também conhecido como de financiamento direto, buscam em sua maioria patrocinadores um modelo de *sponsor coverage*³. A maior parte dos retornos é gerada pelo recebimento de cupons compostos geralmente por um *spread* fixo e uma taxa referencial de mercado, podendo ser alavancados ou não. Entre os riscos para esse tipo de abordagem estão não apenas o risco de crédito corporativo, mas também o risco de adoção da estratégia da instituição patrocinada. (Cambridge Associates, 2017)

3.3.2 Estratégia de Retorno sobre Capital

As estratégias de retorno sobre de capital englobam os ativos do tipo de título de dívida estressada e fundos que focam na apreciação do capital, apresentam um perfil de retornos com possibilidade de maiores ganhos e apresentam assimetria positiva em seus portfólios (Cambridge Associates, 2017).

3.3.2.1. Apreciação do Capital

As estratégias de retorno sobre de capital tendem a ser instrumentos de dívida ou *equity-like* com o caráter substituto para o *private equity*. Instrumentos desse tipo funcionam no caso de empresas familiares e/ou relutantes em negociar parcela de patrimônio da empresa podem optar por capital subordinado para suprir a suas necessidades de financiamento de seus projetos ou para ajustes na estrutura societária. Os instrumentos utilizados podem ser dívida subordinada e/ou ações preferenciais, que não apresentam risco de diluição do capital ordinário nem ameaçam credores sêniores, apresentando um caráter misto entre dívida e *equity*. Dessa forma, são os tipos de estratégia mais adequados para empresas médias e médias para grandes, com o cupom de dívida apresentando uma série de *covenants, liens*⁴ e outros mecanismos de proteção e a exposição de risco *equity-like* variando de uma série de cupons, taxas e componentes como preferência de liquidez, PIK, taxas de sucesso, prêmios por pagamento antecipado e outros similares (Cambridge Associates, 2017).

³ Modelo de patrocínio financeiro para empresas investidas *private equities* realizarem aquisições estratégicas

⁴ Equivalente a penhor, utilizando um ativo como garantia

3.3.2.2. Dívida Estressada

Geralmente adotados por gestores de portfólio com experiência em atividades de reestruturação de dívida e/ou na jurisprudência e ambiente legal sobre legislação falimentar. Os retornos vêm geralmente da arbitragem do valor de ativos e da empresa, com operações inovadoras com outros mutuários. Os ativos geralmente são títulos de dívidas de empresas média ou grandes, adquiridos com deságio à mercado ou bilateralmente. (Cambridge Associates, 2017).

3.3.3 Outras Estratégias

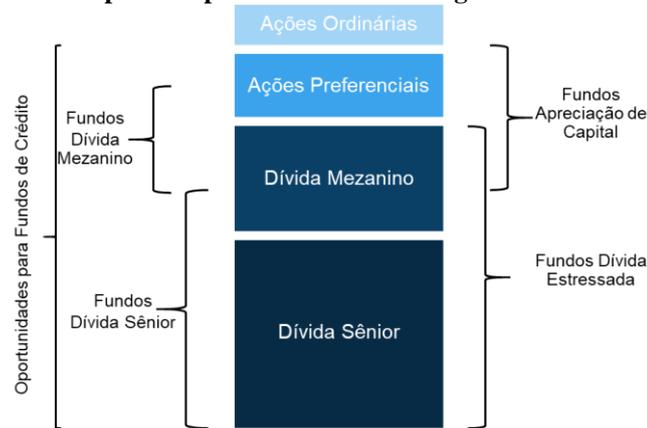
Segundo a Cambridge Associates (2017), estratégias que não se enquadram em nenhum dos dois tipos anteriores podem ser classificadas em oportunísticas (atuando em todo o espectro em oportunidades específicas) ou de situações especiais/nicho (royalties de saúde, aviação), sendo necessária avaliação caso a caso para determinar qual o perfil de retornos esperados.

3.3.3.1. Oportunísticas

Podem incluir financiamentos de resgate (que ajudam os tomadores a evitar uma crise de liquidez, vencimentos futuros, etc.), empréstimos especializados, crédito regular em sindicatos rompidos suspensos e créditos em dificuldades. Frequentemente, as oportunidades mais atraentes para essa estratégia surgem no início de um ciclo de dificuldades, sendo geralmente créditos a um passo anterior na escala em relação às dívidas estressadas.

3.3.4 Resumo das Estratégias

Figura 3-1- Tipos de Oportunidade e Estratégias de Crédito Privado



Fonte: Cambridge Associates, adaptação do autor

Figura 3-2- Comparativo das Estratégias de Crédito Privado

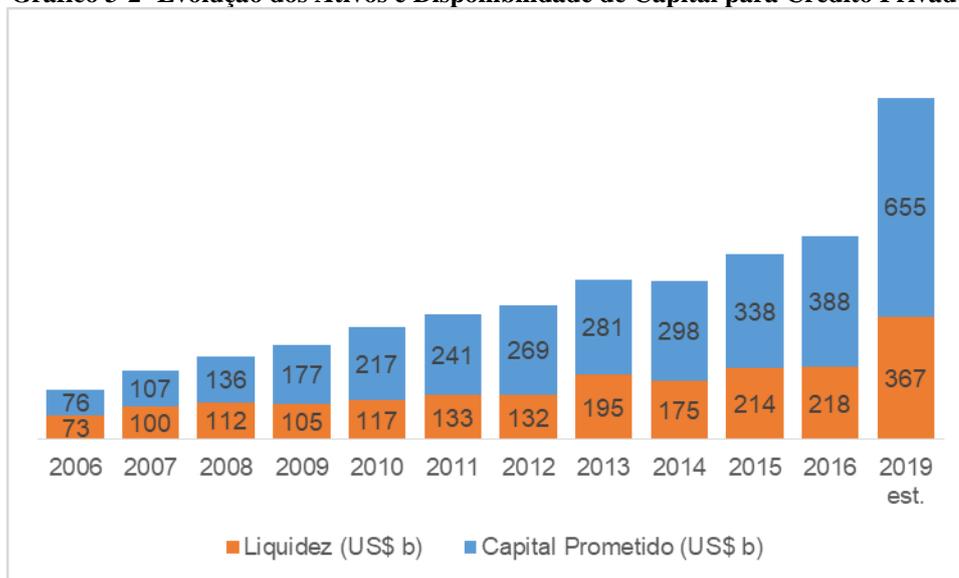
	CAPITAL PRESERVATION STRATEGIES		RETURN-MAXIMIZING STRATEGIES		OPPORTUNISTIC AND NICHE STRATEGIES	
	SENIOR DEBT	MEZZANINE	CAPITAL APPRECIATION	DISTRESSED CREDIT	CREDIT OPPORTUNITIES	SPECIALTY FINANCE
Also Known As	Direct Lending	Subordinated Capital	Subordinated Capital, Structured Equity	Distressed Debt, Special Situations	Special Situations	Asset-Backed Finance, Esoteric Assets, NPL strategies
Strategy	Capital preservation through senior or stretch senior instruments with extensive creditor rights	Origination of par, performing junior debt	Origination of par, non-dilutive, private equity substitute capital in the form of junior debt, preferred, or structured equity	Purchase of "stressed" and distressed debt	Providing more complex corporate financing arrangements	Structure or purchase of cash flow streams generated by either a physical or financial asset
Return Drivers	Coupon	Coupon	Equity gains, fees	Recovery in debt prices, interest payments, or restructurings	Interest income, original interest discount, and equity upside	Cash flow recovery or enhancement through active servicing
Targeted Fund-Level Returns (Gross IRR)	6%-10% (unknown) 11%-15% (lowered)	13%-17%	>15%	>15%	>15%	7%-20%
Investment Period (years)	2-3	4-5	4-5	2-3	2-4	2-4
Term of Fund (years)	5-8	8-10	8-10	6-10	5-7	5-8
Competition	Intense competition from other direct lenders, CLOs, and some hedge funds	Stiff competition in covering private equity sponsors	Less competition than traditional mezzanine as the unsponsored market is much larger than the sponsored	High level of competition from hedge funds and credit <u>opps</u> funds	Competition varies but is highest in "crowded trades" that attract disparate pools of capital, like, most recently, shipping	Generally limited competition but with some "crowded trades"
Funds' Ability to Influence Restructuring Process	Influence correlates with control. Fewer lenders mean greater control and greater influence. More lenders means less influence	In distress, mezzanine funds must pick sides, by aligning either with equity or with the senior lenders	Capital appreciation providers can assume control of a company in distress if necessary	Can be very high and is frequently part of the manager's strategy	Similar to that of distressed credit managers and capital appreciation strategies	Don't typically seek to influence

Fonte: Cambridge Associates

3.4 Panorama do Mercado de Crédito Privado Global

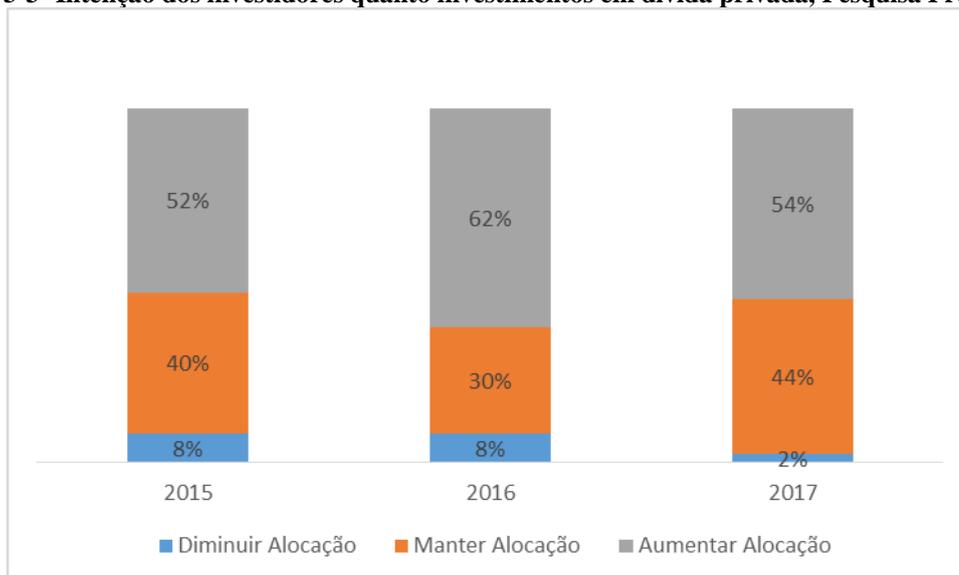
O mercado apresenta crescimento consistente desde o 2000 até 2016, multiplicando-se 14 vezes no período, atingindo aproximadamente US\$ 600 bilhões. Perspectivas de mercado apontam o que a indústria atinja US\$ 1 trilhão até 2019 de acordo com a AMIA. A perspectiva positiva se reflete no ânimo dos investidores, com intenção de ampliação na alocação em fundos de capital privado e na facilidade de gestores em captação, atingindo 107% dos volumes alvo para os fundos levantados em 2017 (Prequin, 2018).

Gráfico 3-2- Evolução dos Ativos e Disponibilidade de Capital para Crédito Privado



Fonte: AIMA

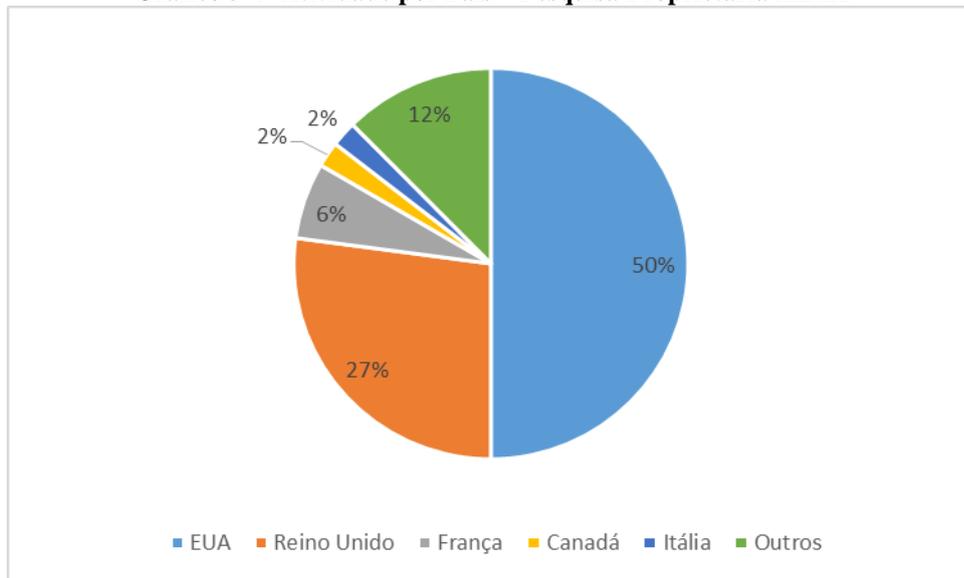
Gráfico 3-3- Intenção dos investidores quanto investimentos em dívida privada, Pesquisa Proprietária



Fonte: Prequin

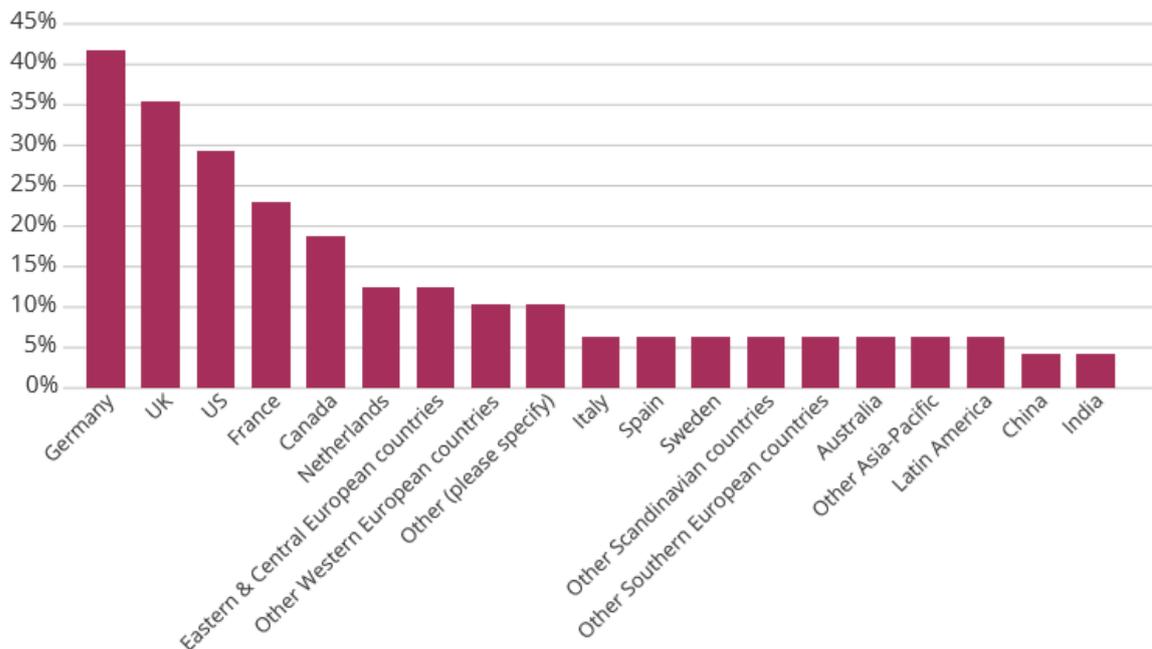
O mercado de crédito privado é aglutinado nos mercados mais desenvolvidos, com EUA, Reino Unido e França concentrando 80% da atividade. A popularidade do produto no mercado americano aumenta o interesse nos mercados europeus e asiáticos, que com reformas regulatórias poderiam ser uma fonte de expansão sustentável.

Gráfico 3-4- Atividade por País – Pesquisa Proprietária AIMA



Fonte: AIMA

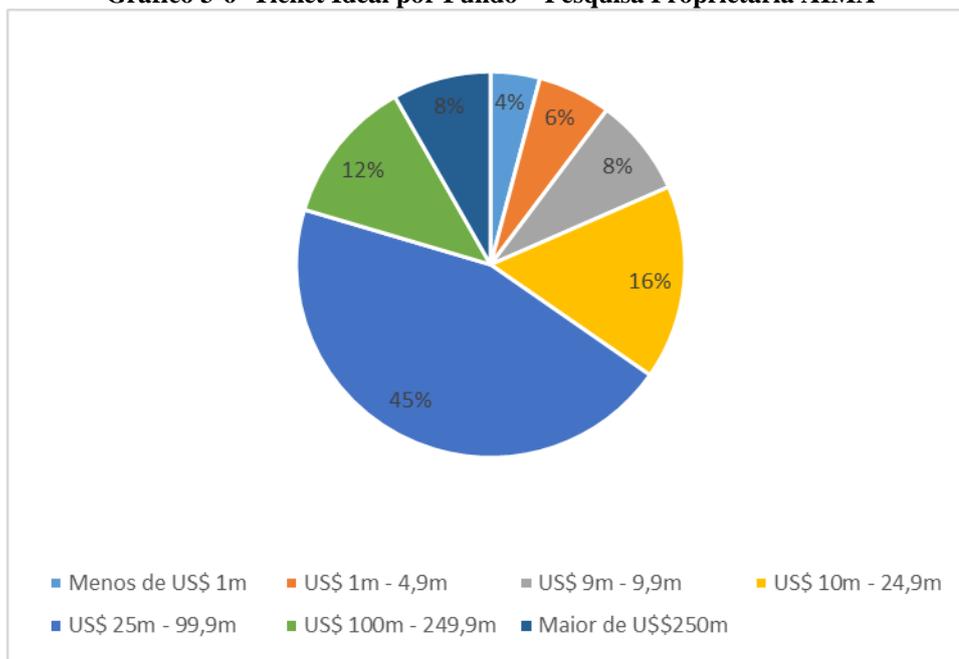
Gráfico 3-5- Perspectiva de Oportunidades de Crescimento – Pesquisa Proprietária AIMA



Fonte: AIMA

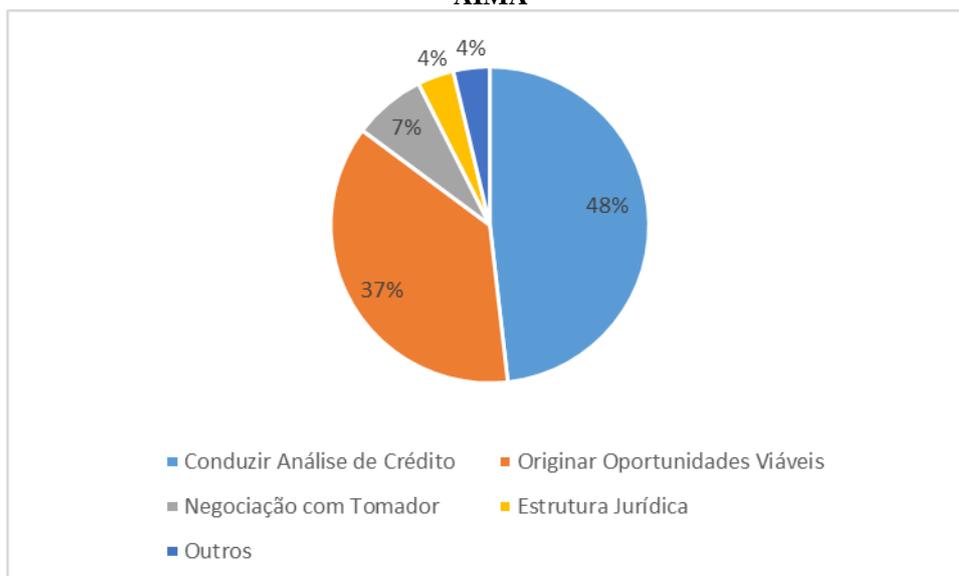
A atividade continua buscando novas oportunidades em tíquetes menores, com 40% dos empréstimos sendo destinados à essa categoria. Isso reflete a estratégia de fornecer financiamento a empresas médias e pequenas, justamente as com maior dificuldade de acesso à crédito.

Gráfico 3-6- Ticket Ideal por Fundo – Pesquisa Proprietária AIMA



Fonte: AIMA

Gráfico 3-7- Avaliação de Atividades mais importantes no processo de concessão– Pesquisa Proprietária AIMA



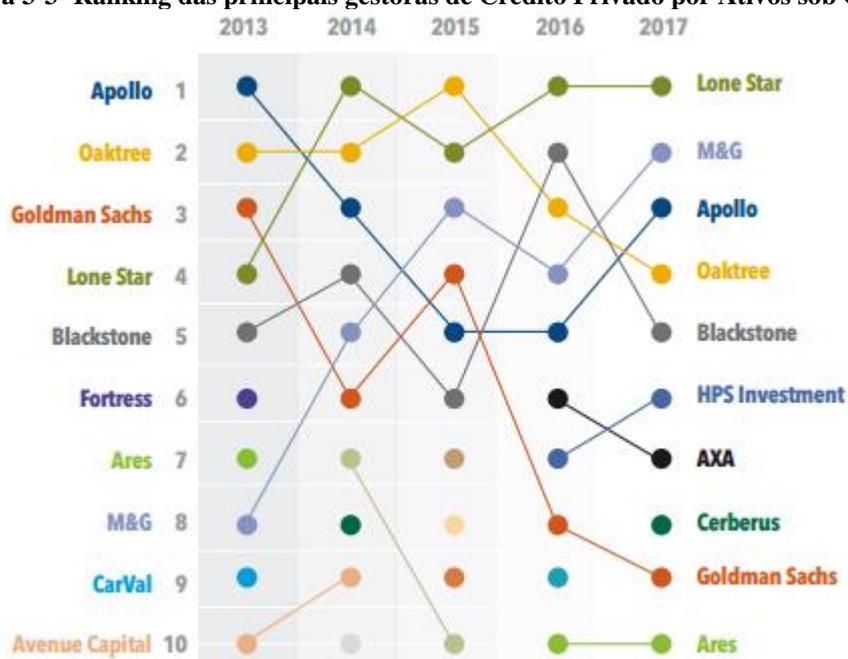
Fonte: AIMA

3.5 Cases de Crédito Privado

3.5.1 Empresas

Dentre os principais gestores de fundos com fundos dedicados em ativos de crédito privado, apresenta-se abaixo alguns cases de destaque no mercado. Os gestores apresentados abaixo se situam dentre os dez maiores do mundo segundo o ranking PDI 50, publicado pela *Private Debt Investor*, uma das publicações de referência no setor.

Figura 3-3- Ranking das principais gestoras de Crédito Privado por Ativos sob Gestão



Fonte: Private Debt Investor

3.5.1.1. Apollo

Fundada em Com US\$ 35,2 bilhões sob gestão, a Apollo situa-se na terceira colocação. A companhia anunciou recentemente que começaria o investimento do fundo *Apollo Investment Fund IX*, que excedeu seu alvo de captação de US\$ 24,7 bilhões de capital comprometido em junho de 2017. O fundo terá como foco as estratégias de dívida estressada, dívidas corporativas, *carveouts* e aquisições oportunísticas.

A Apollo acredita que o ciclo nos mercados norte americano pode sofrer reviravolta nos próximos anos e, por isso, ajustou a estratégia do fundo IX com a destinação de 20% a 25% do capital em ativos de dívida estressada, diminuindo a estratégia de *buyout* para 40% a 50%, em comparação aos 65% do veículo anterior lançado.

Em sua última conferência telefônica com investidores, a Apollo afirmou que o fundo *Financial Credit Investment III*, dedicado totalmente ao crédito privado apresentou uma TIR de 10,4% nos últimos 12 meses contados a partir de 30 de junho de 17.

3.5.1.2.Oaktree Capital Management

A firma baseada em Los Angeles conta com US\$ 33,2 bilhões sob gestão, com destaque para os fundos de dívida estressada Oaktree Opportunities Funds X e Xb, com US\$ 12,4 bilhões captados. Dentre os fundos já encerrados estão o de US\$ 2,6 bilhões Oaktree Opportunities Fund VIIIb, com TIR de 4,7% e o de US\$ 2 bilhões Highstar Capital Fund IV com TIR de 8,3% para os investidores.

3.5.2 Casos de Financiamento

3.5.2.1.Stiga

Stiga, antigamente conhecida como Global Garden Products, é uma companhia sueca fundada em 1934. Conhecida por fornecer equipamento de jardinagem, como cortadores de grama e outros produtos mecânicos. Em 2010, a companhia passou por severa reestruturação, e, em consequência, apresentou respeitáveis taxas de crescimento devido à um portfólio de produtos expandido e soluções inovadoras, com uma gama de produtos movido à bateria, ferramentas de mão e cortadores de grama robóticos. Entretanto, mesmo apresentando crescimento consistente desde 2010, os bancos evitaram a exposição à Stiga devido a reestruturação (Deloitte, 2017).

Em 2016, devido ao seu histórico de crescimento continuado, a Stiga buscou fontes de financiamento alternativas. Com bom acesso à uma gama de FIDCs e gestores, a Stiga levantou um empréstimo de 230 milhões de euros e 30 milhões adicionais para crédito rotativo para financiar sua expansão, eventuais aquisições e diversificação de produtos.

A Stiga conta atualmente com uma estrutura de financiamento diversificada, entre FIDCs e bancos, podendo buscar aumentar seu endividamento através do acesso a uma rede de investidores que já conhecem as características de seus negócios.

3.5.2.2. Securitas Direct Verisure Group

Securitas Direct Verisure Group é a uma companhia sueca dentre as principais fornecedoras de alarmes e sistemas de monitoramento na Europa para residências e pequenos negócios. Ela desenvolve, produz e instala alarmes, provendo serviços de monitoramento em 13 diferentes países na Europa e América Latina.

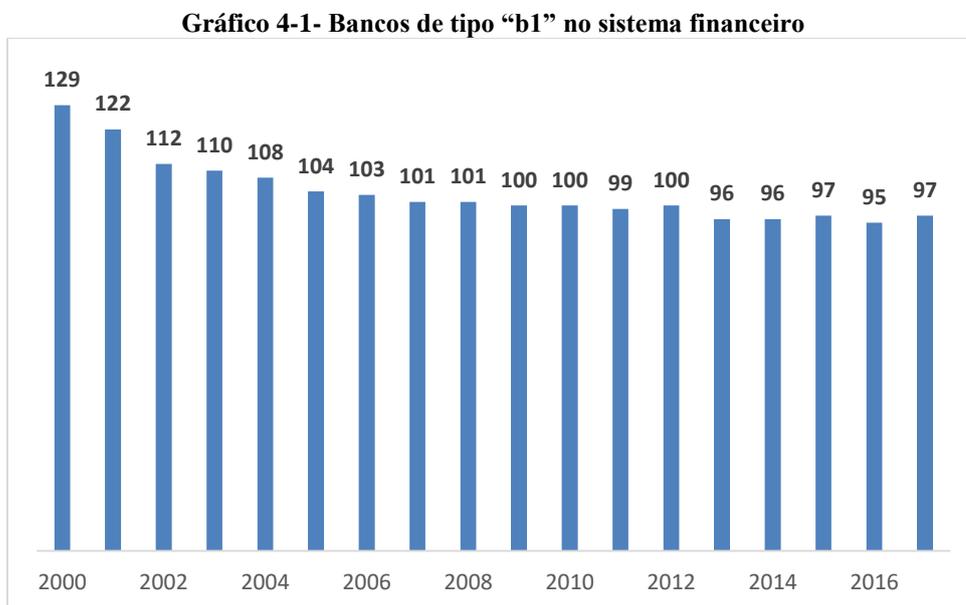
Em 2011, devido à necessidade de refinanciamento, ela buscou financiamento mezanino para readequar seu perfil de dívida e num movimento rápido de aquisições. Com o empréstimo mezanino concedido pela Partners Group, devido ao seu modelo baseado em assinaturas com receitas recorrentes de uma base de mais de 1,4 milhões de clientes, e apresentando um crescimento de EBITDA de mais de 50% nos três anos anteriores.

Em 2015, após a Securitas apresentar expansão para 1,9 milhões de clientes, a Partners Group realizou o desinvestimento, com um múltiplo de 1,5x de retorno, reiterando o interesse de continuar a parceria para expansão da empresa.

4 O MERCADO DE CRÉDITO BRASILEIRO

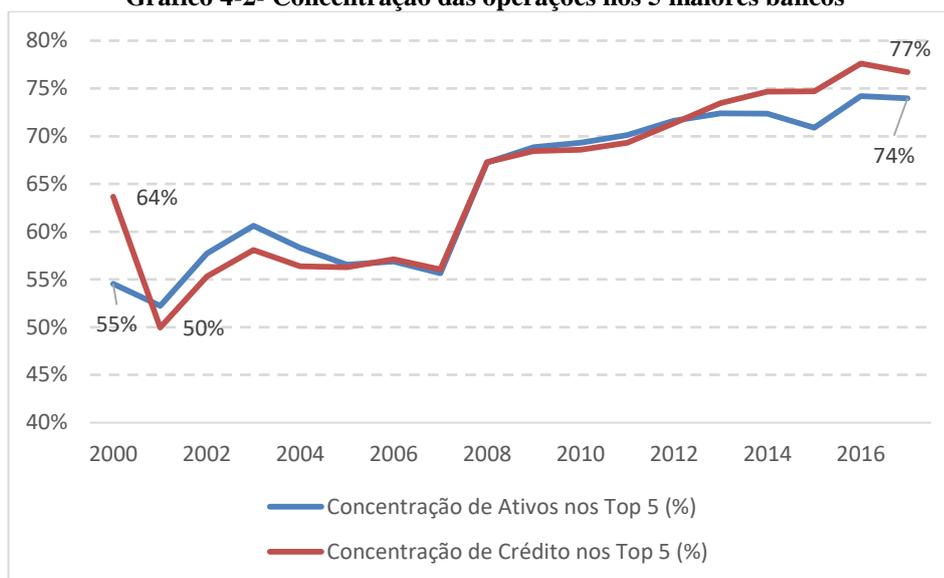
4.1 Características Atuais do Mercado Bancário

Desde o final de 2000 o número de bancos caracterizados como “b1” - Banco Comercial, Banco Múltiplo com Carteira Comercial ou Caixa Econômica - pelo Banco Central recuaram de 129 instituições para 97 no final de 2017, uma redução de aproximadamente um quarto dos bancos com carteiras comerciais no Brasil. Essas movimentações se deram em grande parte pelo poder dos grandes bancos privados nacionais, em especial fusões e aquisições Bradesco e as de Itaú e Unibanco dos bancos de menor porte, independentemente da origem de seu capital (nacional ou estrangeiro).



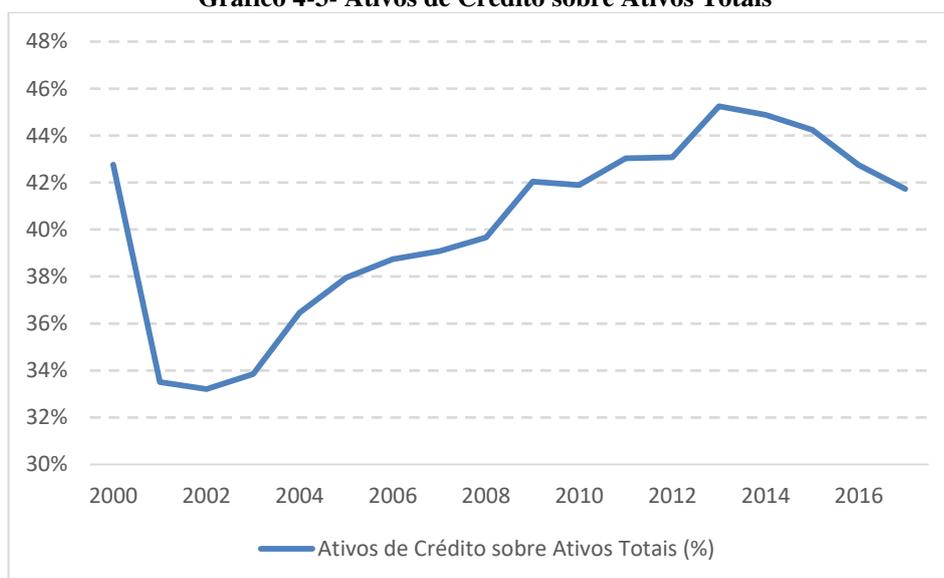
Fonte: BCB, elaborado pelo autor

O processo de consolidação do mercado provou-se contínuo não apenas quanto ao número de instituições monitoradas pelo BC, mas também na concentração dos ativos nos maiores bancos, reflexo tanto do processo de aquisição de instituições, carteiras e do poder de mercado, respondendo atualmente por cerca de 75% dos ativos no país. A realidade quanto ao crédito bancário é ainda mais extrema, com os cinco principais bancos respondendo por cerca de quatro a cada cinco reais emprestados no país.

Gráfico 4-2- Concentração das operações nos 5 maiores bancos

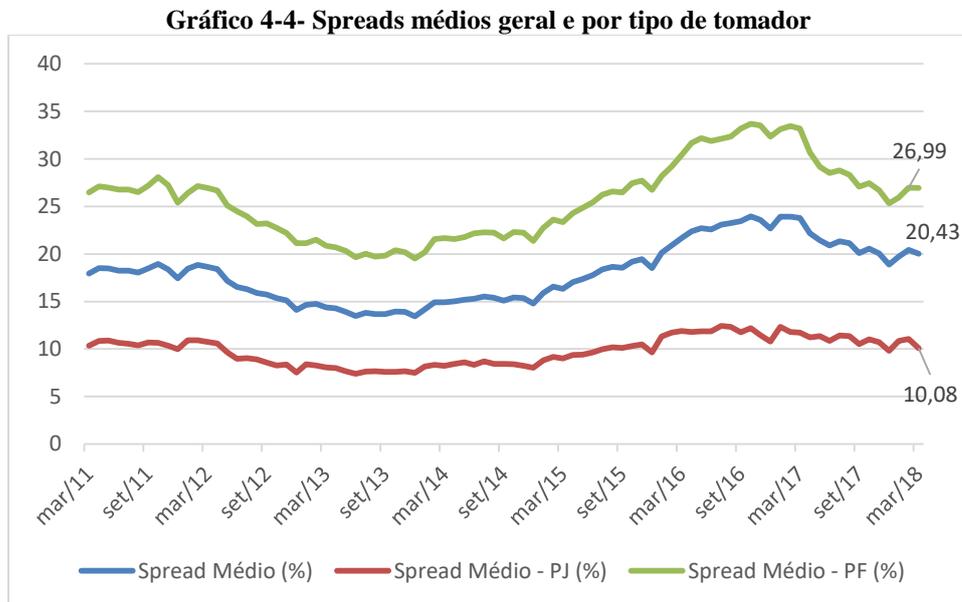
Fonte: BCB, elaborado pelo autor

Os bancos brasileiros apresentam também preferência à liquidez e comportamento conservador, com o investimento relevante em títulos do governo brasileiro (ARIENTI, 2007). Essa prática pode ser explicada ainda pela manutenção dos altos níveis da taxa de juros até recentemente e os últimos anos de choques político-econômicos referentes à crise de 08 e 09, o impacto dos escândalos de corrupção da operação Lava Jato, os últimos com efeitos profundos no nível de atividade e disponibilidade de crédito. Fica evidente abaixo o perfil de estratégia conservadora dos bancos brasileiros, com “*credit crunches*” em períodos de expectativas negativas (por exemplo a eleição de 2002 e crise política e econômica pós 2014).

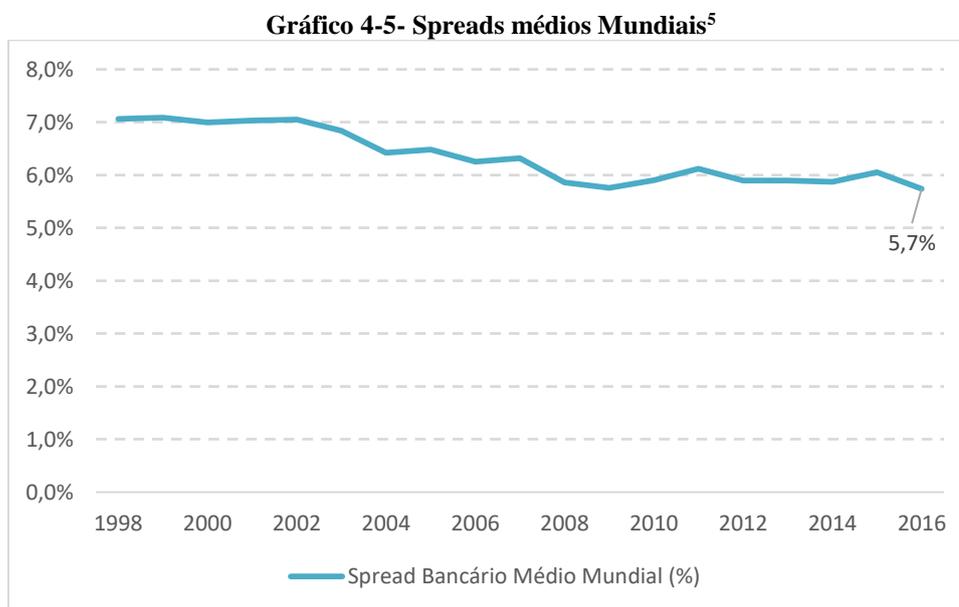
Gráfico 4-3- Ativos de Crédito sobre Ativos Totais

Fonte: BCB, elaborado pelo autor

O comportamento dos *spreads* bancários sofreu reversão, com a redução da SELIC do patamar de 40% no final dos anos 90 para a casa dos 10% no final da primeira década do século XXI implicando na redução dos *spreads* bancários, embora ainda sejam muito superiores frente à maior parte do mundo.



Fonte: BCB, elaborado pelo autor

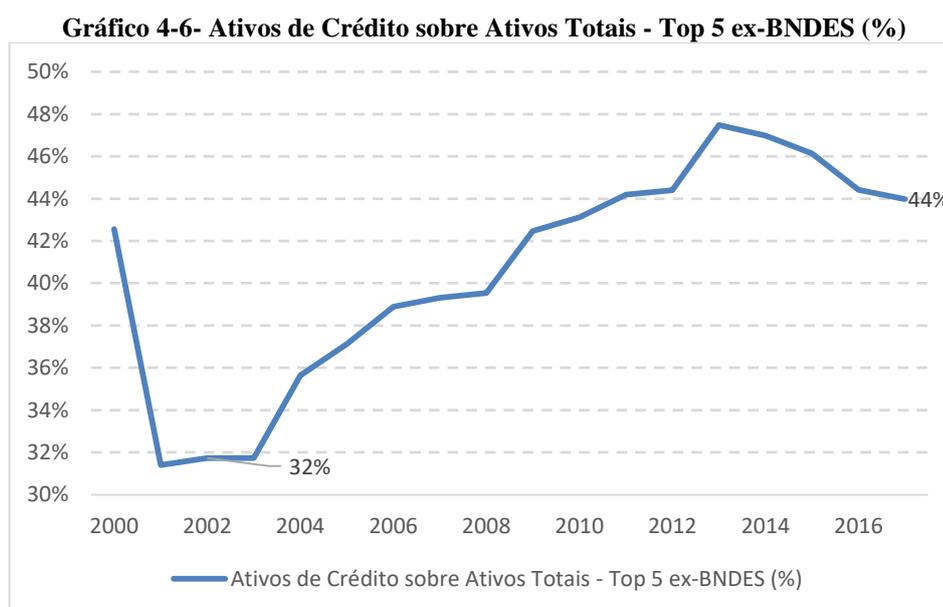


Fonte: World Bank, elaborado pelo autor

⁵ Definição de *spread* utilizada pelo World Bank é a diferença entre a remuneração média dos depósitos e da concessão de crédito, ambas ponderadas.

De uma maneira geral, a lógica de operação do sistema bancário brasileiro se mostrou pouco alterada desde o processo de reorganização iniciado pelo Plano Real, seguido da abertura, do processo de concentração iniciado pelo PROER e PROES e aprofundado com a entrada de bancos internacionais (ARIENTI, 2007). Alguns indicadores apresentaram reajuste, por exemplo os *spreads* trabalhados, mas decorrem mais de mudanças macroeconômicas do que de mudanças microeconômicas ou na lógica de operação dos bancos. Já a concentração de mercado manteve seu curso, com a importância fortíssima dos principais 5 bancos (os privados Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander, e os de controle público Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil) sendo expandida de maneira constante.

A preferência por liquidez também permanece, sendo mais aguçada em períodos de incertezas ou de cenários adversos, sejam estes produzidos por fatores internos ou externos. De uma maneira geral, os títulos públicos ainda permanecem como parte importante dos ativos dos bancos nacionais, preterindo operações de crédito frente à rentabilidade de baixo risco que os papéis da dívida do governo federal representam. Essa dinâmica pode ser alterada com as recentes diminuições da taxa SELIC, porém com o cenário de eleições em 2018 e incerteza quanto às reformas da Previdência e política, bem como as de equilíbrio das contas públicas, os bancos devem permanecer todo o ano de 2018 e grande parte de 2019 mantendo a postura conservadora e gerenciando a liquidez.

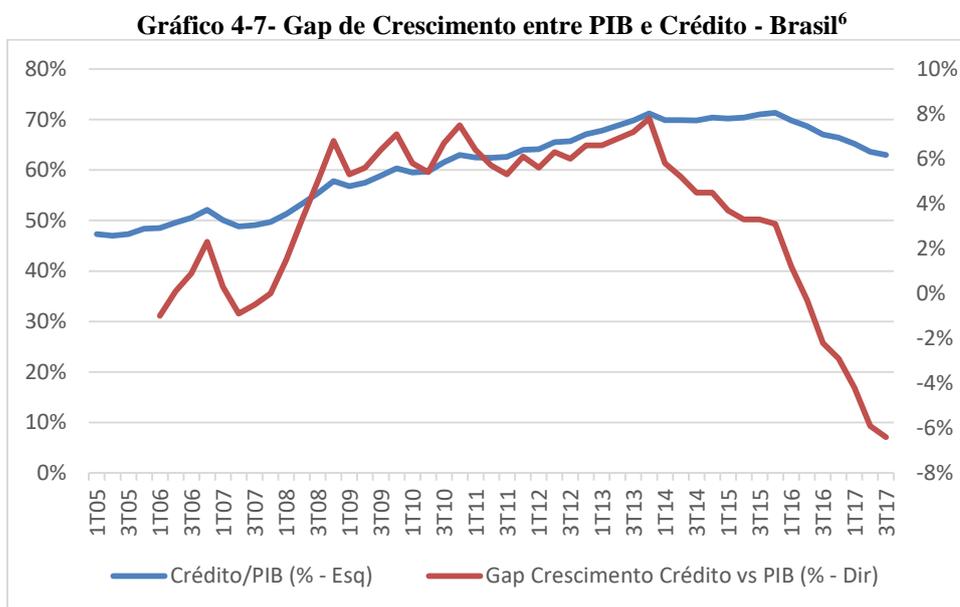


Fonte: BCB, elaborado pelo autor

4.2 Disponibilidade e Demanda de Crédito

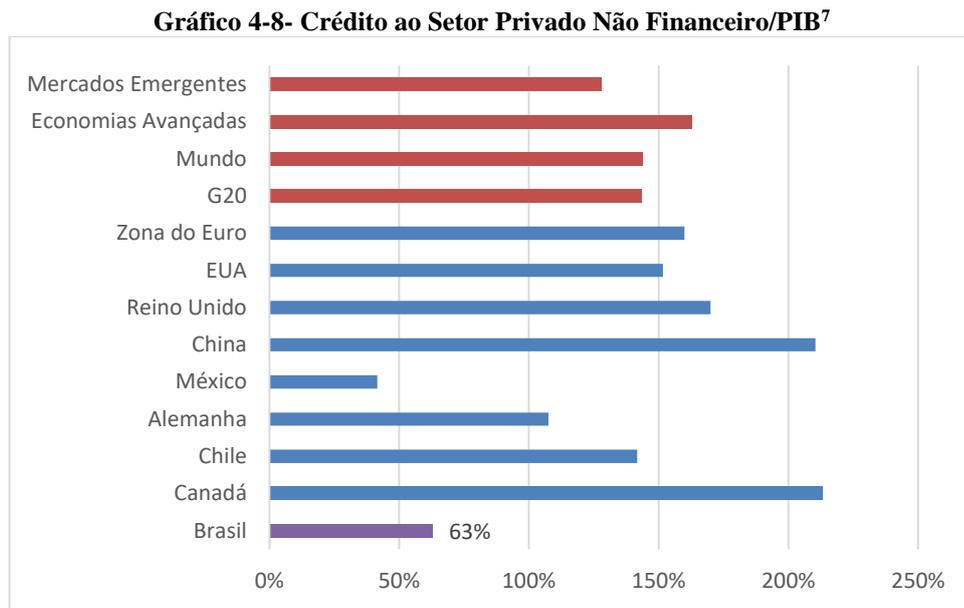
4.2.1 Dinâmica Recente e Comparação com Outros Países

Dentre os principais fatores que influenciam na criação de um veículo deste tipo, o mais importante é a escassez de crédito. A oferta de crédito no Brasil não vem acompanhando o crescimento do país, e atualmente é notadamente inferior quando analisada versus países comparáveis e com aspectos conjunturais ainda piores, não sendo apenas reduzida como não apresentando também um viés de recuperação.



Fonte: Bank of International Settlements, elaborado pelo autor

⁶ A definição de “gap” entre crescimento de Crédito e PIB é a diferença entre o crescimento do PIB anual e o crescimento de crédito, ambos em percentualmente.

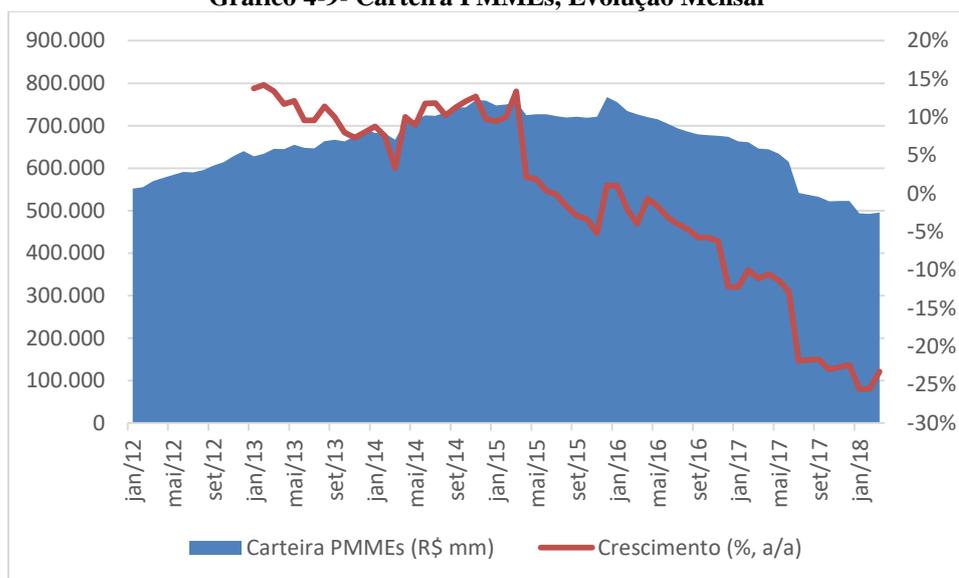


Fonte: Bank of International Settlements, elaborado pelo autor

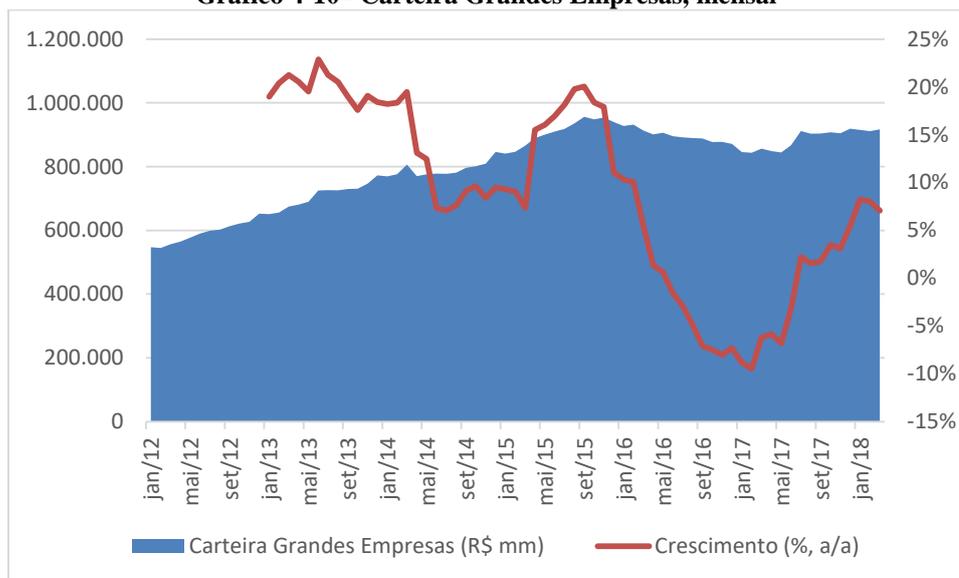
4.2.2 O Mercado de Crédito para Pessoas Jurídicas

O mercado de crédito Pessoa Jurídica apresenta uma conjuntura de desaceleração desde 2014. Essa realidade tende a ser mais grave para empresas médias, devido às barreiras naturais no processo de concessão de crédito, a serem abordadas abaixo. A restrição na oferta cria um espaço interessante para novos entrantes atuarem de forma seletiva, escolhendo entre as companhias com dificuldade de acesso à crédito as com melhores perspectivas de crescimento, criação de valor a longo prazo e diferenciais de mercado, aproveitando esse aspecto marginalizado dessas companhias para alavancar produtos de customizados de crédito, atendendo as necessidades tanto em termos de montantes como em perfil de amortização.

⁷ Crédito proveniente de bancos domésticos, para todos os outros setores econômicos e não-residentes. Em termos de instrumentos, são considerados empréstimos, valores mobiliários e dinheiro e depósitos.

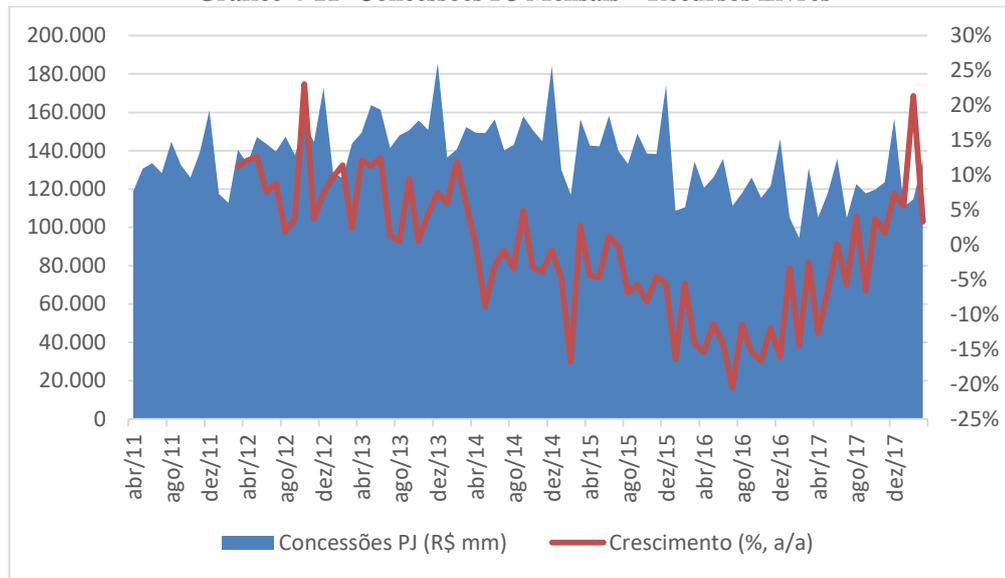
Gráfico 4-9- Carteira PMMEs, Evolução Mensal⁸

Fonte: BC, elaborado pelo autor

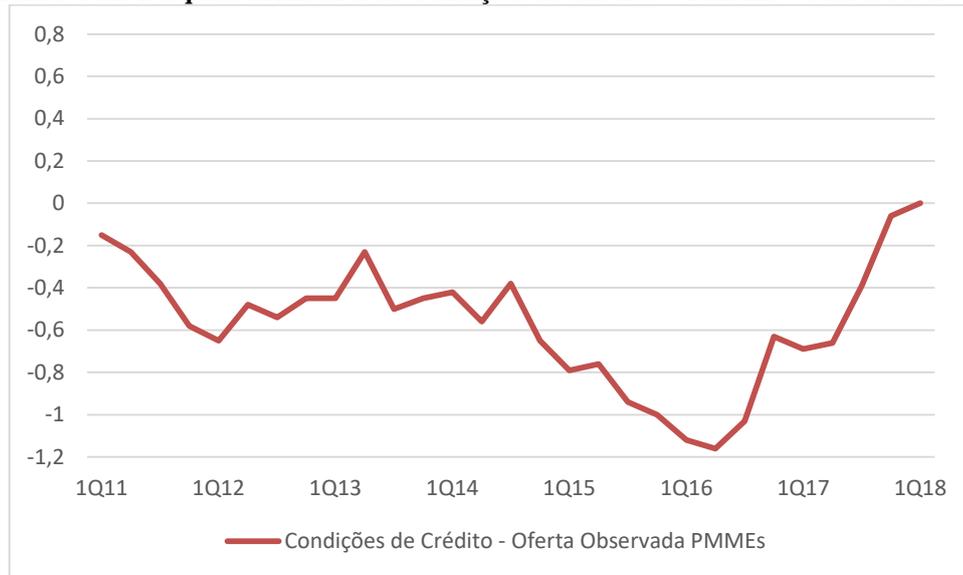
Gráfico 4-10- Carteira Grandes Empresas, mensal⁴

Fonte: BC, elaborado pelo autor

⁸ Segundo classificação do BCB, PMMEs seriam empresas com receita bruta anual até R\$300 milhões ou ativo total até R\$240 milhões, as empresas grandes apresentam perfil superior em qualquer um dos quesitos.

Gráfico 4-11- Concessões PJ Mensais – Recursos Livres

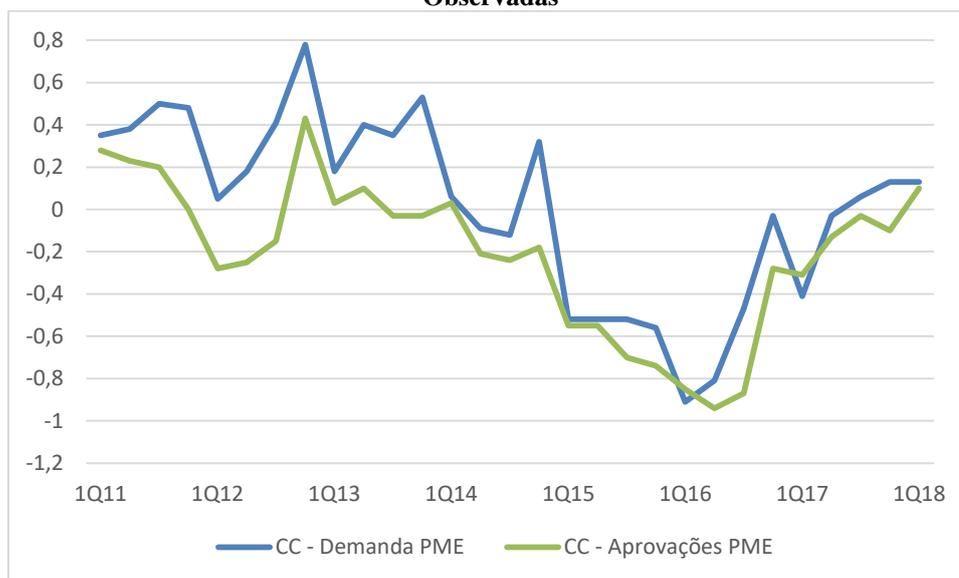
Fonte: BCB, elaborado pelo autor

Gráfico 4-12- Pesquisa Trimestral de Condições de Crédito⁹ - PMMEs - Oferta observada

Fonte: BCB, elaborado pelo autor

⁹ Pesquisa realizada pelo BCB

Gráfico 4-13- Pesquisa Trimestral de Condições de Crédito - PMMEs – Demanda e Concessões Observadas



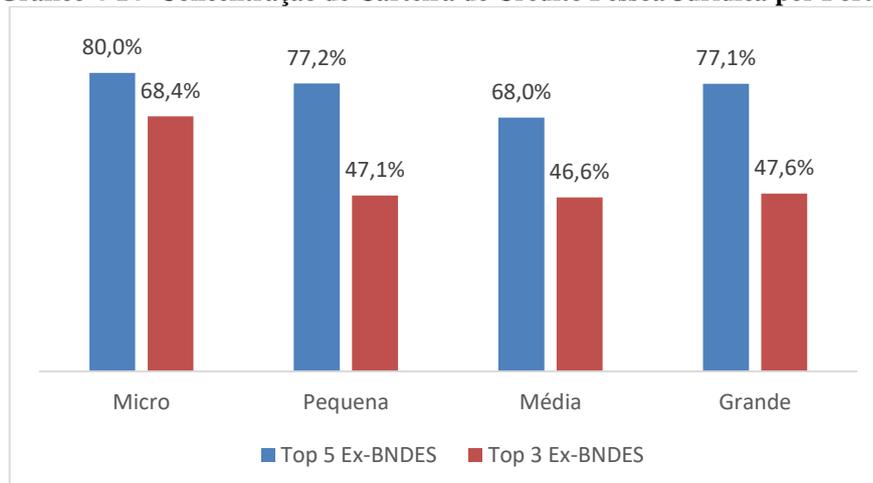
Fonte: BCB, elaborado pelo autor

A concentração bancária também acaba por apresentar uma oportunidade interessante. Com a concentração de crédito nos principais 5 bancos nacionais, com aproximadamente 80% dos ativos de crédito no mercado, e com as carteiras de crédito corporativo altamente dependentes dos dois maiores bancos privados em termos de ativos, Itaú-Unibanco e Bradesco, e do Banco do Brasil. De uma maneira geral, segundo Oreiro (2006) o que observamos é uma dinâmica concorrencial imperfeita, porém sem evidências de formação de cartel.

Tabela 4-1- Ranking Carteira PJ

Carteira de Crédito PJ ex-BNDES	R\$ bilhões	%
Banco do Brasil	302	22,7%
Itaú Unibanco	293	22,0%
Bradesco	234	17,6%
Caixa	173	13,0%
Santander	120	9,0%
Outros	208	15,6%

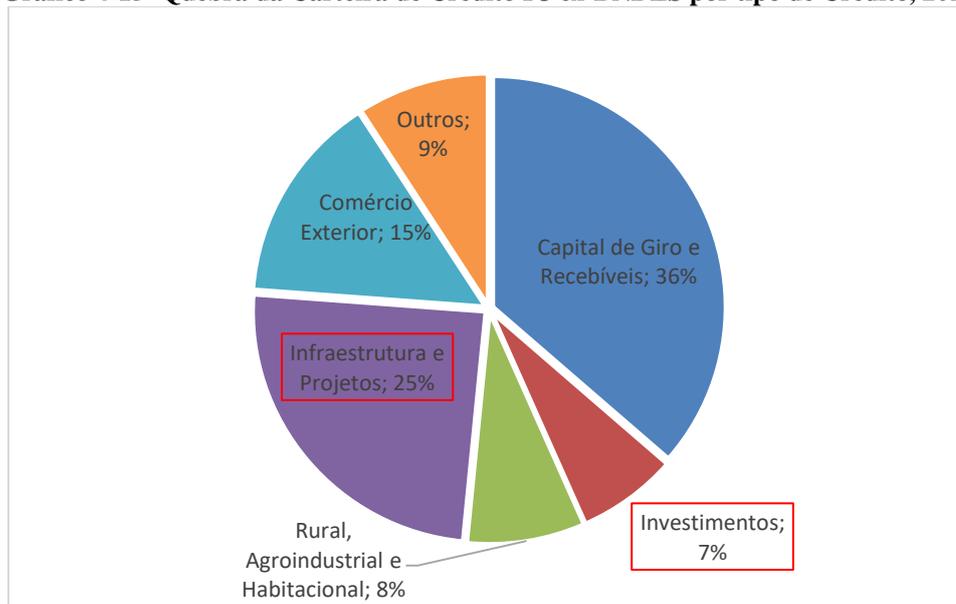
Fonte: BCB, elaborado pelo autor

Gráfico 4-14- Concentração de Carteira de Crédito Pessoa Jurídica por Porte¹⁰

Fonte: BCB, elaborado pelo autor

A alta dependência de empresas médias por esses três bancos torna tanto a disponibilidade de produtos quanto a variedade destas escassas. Estando num ambiente confortável, esses bancos tendem a atender de forma semelhante esse carteira de empresas, oferecendo produtos de prateleira com pouca diferenciação entre esses, tanto em termos de perfil de amortização quanto em termos de taxa, com preferências para produtos de curto prazo como capital de giro, gestão de recebíveis e comércio exterior, focando o financiamento de longo prazo em infraestrutura e grandes projetos, com apenas 7% da carteira atual destinada para investimentos das empresas.

¹⁰ Top 3 Bancos: Banco do Brasil, Itaú e Bradesco, respectivamente; Top 5 Bancos: Top 3 seguidos de Caixa Econômica Federal e Santander, respectivamente. Dados correspondentes a março 2018.

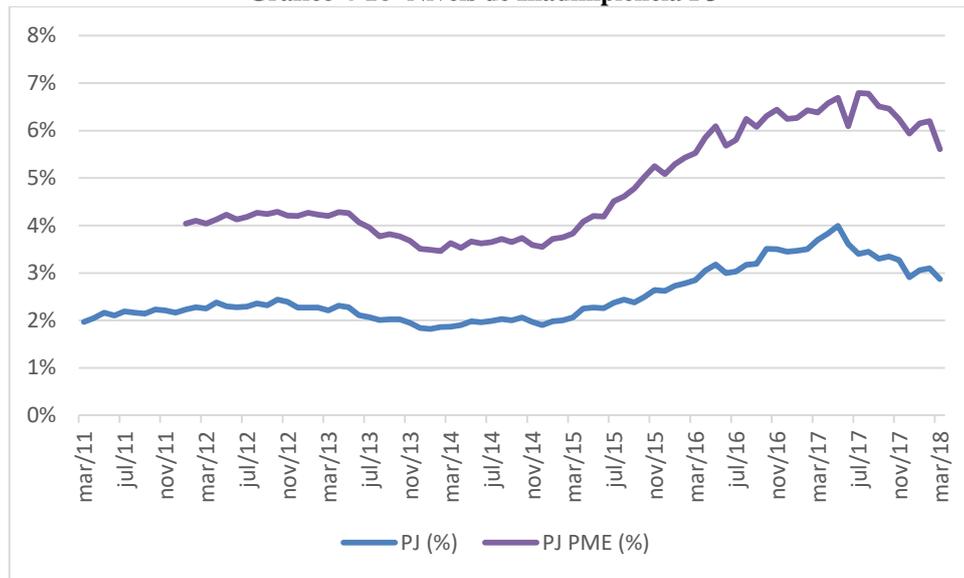
Gráfico 4-15- Quebra da Carteira de Crédito PJ ex-BNDES por tipo de Crédito, 2017

Fonte: BCB, elaborado pelo autor

Fora a isso, esses bancos tendem a atender melhor as grandes empresas (*large corporate*) devido ao menor risco de crédito, melhor nível de governança, maior capacidade de oferecimento de garantias para empréstimos, melhor nível de controles financeiros internos e, portanto, informações mais precisas e padronizadas para análise de crédito, bem como um menor risco de crédito como um todo.

Além disso, as restrições de alavancagem impostas pelos reguladores ao mercado financeiro (Basileia III) e o recente aumento dos índices de inadimplência e renegociações¹¹ enfrentadas por esses bancos tornam improvável a expansão da concessão para esse segmento no curto prazo, abrindo um espaço de atuação interessante para novos entrantes iniciarem relacionamento com empresas com o objetivo de fornecimento de crédito.

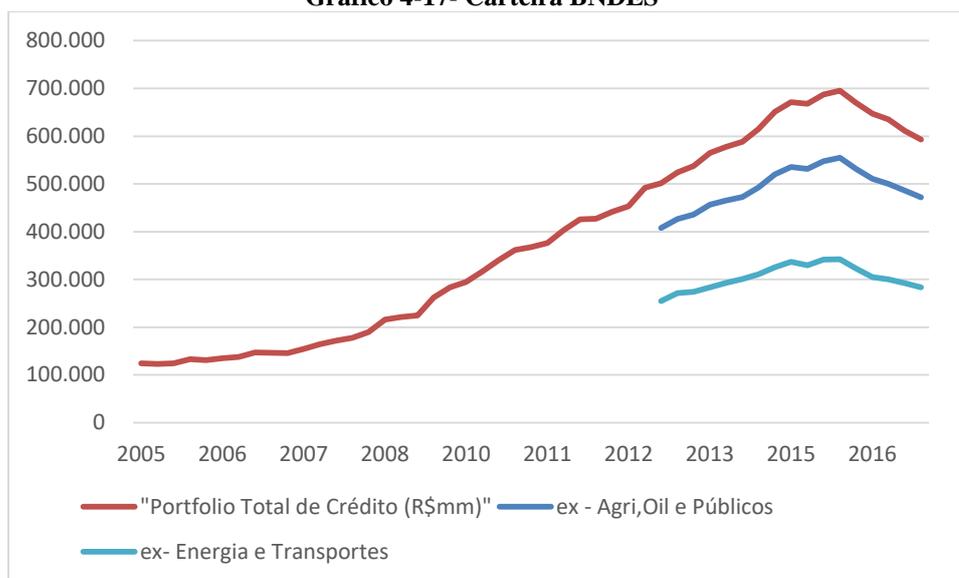
¹¹ Em comparação à março-17 a carteira de crédito renegociado avançou 11% para o Itaú Unibanco e os créditos renegociados avançaram 16% para o Banco do Brasil

Gráfico 4-16- Níveis de Inadimplência PJ¹²

Fonte: BCB, elaborado pelo autor

Contribui também para isso o encolhimento da carteira de ativos do BNDES. O banco de fomento, alvo recentemente de escândalos políticos de toda sorte, vem tendo seu escopo de atuação reformulado após 2016. Dessa forma, o BNDES dá sinais de que terá seu tamanho reduzido a um novo patamar, e, devido à atmosfera política e desconfortável situação das contas públicas, deve manter seu nível de atividade restrito e reformulado até ou uma mudança na política econômica ou no governo de turno.

¹² Segundo classificação do BCB, PMEs seriam empresas com receita bruta anual até R\$300 milhões ou ativo total até R\$240 milhões;

Gráfico 4-17- Carteira BNDES¹³

Fonte: BNDES, elaborado pelo autor

4.2.3 O papel do mercado de capitais para o financiamento do investimento

O mercado de capitais no Brasil é relativamente pequeno para dimensão e nível econômico, com prazos muito curtos baixa liquidez e restrição às grandes empresas (IEDI, 2018). Os custos de emissão de instrumentos de captação a mercado como debêntures ainda são altos, e os principais emissores são exatamente as grandes empresas.

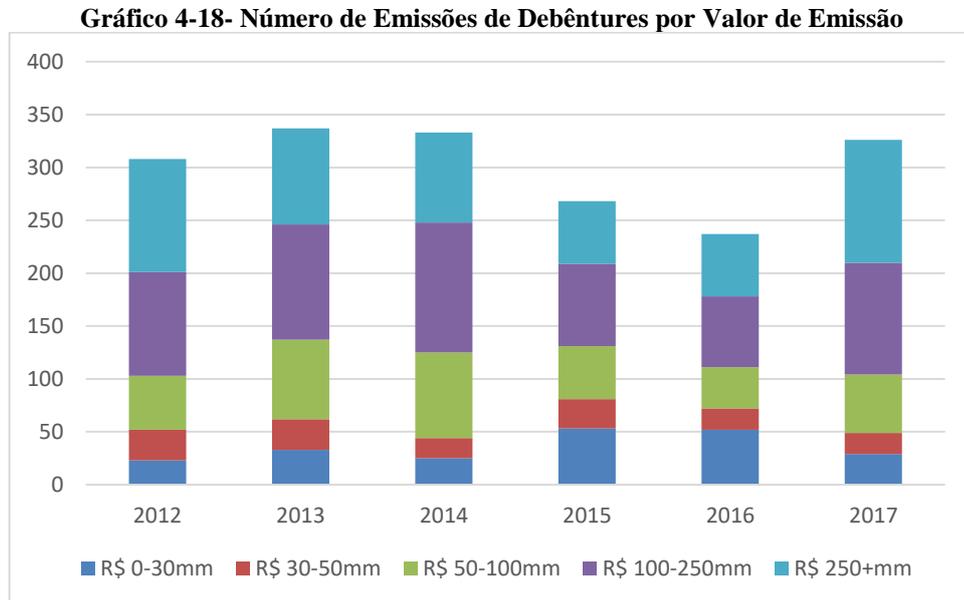
Segundo o IEDI, com a manutenção de um cenário de taxa básica de juros em patamares como os atuais, de 6,5% ao ano, existem razões para acreditar na evolução do mercado de capitais à principal fonte de financiamentos de longo prazo, com um potencial aumento de 67% a ser captado para suprir necessidades atuais, elevando a participação de títulos de dívida corporativa de 4,4% para 6,6%.

4.2.4 Acesso ao mercado de capitais

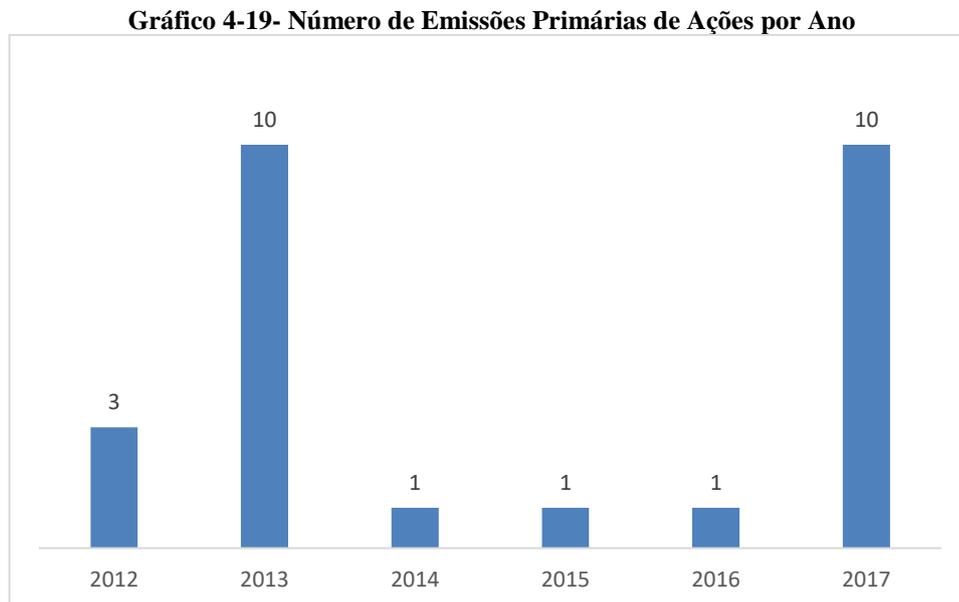
O acesso à emissão primária de ações na Bolsa também é limitado. As despesas de governança, *compliance*, disponibilidade de dados e relacionamento com investidores é proibitivo para a maioria das empresas nacionais. O apetite para papéis das chamadas *mid caps* e *small caps*, respectivamente empresas com de capitalizações médias e pequenas, variando conforme o agente classificador, também é baixo, apresentando baixa liquidez e, devido a isso,

¹³ Carteira ajustada para estimar qual seria o tamanho para o escopo do projeto

algum distanciamento dos principais atores da bolsa, em sua maioria investidores institucionais¹⁴.



Fonte: Anbima, elaborado pelo autor



Fonte: BM&F, elaborado pelo autor

Quanto à possibilidade de retornos, o novo patamar da taxa de juros abre espaço para investimentos com um perfil de risco maior, porém com retornos mais atraentes. De uma forma geral, a queda da remuneração dos títulos públicos indexados à taxa básica de juros abriu espaço

¹⁴ Dados da Bovespa apontam investidores institucionais e estrangeiros responsáveis por 78% da movimentação em 2018; dados até maio.

para investidores buscando manter seus retornos em patamares pré-queda buscarem investimentos em fundos e instrumentos, incentivados em manter o padrão de rentabilidade histórico. Fora isso, devido à natureza do tipo de instrumento que será ofertado, há espaço para prêmio frente ao custo dos produtos comuns ofertados pelos bancos. Há também um segundo aspecto positivo de blindagem natural quanto à ação dos bancos, pois a concorrência será inexistente ou limitada pelo próprio escopo de atuação dos players do mercado financeiro.

4.2.5 Mercado Alvo para Crédito Privado

Há uma dificuldade em enumerar e/ou classificar as empresas no Brasil utilizando-se bases oficiais. A separação em várias unidades corporativas, partes relacionadas e coligadas torna difícil a utilização de bases de fontes como IBGE e Receita Federal. Para estimar um mercado alvo para o produto de crédito privado no Brasil optou-se por avaliar os *rankings* divulgados por publicações especializadas e jornais, como Valor 1000 e Estadão 1500, que trabalham com informações de divulgação de balanços das empresas. Embora sejam bases já tratadas e com, por exemplo, presença de subsidiárias de multinacionais, sua organização oferece informações sobre o universo das corporativo brasileiro.

Tabela 4-2- Quebra do Ranking Estadão 1500 - Faturamentos

Faixa do Ranking	Faturamento Máximo (R\$ milhões)	Faturamento Mínimo (R\$ milhões)
1 até 99	282.589	5.002
100 até 299	4.928	1.440
300 até 499	1.439	803
500 até 699	802	505
700 até 799	502	426
800 até 899	426	353
900 até 999	352	300
1000 até 1099	300	264
1100 até 1199	264	228
1200 até 1299	228	197
1300 até 1399	197	170
1400 até 1500	170	146

Fonte: Estadão 1500, elaborado pelo autor

Dessa forma, tomando-se como base empresas com faturamento abaixo de R\$ 300 milhões e acima de 150 milhões, são listadas aproximadamente 500 empresas, fora outras que potencialmente não foram identificadas pela publicação por não divulgarem seus resultados em veículos de grande circulação da imprensa brasileira.

5 ABORDAGEM ADOTADA

5.1 Desenvolvimento da Abordagem

A metodologia proposta para resolução do problema, a captação de recursos para levantar o VDP no Brasil, é a apresentada a seguir:

5.1.1 Definição dos Parâmetros do Fundo

Definir as estratégias a serem adotadas pelo fundo, as características relativas ao perfil de risco das companhias a serem abordadas para concessão de crédito, a política de posicionamento através da estrutura de capital, a classe de ativos a serem aceitos no portfólio, os contextos situacionais dessas empresas (evolução, tamanho, saúde financeira), a forma de abordagem dos ativos selecionados (comportamento de prospecção), o detalhamento de instrumentos a serem utilizados e os mecanismos de proteção dos ativos a serem aceitos no fundo.

5.1.2 Detalhamento do Processo de Investimento e Desinvestimento

Detalhar processo de Investimento, definindo etapas a serem seguidas, os principais documentos e informações a serem buscadas, tarefas a serem cumpridas dentro de cada etapa e os produtos documentais de cada etapa.

- Originação
- Estruturação Preliminar
- Análise de Riscos
- *Due Diligence*
- Estruturação e Negociação
- Decisão de Investimento
- Monitoramento e Saída

5.1.3 Aspectos Corporativos e Organizacionais

Detalhar estrutura corporativa a ser implantada, o motivo das escolhas específicas da estrutura em questão, com as funções de cada componente e seu impacto no todo. Desenhar também a estrutura organizacional da gestora do fundo, formalizando a hierarquia e as funções específicas de cada unidade organizacional.

5.1.4 Consolidação do Business Plan

Consolidar o plano de negócios do VDP, estimando um mercado potencial para o fundo, contendo *milestones* e fases-chave com prazos estimados, evolução do número de colaboradores por função, estimativa de utilização de capital com volume e número de negócios fechados.

5.1.5 Conclusão do Projeto

5.1.5.1. Elaboração Projeções Operacionais e Financeiras

Consolidar as informações levantadas nas etapas anteriores e produzir as projeções financeiras do VDP, com balanços, DREs e fluxo de caixa de cada unidade corporativa e estimativa de valor das cotas do fundo. Elaborar também indicadores operacionais de eficiência de originação e monitoramento. Concluir com estudos de sensibilidade às principais variáveis. Apresentar valoração justificando a atratividade do investimento em questão.

5.1.5.2. Consolidação do Material para Captação de Recursos

Confecção de material para prospecção de possíveis investidores e captação de recursos, aglutinados em um *deck* associando informações dos gestores e patrocinadores da iniciativa, bem como outros *cases* de sucesso no desenvolvimento de companhias pela FINVEST. Essa etapa não será contemplada nesse documento.

5.1.6 Prospecção Ativa de Investidores

Assim, concluídas essas fases espera-se ter pronto material comercial, técnico e financeiro para prospecção de investidores e, através de *roadshow*, levantar de recursos para o projeto. Para tanto, deve elaborar uma lista inicial de possíveis interessados no negócio para direcionar uma primeira rodada de captação.

6 RESULTADOS ESPERADOS

6.1 Definição dos Parâmetros do Fundo

6.1.1 Escolha das Estratégias de Crédito Privado

Se tratando de um fundo pioneiro no Brasil, decidiu-se tomar uma abordagem abrangente entre as estratégias tradicionais de crédito privado. Diferentemente dos mercados mais maduros, adotar uma postura de tendência à especialização e restringir inicialmente à uma estratégia única poderia ter um efeito adverso na captação com investidores. Entendeu-se que a limitação a apenas uma estratégia poderia minar a capacidade de absorção de conhecimento de mercado, necessária para o lançamento de possíveis fundos seguintes com estratégias específicas, além possivelmente limitar o escopo de negócios, comprometendo uma escala de ativos que justificasse uma captação maior. Dessa forma, optou-se por agir nas estratégias de mezanino, apreciação de capital e oportunistas, diluindo a exposição do fundo a apenas uma estratégia.

6.1.2 Escopo de Atuação

Depois de definida a abordagem de ação em estratégias múltiplas, passou-se à definição do universo de atuação VDP. Limitou-se o escopo de atuação (“*where to play*”) em 4 eixos de classificação das empresas:

- Perfil de Risco
- Posicionamento na Estrutura de Capital
- Classe de Ativos
- Contexto/Situacional

Definiu-se, também, a forma de abordagem a ser adotada para atingir esse escopo (“*how to play*”).

- Abordagem

6.1.2.1. Perfil de Risco

O perfil de risco pode ser entendido como uma empresa é classificada tomando como referências o seu estágio de maturação e sua situação financeira. A classificação é baseada em

critérios subjetivos, embora possa haver um forte componente comparativo na base dos mesmos.

Desenhou-se uma régua tendo em mente os critérios acima mencionados. A primeira premissa é intuitiva: Empresas jovens tendem a apresentar mais riscos que empresas maduras. As primeiras precisam testar seu modelo de negócios, dar início às operações, formar uma carteira de clientes, testar produtos e/ou serviços, etc. Entende-se então que há uma série de riscos inerentes ao expor-se um negócio inicial, multiplicados exponencialmente pela série de processos a serem implementados e dos marcos a serem atingidos. A última seguiu o mesmo padrão: empresas com situações financeiras menos favoráveis, especialmente casos de endividamento alto e/ou liquidez comprometida, tendem a apresentar riscos maiores que empresas em situações financeiras saudáveis.

6.1.2.2. Posicionamento na Estrutura de Capital

Para o posicionamento na estrutura buscou-se cobrir a maior gama de possibilidades, excetuando-se dívida sênior garantida e participação ordinárias na empresa. A lógica em que o posicionamento foi baseado é a de se apresentar a maior flexibilidade para desenho de estruturas financeiras que atendam a necessidade das empresas, seguindo o comportamento clássico do mercado de dívida privada, evitando a atuação com dívidas sêniores garantidas e exposição à participação direta nas empresas através de ações ordinárias. O veículo então seguirá as tendências já estabelecidas pelo mercado, não havendo diferenciação qualitativa neste ponto, ajustando a quantitativamente a exposição conforme os limites estipulados, a serem discutidos posteriormente.

6.1.2.3. Classe de Ativos

A classe de ativos diz respeito ao tipo de ativos que dever-se-ia permitir para desenho do financiamento. O escopo aqui é restrito, pois deve cobrir apenas financiamentos estruturados, evitando-se os de risco alto ou extremo, como dívida não-performada ou especulativa. Então, os ativos aceitos seriam apenas os de dívida estrutura e situações especiais, definidas como empresas com excelentes fundamentos, porém em situações financeiras insustentáveis, geralmente por amortizações ou serviço de dívida superiores aos suportados pela geração de caixa.

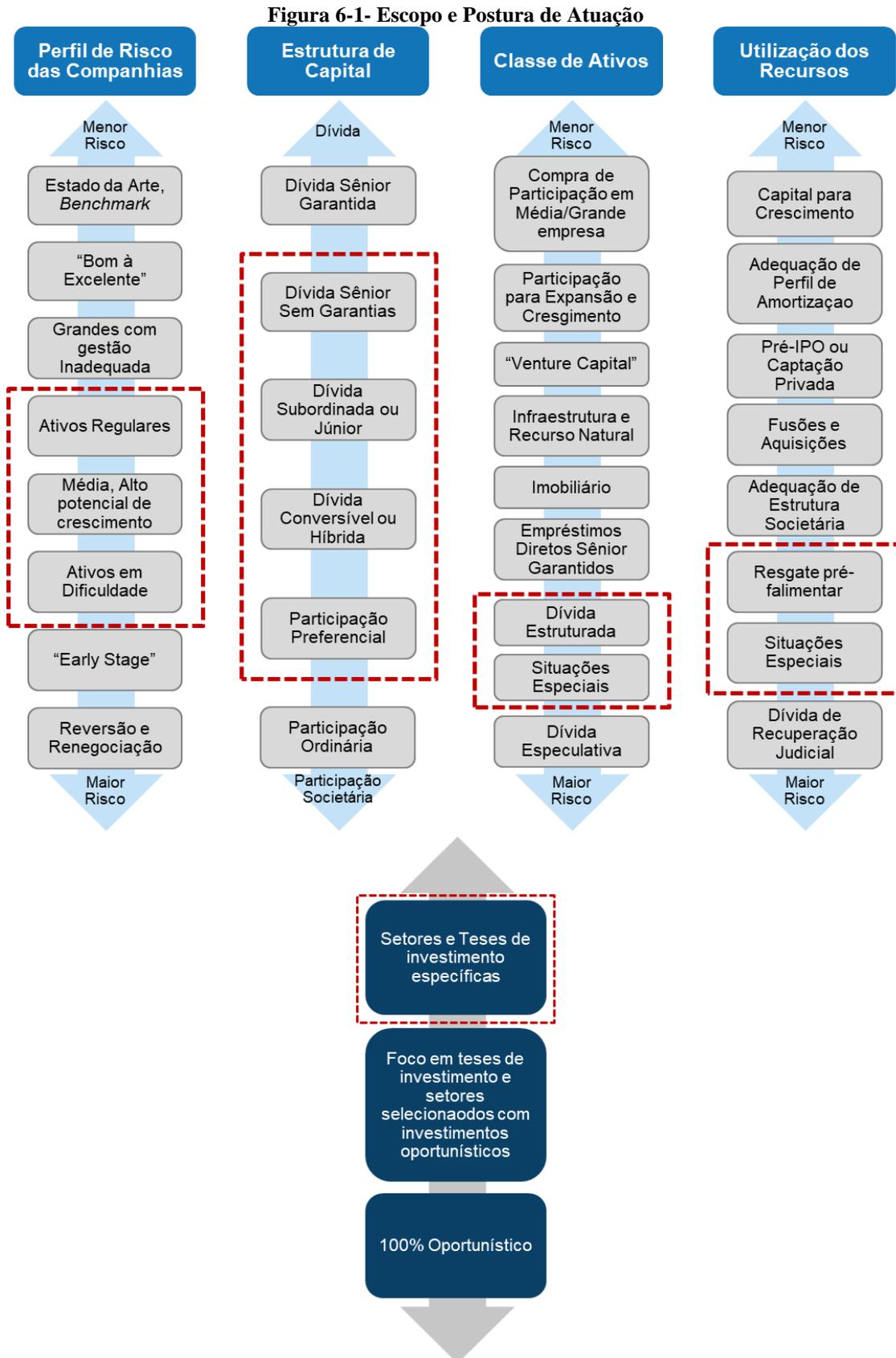
6.1.2.4.Contexto/Situacional

Esta dimensão engloba basicamente o uso dos recursos oriundos dos empréstimos estruturados. Com o objetivo de estruturação de dívida, o escopo deste é amplo, evitando-se, como na classe de ativos, situações de risco elevado ou extremo, como recuperações extrajudiciais e judiciais.

6.1.2.5.Postura de Atuação

Determina como deve ser a prospecção de novas oportunidades. Dado ao pioneirismo da tese de investimentos no Brasil, buscou-se a limitar-se a atuação a teses macroeconômicas e setores dominados pela equipe. Evita-se, então, o risco de operações oportunísticas fora da *expertise* da equipe de investimentos e possíveis sócios.

6.2 Resumo do Escopo e Postura de Ação



Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

6.3 Instrumentos e Estruturas

Os instrumentos a serem utilizados são contratos de dívida dos tipos de:

- Dívida não-garantida
- Dívida Subordinada
- Debêntures Conversíveis
- Títulos Mobiliários Preferenciais Conversíveis

Os instrumentos escolhidos são os utilizados nas estratégias de mezanino, apreciação de capital e oportunistas. Partiu-se da premissa que utilizar os instrumentos já consolidados nas práticas de mercado é mais adequado do ponto de vista de captação de recursos, dando maior conforto ao investidor por serem instrumentos já disseminados no mercado.

6.3.1 Estruturas *Equity-like*

As estruturas *equity-like* buscam diferenciar os empréstimos estruturados, alinhando os interesses do veículo com a empresa tomadora por meio da partilha dos riscos entre financiador e financiado, buscando maximização de resultados financeiros.

- *Warrants*
- Participação de resultados

Podem englobar participação em lucros, participação da geração de caixa, dividendos, *royalties*, etc.

- Preferência na distribuição de dividendos
- Conversão da dívida em participação acionária
- Opções de compra sobre ações
- Prêmio de reembolso antecipado

6.3.2 *Proteção à Riscos*

O projeto do VDP apresenta atratividade devido à sua estratégia de privilegiar estruturas adequadas à situação individual de cada empresa, em contraste com a rigidez de empréstimos convencionais. A busca por exposição às melhores empresas (ou com melhor potencial) é um

ponto em comum entre a abordagem de *private equity* e a do crédito privado, compartilhando alguns riscos inerentes à ambas atividades. De forma a mitigá-los, adotaram-se alguns mecanismos contratuais, contábeis e de política de amortização. De uma maneira comparativa, os VDPs têm menor capacidade de influência na tomada de decisão de uma empresa versus um *private equity* por não estarem em posse de ações ordinárias (com direito à voto). Em compensação, há uma visibilidade maior fruto dos pagamentos de cupons referentes aos juros dos empréstimos concedidos. Essa menor influência na gestão da empresa obriga os VDPs a se munirem de uma gama de proteções e gatilhos contratuais contra toda sorte de situações que possa ameaçar o pagamento da dívida ou de outros mecanismos *equity-like*.

Os mecanismos a serem utilizados dependem de cada estrutura a ser desenhada. Entre os mais comuns estão preferências contratuais sobre fluxos de caixa, recebíveis e dividendos, limitação ou proibição do pagamento dos dividendos, contas de reserva de serviço da dívida (DSRAs), alienação de ativos específicos (incluindo-se ações), *waterfall accounts* com controle compartilhado para monitoramento de movimentação de caixa, opções de venda contra proprietários, cláusulas de *drag-along/tag-along* ou de direito de condução de venda, direitos de veto à operações societárias (*carveouts*, segregação de ativos em outras empresas, *spin-offs*, etc.) e *covenants*. A maioria dos mecanismos envolve gatilhos contratuais que resultam na aceleração no pagamento da dívida ou tomada de ativos, associados ou não à atividade produtiva, de forma a minimizar o risco de não pagamento completo da dívida.

Entre outros mecanismos para monitoramento estão as políticas de estruturação de empréstimos mediante contratação de auditorias e de escritórios de advocacia parceiros (usualmente são os mesmos que atuam na fase de *due diligence*) e transformação das unidades corporativas em Sociedades Anônimas (SAs), que apresentam maiores níveis de governança e proteção a credores e acionistas preferenciais e/ou minoritários. Negocia-se também a seleção do máximo de conselheiros independentes com os acionistas, buscando profissionalizar a gestão da companhia no nível de conselho de administração.

6.4 Resumo do Portfolio Almejado

A construção de um portfólio almejado para o fundo partiu da definição dos parâmetros do fundo. Além da limitação quantitativa da utilização porcentual dos ativos do fundo para estratégias de crédito privado individuais, incluíram-se outras limitações para construção do portfólio: geográficas, setoriais, grupos econômicos e por transação individual, seguindo a

política dos reguladores de fundo de investimento, que determinam a determinação expressa em regulamento as restrições e níveis de alocação com relação á diferentes métricas.

O racional utilizado foi o de maximização do retorno por unidade de risco, com preferência à setores defensivos, minimizando exposição à fatores macroeconômicos e de volatilidade política, buscando avaliar cuidadosamente correlação entre novos negócios e os já existentes no portfólio bem como evitar exposição demasiada à dinâmica particular de alguns setores (por exemplo exposição simultânea ao setor siderúrgico e indústria automobilística) ou de grupos corporativos específicos com atuação em vários setores.

Figura 6-2- Características Esperadas do Portfólio

Características	Soluções de Capital ("CS")	Crédito Transacional ("TC")	Oportunidades Especiais ("SS")
% do Investimento	40-65%	25-40%	0-15%
Tipos de Situação	Crescimento/Expansão Refinanciamento e ajuste do perfil de dívida	Pré-IPO e pré-private equity Fusões e Aquisições Ajustes societários e liquidez para acionistas	"Resgate" Compra de ativos de crédito mal precificados no Mercado secundário
Instrumentos	Empréstimos Senior sem garantias Dívida Subordinada Debêntures Conversíveis Ações Preferenciais	Empréstimos Senior sem garantias Debêntures Conversíveis Ações Preferenciais	Empréstimos com garantia real ou acionária Títulos de dívida reestruturada Títulos de dívida pré-reestruturação
Duração	3.5 – 4 anos	2 – 2.5 anos	3.5 – 4 anos
Indexação	Pós-fixada; CDI Pode-se haver pré-fixação dependendo do setor/situação		Pós-fixada; CDI Taxas Fixas oportunisticamente
Retorno da Transação pós inadimplência	CDI + 11.5% (60% dívida/ 40% equity-like)	CDI + 7.0% (70% dívida/ 30% equity-like)	CDI + 19.5% (25% dívida/ 75% equity-like)
Retorno Global pós inadimplências	CDI + 10.9% (59% dívida/ 41% equity-like)		

Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

Figura 6-3- Características Esperadas do Portfolio – Continuação

Características	Soluções de Capital ("CS")	Crédito Transaccional ("TC")	Oportunidades Especiais ("SS")
% de Alocação	40-65%	25-40%	0-15%
Uso do Crédito	Crescimento/Expansão Refinanciamento e ajuste do perfil de dívida	Pré-IPO e pré-private equity Fusões e Aquisições Ajustes societários e liquidez para acionistas	"Resgate" Compra de ativos de crédito mal precificados no Mercado secundário
Proteção à Riscos/ Mecanismos de saída	Covenants Preferências Contratuais sobre fluxos de caixa, recebíveis e dividendos Pagamento de juros e dividendos Amortizações intermediárias de principal Preferência no pagamento em eventos de liquidez Prêmio de Repagamento (componente juros apenas) Conta escrow – alienação de ações e ativos Opções de venda contra companhia ou acionistas Direito de condução de venda	Covenants Preferências Contratuais sobre fluxos de caixa Ativos como colaterais (podendo ser de terceiros) Direito de condução de venda da companhia ou de ativos específicos	Covenants Preferências Contratuais sobre fluxos de caixa Ativos como colaterais (podendo ser de terceiros) Direito de condução de venda da companhia ou de ativos específicos
Componentes "Equity-like"	Warrants Opções de compra de ações Conversão em ações Participação em receitas, EBITDA, lucro, valorização de ativos financeiros	Warrants Opções de compra de ações Conversão em ações	Os mesmos de CS and TC, além de: Juros capitalizáveis Ganhos de capital

Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

Figura 6-4- Limites de Risco do Portfolio

Tipo	Limites de Exposição (% do portfolio)	
Geográfico	Modulando distribuição de PIB do país, com mais foco em sudeste; <ul style="list-style-type: none"> Estado de SP: até 40% Estados-chave (RJ, MG e RS): até 30% cada Outros Estados: até 15% cada 	
Tipos de Operação	<u>Limitados</u>	<u>Esperado</u>
<ul style="list-style-type: none"> Soluções de Capital Crédito Transaccional Oportunidades Especiais 	<ul style="list-style-type: none"> Até 70% Até 50% Até 15% 	<ul style="list-style-type: none"> 60% 30% 10%
Setor/Indústria	<ul style="list-style-type: none"> Evitar exposição demasiada por correlação à cadeias e/ou setores Até 35% por sector (antes de filtro de correlação) 	
Grupo Econômico	<ul style="list-style-type: none"> Até 15% per economic group 	
Por Transação Individual	<ul style="list-style-type: none"> Até 10% 	

Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

6.5 Processo de Investimento

O processo de investimento foi estruturado tendo como base os principais *private equity*. As etapas envolvem procedimentos de originação baseados na pesquisa e redes de relacionamento, análise de risco, processo de *due diligence* operacional e financeira de amplo espectro, contingências e *background* legal, trabalhista e fiscal, negociação e customização do negócio e, finalmente, monitoramento e estratégia de saída.

6.5.1 Limitações da Originação

Como definido previamente na seção de postura de atuação, delimitou-se a atuação com base no histórico dos membros fundadores e teses de investimentos fundamentais e teses conjunturais.

6.5.1.1. Setores-Chave

Englobam infraestrutura e logística, serviços financeiros, serviços à negócios (“B2B”), Varejo, Educação e Saúde, conforme experiência, afinidade e conhecimento dos membros envolvidos no desenvolvimento do VDP.

6.5.1.2. “Teses de Investimento” Fundamentais

Utiliza-se aqui a definição de mercado de “tese de investimento” como sendo o conjunto de parâmetros necessários para tomada de decisão de investidores. Dentre esses fatores podem ser citados, sem se limitar a: setor, tecnologia, tamanho da empresa, modelo de negócios, localização, necessidade de aportes e outros, perspectivas de mercado, cenário concorrencial, conjuntura econômica, riscos de uma maneira geral, valoração da empresa, visão de longo prazo, oportunidade de crescimento e opções de desinvestimento. A presença ou não desses fatores na tese de investimento depende do tipo de investimento (empresa, mercado, moeda, etc.) a ser apresentado e do tipo de investidor a ser abordado, variando de caso a caso.

Determinadas pelas características naturais, econômicas, sociais históricas e demográficas do país. São elas: Brasil como superpotência ecossistema do agronegócio e *commodities*, mudanças sociais seculares, custos de saúde e, finalmente, varejo resiliente e contra cíclico.

6.5.1.1. Conjunturais

Derivadas de oportunidades específicas, como bons negócios com estruturas de capital inadequadas, mudanças na estrutura societária familiar ou necessidade de liquidez e consolidação de setores fragmentados.

Figura 6-5- Representação do Processo de Originação e Restrição das Teses de Investimento
Universo de originação



Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

6.5.2 O Processo de Originação

6.5.2.1. Canais de Originação

Os canais de originação foram baseados em três vetores principais: primeiramente redes de relacionamento, mercados de capitais ou adjacentes e pesquisa setorial:

- Mercado de capitais: Acesso estruturado à bancos de investimentos e tradicionais, boutiques de fusões e aquisições, *family offices* e gestores de fortunas. Parcerias com fundos de *private equity*
- Especialistas: Consultorias e especialistas setoriais. Associações de indústria e setores
- Situacionais: Firmas de reestruturação e escritórios de advocacia especializados

O processo de originação também seria desenvolvido com base na *expertise* de membros fundadores, com relacionamentos pessoais com redes de empresários e possíveis originadores espalhados em diferentes regiões e com contatos em diferentes setores.

6.5.2.2. Abordagem Inicial e Estruturação Preliminar

Após a detecção de oportunidades através dos canais supracitados, segue-se para a abordagem inicial e estruturação preliminar. Esta etapa consiste em contatar a empresa usando o próprio canal ou rede de relacionamentos que a indicou e verificar a necessidade de crédito e interesse dos proprietários ou executivos em crédito estruturado.

Em caso positivo, segue-se para etapa de avaliação da empresa através de duas análises. A primeira, “*top-down*”, leva em conta:

- Condições macroeconômicas, cambiais e exposição à *commodities*
- Mudanças e cenário regulatório
- Outras variáveis globais que não são afetadas ou controladas pela empresa.

A segunda análise seria do tipo “*bottoms-up*”, levando avaliando:

- O modelo de negócios, cenário competitivo e suas perspectivas
- O setor, sua dinâmica e tendências (tecnologia, preços, margens e volumes)
- Proprietários, equipe de executivos e pessoal-chave
- Infraestrutura, ativos operacionais, cadeia de suprimentos e logística
- Modelagem financeira inicial com evolução de receitas, margens, volatilidade dos fluxos de caixa (incluindo capital de giro e investimentos)

Complementarmente, realiza-se mais uma análise do impacto esperado da realização da transação estudada no portfólio:

- Risco de concentração setorial, grupo econômico, geográfica e regulatória
- Priorização e avaliação relativa frente à outras oportunidades sob análise

As três análises serão anexas em um Memorando de Crédito, que será enviado ao comitê de crédito (a ser discutido na seção de estrutura organizacional) o qual deverá aprovar o prosseguimento da transação para a fase de Due Diligence, requisitar análises ou informações complementares ou negar a operação. Em caso positivo, assina-se um termo de intenções com a empresa, seguindo para a fase de *due diligence*.

6.5.3 *Due Diligence*

O processo de *due diligence* foi desenhado em lista de itens com base nas práticas de mercado de *private equity* e *venture capital*. O processo é com contato local, e divide-se em três grandes áreas: Estratégica/Comercial, Financeira e Fiscal e Legal. A primeira consiste em:

- Validação do modelo de negócios e aprofundamento do posicionamento estratégico
- Análise aprofundada do segmento
- Base de clientes
- Qualidade da gerência
- Visitas às unidades operacionais, centros de distribuição, lojas, etc.
- Avaliação de tecnologia proprietária (caso aplicável)

A análise da área Financeira e Fiscal:

- Análise detalhada da estrutura de capital (incluindo alavancagem e passivos não refletidos no balanço)
- Qualidade e precisão dos relatórios financeiros, práticas contábeis, controles internos
- Auditoria fiscal detalhada e potenciais passivos (incluindo subsídios fiscais)

A análise da área Legal:

- *Background checks* (clientes, fornecedores, competidores, ex-executivos)
- Avaliação de risco regulatório
- Responsabilidade social e ambiental

Ao final, deve-se anexar todas as informações e recomendações de auditorias e escritórios de advocacia que participaram do processo junto à outras informações relevantes em um Relatório de Diligência que será encaminhado ao comitê de crédito para apreciação. Nesse caso o Comitê de Investimentos deve vetar ou assinalar o prosseguimento da transação.

6.5.4 *Estruturação, negociação dos termos e decisão de investimento*

Após a fase de *due diligence* revisita-se a modelagem inicial, incorporando as informações obtidas para obtenção de um modelo mais robusto, desenvolvendo uma visão de análise de

crédito, sensibilidade e visão sobre valoração. Em seguida detalha-se a estrutura de investimento:

- Instrumentos a serem utilizados
- Principais termos e condições: montante, perfil de amortização, taxas e indexação
- Determinação dos mecanismos *equity-like* adequados para participação na criação de valor para companhia, associando os retornos à métricas operacionais ou financeiras, promovendo alinhamento com os gestores e acionistas
- Garantias e mecanismos de proteção (*covenants* e gatilhos contratuais)
- Mecanismos de saída

Os termos são apresentados à companhia e negociados. Chegando-se a um consenso, os todas as informações produzidas até o momento são consolidadas em um documento chamado Deck de Investimentos, a ser encaminhado para o Comitê de Investimentos, que deverá recomendar mudanças a serem negociadas em uma segunda rodada com a empresa ou sinalizar o prosseguimento da transação. Os contratos finais então são redigidos, assinados e realiza-se o desembolso do fundo.

6.5.5 Monitoramento e Execução da Saída

O monitoramento é realizado através da proximidade, com visitas *in site*, reuniões com a gerência e diretoria, e, quando existente, acompanhamento do conselho de acionistas (como convidado ou detentor de indicações para o conselho), como forma de exercer influência no processo decisório além dos mecanismos puramente contratuais. A postura proativa adotada teria como principal objetivo a detecção de sinais antecipados de aviso sobre deterioração da qualidade operacional ou financeira da empresa, bem como mudanças relevantes no mercado ou economia. Em caso de detecção, estratégias para mitigar riscos e alternativas para saída devem ser buscadas em parceria com a equipe de gestores e acionistas da empresa, elaborando-se um plano de ação que vise alinhar os diferentes *stakeholders*.

O monitoramento deve ser feito de maneira regular, com relatórios trimestrais contendo:

- KPIs financeiros, operacionais, comerciais, recursos humanos
- Comparação dos resultados com modelagem e orçamentos apresentados
- Busca de especialistas setoriais e analistas independentes
- Infraestrutura, fornecedores, competidores e clientes

Quanto à saída do investimento, serão analisadas constantemente oportunidades de monetização de investimentos individuais antecipadamente, verificando se são alternativas mais interessantes para a rentabilidade do fundo.

- Refinanciamento da companhia
- Venda secundária do instrumento de dívida
- Monetização dos instrumentos *equity-like*
- Atração de capital do *Financial Sponsor*
- F&A¹⁵/IPO¹⁶

6.6 Estrutura Corporativa

6.6.1 Objetivos e Limitações da Estrutura Corporativa

O processo de desenho da estrutura corporativa foi um processo iterativo, durando aproximadamente em torno de quatro meses, no qual atentou-se para três fatores principais: eficiência fiscal, geração de valor intangível e aceitação da estrutura por parte dos investidores terceiros.

O primeiro fala por si só; investidores procuram estruturas fiscalmente eficientes para realização dos seus aportes, sendo uma questão particularmente sensível para países com alta carga tributária, incluindo-se aí o Brasil. A segunda está relacionada com a estratégia de criação de valor. Após contato com os primeiros investidores, sondando-se interesse num veículo com tese de dívida proprietária, e também para uma estratégia efetiva de originação apoiada pela criação e evolução de uma marca. O objetivo de criação de um veículo do tipo de capital permanente é um evento de liquidez futura, podendo ser uma oferta inicial de ações ou uma venda secundária para outros possíveis interessados em veículos com geração de dívida corporativa customizada, podendo ser os grandes fundos soberanos, fundos de pensão, *private equity*, outros atores do mercado financeiro, como bancos corporativos estrangeiros, etc. Entende-se que, nesse caso, o valor do VDP não estaria na capacidade de captação e investimento superando-se um *benchmark*, como em gestoras tradicionais de fundos, mas sim em capacidade de originação de dívidas estruturadas rentáveis do ponto de vista de juros a

¹⁵ Fusões e Aquisições

¹⁶ *Initial Public Offering* – Oferta Inicial pública de ações

serem recebidos e com potencial de amplificação de ganhos através de instrumentos *equity-like* associados à uma boa performance de suporte a gestão das empresas. Por último, ao buscar uma estrutura fiscalmente eficiente com características de capital permanente, abriu-se um leque de estruturas complexas tanto do ponto de vista fiscal quanto corporativo.

Entendeu-se que essa não seria uma abordagem adequada prevendo-se um evento de liquidez futura: estruturas de alta complexidade podem dificultar transações secundárias de venda, e corria-se o risco de ter de se ajustar a estrutura para uma oferta primária de ações, buscando uma maior tração com investidores institucionais, regras de *compliance* dos mercados de capitais, etc.

Logo, entre o *tradeoff* entre a criação de um veículo de capital permanente com estabelecimento de uma Sociedade Anônima (SA) ou Sociedade Limitada (Ltda.), e uma gestora de fundos tradicional, optou-se por uma abordagem híbrida, a ser discutida a seguir.

6.6.2 Estrutura Corporativa

A estrutura final seria baseada nos Estados Unidos, com a formação de uma LLC (*limited liability company*) com sede no estado de Delaware, conhecido pela flexibilidade e baixas taxas de manutenção (impostos e administrativas) de empresas.

A estrutura de LLC têm várias vantagens: o incentivo fiscal que investidores estrangeiros dispõem ao investir no Brasil, com alíquota de imposto zero sobre ganhos de capital investidor, facilidade para investimentos (investidores internacionais são mais suscetíveis à terem veículos de investimento nos Estados Unidos do que no Brasil) e uma estrutura mais simplificada, que apresentaria vantagens tanto na captação de investidores quando num hipotético evento de liquidez, incluindo-se aí a possibilidade facilitada de um IPO diretamente nos Estados Unidos.

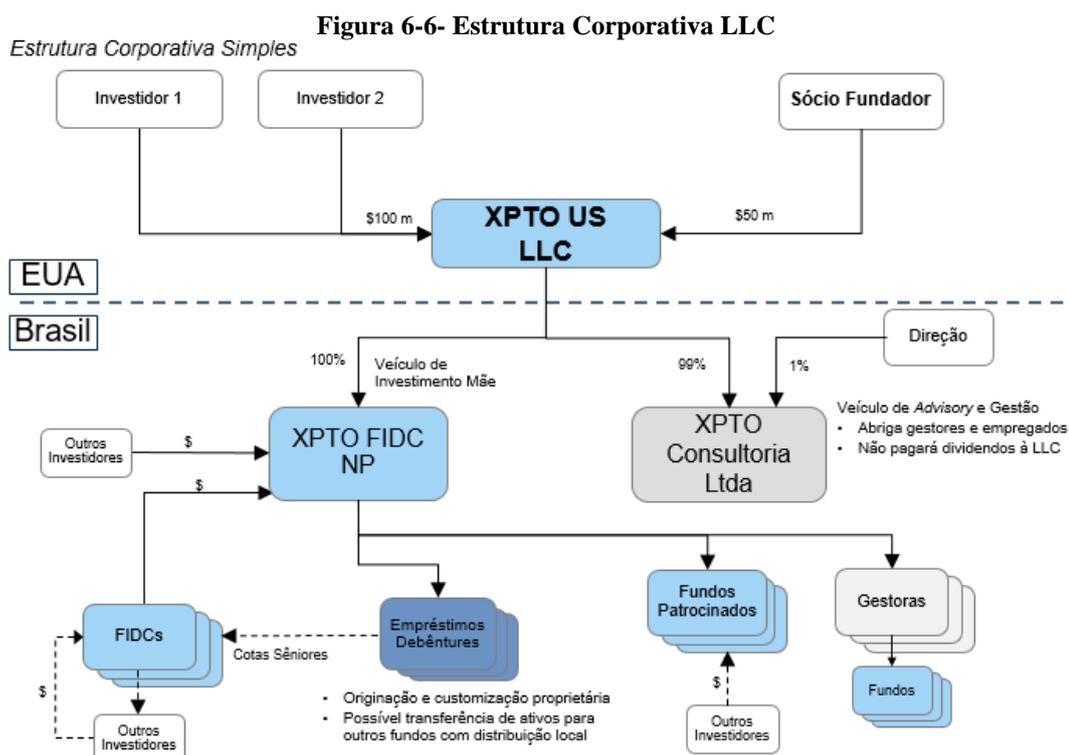
Essa LLC teria cotas de um FIDC NP que abrigaria os recebíveis de empréstimos gerados, portanto devendo ser capitalizado conforme os investidores através de compromissos de aporte dos sócios. Teria também 99% de uma consultoria do tipo Ltda., que abrigaria todos os times de investimento, operacionais e administrativos. O 1% restante seria distribuído entre os funcionários-chave, para distribuição de pró-labore e dividendos desproporcionais relativos à performance do fundo e de originação. Não é esperado que essa companhia pague dividendos diretamente à LLC, que terá como principal resultado à equivalência patrimonial referente às

cotas do FIDC. Porém, é interessante que a LLC tenha o controle da companhia, que será vendida no hipotético evento futuro de liquidez, secundária ou através de emissão de ações.

O FIDC NP montaria FIDCs adjacentes para distribuição de uma cota sênior, com menor rentabilidade, porém com um colchão representado pelas cotas júniores, buscando dessa forma atrair outros investidores, com menor apetite ao risco, para investimento direto nas cotas desses FIDCs adjacentes, minimizando a necessidade de capital para manutenção e expansão do negócio. Além disso, poderiam ser feitos investimentos em outros fundos patrocinados e gestoras como forma de rentabilizar liquidez advinda dos empréstimos gerados, bem como abrigar participações originadas de opções exercidas ou de contingenciamento e outras cláusulas de contrato, minimizando a exposição a ativos ilíquidos como participações em empresas de médio porte, alvos prioritários da atividade de crédito. O FIDC NP trabalharia sem alavancagem, ou seja, não contrairia dívidas bancárias para realização dos seus empréstimos, não se limitando à realização de *spreads*.

A companhia de consultoria, podendo referir-se à mesma abaixo como cia de gestão, prestaria serviços de gestão ao FIDC NP, cobrando taxas de gestão sobre capital e taxas de performance sobre a valorização da cota conforme resultados advindos de juros ou de outros instrumentos utilizados nos financiamentos concedidos. De uma maneira geral, a companhia de consultoria/gestão foi concebida como um veículo de resultado zero, não pagando dividendos à LLC, servindo apenas como unidade corporativa para alocar os times que farão parte da companhia, sendo impossível para um fundo esse papel.

O resultado da LLC se daria basicamente por equivalência patrimonial, subtraindo-se as despesas de manutenção de uma companhia do tipo.



Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

6.6.3 Considerações sobre a Estrutura Corporativa

As características atrativas desse tipo de estrutura são várias, sendo uma estrutura de rápida constituição versus outras instituições, como bancos, dependentes de autorização de reguladores como Banco Central, Receita Federal, CARF, entre outros. A estrutura interligada de fundos também facilita captação, permitindo investidores ajustarem seu apetite ao risco dispondo de uma série de fundos e tipos de cotas para investimento.

A gestão de um veículo do tipo também é facilitada, com flexibilidade para ajustar o portfólio e o ritmo de investimento ao longo do tempo, de modo a minimizar impactos de mudanças macroeconômicas, setoriais e de atratividade relativa das operações.

Por ser um veículo de capital permanente, existe a capacidade de reinvestimento conforme empréstimos vão sendo maturados, também sendo possível securitização de investimentos.

6.7 Estrutura Organizacional

A estrutura organizacional correspondente à companhia XPTO Consultoria Ltda. é a demonstrada abaixo:

Figura 6-7- Estrutura Organizacional

Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

6.8 Business Plan

O Business Plan do VDP foi estruturado em 5 fases sequenciais ao longo do tempo. Cada fase apresenta seus processos-chave, com uma descrição detalhada dos passos a serem realizados.

6.8.1 Fase 1 – 4º trimestre 2018

Processos chave:

- Captação
- Refinamento do Business Plan
- Início do recrutamento dos executivos sêniores

Outras etapas a serem cumpridas seriam contratação dos membros iniciais, desenhar e refinar a remuneração da equipe, iniciar o processo de seleção para os gestores das áreas de Estruturação e Distribuição, Originação e Monitoramento e, por último, Análise de Crédito. Assinatura da documentação com investidores e estabelecimento das unidades corporativas nacionais e americanas.

6.8.2 Fase 2 – 1º semestre 2019

- Construção da Equipe
- Início da Originação Proprietária
- Início da construção de *pipeline* de negócios

Conclusão da ocupação das posições desenhadas dentro das unidades organizacionais, início da procura por um CFO e equipe administrativa, criação do FIDC e formalização dos processos internos.

6.8.3 Fase 3 – 2º semestre 2019

- Conclusão do processo de recrutamento e desenvolvimento de estruturas internas
- Expansão do fluxo de negócios
- Investimentos iniciais
- Primeira chamada de capital nível LLC

Conclusão da contratação do CFO, expansão da equipe, primeira chamada de capital de R\$180 milhões.

6.8.4 Fase 4 – 2020

- Expansão do fluxo de negócios
- Aumento do ritmo de investimentos
- Chamadas de capital adicionais nível LLC

Conclusão da contratação do CFO, expansão da equipe, primeira chamada de capital de R\$180 milhões.

6.8.5 Fase 5 – 2021

- Velocidade de Cruzeiro
- Emissão de cotas sênior no FIDC
- Chamadas de capital adicionais de outros investidores

6.9 Prospecção Investidores

A estratégia de prospecção de investidores consiste basicamente num *checklist* dos potenciais investidores levantados através de pesquisas, levantamentos dos gestores de fundos de capital privado e relacionamentos pessoais. A abordagem se daria conforme a origem do nome. Os nomes trazidos de relacionamentos pessoais seriam os primeiros a serem abordados, seguidos dos indicados por terceiros e por último os listados através de levantamento.

Separou-se também os investidores em fundos, *family offices*, *multi family offices* e outros, entretanto apenas para critério de organização e classificação.

7 PROJEÇÕES FINANCEIRAS

A seguir constam as projeções elaboradas para os 3 níveis corporativos descritos na estrutura corporativa. As premissas foram elaboradas em conjunto do autor e os sócios responsáveis da FINVEST, aproveitando o *know-how* de mercado que estes representavam. Ao longo do desenvolvimento do trabalho, as estruturas e projeções foram evoluindo, porém apresenta-se abaixo a última versão, utilizada como base para prospecção de investidores para o VDP.

Mostraremos a seguir as principais premissas do modelo, seguindo-se os resultados operacionais, por nível corporativo e da *holding LLC*.

Se utilizará a convenção seguinte abaixo para datas e siglas:

- “4Q2018” para o 4º trimestre de 2018
- “1H2019” para o 1º semestre de 2019
- “2H2019” para o 2º semestre de 2019
- “EoP” quando se referindo ao final do período em questão
- “#” quando a unidade em questão for cardinal
- “R\$ mm” para milhões de reais
- “R\$ 000’s” para milhares de Reais

As premissas diretas serão exibidas em fonte azul, e os resultados decorrentes de fórmulas e/ou operações serão exibidos em fonte automática.

7.1 Premissas do Modelo

7.1.1 Originação

As premissas de originação correspondem às estimativas dos principais sócios refinadas com a equipe e o autor. Seguem abaixo as quantidades esperadas de financiamentos concedidos e as características admitidas para cada tipo em questão.

Figura 7-1- Financiamentos Concedidos e KPIs Relacionados

Indicadores Operacionais	4Q2018	1H2019	2H2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Financiamentos Concedidos (#)	0	0	4	8	10	12	14	16	18	20
Financiamentos (monitorados, # EoP)	0	4	12	22	34	47	60	72	82	96
Financiamentos Concedidos/Eq. De Investimentos	0,0	0,0	0,4	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8
Financiamentos Concedidos/Eq. De Investimentos	0,0	0,5	1,2	1,7	1,9	2,5	2,9	3,1	3,4	3,7
Financiamentos Concedidos/Equipe Total	0,0	0,0	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6
Financiamentos Monitorados/Equipe Total	0,0	0,4	0,8	1,2	1,3	1,7	2,0	2,2	2,4	2,7

Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

Figura 7-2- Quebra de Financiamentos Concedidos por Tipo

Portfólio Esperado por tipo	Crédito Transacional	Soluções de Capital	Situações Especiais
Alocação da Carteira	30%	60%	10%
Taxas de Juros	CDI + 5,0%	CDI + 4,0%	CDI + 1,5%
Rendimento PIK	1,0%	3,0%	3,0%
Rendimento Instrumentos Equity	4,0%	6,0%	18,0%
Carência (Anos)	0 anos	2 anos	2 anos
Amortização (Anos)	3 anos	3 anos	2 anos
Taxa de Inadimplência (%)	6,0%	7,0%	15,0%
Fee Transacional (%)	0,5%	0,5%	0,5%

Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

7.1.2 Recursos Humanos

A evolução de pessoal foi derivada da curva de originação adotada, calibrando-se conforme a necessidade de monitoramento e análise de novos negócios. Os salários e benefícios foram considerados indexados à inflação para projeções no longo prazo.

Figura 7-3- Evolução de Pessoal por Posição

	4Q2018	1H2019	2H2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Headcount (#, EoP)	3	9	15	19	26	28	30	32	34	36
Equipe de Investimentos										
CEO	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
VP, Estruturação e Distribuição	0	1	1	2	3	3	4	5	5	5
VP, Originação e Monitoramento	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1
VP Análise e Recuperação de Crédito	0	1	1	1	2	2	2	2	2	3
Associados	1	1	2	3	4	4	4	4	5	5
Analistas	1	2	3	4	6	7	8	9	9	10
Analistas Júnior	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Comitê de Investimento	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1
Equipe de Suporte										
CFO	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1
Administrativo	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1
Jurídico e Compliance	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1
Secretaria	0	1	1	1	2	2	2	2	2	2
Outros	0	0	0	1	2	3	3	3	4	4

Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

Figura 7-4- Folha Salarial Mensal por Posição

Folha Salarial - Equipe de Investimentos - Valores Nominais 3Q18									
Posição	CEO	VP, Estruturação e Distribuição	VP, Originação e Monitoramento	VP Análise e Recuperação de Crédito	Associados	Analistas	Analistas Júnior	Comitê de Investimento	
Salários (R\$ 000's)	R\$ 70	R\$ 35	R\$ 35	R\$ 25	R\$ 20	R\$ 10	R\$ 8	R\$ 120	
Encargos e Benefícios (%)	30%	30%	30%	30%	60%	60%	60%		0

Folha Salarial - Equipe Suporte - Valores Nominais 3Q18						
Posição	CFO	Administrativo	Jurídico e Compliance	Secretaria	Outros	
Salários (R\$ 000's)	R\$ 35	R\$ 10	R\$ 25	R\$ 8	R\$ 8	
Bônus	R\$ 150	R\$ 20	R\$ 72	R\$ 20	R\$ 16	
Encargos e Benefícios (%)	30%	60%	60%	60%	60%	
Bônus Anual	R\$ 125	R\$ 20	R\$ 72	R\$ 20	R\$ 16	

Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

7.1.3 FIDC

O plano de negócios conta com a emissão de cotas sênior no FIDC com rentabilidade preferencial da taxa CDI acrescida de 2,25% a partir do ano 2021 para atender as necessidades de capital para os financiamentos. Entende-se que é uma taxa atrativa para investidores institucionais investirem com o perfil de risco das operações e com um grau de subordinação¹⁷ de até 30%, ou seja, com 30% de cotas subordinadas sob propriedade dos acionistas da LLC cedendo o *benchmark* preferencial para 70% de cotas sênior. Dessa forma, minimiza-se os aportes dos acionistas da LLC no FIDC, limitados em pouco mais de R\$ 515 milhões.

7.1.4 Cia de Consultoria

A cia de consultoria cobrará do FIDC em títulos de taxa de administração 1,85% do capital aportado no FIDC. Essa taxa é ligeiramente abaixo do mercado, geralmente em torno de 2%, para maximizar a rentabilidade do FIDC. Da mesma forma, será cobrada taxa de performance de 20% sob o rendimento global do fundo no período que superar o índice do CDI.

Será cobrada dessa companhia 9,25% de PIS/COFINS e 5% de ISS, bem como 34% de alíquota de imposto sobre lucros, operando no regime tributário de lucro real.

7.1.5 LLC

As premissas adotadas são a de R\$50 mil anuais para manutenção de uma companhia LLC no estado americano de Delaware. Há uma série de prestadores de serviços para tal finalidade.

¹⁷ O grau de subordinação é o percentual de cotas júniores das cotas totais de um fundo.

Se adotou também o imposto sobre ganhos de capital com alíquota de 20%, devido aos diferentes tratamentos fiscais no mercado norte-americano.

7.2 Resultados Obtidos

Serão demonstrados abaixo os resultados obtidos partindo-se das premissas discutidas acima. Primeiramente serão expostos os resultados do FIDC NP e a evolução de suas cotas. É de fato o resultado mais importante pois, como discutido na seção 6.6, é nele que o valor financeiro gerado pela iniciativa ficará retido. Em seguida, serão exibidos os demonstrativos financeiros da companhia de gestão, que basicamente funciona como uma companhia que abriga todos os empregados e prestadores de serviço relacionados com a atividade-fim. Por último, serão expostos os demonstrativos financeiros da companhia LLC, que são simplesmente as equivalências patrimoniais do fundo e da cia de gestão.

7.2.1 FIDC NP

Seguem abaixo os demonstrativos financeiros obtidos no FIDC NP.

Figura 7-5– Resultados e Métricas Operacionais – FIDC NP

Previsão Alocação de Capital	4Q2018	1H2019	2H2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Injeções de Capital LLC (R\$ mm)	6	11	180	275	45	0	0	0	0	0
Injeções de Capital 3os - Cota Sênior (R\$ mm)	0	0	0	0	292	321	249	135	47	0
Financiamentos Concedidos (#)	0	0	4	8	10	12	14	16	18	20
Carteira Gerida (R\$ mm, EoP)	0	0	153	456	820	1.200	1.566	1.912	2.260	2.627
Financiamentos Monitorados (#, EoP)	0	4	12	22	34	47	60	72	82	96
Time de Investimentos (#, EoP)	3	8	10	13	18	19	21	23	24	26
	4Q2018	1H2019	2H2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Portfólio FIDC										
Financiamentos Concedidos (#)	0	0	4	8	10	12	14	16	18	20
Financiamentos no Portfólio (#)	0	4	12	22	34	47	60	72	82	96
Carteira Gerida (R\$ mm, EoP)	0	0	153	456	820	1.200	1.566	1.912	2.260	2.627
Rendimentos FIDC (R\$ mm)										
PIK	0	0	2	7	17	30	47	64	81	97
Equity Kickers	0	0	0	0	0	6	32	105	171	218
Taxas de Transação	0	0	1	2	2	3	3	4	5	5
Rendimentos Totais FIDC (R\$ mm)	0	0	11	44	92	153	240	374	500	609
Despesas FIDC (R\$ mm)										
Gerais e Administrativas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Regulatórias e Não Recorrentes	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Taxa de Gestão	0	0	1	8	15	22	29	35	42	49
Taxa de Performance	0	0	0	0	0	0	3	17	30	40
Despesas Totais	0,1	0,1	1,5	9	15	22	32	52	72	89
Outras Receitas (Despesas) (R\$ mm)										
Receita (Despesa) Financeira Líquida	0,0	0,1	0,7	2,2	0,7	0,6	0,7	0,8	1,6	3,3
Total	0,0	0,1	0,7	2,2	0,7	0,6	0,7	0,8	1,6	3,3
EBT (R\$ mm)	-0,1	-0,1	10,5	37	77	131	209	322	430	524
Premissas Macroeconômicas	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
IPCA (%)	4,0%	3,7%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
IGPM (%)	1,4%	4,8%	4,8%	4,8%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
CDI (%)	10,1%	6,4%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%

Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

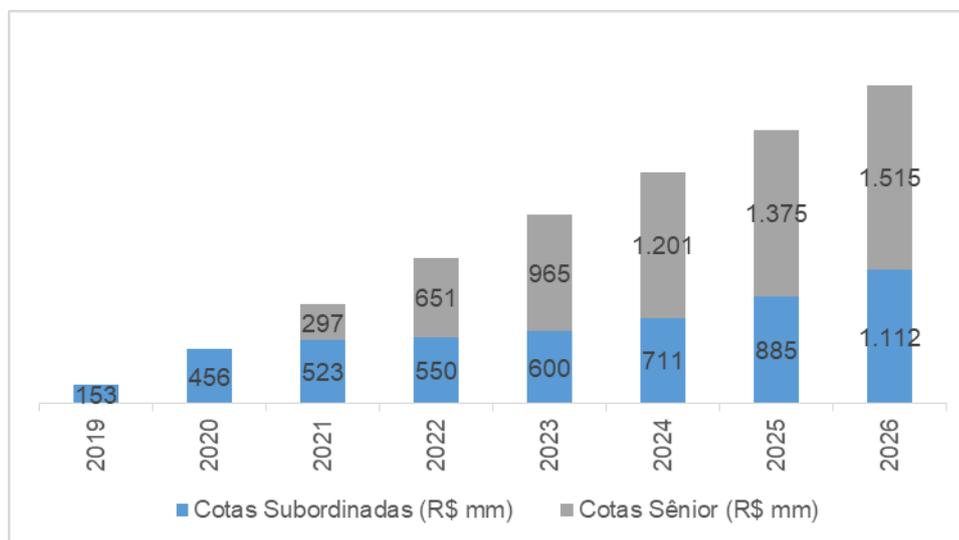
Figura 7-6– Balanço Patrimonial, Fluxo de Caixa e Métricas Operacionais – FIDC NP

	4Q2018	1H2019	2H2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Fluxo de Caixa FIDC (R\$ mm)										
Fluxo de Caixa Operacional	-0,1	-0,1	8,7	30	60	103	168	285	399	490
<i>Lucro Líquido</i>	0	0	11	35	68	114	180	286	388	475
<i>Impostos a Pagar</i>	0	0	0	2	9	18	32	52	72	88
<i>PIK Acruado</i>	0	0	-2	-7	-17	-30	-47	-64	-81	-97
<i>PIK Recebido</i>	0	0	0	0	0	2	5	27	50	64
<i>Taxas de Performance Pagas</i>	0	0	0	0	0	0	-3	-17	-30	-40
Fluxo de Caixa Investimentos	0	0	-166	-329	-398	-422	-416	-407	-419	-449
<i>Investimentos Concedidos</i>	0	0	-166	-329	-398	-422	-416	-407	-419	-449
Fluxo de Caixa Financeiro	1	11	180	275	337	321	249	135	47	0
<i>Aumento de Dívida</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Aporte Investidores Originais</i>	1	11	180	275	45	0	0	0	0	0
<i>Investment Co Equity Injections</i>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Aporte Terceiros</i>	0	0	0	0	292	321	249	135	47	0
Geração (Consumo) de Caixa	0,9	10	23	-24	0	2	1	13	27	41

Balanço FIDC (R\$ mm)										
Ativos	1	11	189	476	856	1.267	1.674	2.071	2.477	2.918
<i>Caixa e Equivalentes</i>	1	11	34	10	10	12	12	26	53	94
<i>PIK Acruado</i>	0	0	2	9	26	55	96	133	164	197
<i>Carteira Gerida Líquida</i>	0	0	153	456	820	1.200	1.566	1.912	2.260	2.627
Passivos	1	11	189	476	856	1.267	1.674	2.071	2.477	2.918
<i>Impostos a Pagar</i>	0	0	0	2	11	29	60	113	185	273
<i>Dívida Bancária</i>	0,0	0,0	0,0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Capital Senior Terceiros</i>	0,0	0,0	0,0	0	306	671	995	1.230	1.394	1.525
<i>Investment Advisor Co Capital</i>	0,0	0,0	0,0	0	0	0	0	0	0	0
<i>3rd Party Subordinated Capital</i>	0,0	0,0	0,0	0	0	0	0	0	0	0
ROAE (%)	-12%	-1%	10%	11%	10%	11%	13%	16%	18%	19%
ROE (%)	-6%	-1%	6%	7%	8%	9%	11%	15%	17%	18%

Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

Figura 7-7– Evolução de Cotas por Tipo – FIDC NP



Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

7.2.2 Cia de Consultoria

Seguem abaixo os demonstrativos financeiros obtidos da cia de consultoria/gestão:

Figura 7-8– Resultados e Métricas – Cia de Gestão

	4Q2018	1H2019	2H2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Estimativa Alocação de Capital										
Financiamentos Concedidos (#)	0	0	4	8	10	12	14	16	18	20
Financiamentos (monitorados, # EoP)	0	4	12	22	34	47	60	72	82	96
Pessoal Contratado Total (#)	3	9	14	18	25	27	29	31	33	35
Receitas da Cia de Gestão (R\$ mm)										
Taxas de Gestão Recebidas	0	0	1	8	15	22	29	35	42	49
Taxas de Performance Recebidas	0	0	0	0	0	0	3	17	30	40
Receitas Brutas de Gestão	0	0	1	8	15	22	32	52	71	88
Receitas Líquidas (R\$ mm)										
	0,0	0,0	1,2	7,2	13,0	19,0	27,4	44,5	61,3	75,8
Despesas Cia de Gestão (R\$ mm)										
Pessoal	0,4	2	4	9	12	13	14	16	17	19
Gerais e Administrativas	0,0	0,1	0,1	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7
Outras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Despesas de Originação	0,0	0,0	0,6	1,1	1,5	1,9	2,4	2,9	3,5	4,1
Despesas Totais	0,5	2	5	11	14	15	17	19	21	24
Outras Receitas (Despesas) (R\$ mm)										
Resultado Financeiro Líquido	0,0	0,2	0,8	0,4	0,1	0,0	0,2	0,5	0,4	0,1
Total Outras Receitas	0,0	0,2	0,8	0	0	0	0	1	0	0
Distribuição Bônus (R\$ mm)										
Bonus Distribuído Equipe	0	0	2	2	2	2	4	18	32	36
Bônus Distribuído Total	0	0	2	2	2	2	4	18	32	36
EBT (R\$ mm)										
	-0,5	-2	-5	-5	-3	2	6	7	9	16
Premissas Macroeconômicas										
IPCA (%)		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
		4,0%	3,7%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
IGPM (%)		1,4%	4,8%	4,8%	4,8%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
CDI (%)		10,1%	6,4%	6,9%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%

Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

Figura 7-9– Balanço Patrimonial, Fluxo de Caixa e Métricas – Cia de Gestão

	4Q2018	1H2019	2H2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Fluxo de Caixa (R\$ mm)										
Fluxo de Caixa Operacional	1	2	5	5	2	-3	-6	1	5	2
Lucro Líquido	0	2	4	4	2	-1	-4	1	5	2
Efeitos não-caixa	0	1	1	1	0	-1	-2	0	0	0
Fluxo de Caixa Financeiro	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investimentos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fluxo de Caixa Investidores	0	11	0	0	0	0	0	0	0	0
Injeções de Capital	0	11	0	0	0	0	0	0	0	0
Geração (Consumo) de Caixa	1	13	5	5	2	-3	-6	1	5	2
Balanço Patrimonial (R\$ mm)										
Ativo	4	13	9	5	3	4	8	7	2	0
Caixa e Equivalentes	4	12	7	2	0	2	8	7	2	0
Capital Investido	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Créditos Fiscais	0	1	2	3	3	2	0	0	0	0
Passivo	4	13	9	5	3	4	8	7	2	0
Capital Integralizado	5	15	15	15	15	15	15	15	15	15
Reserva de Lucros	0	-2	-6	-10	-12	-11	-7	-8	-13	-15

Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

7.2.3 LLC

Seguem abaixo os demonstrativos financeiros obtidos da *holding* LLC:

Figura 7-10 – Resultados e Métricas – LLC

	4Q2018	1H2019	2H2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Estimativa Alocação de Capital										
Injeções de Capital	6	11	180	275	45	0	0	0	0	0
<i>Injeções Acumuladas</i>	6	17	197	472	517	517	517	517	517	517
Equivalência Patrimonial - FIDC	-0,1	-0,1	-2	9	21	28	52	109	169	222
Equivalência Patrimonial - Cia de Gestão	-0,5	-1,6	-4	-4	-2	1	4	-1	-5	-2
Resultado Total	-0,5	-1,6	-6,1	5	19	29	56	108	164	220
Despesas de Manutenção (R\$ mm)										
Despesas de Manutenção Totais	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Lucro Líquido (R\$ mm)	-0,6	-1,6	-6,2	5	19	29	56	108	164	220

Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

Figura 7-11 – Balanço Patrimonial, Fluxo de Caixa e Métricas – LLC

	4Q2018	1H2019	2H2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Fluxo de Caixa (R\$ mm)										
Fluxo de Caixa Operacional	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Lucro Líquido</i>	-0,6	-1,6	-6	5	19	29	56	108	164	220
<i>Efeitos Não-caixa</i>	0,5	1,6	6	-5	-19	-29	-56	-108	-164	-220
Fluxo de Investimentos	-6,5	-10,5	-180,0	-275	-45	0	0	0	0	0
<i>investimentos Totais</i>	-6,5	-10,5	-180,0	-275	-45	0	0	0	0	0
Fluxo Acionistas	6,5	10,5	180,0	275	45	0	0	0	0	0
<i>Injeção de Capital</i>	6,5	10,5	180,0	275	45	0	0	0	0	0
Geração (Consumo) de Caixa	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Balanço Patrimonial (R\$ mm)										
Ativo	5,9	14,8	188,6	469	533	562	617	725	890	1.110
<i>Caixa e Equivalentes</i>	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5
<i>Capital Investido</i>	4,9	13,8	188	468	532	561	617	725	889	1.109
Passivo	5,9	14,8	188,6	469	533	562	617	725	890	1.110
<i>Capital Integralizado</i>	6,5	17,0	197	472	517	517	517	517	517	517
<i>Reserva de Lucros</i>	-0,6	-2,2	-8,3	-3	16	45	100	208	373	593
ROAE (%)	-20,9%	-15,6%	-6,1%	1,6%	3,8%	5,3%	9,4%	16,1%	20,4%	22,0%
ROE (%)	-9,4%	-10,9%	-3,3%	1,1%	3,6%	5,2%	9,0%	14,9%	18,5%	19,8%

Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

7.3 Atratividade do Investimento

Para verificar a atratividade do investimento realizou-se uma valoração após os 8 anos estimados, com algumas premissas a serem expostas abaixo. Essa valoração tem puramente o intuito apresentar algumas possibilidades caso se considere um evento de liquidez (venda secundária ou IPO), justificando a atração de um grupo maior de investidores.

7.3.1 Premissas da Valoração

Dentre as premissas utilizadas para valoração estão a emissão de *warrants* garantindo à FINVEST 3% das ações da LLC, como prêmio pela iniciativa e desenvolvimento do plano. Adotou-se uma política de opção de compra de ações para os principais executivos da cia de

gestão com a opção de compra de 5% da companhia no valor de patrimônio líquido ao final do último ano do aporte estimado da LLC, 2022. O ano de liquidez optou-se por adotar 2026, já que os empréstimos são de longo prazo e com muito da rentabilidade concentrada no último ano devido aos instrumentos *equity-like* e PIK.

Para a valoração em si, adotou-se a valoração por múltiplos comparáveis. As companhias utilizadas para tal são todas listadas nos mercados americanos, com atividades-fim análogas à do VDP. Em sua maioria são gestoras de fundo ou companhias com gestão de ativos alternativos referidas como *specialty finance*. Os valores são referentes ao terceiro trimestre de 2017.

Tabela 7-1– Companhias Comparáveis

Companhias	Valor de Mercado (US\$ mm)	P/E 17	P/E 18	ROE (%)
Ares Capital Corp.	6,987	11,8x	9,8x	23,9%
Main Street Capital Corp.	2,166	17,2x	15,5x	11,4%
Monroe Capital	301	11,9x	10,0x	18,7%
Gladstone Capital Corp.	253	11,7x	11,8x	-0,4%
Stellus Capital Investment Corp.	213	11,4x	10,0x	16,0%
Solar Senior Capital Ltd.	282	12,6x	12,2x	3,3%
THL Credit, Inc.	328	8,8x	8,7x	2,8%
WhiteHorse Finance, Inc.	273	9,9x	9,3x	2,6%
TICC Capital Corp.	336	10,8x	10,9x	-0,9%
Medley Capital Corp.	350	9,5x	8,8x	12,8%
PennantPark Investment Corp.	530	8,9x	9,6x	-2,1%
Mediana		11,4x	10,0x	3,3%

Fonte: Companhias, adaptação do autor

Decidiu-se adotar o múltiplo P/E de 11x como métrica adequada de valoração.

7.3.2 Valoração

Apresenta-se abaixo a valoração estimada da LLC, conforme premissas discutidas acima:

Figura 7-12 – Valoração LLC

Ano	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Aportes Acionistas (R\$ mm)	6	191	275	45	0	0	0	0	0
Acumulados (R\$ mm)	6	197	472	517	517	517	517	517	517
Ativos Sob Gestão (R\$ mm)	0	153	456	820	1.200	1.566	1.912	2.260	2.627
Lucro Líquido LLC (R\$ mm)	-1	-8	5	19	29	56	108	164	220
Patrimônio Líquido LLC (R\$ mm)	6	189	469	533	562	617	725	890	1.110
ROE (%)			1,1%	3,6%	5,2%	9,0%	14,9%	18,5%	19,8%
ROAE (%)			1,6%	3,8%	5,3%	9,4%	16,1%	20,4%	22,0%
P/E	11x								
Valoração (R\$ mm)	2.423								

Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

Figura 7-13 – Quadro Acionista Teórico LLC 2026

Quadro Acionista Teórico - 2026	%	R\$ mm
Acionistas Originais	92%	2.261
Stock Option	5%	119
Fundadores	3%	74
Total	100,0%	2.454

Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

Figura 7-14 – Retorno Implícito Acionistas Originais

Análise Retornos	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	TIR
Retorno Total	6	191	275	45	0	0	0	0	-2.423	27,5%
Retorno pós Stock Option	6	191	275	45	0	0	0	0	-2.331	26,7%
Retorno pós S.O. e Fundadores	6	191	275	45	0	0	0	0	-2.261	26,1%

Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

Observamos que o retorno acima de 26% é elevado e deve se mostrar suficiente para atração de investidores institucionais interessados na proposta de um VDP para o cenário brasileiro.

8 CONCLUSÃO

Num cenário global, o crédito privado avança tanto por interesse de investidores quanto de empresas. Ainda restrito a mercados centrais como EUA e Europa, o crédito privado vem se expandindo para novos mercados, replicando as experiências e os modelos mais bem-sucedidos.

O crédito privado tem espaço para crescer no Brasil, aproveitando a conjuntura favorável de taxas de juros baixa, crédito escasso e necessidade de crédito das empresas nacionais saindo de períodos de recessão. Num cenário de retomada do crescimento, o crédito privado pode ser um componente importante, especialmente para empresas menores, que enfrentam maiores obstáculos para se financiar, independente de fonte.

A proposta apresentada leva em conta as conjunturas tanto macroeconômicas quanto os contextos de cada empresa, sendo um mecanismo para seleção das melhores, aliando rentabilidade para investidores, cada vez mais em busca de maiores rentabilidades, e crescimento econômico para o país, gerando valor, emprego e renda.

Tanto as rentabilidades apresentadas no fundo para outros investidores, com cotas sênior com rendimento de CDI + 2,25%, quanto para os acionistas originais e fundadores retendo cotas subordinadas e participação acionária nas empresas apresentam retornos adequados ao nível de risco.

Da mesma forma, o produto se mostra vantajoso para os tomadores de crédito, devido não apenas ao acesso à produtos customizados para as necessidades de capital e a flexibilidade dos mesmos antes indisponíveis, mas também ao suporte à tomada de decisão e planos de crescimento sustentável, contando com um alinhamento de interesses maior que apenas o pagamento de empréstimos, focado na geração de valor muito interessante para os acionistas e o ambiente econômico.

Somando-se todos os fatores, acreditamos que o investimento no produto é bastante atraente e se apresenta como uma oportunidade factível, devendo ser implantada se não por essa iniciativa específica, por outros atores que venham a trazer fundos ou gestores de ativos com propostas parecidas.

REFERÊNCIAS

AIMA, <<https://www.aima.org/>>. Acesso em: 5 jun. 2018

AIMA. **Financing the Economy 2017**, 2017

ANBIMA,

<<http://www.debentures.com.br/dadosconsolidados/comparativovaloresmobiliarios.asp>>.

Acesso em: 5 jun. 2018

ARIENTI, P. **Reestruturação e consolidação do sistema bancário privado brasileiro.**

Ensaaios FEE, v. 28, n. 2, 2007.

Banco Central do Brasil. <<http://www.bcb.gov.br/>>. Acesso em: 5 jun. 2018.

Banco Nacional de Desenvolvimento. < <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home>>.

Acesso em: 5 jun. 2018.

Bank of International Settlements.< <https://www.bis.org/>>. Acesso em: 5 jun. 2018

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; MARCUS, A. J. **Fundamentals of Corporate Finance**.3ª. ed. New York: McGraw-Hill Education, 2001. 633p.

CAMBRIDGE ASSOCIATES LLC. **Private Credit Strategies: An Introduction**, 2017.

DELOITTE. **Alternative Lender Deal Tracker Q3 2017**, Deloitte LLP, 2018

IEDI. **Carta IEDI Edição 850**, 2018

ITTELSON, T. **Financial Statements: A Step-by-Step Guide to Understanding and Creating Financial Reports**. Franklin Lakes: The Career Press, 2009. 285p.

O Estado de São Paulo. Disponível em < <http://publicacoes.estadao.com.br/empresas-mais-2017/ranking-1500/>>. Acesso em: 5 jun. 2018

OREIRO, J. **Determinantes macroeconômicos do spread bancário no Brasil: teoria e evidência recente**. Economia Aplicada, v. 10, n. 4, p. 609-634, 2006.

Partners Group. <<https://www.partnersgroup.com>>. Acesso em: 5 jun. 2018.

PREQUIN. **2018 Prequin Global Alternatives Report**, Private Equity International, 2018.

PRIVATE DEBT INVESTOR. **PDI 50, Stepping it Up**, 2017

World Bank. Disponível em

<<https://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.LNDP?end=2017&start=2000&view=chart>>.

Acesso em: 5 jun. 2018

YAHOO!FINANCE, <<http://www.bcb.gov.br/>>. Acesso em: 5 jun. 2018.

ANEXO A – DRE E BP FIDC

1. P&L FIDC		(R\$ mm)									
		month									
		6	9	12	18	24	36	48	60	72	84
		4Q2018	1H2019	2H2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
1. Receitas											
Investing Instruments Revenues											
Juros Recebidos		-	-	9	35	72	115	158	201	244	
Juros Acruados		-	-	-	-	-	-	-	-	-	
PIK		-	-	2	7	17	30	47	64	81	
Equity Kickers		-	-	-	-	-	6	32	105	171	
Fees Transacionais		-	-	1	2	2	3	3	4	5	
Receitas de Instrumentos Financeiros		-	-	11	44	92	153	240	374	500	
1. Despesas											
Ex-Pessoal											
Serviços Terceirizados		0,02	0,03	0,03	0,06	0,07	0,07	0,07	0,08	0,08	
Ex-Pessoal Total		0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Regulatórios e Não Recorrentes											
Certificações e Licenças		0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Outras Regulatórias		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Setup		0,0	0,0	-	-	-	-	-	-	-	
Total Regulatórios e Não Recorrentes		0,0	0,1								
Despesas Totais		0									
Resultado Operacional		(0,1)	(0,1)	11,2	43	91	153	240	373	500	
1.3 Resultado Financeiro Líquido											
Receita Financeira											
Receita Financeira		-	(0,1)	(0,7)	(2,2)	(0,7)	(0,6)	(0,7)	(0,8)	(1,6)	
% do CDI		90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	
Despesas Financeiras		-	-	-	-	-	-	-	-	-	
As % of CDI		140%	140%	140%	140%	140%	140%	140%	140%	140%	
Despesas (Receitas) Financeiras Líquidas		-	(0,1)	(0,7)	(2,2)	(0,7)	(0,6)	(0,7)	(0,8)	(1,6)	
1.4 Taxa de Gestão											
Taxas pagas à Cia de Gestão	1,85%	-	-	1,4	8,4	15,2	22,2	29,0	35,4	41,8	
Total Taxas Pagas		-	-	1,4	8,4	15,2	22,2	29,0	35,4	41,8	
EBT e Taxa de Performance		(0,1)	(0,1)	10,5	37,2	76,9	131,5	212,1	338,8	459,7	
Margem EBT (%)		0%	0%	93%	85,2%	84,0%	85,8%	88,2%	90,7%	91,9%	
1.5 Inadimplência											
Inadimplência em Principal		-	-	12	26	34	42	51	61	71	
Total Impacto Inadimplência		-	-	12	26	34	42	51	61	71	
1.6 Taxas de Performance											
Taxa de Performance Paga		-	-	-	-	-	-	3	17	30	
Total Impacto Taxa de Performance		-	-	-	-	-	-	3	17	30	
1.7 Impostos											
Impostos Acruados											
Impostos sobre Ganhos de Capital	20,0%	-	-	-	2	9	18	32	52	72	
Impostos sobre Rendimentos		-	-	-	2	9	18	32	52	72	
Lucro Líquido		(0,1)	(0,1)	10,5	35	68	114	180	286	388	
Margem Líquida		na	na	93%	80%	75%	74%	75%	77%	78%	

Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

	4Q2018	1H2019	2H2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Balanço FIDC									
Ativos									
Caixa	1	11	34	10	10	12	12	26	53
PIK Acruado	-	-	2	9	26	55	96	133	164
Ativos Sob Gestão (Líquido de NPL)	-	-	153	456	820	1.200	1.566	1.912	2.260
Ativos Totais	1	11	189	476	856	1.267	1.674	2.071	2.477
Passivos									
Impostos a Pagar	-	-	-	2	11	29	60	113	185
Dívida	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Capital Sênior Terceiros	-	-	-	-	306	671	995	1.230	1.394
Capital Subordinado LLC	-	1	11	189	473	567	619	728	898
Passivos + PL	1	11	189	476	856	1.267	1.674	2.071	2.477
Check	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor

ANEXO B – DRE CIA DE GESTÃO

	4Q2018	1H2019	2H2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
1. P&L Cia de Gestão	(R\$ mm)									
1.1 Receitas										
Fees										
Gestão	0,0	0,0	1,4	8,4	15,2	22,2	29,0	35,4	41,8	48,6
Performance	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0	16,5	29,6	39,8
Receita Bruta	-	-	1,4	8,4	15,2	22,2	32,0	51,9	71,4	88,4
Deduções										
PIS	9,25%	-	0,1	0,8	1,4	2,1	3,0	4,8	6,6	8,2
ISS	5,0%	-	0,1	0,4	0,8	1,1	1,6	2,6	3,6	4,4
Receita Líquida	-	-	1,2	7,2	13,0	19,0	27,4	44,5	61,3	75,8
1.2 Despesas										
Pessoal										
Equipe de Investimentos	0,4	1,8	2,8	6,5	8,4	8,9	9,9	11,0	11,7	13,1
Bônus Mínimo Equipe de Investimentos	0,1	0,0	0,6	0,9	1,3	1,4	1,7	2,1	2,2	2,4
Equipe de Suporte	0,0	0,1	0,6	1,4	2,1	2,3	2,4	2,5	2,8	2,9
Equipe de Suporte - Bônus	0,0	0,0	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5
Despesas de Pessoal Totais	0,4	1,9	4,1	9,1	12,1	13,0	14,5	16,0	17,2	18,9
Ex-Pessoal										
Serviços Terceirizados	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Aluguel	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Utilidades	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Suprimentos	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Outros Custos de Manutenção	0,01	0,02	0,02	0,05	0,06	0,07	0,07	0,08	0,08	0,09
Ex-Pessoal Total	0,0	0,1	0,1	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7
Outras Despesas										
Viagens, Estádias, Reembolsos, etc	0,02	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03
Outras Despesas Totais	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Despesas de Concessão										
Negócios não Concretizados	0,0	0,0	0,2	0,5	0,6	0,8	1,0	1,2	1,4	1,6
Negócios Concretizados (líquidos de recuperáveis)	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4	0,5	0,7	0,8	0,9	1,0
Viagens, Estádias, Reembolsos	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4	0,6	0,8	1,0	1,2	1,4
Despesas de Concessão Totais	-	-	0,6	1,1	1,5	1,9	2,4	2,9	3,5	4,1
Despesas Totais	0,5	2,0	4,8	10,5	14,0	15,5	17,4	19,5	21,3	23,6
Resultado Operacional	(0,5)	(2,0)	(3,6)	(3,3)	(1,0)	3,6	10,0	25,0	40,0	52,2
1.3 Despesa Financeira										
Despesas Financeiras										
Despesas (Receitas) Financeiras	-	(0,2)	(0,8)	(0,4)	(0,1)	-	(0,2)	(0,5)	(0,4)	(0,1)
% do CDI	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Despesa (Receita) Financeira Líquida	-	(0,2)	(0,8)	(0,4)	(0,1)	-	(0,2)	(0,5)	(0,4)	(0,1)
1.4 Equivalência Patrimonial										
Resultado de Investimento em Cotas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado Pré-bônus	(0,5)	(1,7)	(2,8)	(2,8)	(0,9)	3,6	10,2	25,6	40,4	52,3
1.5 Distribuição de Performance										
Taxa Nominal	0,00%	3,4%	3,4%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Rendimento Mínimo		0,2	0,5	13,2	32,8	37,3	39,3	43,2	50,8	62,3
Resultado LLC pré-bônus		(1,8)	(4,8)	6,1	19,9	31,2	61,8	134,9	209,9	274,4
Performance Distribuída		-	-	-	-	-	4,5	18,3	31,8	42,4
Bônus efetivo Distribuído	-	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	4,5	18,3	31,8	36,4
EBT (ex- bônus)	(0,5)	(1,7)	(2,8)	(2,8)	(0,9)	3,6	10,2	25,6	40,4	52,3
1.6 Impostos										
Case 1 - Lucro Presumido										
Imposto	19,5%	-	0,3	1,6	3,0	4,3	6,2	10,1	14,0	17,3
Case 2 - Lucro Reall										
Imposto	Sobre Lucro	(0,2)	(0,6)	(1,0)	(1,0)	(0,3)	1,2	3,5	8,7	17,8
Base Dedutível	34,0%	-	-	-	-	1,08	1,89	-	-	-
Imposto Efetivo		-	-	-	-	0,14	1,56	8,69	13,74	17,79
Caso Selecionado	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Impostos Pagos (Créditos Fiscais Recebidos)	-	(0,2)	(0,6)	(1,0)	(1,0)	0,1	1,6	8,7	13,7	17,8
Resultado Líquido	(0,5)	(1,6)	(4,2)	(3,9)	(1,9)	1,4	4,1	(1,5)	(5,1)	(1,9)

Fonte: Plano de Negócios, adaptação do autor