

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ANÁLISE DO MERCADO DE *PRIVATE EQUITY* BRASILEIRO DURANTE E
APÓS A CRISE FINANCEIRA DE 2008 E UMA COMPARAÇÃO COM O
MERCADO INDIANO

Flávio Figueiredo Deluigi

Nº de Matrícula: 0910447

Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

Julho de 2013

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.”

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.”

Sumário

1. Introdução	3
2. Revisão de Literatura	6
2.1 Definição.....	6
2.2 Governança Corporativa.....	8
2.3 Segmentação	12
2.4 Função Econômica.....	14
2.5 História da Indústria no Brasil	15
3. Os Efeitos da Crise sobre o Mercado de Private Equity	19
3.1 A Crise	19
3.2 Canais de Transmissão da Crise para o Mercado de PE.....	21
3.3 Os Efeitos da Crise e a Recuperação do Setor de PE Brasileiro.....	22
3.4 Comparação entre os Mercados Brasileiro e Indiano de PE.....	28
3.5 <i>Private Equity</i> na China, Rússia e África do Sul.....	36
4. Estudo de Caso: GP Investments	40
4.1 A GP Investments	40
4.2 Descrição dos Fundos Atuais da GP.....	41
4.3 Captação de Recursos	47
4.4 Impacto da Crise Financeira no Portfólio da GP Investments.....	48
4.4.1 Análise do Valor do Fundo GPCPIII.....	49
4.4.2 San Antonio, Imbra e LBR	51
4.4.3 Impacto da Crise da Demonstração de Resultado da GP.....	57
4.4.4 Impacto no Preço da Ação da GP Investments	59
5. Conclusão.....	61
6. Referências Bibliográficas	63

Lista de Gráficos

Gráfico 1 - Participação no Total de Transações Efetuadas na América Latina....	15
Gráfico 2 – Índice S&P 500	21
Gráfico 3 – Variação do PIB Real e Taxa de Juros Nominal – EUA	22
Gráfico 4 – Taxa de Desemprego - EUA	22
Gráfico 5 – Levantamento de Capital para Fundos de PE no Brasil.....	25
Gráfico 6 – Volume Monetário de Emissão de Debêntures.....	26
Gráfico 7 – Quantidade de Companhias que Fizeram Ofertas Públicas Iniciais de Ações.....	26
Gráfico 8 – Índice Bovespa.....	27
Gráfico 9 – Quantidade de Transações no Setor de PE no Brasil.....	28
Gráfico 10 – Transações: Volume e Ticker Médio.....	30
Gráfico 11 – BM&Fbovespa, BSE e NSE	31
Gráfico 12 – Bolsas de Valores.....	33
Gráfico 13 – Quantidade de Transações: Brasil e Índia.....	33
Gráfico 14 – Relação entre a Quantidade de Transações na Índia e Quantidade de Transações no Brasil	34
Gráfico 15 – Volume Transacionado	35
Gráfico 16 – Ticket Médio das Transações.....	36
Gráfico 17 – Origem do Capital Investido no Brasil	37
Gráfico 18 – Origem do Capital Investido na Índia.....	37
Gráfico 19 – Quantidade de Transações: Rússia e África do Sul	38
Gráfico 20 – Quantidade de Transações na China.....	40
Gráfico 21 – Soma do Valor Total das Empresas do Fundo GPCPIII.....	52
Gráfico 22 – Valor das Empresas do Fundo GPCPIII em Índice	53
Gráfico 23 – Valor de San Antonio, Imbra e LBR em Índice.....	54
Gráfico 24 – Evolução do Preço da Ação GPIV11 e do Ibovespa.....	62

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Prazo de Duração dos Veículos de Investimento	12
Tabela 2 – Disposição a Pagar a Mais por Governança Corporativa.....	14
Tabela 3 – Descrição das Modalidades de Investimento Conforme Estágio das Empresas Investidas Quando do Primeiro Aporte de PE/VC	15
Tabela 4 – Origem do Capital Investido: China, Rússia e África do Sul.....	41
Tabela 5 – Demonstração de Resultado Consolidado da GP entre 2007 e 2012...59	

Lista de Figuras

Figura 1 – Origens e Aplicações de Recursos em Private Equity	9
Figura 2 – Ciclo de Investimento de Private Equity	11
Figura 3 – Linha do Tempo: Private Equity e Venture Capital no Brasil.....	18

1. Introdução

O mercado de *private equity* brasileiro vinha se desenvolvendo de maneira muito acelerada até a crise de 2008. O levantamento de capital para esse tipo de investimento no Brasil cresceu, segundo estatísticas do EMPEA (*Emerging Markets Private Equity Association*), 73% a.a entre 2003 e 2008.

Entretanto, no fim de 2008 a crise financeira iniciada nos Estados Unidos rapidamente afetou a Europa e o mundo, impactando profundamente os mercados financeiros e as relações comerciais entre os países. Dessa maneira, a principal motivação desse trabalho tornou-se estudar o impacto da crise sobre o mercado de *private equity* que estava em ascensão no Brasil. Quase cinco anos após o seu início, o objetivo é entender, através dos dados disponíveis, o quanto a indústria de capital de risco foi impactada pela recessão global e se em 2013 ela já havia se recuperado desse impacto.

Inicialmente, foi realizada uma revisão da literatura sobre a indústria de participações privadas. Por ser um mercado ainda incipiente em relação aos países desenvolvidos e pouco conhecido no Brasil, a intenção dessa parte do trabalho é rever o que já foi pesquisado e descoberto sobre *private equity* no âmbito acadêmico, abordando detalhes sobre a estrutura, o modo de funcionamento, a função econômica e os objetivos desse tipo de investimento.

O objetivo principal do trabalho é analisar o impacto da crise financeira sobre o mercado de *private equity* brasileiro. A crise de 2008, que começou nos Estados Unidos e rapidamente afetou a Europa e o mundo, teve efeitos severos sobre as economias nacionais. Nesse contexto, considerou-se relevante destacar quais seriam os possíveis canais de transmissão da crise para a indústria de capital de risco. Isto é, fatores derivados da crise financeira que deveriam - em teoria - afetar o mercado em questão e de que maneira isso aconteceria, como por exemplo, a aversão ao risco do investidor estrangeiro e nacional prejudicando a captação de recursos e a falta de liquidez nos mercados de crédito dificultando a obtenção de dívida para aquisição. Após esse levantamento, foram utilizados dados disponíveis na Bloomberg, CVM, BM&FBovespa, Anbima, entre outros, para verificar se esses canais de transmissão se verificaram na prática no mercado brasileiro e com qual intensidade.

Num segundo momento, foi feita uma comparação entre o mercado de *private equity* no Brasil e na Índia. O objetivo é entender quais são as principais diferenças e semelhanças entre os dois países em relação ao número de transações efetuadas anualmente, ao volume financeiro envolvido nessas negociações, ao preço médio pago pelas companhias e à origem do capital que é investido nessa indústria em ambos os países. Além disso, foram analisadas características específicas da bolsa de valores brasileira e das bolsas indianas, como valor de mercado, número de empresas listadas e performance recente a fim de entender o quão acessível é o desinvestimento via IPO nessas nações.

Por fim, foi realizado um estudo de caso sobre a GP Investments. A empresa foi escolhida por ser a única do setor com capital aberto na América Latina, sendo, portanto, obrigada a divulgar resultados trimestrais sobre suas operações. Dessa maneira, o último capítulo deste trabalho estudará o impacto da crise financeira mundial sobre a gestora. A análise torna-se especialmente interessante ao passo que a receita da GP Investments reflete tanto o resultado do ponto de vista de uma gestora de *private equity* quanto o resultado de uma instituição que investe nesse mercado, visto que seus fundos possuem grande parte de capital próprio.

Este trabalho, portanto, está organizado da seguinte maneira:

O Capítulo 2 destina-se à melhor compreensão do mercado de *private equity*: o que é, como funciona sua estrutura, quais são os participantes e as segmentações, qual é o objetivo e a função econômica desse tipo de investimento, além de analisar brevemente a história dessa indústria no Brasil.

O Capítulo 3 apresenta dados sobre a crise financeira e analisa seu impacto sobre a indústria de *private equity* no Brasil. Posteriormente, é feita uma comparação entre o mercado brasileiro e indiano em termos de desenvolvimento local do setor e sua reação à recessão global. O capítulo ainda apresenta dados referentes ao *private equity* na China, Rússia e África do Sul.

O Capítulo 4 realiza o estudo de caso da GP Investments com o objetivo de entender o impacto da crise sobre uma gestora de *private equity*, especialmente no que diz respeito a seus resultados trimestrais de 2007 a 2012, à performance das empresas em seu portfólio e ao comportamento de sua ação na bolsa de valores.

Finalmente, o Capítulo 5 apresenta a conclusão do trabalho, onde foi feita uma abordagem sobre tudo que foi visto nos capítulos anteriores, assim como as conclusões encontradas a partir dos dados analisados.

2. Revisão de Literatura

2.1. Definição

Private equity (PE)¹ é um tipo de investimento onde aplica-se recursos de terceiros e/ou próprios em participações acionárias² de empresas fechadas³ que não tem tamanho suficiente para acessar o mercado financeiro via lançamento de ações em bolsa de valores ou que já possuem o tamanho necessário mas por algum motivo não estão preparadas para ter seu capital aberto ao público. Após atuar na gestão da companhia, executando medidas para aumentar sua eficiência produtiva, a organização gestora vende sua participação acionária, obtendo um retorno financeiro. Dentro do setor de PE existem algumas subdivisões, como veremos mais à frente, relacionadas ao estágio/tamanho da empresa, ao tipo de atuação da gestora (ativa ou passiva) e ao tipo de participação: controladora ou minoritária.

Esse tipo de atividade financeira está associada a maiores riscos mas também a maiores retornos em relação aos veículos tradicionais de investimento. Isso ocorre justamente pela natureza da atividade, caracterizada pela baixa liquidez, assimetria de informação e retorno de longo prazo (Ramalho et al, 2011)

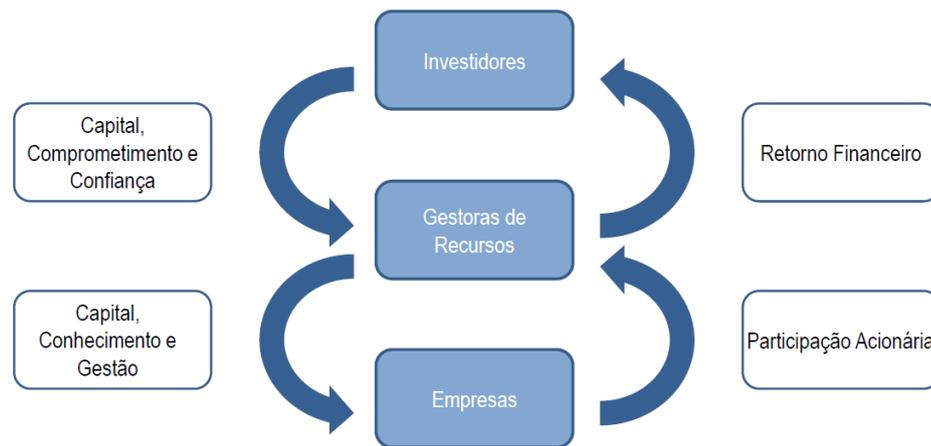
De acordo com Gioielli (2008), a estrutura básica da indústria de PE é composta de quatro participantes: i) investidores; ii) organizações gestoras iii) veículos de investimento; e iv) empresas investidas.

¹ Embora alguns autores separem os termos *private equity* e *venture capital*, por questões de praticidade esse trabalho se refere à toda indústria de investimento em participações privadas como *private equity* (PE), a menos quando explicitada a diferença.

² Além de ações, outros instrumentos financeiros menos comuns também podem ser usados: debêntures conversíveis em ações, opções de compra, opções de venda e bônus de subscrição (*warrants*).

³ Essa é a definição estrita, mas também pode ocorrer a aquisição de empresas listadas em bolsa e o posterior fechamento de seu capital, o que é menos comum.

Figura 1 – Origens e Aplicações de Recursos em Private Equity



Fonte: Gvcepe – Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores

As gestoras de PE captam recursos com investidores (nacionais ou estrangeiros, que podem ser fundos de pensão, empresas, universidades, bancos e até pessoas físicas) e aplicam esse montante nos veículos de investimento, que por sua vez são administrados pelos gestores, normalmente profissionais altamente qualificados e com experiência em análise de investimentos. Após esse processo de captação, cabe à equipe (gestores e analistas) procurar e analisar setores e empresas com boas perspectivas para serem investidas. Finalmente, após alguns anos, a instituição vende sua participação na companhia e retorna o capital inicial dos investidores, acrescido do retorno financeiro obtido na operação.

Para que a instituição financeira possa realizar esse tipo de operação, é necessária a criação de um fundo como veículo para a realização dos investimentos. No Brasil esse veículo é chamado de Fundo de Investimento em Participações (FIP), que foi regulamentado em 16 de julho de 2003, a partir da Instrução CVM N° 391. A Instrução da CVM estabelece que a organização gestora, através do FIP, participará do processo decisório da companhia investida e terá influência na definição da política estratégica e na gestão da empresa em portfólio, notadamente por meio da indicação de membros do Conselho de Administração. A norma também diz que tal participação na gestão da empresa pode se dar por meio da aquisição de ações integrantes do bloco de controle ou pela celebração de Acordo de Acionistas. Para as companhias fechadas que passem a integrar a carteira de investimentos do FIP, determina-se que certos padrões de governança corporativa sejam adotados, a fim de facilitar a adequação às regras

aplicáveis às companhias listadas em uma futura abertura de capital (Ramalho et al, 2011; CVM, 2013).

2.2. Governança Corporativa

O objetivo que sustenta a atividade de PE é obter retorno financeiro a longo prazo via agregação de valor para a empresa adquirida. Após alguns anos de monitoramento das empresas em portfólio⁴, período conhecido como fase de investimento, o gestor do fundo de PE deve encontrar a melhor maneira de liquidar sua participação adquirida anos antes (fase de desinvestimento), já que o retorno financeiro obtido com o aumento do valor da empresa deve ser devolvido aos investidores do fundo. Entre as maneiras de vender a participação destacam-se: venda para outra organização gestora, venda para um investidor estratégico (i.e., empresa de maior porte visando expansão em determinado setor) e abertura de capital na bolsa de valores.

Para que efetivamente se agregue valor à companhia e o ciclo de investimento seja bem sucedido é importante que haja uma boa governança corporativa. A governança é um aspecto essencial para o ciclo de PE após o investimento, tanto entre a organização gestora e o investidor quanto entre a gestora e as empresas investidas, se tornando importante à medida que existem potenciais conflitos de interesse entre essas partes, o que na literatura é chamado de Teoria da Agência (Ramalho et al, 2011).

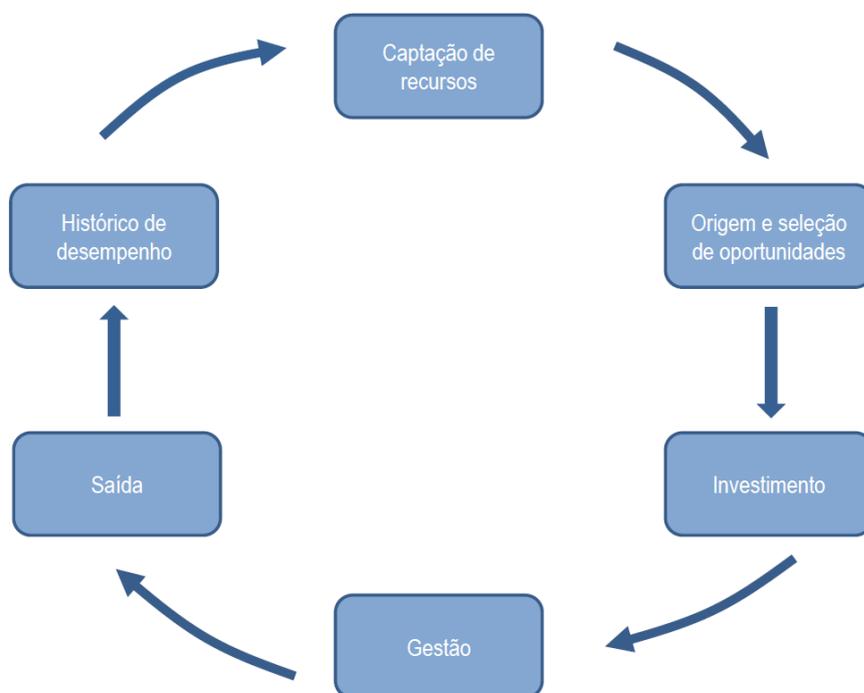
A Teoria da Agência, segundo Jensen e Meckling (1976), é definida como um contrato em que uma parte (principal) contrata outra parte (agente) para realizar algum serviço em seu benefício, o que envolve a delegação de certo poder de decisão ao agente. No entanto, o agente pode tomar decisões que não sejam de interesse do principal, buscando maximizar seu ganho particular. A fim de limitar essas divergências, cabe ao principal estabelecer incentivos apropriados e incorrer em custos de monitoramento para induzir o agente a agir de acordo com seus interesses.

Gioielli (2008) destaca que na indústria de PE podemos observar duas situações do problema principal-agente. Uma delas é entre as organizações gestoras e os investidores, em que os primeiros são os agentes e os últimos, principais, uma vez que os gestores são contratados para gerir o capital dos investidores. A outra se dá entre os gestores e as empresas investidas, em que os gestores assumem o papel de principais e

⁴ Dependendo do estágio da empresa investida o monitoramento pode ser ativo ou passivo.

as empresas são os agentes. A divergência de interesse entre principal e agente é definida como “Problema de Agência” e as ações para minimizar esse problema geram despesas denominadas “Custos de Agência”.

Figura 2 – Ciclo de Investimento de Private Equity



Fonte: Gvoepe – A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro

Em geral, nos veículos de investimento de PE a relação entre investidores e gestores é definida pelo regulamento do veículo (FIP) e pelos contratos de compromisso de investimento. Os dois documentos definem os direitos e obrigações das partes no momento da constituição do veículo, constando informações sobre decisões de investimentos, modalidades de aporte de capital, saídas, direito de acesso às informações aos investidores sobre as empresas investidas, métodos para a avaliação das cotas, entre outros (Freire e Viegas, 2009).

O trabalho realizado por Ramalho et al. (2011) enfatiza que no relacionamento mencionado entre investidor e gestor quem arca com as despesas de monitoramento (custos de agência) são os investidores, visto que é necessário um acompanhamento do investimento de seu capital. Nesse caso, o custo de agência é fundamental porque o gestor (agente) foi contratado para tomar decisões em nome do investidor (principal), assumindo a responsabilidade de representá-lo. Entretanto, nem sempre o ponto de

maximização da utilidade do agente deveria, a princípio, ser o mesmo para o principal, e portanto as decisões e medidas que maximizam a utilidade de uma das partes normalmente beneficia mais a própria em detrimento da outra.

Existem alguns mecanismos de proteção que o investidor pode utilizar para mitigar o problema de agência, sendo que tais mecanismos geralmente são estabelecidos em contrato. Dentre eles há a delimitação do tempo de vida de um veículo de investimento, permitindo ao investidor predeterminar um prazo para receber os seus retornos. Na Tabela 1, nota-se que, no Brasil, a maioria dos veículos tem prazo de duração entre 9 e 10 anos.

Tabela 1 - Prazo de Duração dos Veículos de Investimento

Prazo de Duração	2004		2009	
	Número de Veículos	%	Número de Veículos	%
Menos de 5	0	0%	7	4%
5 e 6	9	9%	16	9%
7 e 8	24	25%	49	28%
9 e 10	33	34%	58	33%
11 e 20	7	7%	11	6%
Sem Prazo	24	25%	35	20%
Total	97	100%	176	100%

Fonte: Base de Dados GVcepe

Além disso, outras restrições podem ser definidas em contrato a fim de proteger os interesses do investidor, como: zona geográfica dos investimentos, modalidade de investimento (estágio da empresa investida), decisão sobre a saída de sócios da organização gestora, utilização de instrumentos de dívida, entre outros.

Por fim, um dos mecanismos mais eficazes no sentido de alinhar interesses entre investidores e gestores é a remuneração. No mercado de *private equity* existem dois tipos de remuneração: taxa de administração e taxa de performance (amplamente conhecida como *carried interest* ou *carry*). A primeira é destinada aos custos e despesas incorridos pelas organizações gestoras, como: despesas operacionais (ex: salários e aluguéis) e custos incorridos na análise das propostas de investimento que por algum motivo não foram realizados (por exemplo, numa *due diligence* deve-se pagar auditores e advogados mesmo que a transação não se concretize). Essa taxa pode ser fixa ou variável e seu cálculo varia dependendo da organização. Já a taxa de performance é um

percentual pago aos gestores de PE caso os investimentos realizados excedam uma taxa estabelecida previamente, conhecida como *hurdle rate*. Como o perfil de investimento em PE é caracterizado por maiores riscos e iliquidez, o custo de oportunidade exigido pelo investidor nessa indústria é superior ao do mercado acionário. Portanto, a taxa de performance, que na maioria das organizações gestoras brasileiras é de 20%, é a sua principal fonte de remuneração e é considerada a melhor maneira de aplicar incentivos aos gestores, exercendo um papel crítico no alinhamento de interesses entre eles e os investidores (Ramalho et al, 2011).

Já na interação entre gestores e empresa investida, quem arca com os custos de agência são os gestores. Nesse caso, surgem conflitos causados pela assimetria de informação entre o detentor do controle (executivo) e o detentor da propriedade (acionista). Essa assimetria de informação somada à diferença de objetivos das duas partes gera os custos de agência, que incluem todos os custos com que os acionistas arcam para que os interesses dos gestores se alinhem aos deles (Jensen e Meckling, 1976).

Mais uma vez o problema principal-agente surge por causa de divergência de interesses. Por exemplo, o objetivo de expansão e criação de uma empresa mundialmente conhecida pode fazer parte dos planos pessoais do executivo, mas pode expor a empresa – e seus acionistas – a riscos elevados e desnecessários, além de destruir valor. A situação oposta também pode ocorrer, isto é, a aversão ao risco e um comportamento conservador por parte do CEO pode garantir sua permanência no cargo por muito tempo, mas pode comprometer a criação de valor para a companhia. Além desses exemplos, um caso clássico de conflito de interesses entre agente e principal é a manipulação de resultados financeiros que objetiva maiores bônus para os executivos.

Uma forma de monitoramento geralmente acontece por meio dos Conselhos de Administração, que existem para informar os acionistas da situação dos investimentos da companhia em que eles investiram. Tal medida, apesar de representar um custo, é de extrema importância para os acionistas, visto que assim é possível controlar e observar as ações dos administradores e executivos que atuam na empresa em portfólio (Ramalho et al, 2011).

A tabela abaixo mostra a disposição das organizações gestoras a pagar a mais por governança corporativa, em pesquisa realizada pelo Centro de Estudos em *Private equity* e *Venture Capital* da FGV-EAESP (GVcepe). Podemos perceber que os gestores

de PE estariam, em média, dispostos a pagar 13% a mais por boas práticas de governança corporativa.

Tabela 2 - Disposição a Pagar a Mais por Governança Corporativa

Modalidade	Média Aritmética (%)	Desvio Padrão (%)	Mínimo (%)	Máximo (%)
Venture Capital	17%	11%	0%	32%
Private Equity	13%	10%	0%	30%
Venture Capital e Private Equity	11%	7%	0%	20%
Não Forneceu Modalidade	13%	6%	5%	20%
Total	13%	9%	0%*	32%

* 16% de uma amostra de 49 organizações gestoras responderam que pagariam zero pela governança corporativa

Fonte: Base de Dados GVcepe

Assim como no problema entre investidores e organizações gestoras tratado anteriormente, uma das maneiras mais comuns de alinhar interesses entre as gestoras e executivos é por meio de remuneração variável, que é atrelada ao cumprimento de metas de curto e médio prazo, ou seja, remuneração baseada em resultados. Além disso, é muito comum também a concessão de opções de ações aos executivos, pois dessa maneira também torna-se interesse deles que ocorra criação de valor para a companhia.

2.3. Segmentação

A tarefa desta seção é esclarecer as definições e subcategorias da indústria de capital de risco. Como foi evidenciado por Cordeiro (2006), não há consenso internacional sobre a definição de *private equity* e *venture capital*, de modo que as expressões são utilizadas de maneira intercambiável. O autor ressalta que o conceito norte-americano é diferente do conceito europeu e acrescenta que ainda é necessário discutir essas definições no Brasil, pois o país também não está livre de divergências.

De acordo com Gioielli (2008), a diferenciação entre os termos *private equity* e *venture capital* diz respeito ao estágio de desenvolvimento em que se encontram as companhias investidas no momento do aporte de capital. Em geral, o termo *venture capital* (VC) se refere ao investimento feito em empresas que se encontram em estágio inicial de desenvolvimento, enquanto a expressão *private equity* é geralmente utilizada para designar investimentos realizados em companhias mais maduras e já estabelecidas.

De fato, essas são as definições mais aceitas pelo mercado financeiro brasileiro atualmente, que vão ao encontro com as já estabelecidas nos Estados Unidos. A tabela abaixo mostra a separação das modalidades dos investimentos típicos de PE/VC, de acordo com o estágio de desenvolvimento das companhias investidas:

Tabela 3 - Descrição das modalidades de investimento conforme estágio das empresas investidas quando do primeiro aporte de PE/VC

Venture Capital	Capital semente (<i>seed capital</i>)	Investimento em empresas de pequeno porte, feito em fase pré operacional, para desenvolvimento de uma ideia, de um projeto ou ainda para testes de mercado ou registro de patentes
	Estruturação inicial (<i>start-up</i>)	Aporte de capital em empresa em fase de estruturação, em geral no primeiro ano de seu funcionamento, quando ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente. Nesta fase, a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para se colocar em prática o plano de negócios
	Expansão (<i>expansion</i>)	Aporte de capital, em geral de giro, para a expansão de empresa que já vende seus produtos/serviços comercialmente. O aporte também pode ser destinado à expansão da planta, da rede de distribuição ou ainda para ser investido em comunicação e marketing
Private Equity	Estágio avançado (<i>later stage</i>)	Investimento em empresa que já atingiu uma taxa de crescimento relativamente estável e já apresenta fluxo de caixa positivo
	Financiamento de aquisições (<i>acquisition finance</i>)	Aporte de capital para expansão por meio da aquisição de outras empresas
	Tomada de controle pelos executivos (<i>management buyout</i>)	Aporte de capital para financiar uma equipe de gestores, da própria empresa ou externos, que objetivam adquirir o controle de uma empresa
	Recuperação empresarial (<i>turnaround</i>)	Financiamento para empresa com dificuldade operacional e/ou financeira quando existe possibilidade de recuperação
	Mezanino (<i>Mezzanine Capital</i>)	Investimento em companhias em estágios avançados de desenvolvimento por meio de dívidas subordinadas
	PIPE (<i>Private Investment in Public Equity</i>)	Aporte em ações pouco líquidas de empresas listadas em bolsa de valores

Fonte: Carvalho et al. (2006)

Apesar da segmentação apresentada acima ser a mais utilizada no Brasil, para fins deste trabalho será utilizada a definição de Cordeiro (2006): *private equity* será todo investimento em empresas com grande potencial de crescimento, de alto risco, em qualquer estágio de desenvolvimento e com necessidade de capital e gestão especializada. Já *venture capital* será adotado apenas no sentido de empresas nos estágios iniciais de desenvolvimento. Dessa maneira, VC é um segmento abrangido pelo conceito de PE, que por sua vez representará toda a indústria de capital de risco.

2.4. Função Econômica

Os gestores de PE desempenham importante papel nos mercados financeiros, fornecendo recursos para companhias com acesso restrito aos canais tradicionais de financiamento, como empréstimo bancário e emissão de bônus. As empresas que mais encontram dificuldades nesse sentido e dependem bastante desse tipo de investimento alternativo são as companhias de capital semente (*seed capital*) e estruturação inicial (*start-up*). Isso ocorre porque elas estão num estágio muito inicial, com alta proporção de ativos intangíveis, dificultando a obtenção de empréstimos junto a bancos apesar do forte potencial de crescimento, já que existe pouco ou nenhum ativo que sirva como garantia da dívida.

Diferentemente de empréstimos bancários, os investimentos de PE/VC dividem os riscos do investimento com o empreendedor através da compra de uma parte da empresa. A organização gestora passa, então, a ser uma parceira da companhia comprometida com seu crescimento forte e sustentável visando um retorno financeiro no futuro.

Nos Estados Unidos, os investimentos de *venture capital* foram responsáveis pelo surgimento de negócios que atualmente representam as empresas de maior valor no mercado mundial. Microsoft, Compaq, Fedex, Apple, Sun, Amazon, Lotus, Cisco, Staples, Netscape, eBay, Jetblue, Intel, Amgen, Medtronic, Oracle e Google são exemplos concretos desses investimentos (Gompers e Lerner, 2001b; Ribeiro, 2005). Todas essas empresas foram criadas por grupos de jovens que tinham uma excelente ideia mas não possuíam o capital necessário para fazer o negócio se desenvolver.

Mesmo os investimentos realizados em empresas mais maduras também possuem sua função econômica. Por exemplo, existem muitos casos de empresas familiares em que as novas gerações não entendem do negócio ou simplesmente não tem vontade de continuar com aquele empreendimento. Nesses casos, a venda da companhia para um investidor de *private equity* pode evitar a sua falência causada por má gestão, fazendo com que todos envolvidos na transação saiam ganhando: os gestores tentarão adicionar valor à companhia e os vendedores terão capital para fazer o que julgarem ser mais interessante.

Fica claro, portanto, que a indústria de PE/VC possui papel fundamental tanto em relação ao crescimento da economia quanto ao surgimento de novas tecnologias. Além

disso, o governo também tem papel fundamental em fomentar esse tipo de investimento por meio de incentivos fiscais e políticas públicas.

2.5. História da Indústria de PE no Brasil

A indústria de capital de risco nasceu no país na década de 70, com destaque para as iniciativas do BNDES e da BrasilPar como pioneiros dessa modalidade de investimento no Brasil. O BNDES deu início a esse mercado ao criar três companhias que objetivavam injetar recursos em pequenas empresas, com foco em segmentos da economia que o governo julgou interessante fomentar. Já o setor privado também teve sua parcela de contribuição: a iniciativa pioneira da BrasilPar, fundada em 1976 a partir de uma parceria entre o Unibanco e o Banco Paribas, foi fundamental para o início desse tipo de investimento no país (Romani, 1997).

Como destaca Ramalho et al. (2011), a década de 80 e início de 90 foram marcadas pela hiperinflação e recessão econômica que inibia qualquer tipo de investimento de longo prazo no país, especialmente os investimentos em PE. Dessa maneira, era praticamente impossível imaginar que essa indústria pudesse finalmente se estabelecer nessas precárias condições.

Entretanto, dois eventos atuaram como divisor de águas para o capital de risco no Brasil. O primeiro foi o Plano Real, em 1994, que acabou com a hiperinflação no país que durava mais de uma década, trazendo, através da estabilização monetária, maior segurança para os investidores domésticos e estrangeiros. O segundo foi a Instrução CVM 209/1994, através da qual a entidade reguladora do mercado de capitais instituiu os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), implementando uma estrutura mais adequada para os investimentos de PE no país.

Figura 3 - Linha do Tempo: Private Equity e Venture Capital no Brasil



Fonte: Abvcap, 2012

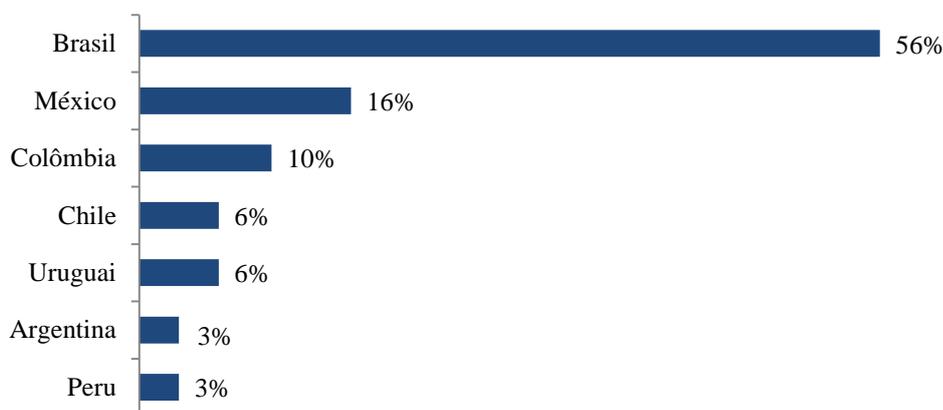
A partir de 1995, apesar do evidente desenvolvimento da indústria de PE no Brasil liderado pela GP Investments e pelo Banco Bozano, as crises vivenciadas pela nossa economia direta ou indiretamente contribuíram para a demora do seu completo estabelecimento. Crises externas como a crise do México em 1995, Tigres Asiáticos em 1997, Rússia em 1998, além da crise cambial brasileira em 1999 e a moratória da Argentina em 2001 fomentaram um ambiente de alta instabilidade econômica e política e aumentaram a resistência dos investidores estrangeiros em aportar recursos em investimento de PE em países emergentes. Ao longo desse período, o medo da desvalorização do real frente ao dólar aumentava a aversão do investidor estrangeiro, visto que esse tipo de investidor normalmente avalia a rentabilidade de seu investimento em moeda estrangeira. No entanto, com as crises ocorridas no fim da década de 90, ocorreram situações em que o investidor se via diante de um investimento de PE bem feito mas sua rentabilidade em dólares era baixa ou até mesmo negativa em função da apreciação dessa moeda frente ao real (Canalini, 2007; Bezerra, 1999).

Entre 2000 e 2002, mais uma vez, alguns fatores impediram um maior desenvolvimento da indústria de PE no Brasil. No fim do ano 2000, viu-se o estouro da “bolha da internet” nos EUA, com efeitos observados em todo o mundo e inclusive no Brasil, onde grande parte das transações naquele ano havia sido relacionada à internet, fazendo a indústria sofrer um forte revés. Em 2001, o mundo sofreu as consequências do atentado terrorista de 11 de Setembro, além de o Brasil ter vivenciado uma grave crise energética no mesmo ano. Já em 2002, as eleições presidenciais trouxeram alta volatilidade ao mercado nacional, com grande desvalorização do real e expressivo aumento nas taxas de juros. Como consequência, a o mercado brasileiro de *private equity* teve que se reestruturar como parte de sua evolução natural. A presença no

portfólio de companhias em situações financeiras delicadas fez com que algumas organizações gestoras locais e internacionais encerrassem suas operações no Brasil ao longo do período mencionado (Ramalho et al., 2011).

A partir de 2003, uma série de fatores contribuiu positivamente para a evolução do capital de risco no país. A publicação da já mencionada Instrução CVM 391, a fundação do Centro de Estudos em *Private equity* e *Venture Capital* da FGV-EAESP (GVcepe), a consolidação do Novo Mercado da BM&FBovespa (que estabeleceu um padrão de governança corporativa altamente diferenciado e se tornou o padrão de transparência e governança exigido por investidores para as novas aberturas de capital) e o rápido crescimento dos BRICS foram fundamentais para a consolidação do investimento em participações privadas. Consequentemente, o período de 2004 a 2007 foi marcado pelo enorme número de IPOs⁵ no mercado brasileiro, marcando o que alguns autores consideram como o final do primeiro ciclo de investimento em PE no Brasil. Como se pode observar no Gráfico 1, de acordo com uma pesquisa realizada pela *Ernst & Young*, o Brasil é o líder no mercado de PE na América Latina, possuindo mais da metade do total de transações.

Gráfico 1 - Participação no Total de Transações Efetuadas na América Latina ⁽¹⁾



Fonte: Ernst & Young - How do PE Investors Create Value?, 2013

⁽¹⁾ Dados referentes ao período entre 2007 e 2012

Sabe-se que o Brasil atravessou de maneira relativamente tranquila a crise de 2008, pelo menos até o presente momento. Dessa maneira, aqui se destaca um dos objetivos deste trabalho, que é estudar se o mercado de PE também passou

⁵ Do inglês, *Initial Public Offering*

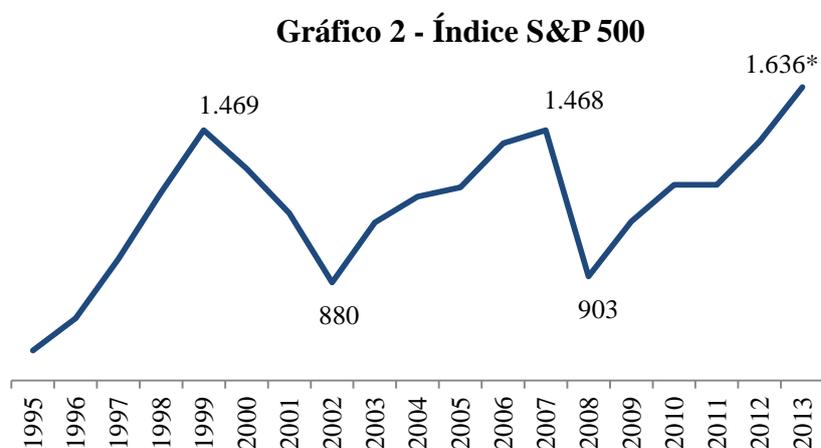
tranquilamente pelo turbulento período de 2008 em diante ou se foi afetado de alguma maneira nos últimos cinco anos.

3. Os Efeitos da Crise sobre o Mercado de *Private Equity*

3.1. A Crise

Ao longo do segundo semestre do ano de 2008 explicitou-se o caráter global da crise financeira iniciada nos Estados Unidos. O estouro da bolha imobiliária neste país resultou na ruptura dos canais de crédito, causando a falência e reestruturação de diversas instituições financeiras no país. Rapidamente a recessão espalhou-se pela Europa e em seguida tornou-se mundial. Todos os segmentos dos mercados financeiros, em praticamente todas as economias nacionais do mundo, foram fortemente afetados, com queda substancial nos preços dos ativos financeiros.

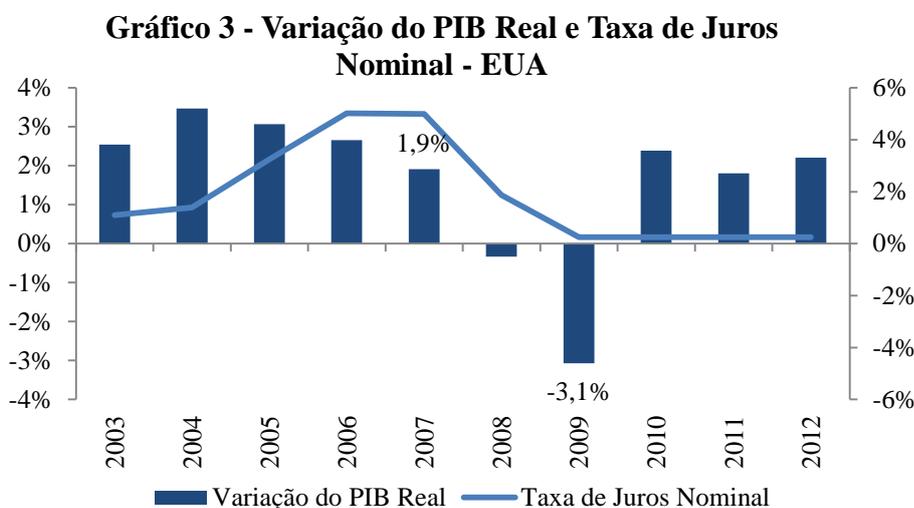
A forte contração da oferta de crédito global fez as economias desaquecerem. Com menor liquidez disponível, empresas e governos encontraram maior dificuldade para financiar seus projetos de longo prazo. A redução nos lucros e a incerteza sobre o futuro da economia fez as bolsas de valores de todo o mundo despencarem, o que contribuiu para aumentar o pânico financeiro e a escassez de crédito.



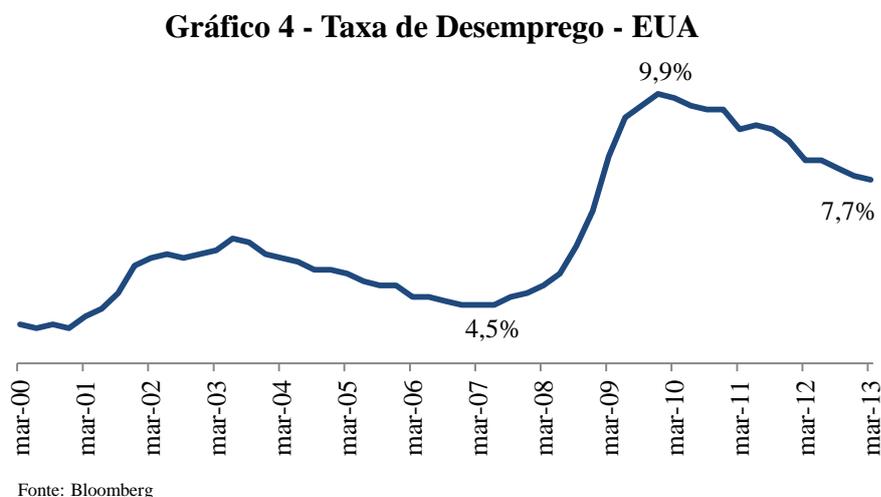
* Cotação em 13/06/2013
Fonte: Bloomberg

Quase cinco anos após a quebra do banco de investimentos Lehman Brothers, que marcou o colapso do sistema financeiro americano, o mundo ainda vive as consequências da crise de 2008. O Federal Reserve Bank (FED), banco central americano, reduziu a taxa de juros nominal para níveis próximos de zero e executou

diversos programas de expansão monetária ao longo desse período na tentativa de estimular a economia.



No momento atual, a sensação é de que a política monetária executada está dando certo e já vê-se variáveis como o índice da bolsa de valores americana (S&P 500)⁶ e o crescimento do PIB mostrando sinais de recuperação, além de a taxa de desemprego – uma das metas explícitas do FED – vem caindo lentamente desde o final de 2010. Aliás, Ben Bernanke, presidente da instituição, anunciou recentemente que pretende encerrar a terceira fase de seu programa de estímulo monetário até o fim do primeiro semestre de 2014, caso seja mantido o bom curso de recuperação da economia.⁷



⁶ Os Estados Unidos possuem outras bolsas de valores, no entanto apenas o S&P 500 foi utilizado nesse trabalho para mostrar a performance do mercado de ações americano.

⁷ Fonte: Jornal O Globo, 19/06/2013.

3.2. Canais de Transmissão da Crise para o Mercado de PE

Uma crise financeira pode afetar o setor de PE de diferentes maneiras. Primeiro, a contração da oferta de crédito global, o aumento da incerteza e da aversão ao risco fazem o capital internacional disponível migrar na direção de ativos de renda fixa. No caso da crise de 2008, o ativo mais procurado pelos investidores foi a *Treasury*, título de dívida do governo norte-americano, pois apesar da crise ter sido iniciada no país e o mesmo estar enfrentando forte recessão econômica na época, ainda era considerado o ativo mais seguro de se investir no mundo. Nesse cenário, portanto, é fácil perceber que a queda na captação de recursos para a criação de novos fundos de *private equity* se torna inevitável dada a natureza desse tipo de investimento mais arriscado e de longo prazo.

Segundo, as empresas investidas ficam em pior situação, afetando o portfólio das gestoras. A recessão econômica afetou a atividade da grande maioria dos países e, com o aumento da incerteza, bancos emprestam menos com medo da inadimplência, famílias poupam mais e consomem menos e as empresas veem seus produtos e serviços serem menos demandados. Portanto, a desaceleração brusca da atividade econômica afeta diretamente o portfólio das organizações gestoras, que observam o lucro das empresas investidas diminuir consideravelmente. Como muitas vezes a aquisição de companhias se dá através da utilização de instrumentos de dívida (a dívida torna-se passivo da empresa investida), a menor geração de caixa causada pela desaceleração prejudica o pagamento dos juros e amortização, piorando consideravelmente a saúde financeira da empresa e necessitando maior monitoramento para evitar uma possível situação de insolvência.

Terceiro, a falta de liquidez no sistema bancário torna muito difícil a captação de dívida para aquisição de novas empresas. Juros mais altos cobrados pelos bancos, maior incerteza e aversão ao risco do investidor doméstico e estrangeiro (que poderiam comprar debêntures emitidas pelas empresas investidas, por exemplo) aumentam a necessidade da utilização de capital próprio (*equity*) como proporção do valor total pago pela companhia no caso de um novo investimento. Portanto, a queda na capacidade de pagamento da organização gestora torna difícil a conclusão de novas transações.

Quarto, percebe-se que a recessão econômica afeta consideravelmente a parte do ciclo de PE que diz respeito ao desinvestimento. Como citado anteriormente, os

gestores possuem, normalmente, três principais saídas para seu investimento: emissão de ações na bolsa de valores, venda da empresa para um investidor estratégico ou venda para outro gestor de PE. Visto que a crise econômica afetou de maneira considerável todas as bolsas de valores do mundo, é fácil imaginar que num cenário de pânico financeiro e fluxo de capital na direção de ativos de renda fixa, a opção de fazer um IPO ficaria seriamente comprometida. Empresas de grande porte de todos os setores também passaram sérias dificuldades e dificilmente teriam capacidade de alocar recursos para a aquisição de companhias menores. Por fim, haveria a possibilidade de venda para outra gestora. No entanto, é razoável supor que os choques sofridos por essas instituições durante a crise foram muito parecidos, o que resultaria numa queda da capacidade de pagamento por novas companhias e, conseqüentemente, queda desse tipo de desinvestimento.

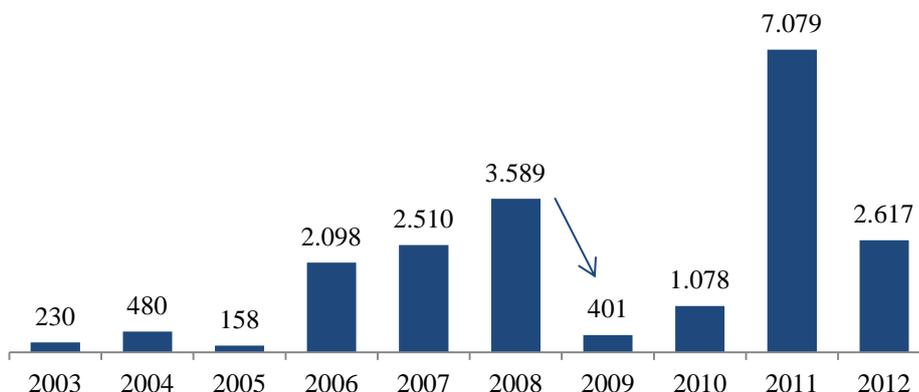
3.3. Os Efeitos da Crise e a Recuperação do Setor de PE Brasileiro

Passados alguns anos após o início da crise, têm-se dados suficientes para analisar o que aconteceu com o mercado brasileiro de investimento em participações. Com o crescimento dessa indústria no Brasil nos últimos anos, algumas instituições se dedicaram a estudá-la mais a fundo, levantando informações fundamentais para o acompanhamento do setor. O Centro de Estudos em *Private Equity* da Fundação Getúlio Vargas (GVcepe) e a Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (Abvcap) são as instituições mais ativas no país, cujos estudos e dados foram bastante utilizados nesse trabalho.

Utilizando dados divulgados pelo *Emerging Markets Private Equity Association* (EMPEA), podemos perceber que o primeiro item citado como fator de influência da crise na direção do setor de PE afetou fortemente o território brasileiro. No Gráfico 5, vemos que o levantamento de capital (*fundraising*) para fundos de PE vinha crescendo 73% a.a de 2003 a 2008, quando caiu subitamente 89% de 2008 para 2009 muito provavelmente causado pelo aumento da aversão ao risco dos investidores.

O gráfico nos mostra também que o impacto da crise nesse aspecto foi muito breve, já que dois anos depois o levantamento de capital para esse setor voltou a crescer consideravelmente, registrando um montante quase sete vezes maior em 2011 em comparação com o ano anterior.

Gráfico 5 - Levantamento de Capital para Fundos de PE no Brasil (US\$ mi)

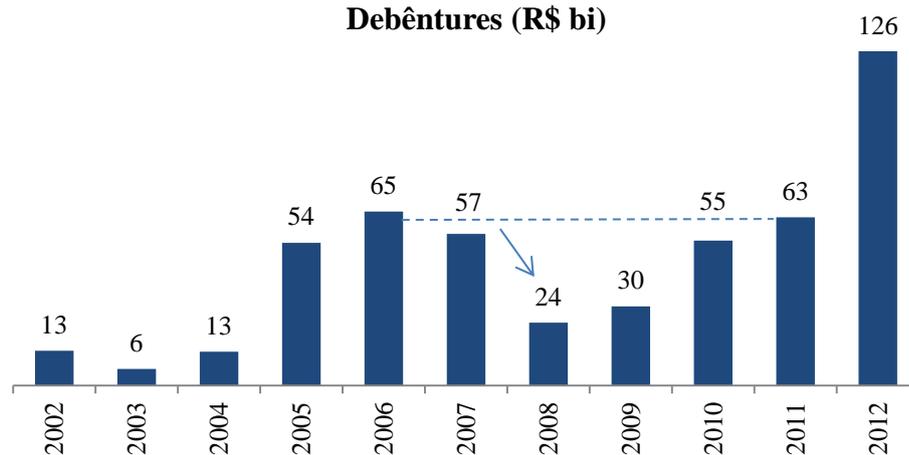


Fonte: *Emerging Markets Private Equity Association (EMPEA)*, 2012
Nota: Dados apenas capturam capital de fundos brasileiros.

A possível falta de liquidez como um dos efeitos da crise financeira também foi percebida pelo mercado brasileiro. Uma forma de captação de dívida muito utilizada pelas empresas brasileiras é a emissão de debêntures, que é um título de crédito representativo de empréstimo que uma companhia faz junto a terceiros.

A partir de dados obtidos no site da Anbima (Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais), podemos observar a queda brusca de 58% no volume monetário de emissão de debêntures entre 2007 e 2008 no Brasil, muito provavelmente causado pela crise financeira global. No mesmo gráfico é possível perceber também que, apesar da clara recuperação desse mercado em 2012, até o ano de 2011 o volume emitido em 2006 ainda não havia sido ultrapassado, sugerindo lenta recuperação da provisão de liquidez no mercado brasileiro.

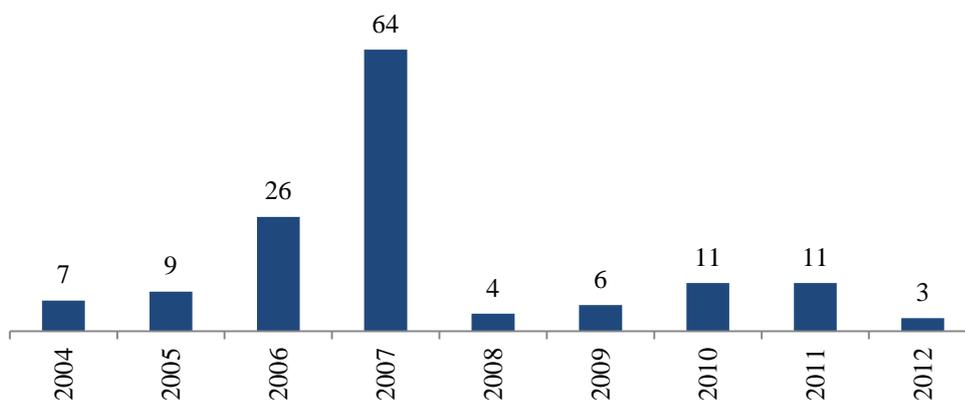
Gráfico 6 - Volume Monetário de Emissão de Debêntures (R\$ bi)



Fonte: Anbima, 2013

O canal de transmissão da crise, que diz respeito às possibilidades de desinvestimento do setor, também foi claramente afetado. Frequentemente utilizado como saídas de investimento, os IPOs no Brasil caíram bastante nos anos que sucederam a crise, como pode ser visto no Gráfico 7.

Gráfico 7 - Quantidade de Companhias que Fizeram Ofertas Públicas Iniciais de Ações



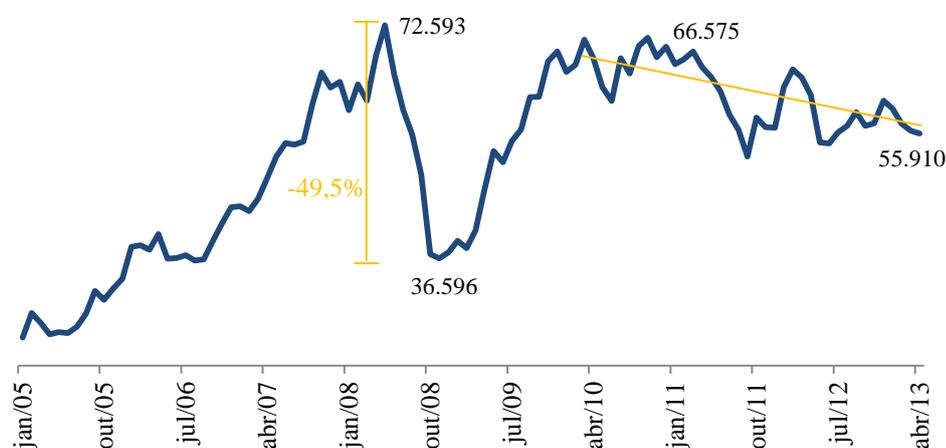
* Até 13/06/2013
Fonte: BMF&Bovespa, 2013

Mesmo se considerarmos o ano de 2007 como “ponto fora da curva”, vemos claramente que o mercado de ofertas públicas iniciais de ações continua bastante desaquecido em relação aos anos anteriores. Após boa retomada no número de IPOs em 2010, o que poderia indicar recuperação no mercado de capitais, tivemos um ano

desastroso em 2012 com apenas três companhias abrindo seu capital na bolsa, o pior ano de todo o período analisado.

Esses dados refletem em grande parte o comportamento dos investidores na bolsa de valores. O Índice Bovespa (Ibovespa) é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado brasileiro de ações. Como podemos observar, o índice sofreu forte queda ao longo do ano de 2008, chegando a cair quase 50% no auge da crise financeira. Mas o interessante é perceber que, embora a bolsa tenha se recuperado ao longo do ano de 2009 e no começo do ano de 2010 o índice quase tenha atingido os níveis anteriores à crise, desde então a bolsa de valores brasileira ficou praticamente estagnada, com leve tendência de queda.

Gráfico 8 - Índice Bovespa



Fonte: Bloomberg

Dessa maneira, vimos que no que diz respeito ao levantamento de capital para novos fundos e ao acesso do mercado de dívida, o mercado de *private equity* brasileiro sofreu bastante logo após a crise, mas vem mostrando boa recuperação recentemente. Isso deveria contribuir para o aumento no número de transações efetuadas, assim como no volume financeiro transacionado.

Já em relação à possibilidade de desinvestimento, o cenário é inverso, pelo menos no que tange abertura de capital. O apetite do investidor tem se mostrado fraco nos últimos anos, desmotivando as empresas a emitirem ações públicas. Grande parte da má performance da bolsa de valores brasileira vem do fraco crescimento do PIB brasileiro nos últimos dois anos, especialmente em 2012, além de incerteza política causada pela

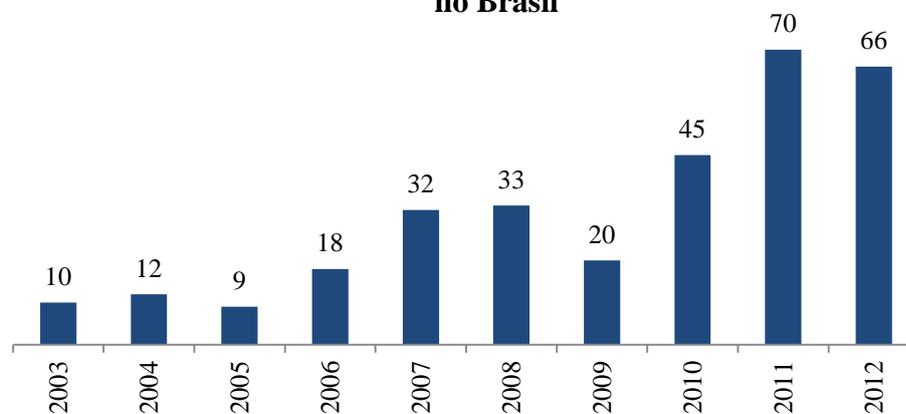
forte intervenção do governo brasileiro na economia, favorecendo diretamente determinados setores da economia e grupos econômicos.

Portanto, pelo lado do *fundraising* e da facilidade de captação de dívida o mercado de PE no Brasil deveria estar bastante aquecido. Já pela ótica da possibilidade de desinvestimento via oferta pública de ações esse setor deveria se encontrar estagnado, uma vez que a falta de liquidez para a saída dos investimentos poderia implicar em menor demanda por novas transações.

Curiosamente, os dados existentes até o momento em relação ao setor de *private equity* nos mostram uma mistura de otimismo e aquecimento com cautela e incerteza.

Observa-se no Gráfico 9 que o número de transações concluídas em 2009 caiu em relação ao ano anterior, indicando influência da crise financeira mundial. Embora tenha voltado a cair levemente em 2012, esse número aumentou 48% a.a desde 2009, sugerindo não só uma recuperação bastante veloz desse mercado como um desenvolvimento muito grande em relação ao pré-crise, já que o número de transações efetuadas em 2012 foi o dobro do observado em 2008.

Gráfico 9 - Quantidade de Transações no Setor de PE no Brasil



Fonte: Bloomberg

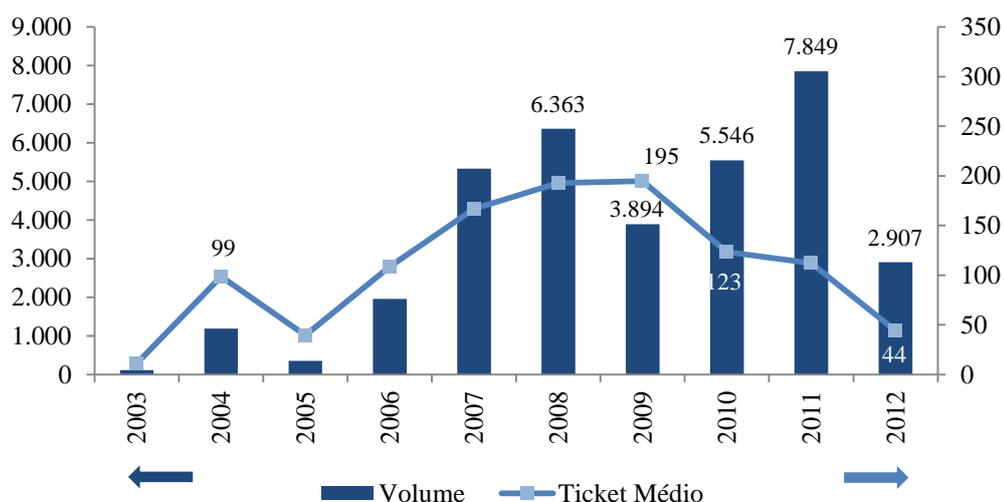
Entretanto, ao analisar o volume financeiro embutido nas transações de PE vemos um cenário diferente. No Gráfico 10, observa-se que de 2009 a 2011 o valor total das negociações no território brasileiro mais que dobrou, indicando forte recuperação do setor, além de otimismo dos profissionais de investimento.

No entanto, dois outros aspectos do mesmo gráfico chamam bastante atenção. O primeiro é o decepcionante volume financeiro das transações no ano passado. Enquanto o número de transações caiu apenas 5,7% de 2011 para 2012, o valor total dessas negociações efetuadas caiu 63% no mesmo período. O segundo aspecto está diretamente ligado ao primeiro: o ticket médio (média do valor pago pelas companhias) das transações vem caindo 61% a.a desde 2009.

Os dois aspectos mencionados contribuem para uma visão diferente daquela vista anteriormente sobre o momento atual do setor de PE brasileiro. Uma das possíveis explicações para a queda súbita no ticket médio pago pelas organizações gestoras a empreendedores é o fraco crescimento do PIB do país nos últimos dois anos. A desaceleração da atividade econômica está diretamente relacionada à pior performance das empresas em geral, o que contribui para um *valuation* menor das empresas adquiridas pelos gestores.

Dessa maneira, apesar de o mercado se mostrar aquecido quando se olha apenas para o número de transações efetuadas, percebe-se através do preço médio pago pelo investimento que os efeitos da crise sobre o setor claramente ainda não foram completamente superados. Mesmo se considerarmos os anos pré crise como viesados, já que o clima de euforia das bolsas de valores ao redor do mundo podem ter um efeito positivo sobre o mercado de PE, o ticket médio observado no ano passado é menos que a metade do que foi em 2004.

Outras possíveis explicações para o menor valor médio pago pelas companhias é a dúvida sobre a performance futura das empresas que estarão em portfólio, assim como a dificuldade de saída do investimento. Dado o sentimento de incerteza acerca do futuro da economia e do mercado financeiro em geral, os gestores de PE possivelmente antecipam isso no valor oferecido aos empreendedores, fazendo cair o valor pago pelas empresas mas mantendo o número de negociações no mesmo patamar.

Gráfico 10 - Transações: Volume e Ticket Médio (U\$ mi)

Fonte: Bloomberg

Vimos, portanto, que o mercado de PE brasileiro encontra-se aquecido, embora menos do que possa parecer à primeira vista. O levantamento de capital para novos fundos, a facilidade de emissão de dívida no mercado de capitais (via debêntures) e o número de transações efetuadas nos últimos anos sugerem rápida recuperação do mercado brasileiro de investimento em participações após a crise financeira. Por outro lado, a queda acentuada no volume negociado no ano de 2012 e a queda rápida e constante do ticket médio pago pelas empresas adquiridas após a crise sugerem que a recuperação não está sendo tão rápida assim. Portanto, embora o setor continue aquecido, a maior cautela dos investidores quanto à incerteza macroeconômica tanto nacional quanto global é percebida nos dados apresentados.

3.4. Comparação entre os Mercados Brasileiro e Indiano de PE

Brasil e Índia fazem parte do grupo político de cooperação atualmente conhecido como BRICS, que não é um bloco econômico, apesar de existir a percepção de que os países membros formaram a aliança para converter seu crescente poder econômico em uma maior influência geopolítica. Os outros países que compõem o bloco, China, Rússia e África do Sul, também possuem um mercado de *private equity* interno, mas por dois motivos optou-se pela comparação do mercado nacional com o indiano. Primeiro, os dados divulgados pela China são altamente questionados

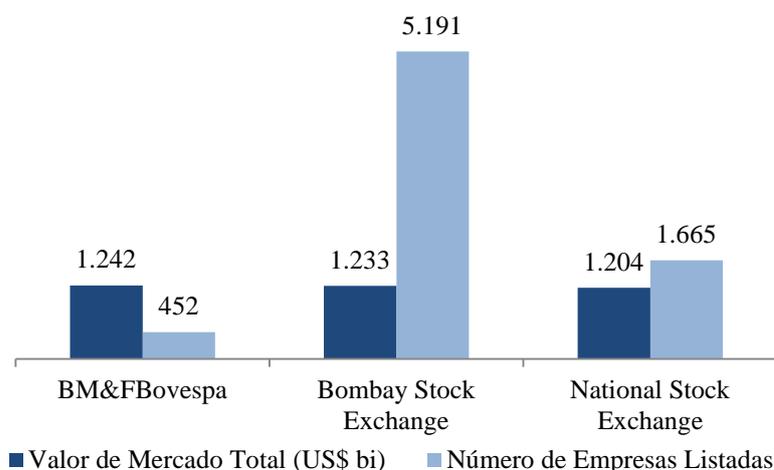
internacionalmente e segundo, as economias de África do Sul e Rússia são menos parecidas com a brasileira em termos de crescimento econômico nos últimos anos.

De acordo com dados do FMI, a Índia é a 10ª maior economia do mundo com um PIB de US\$1,8 trilhão, tendo crescido num ritmo impressionante de 7,7% a.a de 2006 a 2012. Entre os BRICS, a Índia é o segundo país que mais cresceu na última década, atrás apenas da China.⁸

A *Bombay Stock Exchange* (BSE) é a bolsa de valores mais antiga da Ásia e uma das mais antigas do mundo (Ahuja, Juhi 2012). Foi inaugurada em 1875 e é atualmente a quarta maior do continente asiático em valor de mercado com US\$ 1,23 trilhão, apenas atrás de Tóquio, Hong Kong e Shanghai. A BSE possui um número impressionante de companhias listadas, superando 5.000, o que indicaria um acesso relativamente fácil ao mercado de capitais nesse país. Além da BSE, outra importante bolsa na Índia é a *National Stock Exchange*, que possui valor de mercado total de US\$ 1,2 trilhão e em abril de 2013 possuía 1.233 companhias listadas.⁹

Vê-se, no Gráfico 11, que apesar de ter um PIB 24% menor que o brasileiro, o mercado de capitais da Índia parece ser mais desenvolvido. Existem duas grandes bolsas de valores no país, 21 bolsas regionais, além de um número 18 vezes maior de empresas com capital aberto levando em consideração apenas as duas principais.¹⁰

Gráfico 11 - BM&FBovespa, BSE e NSE



Fonte: BM&FBovespa; World Federation of Exchanges; Dez/12

⁸ Fonte: Bloomberg.

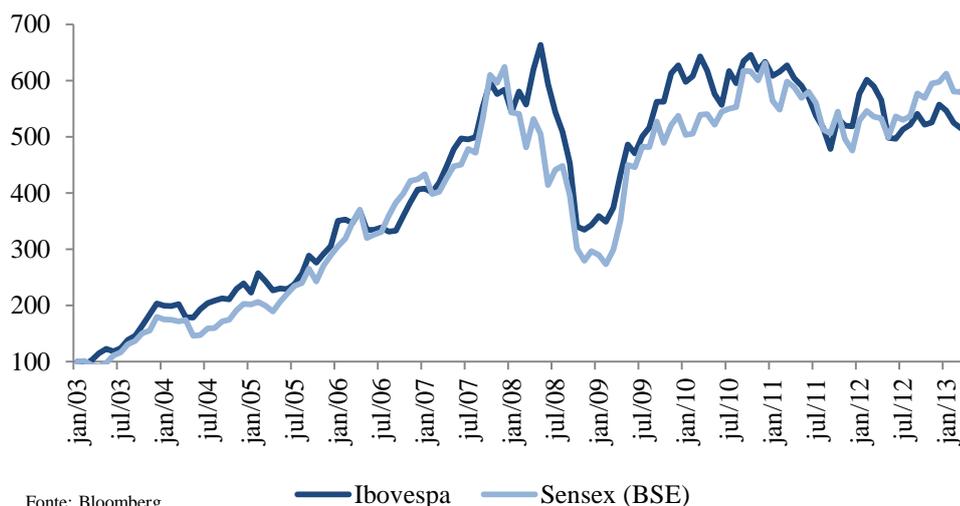
⁹ World Federation of Exchanges (WFE).

¹⁰ Fonte: Securities and Exchange Board of India.

É interessante observar no gráfico acima que apesar dos valores de mercado das três bolsas comparadas serem muito parecidos, o número de empresas listadas na BSE é 14 vezes maior que o número de empresas com capital aberto no Brasil. Os dados apontam um valor médio por empresa de US\$237 milhões na Índia contra US\$3,4 bilhões no Brasil, sendo uma forte evidência de que existe maior facilidade de abertura de capital de empresas pequenas e médias na Índia, enquanto no Brasil esse mercado é praticamente dominado apenas por empresas grandes, já que os custos relacionados ao IPO e à necessidade de maior governança corporativa são proibitivos para as empresas de menor porte.

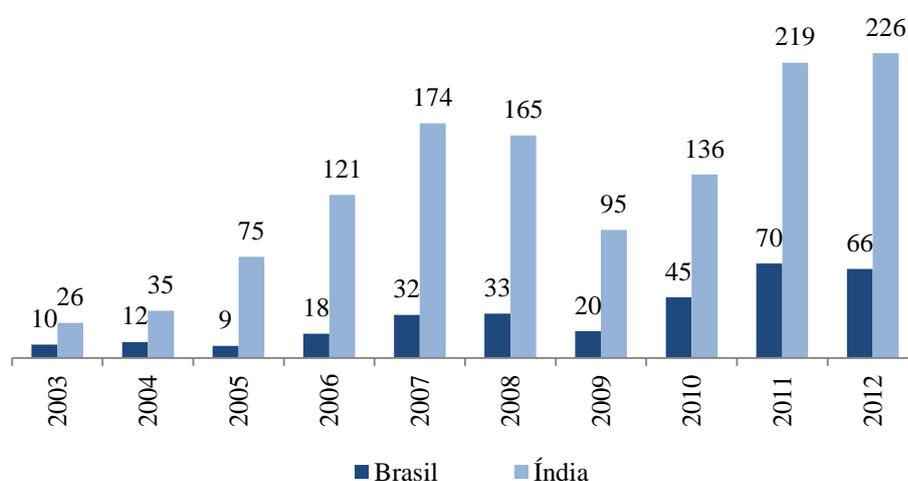
Apesar da atividade econômica no Brasil ser consideravelmente maior, há indícios de que o mercado de capitais indiano é mais desenvolvido. É nesse contexto que acredito ser bastante relevante comparar o mercado de *private equity* dos dois países e tentar descobrir se esse tipo de investimento estaria mais ligado ao nível de atividade econômica ou ao desenvolvimento do mercado de capitais local.

No Gráfico 12, ao analisar o histórico dos últimos 10 anos das bolsas de valores brasileira e indiana, vemos movimentos muito parecidos e simultâneos. Ambos os mercados viveram um forte crescimento entre 2003 e 2007, com os índices apresentando valorização superior a 500% ao longo desse período. Em 2008, as duas bolsas caíram quase pela metade e até hoje pode-se dizer que ainda não se recuperaram, sendo fácil perceber no mesmo gráfico que os índices estão praticamente estagnados desde 2010, sem grandes valorizações ou desvalorizações, provavelmente refletindo a incerteza dos investidores acerca do futuro das economias dos EUA e da Zona do Euro.

Gráfico 12 - Bolsas de Valores (Jan 2003 = 100)

Dessa maneira, apesar do mercado de capitais indiano parecer mais desenvolvido que o brasileiro, esse aspecto claramente não se reflete no desempenho da bolsa de valores.

Já no que se refere ao mercado de *private equity* a diferença entre os dois países é bastante visível. Enquanto a média de transações por ano no Brasil nos últimos 10 anos foi de 32, na Índia esse número foi quatro vezes superior, sugerindo maior maturidade desse tipo de investimento no país asiático. No entanto, apesar da enorme diferença nesse aspecto, a taxa de crescimento da quantidade de transações nos dois países foi bastante parecida: 27% a.a na Índia contra 23% a.a de crescimento no Brasil entre os anos 2003 e 2012.

Gráfico 13 - Quantidade de Transações: Brasil e Índia

Segundo relatório divulgado pela Deloitte (*Fueling India's Growth*, 2012), a Índia apresentou o maior crescimento do mercado de PE do continente asiático em 2011, além de ser o sétimo país do mundo que mais recebeu recursos para investimento em participações.

No entanto, o estudo ressalta que o mercado ainda está longe de atingir o seu potencial e ainda aponta que mudanças em certas medidas regulatórias nos próximos anos serão fundamentais, como no regime tributário e na limitação das oportunidades de investimento por parte de estrangeiros em determinados setores da economia.

Como pôde ser visto no Gráfico 13, percebe-se que, no que diz respeito ao número de transações efetuadas, o mercado de investimento em participações indiano desenvolveu-se muito mais rápido que o brasileiro. No entanto, a simples divisão do número de transações efetuadas por ano no país asiático sobre a mesma variável no Brasil nos mostra um resultado interessante. Apesar de esse número ser maior na Índia, a relação feita no Gráfico 14 revela que essa diferença entre os dois países caiu consideravelmente - quase 65% - entre 2005 e 2010 e continua ainda muito baixa em 2012 embora tenha voltado a subir ligeiramente nos últimos dois anos.

Gráfico 14 - Relação entre a Quantidade de Transações na Índia e a Quantidade de Transações no Brasil

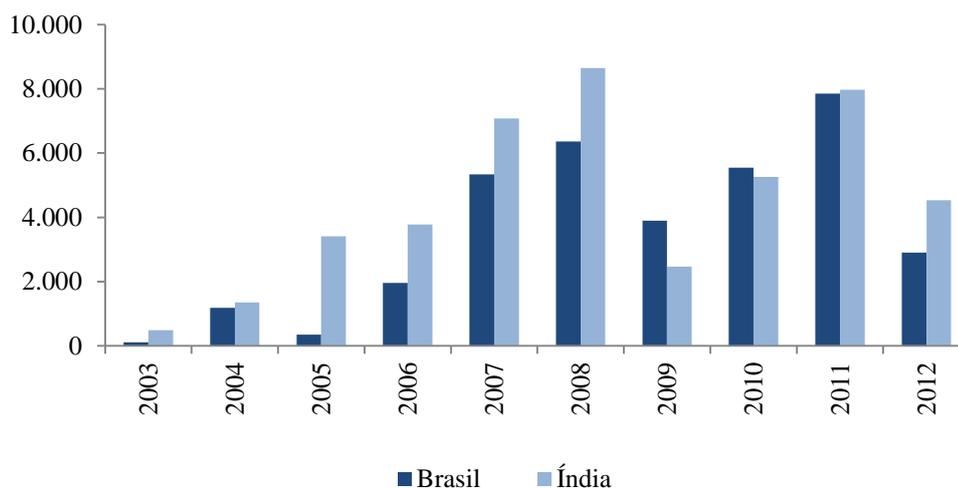


Fonte: Bloomberg

A comparação de outra variável também mostra um resultado curioso. Apesar de o número médio de transações ter sido 4 vezes superior na Índia nos últimos 10 anos, o volume transacionado por ano nos dois países é muito próximo historicamente. De acordo com o Gráfico 15, entre 2003 e 2012 o volume médio observado no país asiático

é apenas 27% maior que no Brasil. Além disso, pode-se notar que nesse aspecto parece que a Índia sofreu um impacto maior na crise, já que em 2009 e 2010 o volume registrado caiu bem mais que no Brasil. O gráfico também mostra que os mercados de PE dos dois países parecem sofrer choques bastante parecidos, pois os crescimentos e as quedas de volume ocorrem de maneira sincronizada em vários anos.

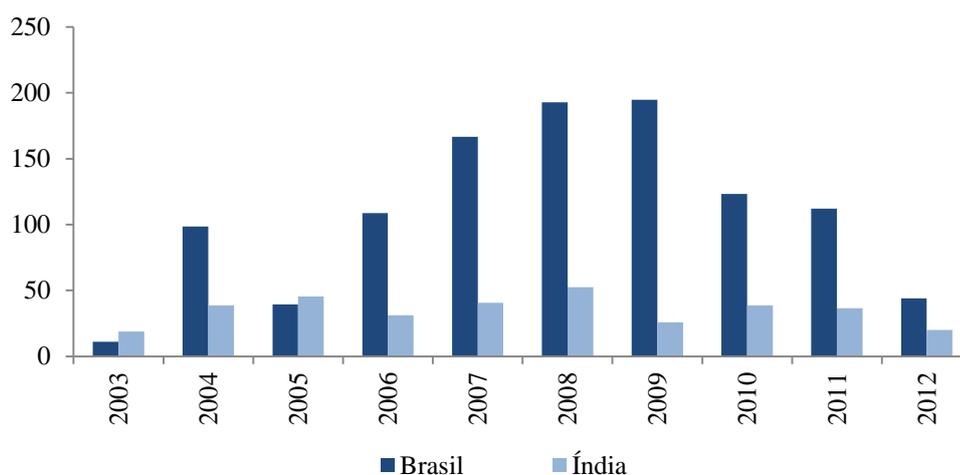
Gráfico 15 - Volume Transacionado (US\$ mi)



Os dados correspondentes ao número de transações e ao volume financeiro envolvido levam à última e mais importante constatação dessa parte do estudo, já que a divisão da segunda variável pela primeira nos dá o ticket médio observado por ano. No Gráfico 16, vê-se que o ticket médio pago aos empreendedores pela participação em suas companhias é muito maior no mercado de PE brasileiro. A média do valor pago pelos gestores de PE no Brasil é mais de três vezes superior ao valor pago no mercado indiano.

Essa constatação sugere uma diferença grande nas características dos mercados de investimento em participação dos dois países. O fato de o ticket médio ser bem menor na Índia pode indicar que, nesse país, ocorre uma quantidade grande de investimentos em empresas pequenas e médias. Isso justificaria o número muito alto de transações e ao mesmo tempo o baixo valor pago pelas companhias, já que o *valuation* de empresas em estágios menos avançados são significativamente menores.

Gráfico 16 - Ticket Médio das Transações (US\$ mi)



Fonte: Bloomberg

É interessante notar que esse resultado é coerente com o que foi apresentado no início dessa seção. Como foi visto anteriormente, a BSE possui mais de cinco mil empresas listadas, enquanto seu valor de mercado total é inferior ao da bolsa de valores brasileira, o que sugere a presença elevada de companhias pequenas e médias com capital aberto na Índia. Muito provavelmente o que ocorre é que a existência de um sistema financeiro mais desenvolvido e, conseqüentemente, a facilidade de abertura de capital por parte das empresas pequenas e médias influenciam a decisão dos gestores de PE e estimulam a entrada desses profissionais no chamado *middle market*.¹¹

Já no Brasil, esse nicho de mercado é ainda muito pouco explorado pelos profissionais de investimento de *private equity*. Entre outros motivos (e.g., alta taxa de informalidade), o fato da abertura de capital no país estar associada a enormes custos relativos ao IPO e à manutenção da companhia aberta torna esse tipo de desinvestimento proibitivo para empresas médias investidas por fundos de PE.

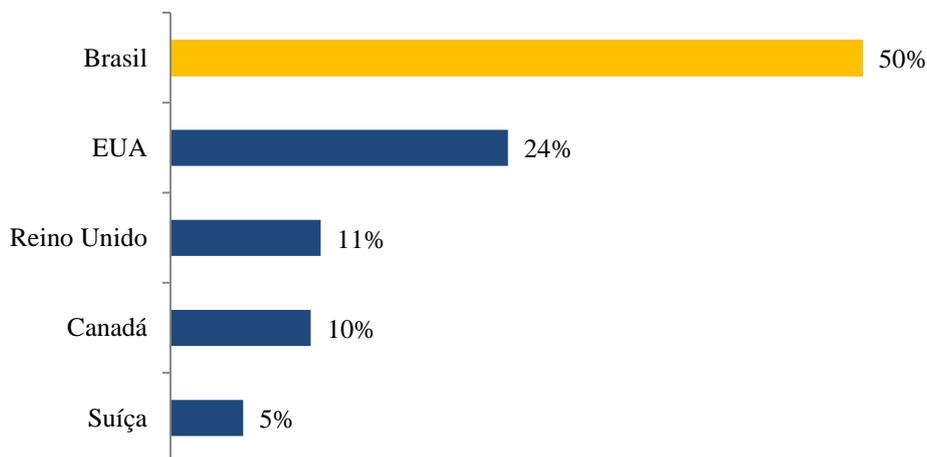
Portanto, há indícios de que o fato do mercado de capitais brasileiro ser menos acessível e desenvolvido influencia a indústria de *private equity* na direção de investimentos em empresas grandes, aumentando conseqüentemente o ticket médio das transações no país.

A partir de dados coletados na Bloomberg, podemos notar tanto semelhanças quanto grandes diferenças na estrutura da origem do capital investido em *private equity* no Brasil e na Índia nas últimas décadas. Primeiro, vê-se que Singapura e Hong Kong

¹¹ *Middle market* é o termo utilizado para designar o segmento de *private equity* que atua em empresas de médio porte.

possuem participação relevante no fluxo de capital para a Índia, talvez motivado pela proximidade física entre os países. Já no caso do Brasil, as menores mas significantes participações ficam por conta de Suíça (5%) e Canadá (10%).

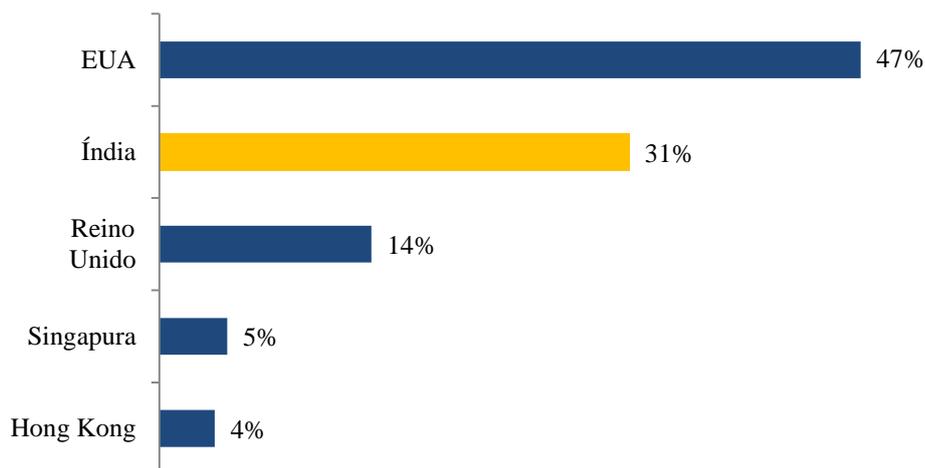
Gráfico 17 - Origem do Capital Investido no Brasil



Fonte: Bloomberg, período entre jan/1990 e jun/2013.

Segundo, o Reino Unido aparece com uma proporção de capital investido muito parecida nos dois países, apenas três pontos percentuais acima no território da ex-colônia inglesa.

Gráfico 18 - Origem do Capital Investido na Índia



Fonte: Bloomberg, período entre jan/1990 e jun/2013.

Terceiro, percebe-se que quase metade do capital investido na Índia vem dos Estados Unidos, enquanto no Brasil esse número é inferior a 25%. Isso talvez seja o

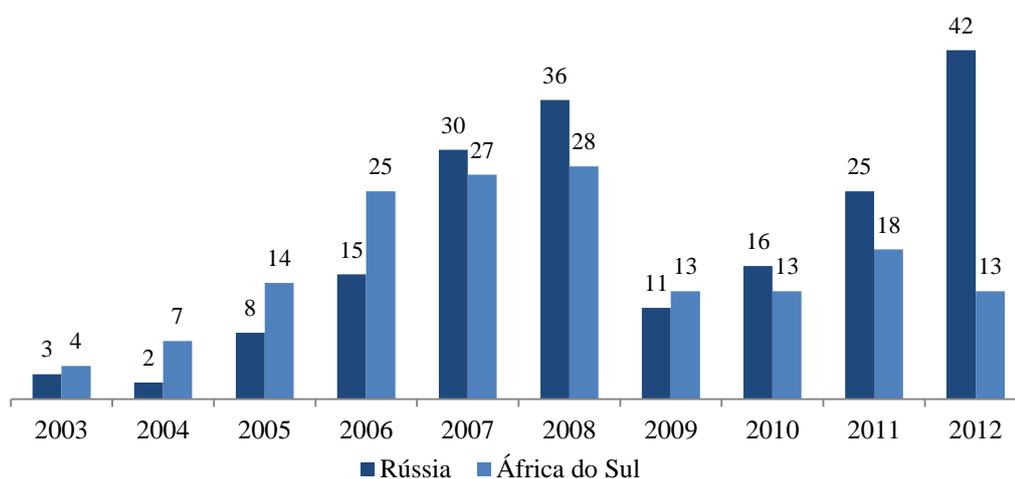
reflexo de uma melhor perspectiva/conforto dos norte americanos em relação à estabilidade e crescimento futuro da economia indiana em comparação com a brasileira ou simplesmente consequência da escassez de capital indiano alocado nesse mercado, fazendo aumentar a participação dos EUA.

Por último, chama a atenção no Gráfico 18 a participação dos próprios países nos investimentos locais de *private equity*. Enquanto o Brasil é responsável pela metade dos investimentos em território nacional, o país asiático é dono de apenas 31% do capital investido em seu próprio território. Essa diferença pode ser explicada pelo nível de atividade maior da economia brasileira e maior capital disponível para alocação em investimentos de longo prazo.

3.5. *Private Equity* na China, Rússia e África do Sul

Apesar da opção de comparar o mercado brasileiro de PE com o indiano, considerou-se também ser válida a exposição dos dados dessa indústria nos outros três países que compõem o grupo dos BRICS: China, Rússia e África do Sul.

Gráfico 19 - Quantidade de Transações: Rússia e África do Sul

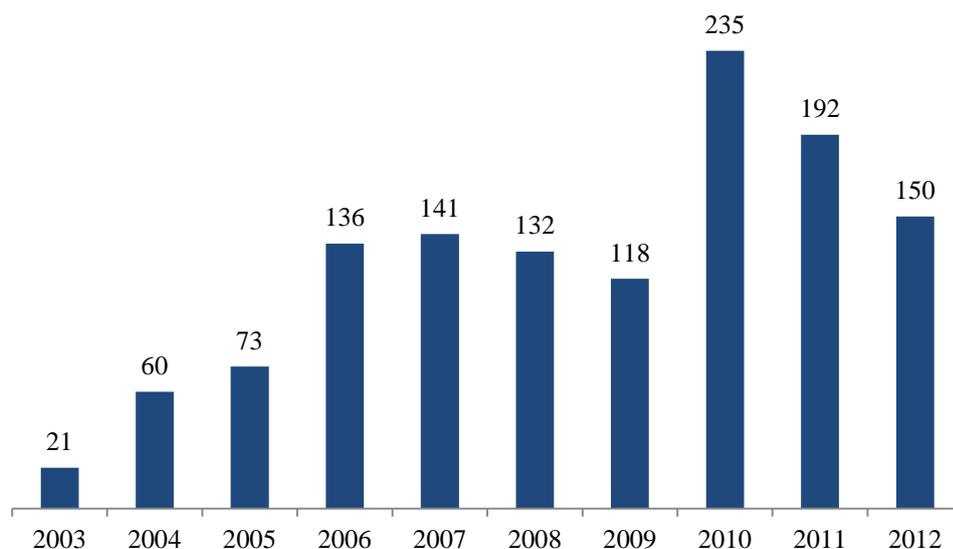


No gráfico 19, observa-se que até 2006 eram feitas mais negociações de *private equity* por ano na África do Sul do que na Rússia. No entanto, a partir de 2007 os dados mostram que o mercado evoluiu consideravelmente na Rússia, superando o país

africano em número de transações em quase todos os anos seguintes. É possível observar também que em 2009, ano logo após o estouro da crise financeira, ambos os países observaram uma redução das transações, assim como ocorreu no Brasil e na Índia. No gráfico também fica nítida a recuperação do mercado russo de capital de risco ao longo dos anos 2010, 2011 e 2012, sendo que neste último ano o número de negociações superou aquele observado antes da crise. Já na África do Sul, ocorreu o oposto, com o número de transações ficando praticamente estagnado após a crise, num nível 49% menor em relação a 2008, indicando que o mercado ainda não conseguiu se recuperar.

Considerando verídicos os dados divulgados pela China, percebe-se que o mercado de PE nesse país é muito mais evoluído que no Brasil, Rússia e África do Sul e bastante parecido com o indiano no que diz respeito ao número de transações anuais. Entretanto, o que chama mais atenção no Gráfico 20 é a evolução desse número durante a crise: enquanto no Brasil, na Rússia, na Índia e na África do Sul a quantidade de transações caiu, na média, 51% de 2008 para 2009, na China essa queda foi de apenas 11%. Além disso, em 2010 as transações praticamente dobraram em relação ao ano anterior nesse país, ao passo que a recuperação nesse período na Rússia, Índia e África do Sul se deu de maneira bem mais lenta: 30% de aumento na média.

Portanto, os dados referentes ao número de transações indicam que o mercado de PE chinês foi muito pouco afetado pela crise mundial, recuperou-se de maneira fantástica em 2010, mas desse ano em diante a indústria de capital de risco vem desacelerando bastante. É importante ressaltar que a queda recente das transações observada no gráfico coincide com a desaceleração do crescimento chinês em 2011 e 2012.

Gráfico 20 - Quantidade de Transações na China

Fonte: Bloomberg

No que diz respeito à origem do capital investido, pode-se perceber alguns fatos interessantes na Tabela 4. Primeiro, a África do Sul é o país que possui menor proporção de capital nacional nos investimentos locais e o que possui maior proporção de capital vindo do Reino Unido, muito provavelmente causado pela sua condição de ex-colônia em relação à Inglaterra. Segundo, observa-se que a Rússia é o país que possui menor proporção de capital proveniente dos Estados Unidos, sugerindo a existência de certo resquício da relação política historicamente conturbada entre os países, sendo razoável supor que haja receio do investidor americano em investir no país. Por fim, vê-se que a participação do Reino Unido no total investido na China é muito pequena, a menor entre os países analisados. Uma possível explicação seria certo receio por parte dos investidores europeus em relação ao país comunista, pois embora seja um comunismo muito questionado no que tange à abertura econômica do país, a simples existência de um regime autoritário e a gigantesca intervenção do governo na economia já seriam motivos suficientes para gerar desconforto aos potenciais investidores.

Tabela 4 - Origem do Capital Investido: China, Rússia e África do Sul

	China	Rússia	África do Sul
Próprio País	43%	42%	30%
EUA	32%	21%	31%
Reino Unido	3%	13%	30%
Outros	22%	24%	9%

Fonte: Bloomberg, período entre jan/1990 e jun/2013

4. Estudo de Caso: GP Investments

4.1. A GP Investments

A GP Investments (GP) é uma companhia que atua na área de investimentos alternativos na América Latina, com foco na gestão de fundos de *private equity*.¹² A companhia foi fundada em 1993 e, em 20 anos de existência, captou 5 bilhões de dólares de investidores de todas as partes do mundo, concluiu 52 investimentos em 15 diferentes setores da economia e realizou 43 desinvestimentos, retornando 4 bilhões de dólares aos investidores. A empresa é bastante conhecida pela cultura interna que enfatiza valores como meritocracia e comprometimento obstinado pelo alcance de resultados.¹³

A GP foi a primeira empresa de investimentos em *private equity* da América Latina a abrir seu capital. Em 2006, levantou um valor líquido de US\$308 milhões com seu IPO em uma oferta 100% primária. Além disso, também foi a primeira gestora de PE da região a emitir títulos perpétuos publicamente negociados, levantando US\$190 milhões em 2007. Em 2008, a companhia fortaleceu sua base permanente de capital com mais US\$232 milhões provenientes dos sócios e do mercado de ações através de outra oferta pública. Seus papéis são listados na Bolsa de Luxemburgo e negociados, por meio de Certificados de Depósitos de Ações (BDRs), na BM&FBovespa.

De acordo com o Prospecto Definitivo da oferta inicial pública de ações da GP, "A estratégia da empresa é buscar retornos atraentes por meio da aquisição e administração ativa de investimentos em empresas de diversos setores, desde que estejam localizadas ou possuam atividades significativas no Brasil ou, em menor escala, em outros países da América Latina". Ainda de acordo com o Prospecto, o foco da empresa são "investimentos que permitam a maximização do valor para os acionistas por meio da melhora da gestão e da operação da empresa investida, da seguinte forma: i) recrutando excelentes equipes de gestão; ii) realizando um papel ativo na formulação da estratégia das empresas investidas; iii) identificando e facilitando relacionamentos como parceiros estratégicos e financeiros; iv) negociando e obtendo financiamentos; v)

¹² A empresa também atua no setor de *Real Estate*.

¹³ Informação retirada do *website* da GP Investments.

realizando desinvestimentos oportunamente; e vi) quando necessário ou desejável, administrando diretamente as empresas investidas”.

Seu Prospecto ainda destaca que a GP foca em aquisições alavancadas (LBOs)¹⁴, reestruturações de dívidas e financiamento ao crescimento de negócios estabelecidos em diversos setores. As transações podem surgir como oportunidade para: i) consolidação em setores fragmentados; ii) venda de subsidiárias fora do negócio principal de grandes empresas; iii) aquisições de empresas familiares que necessitem de capital ou de uma equipe de gestão altamente especializada para crescer; iv) reestruturações de empresas fundamentalmente sólidas mas com falhas na administração, ou de empresas sub-capitalizadas que necessitem de investimentos.

A GP não possui foco setorial e procura sempre possuir o controle da companhia investida. Além disso, é importante destacar que a GP atua tanto como gestora quanto investidora, o que significa que sua receita vem da combinação de taxa de administração, taxa de performance e ganhos de capital após os desinvestimentos.

Apesar de ser administrada por brasileiros e possuir escritório no Brasil, por ter sua sede nas Bermudas a GP Investments tem seus resultados financeiros elaborados de acordo com o US GAAP¹⁵ e seus livros e registros contábeis são divulgados em dólares, de maneira que todos os dados apresentados nesse capítulo serão denominados na moeda norte-americana, a menos se especificado de maneira diferente.

4.2. Descrição dos fundos atuais da GP

Atualmente a GP possui três fundos ativos de *private equity*: GPCPIII, GPCPIV e GPCPV, que juntos administram 13 empresas de 12 diferentes setores. Além dos três fundos, a GP possui participação de 92% na BRZ Investimentos, que é a terceira maior gestora independente de ativos do Brasil (*website* GP Investments, 2013).

• Fundo GPCPIII (“Fundo 3”)

O fundo GPCPIII foi o primeiro fundo levantado sob a nova administração da companhia, que permanece até hoje. Constituído em 2005, o total em comprometimento

¹⁴ Do inglês, *Leveraged Buyout*.

¹⁵ Do inglês, *Generally Accepted Accounting Principles*.

de capital foi de US\$250 milhões (sendo US\$117 milhões em capital da própria GP e o restante de cotistas), que foram investidos em seis companhias. Atualmente, o fundo encontra-se em fase de desinvestimento, sendo que quatro saídas já foram realizadas.

Segundo a GP, em 30 de março de 2013 o retorno sobre o capital investido foi de 2,7 vezes, a Taxa Interna de Retorno (TIR) foi de 43,4% e o tempo médio do investimento foi de 4,6 anos.¹⁶

As empresas presentes nesse fundo são:

Magnesita: a empresa é dedicada à mineração, produção e comercialização de materiais refratários, com foco na prestação de serviços de alto valor agregado para indústria siderúrgica e de cimento. Segundo seu *website*, a Magnesita é a terceira maior produtora de material refratário do mundo e líder na América Latina. Atualmente a empresa é listada em bolsa e a GP possui participação de 37,7%.

Tempo Assist: prestadora de serviços de saúde, com foco nos mercados de administração de planos de saúde, planos odontológicos e serviços de assistência em geral. A empresa é atualmente listada em bolsa e a GP possui participação de 25,5%.

Entre os desinvestimentos já realizados pelo fundo GPCPII encontram-se:

Equatorial Energia: a empresa é a holding que possui 65% da Companhia Energética do Maranhão (Cemar), que é a responsável pela distribuição de eletricidade para o estado do Maranhão.

i) Tese de Investimento: companhia geradora de caixa, com uma estrutura de capital aprimorada, seria capaz de administrar sua posição de dívida facilmente, multiplicando o capital de seus acionistas. A GP enviou um de seus sócios para atuar como CEO da Cemar a fim de alocar adequadamente os recursos investidos e aumentar a lucratividade.

ii) Desinvestimento: o EBITDA da Cemar aumentou 345,9% entre 2004 e 2007, acompanhado da expansão da margem EBITDA de 16,2% para 43,1%. A saída foi realizada em três etapas: i) IPO em março de 2006, ii) negociação em bloco em janeiro de 2007 e iii) venda da participação de controle remanescente a outro fundo de

¹⁶ Todas as Taxas Internas de Retorno apresentadas nesse trabalho foram calculadas em dólares pela GP.

investimento, em dezembro de 2007. Ainda segundo a GP, o investimento retornou um múltiplo de 34,1 vezes o capital investido e uma TIR bruta de 1.338,8%.¹⁷

BR Properties: a companhia dedica-se à aquisição, administração, desenvolvimento e locação de imóveis comerciais no Brasil (exceto shoppings).

i) Tese de Investimento: a GP fundou a BR Properties visando se beneficiar do estágio inicial em que se encontrava o segmento de propriedades comerciais através de i) consolidação de um setor altamente fragmentado; ii) maiores valores de aluguel com menores taxas de vacância; iii) maior disponibilidade de crédito para propriedades comerciais

ii) Desinvestimento: nos três anos seguintes após a sua criação, a BR Properties executou uma estratégia agressiva de aquisições. Em 2010, a companhia realizou seu IPO, e em dezembro de 2012 o valor da ação havia subido 75% desde seu lançamento. Após algumas rodadas de desinvestimento, a GP obteve um múltiplo de 2,3 vezes o capital investido e uma TIR de 24,1%.

BRMalls: maior empresa integrada de shopping centers no Brasil, a companhia possui participação em mais de 45 shoppings e presta serviços de administração e comercialização para 33 desses estabelecimentos.

i) Tese de investimento: a tese foi baseada na oportunidade de participar da demanda crescente por ativos imobiliários no Brasil, através de uma empresa bem consolidada no setor de shoppings centers. O potencial de crescimento na gestão dos próprios ativos, a fragmentação do setor, o consumo doméstico crescente e a habilidade de alavancar a empresa foram outros fatores importantes que apoiaram essa transação. A gestora colocou um de seus sócios-diretores como CEO da empresa, trocou toda a alta administração, criou uma área interna de Fusões e Aquisições, entre outras coisas. Além disso, é importante destacar que a GP implementou na empresa sua própria cultura, criando um plano de remuneração variável desenhado para atrair pessoal qualificado e criar um ambiente meritocrático.

ii) Desinvestimento: através de uma estratégia de consolidação, a BRMalls se tornou a líder em termos de número de shoppings no Brasil menos de um ano após o investimento inicial da gestora. Ao longo do período de investimento seu portfólio cresceu de 6 para 40 shoppings.

¹⁷ EBITDA é a sigla em inglês para *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*.

Fogo de Chão: rede de churrascarias fundada em 1979 que atualmente conta com 27 restaurantes, sendo 8 no Brasil e 27 nos Estados Unidos.

i) Tese de investimento: a tese foi baseada na oportunidade de expansão da rede de churrascarias no Brasil e Estados Unidos. A gestora coordenaria a implementação de melhores práticas de gestão e ajudaria a empresa a executar com maior eficiência seus planos agressivos de crescimento.

ii) Desinvestimento: após o investimento, a abertura de novos restaurantes saltou de um por ano para cinco por ano e a receita cresceu a uma taxa anual média de 15%. Em junho de 2012 a empresa foi vendida para a gestora de *private equity* norte-americana Thomas H. Lee Partners por um *Enterprise Value* de US\$400 milhões, resultando em um múltiplo de 3,5 vezes o capital investido e uma TIR de aproximadamente 25% em seis anos.

• **Fundo GPCPIV (“Fundo 4”)**

O fundo GPCPIV foi lançado em 2007, com um comprometimento total de US\$1,3 bilhão, sendo o maior fundo que a GP já levantou. O capital foi totalmente investido em sete companhias, com um desinvestimento completo. Do montante mencionado, US\$ 400 milhões são da própria GP e US\$900 milhões são de outros cotistas.

Segundo a gestora, o múltiplo de retorno sobre o capital investido em 30 de março de 2013 foi de 0,9 vezes, a TIR foi de -2,3% e o tempo médio do investimento foi de 4,5 anos. Portanto, vê-se claramente que o Fundo 4, lançado no ano anterior à crise financeira, apresenta até o presente momento um péssimo retorno para o investidor, muito diferente do que foi observado no Fundo 3. Será abordado mais adiante quais empresas foram responsáveis pelo fracasso do fundo até o momento e como isso ocorreu.

As empresas presentes nesse fundo são:

Magnesita: já mencionada anteriormente, também faz parte do Fundo 3

San Antonio: a empresa oferece serviços relacionados à perfuração, exploração e produção para a indústria de petróleo e gás natural na América Latina. Com sede na Argentina, a companhia mantém operações na Bolívia, Chile, Colômbia, Equador, México, Peru e Venezuela. O aporte de capital foi feito em agosto de 2007 e a participação atual da GP na companhia é de 96,6%. Com sérias dificuldades financeiras, em 2009 a San Antonio se envolveu num processo de reestruturação de dívida e até hoje a empresa apresenta problemas relacionados ao pagamento de dívida, como será visto posteriormente.

Allis: a empresa atua no setor de recursos humanos e prestação de serviços integrados. O aporte de capital foi feito em dezembro de 2007 e a participação atual é de 77,5%.

Brazil Hospitality Group (BHG): grupo de hotelaria que atua no Brasil, a BHG tem sua estratégia centralizada no mercado de turismo de negócios. Seu portfólio inclui hotéis em centros urbanos de três, quatro ou cinco estrelas. A GP investiu US\$135 milhões e possui participação de 44,6%. Atualmente a empresa é a única de seu setor listada em bolsa.

LBR: criada em 2010 a partir da associação entre a LeitBom (adquirida pela GP em 2008) e a Bom Gosto, a empresa é a maior do seu setor no Brasil, segundo a GP. O objetivo original do investimento era consolidar o setor de laticínios no país, que ainda se caracteriza por expressiva fragmentação de produtores. Na LeitBom, a GP investiu US\$260,7 milhões em abril de 2008 e possui atualmente participação de 15,9%. Em dificuldades financeiras, o conselho de administração da empresa decidiu entrar com um pedido de Recuperação Judicial em fevereiro de 2013. A LBR será analisada de maneira mais detalhada posteriormente.

Estácio: a empresa é a terceira maior instituição privada de ensino superior do Brasil, segundo a GP, com 334,2 mil estudantes e 10 mil funcionários. Listada desde 2007 na BM&Fbovespa, registrou ao longo do ano de 2012 valorização de 134% de suas ações. O investimento foi feito em maio de 2008, num valor de US\$158 milhões. Atualmente a GP possui 12,5% da companhia.

Hypermarcas: a empresa foi o único desinvestimento feito pelo Fundo 4 até agora. A Hypermarcas é uma companhia de bens de consumo que atua nos setores de alimentos, beleza, medicamentos isentos de prescrição média e limpeza e higiene.

i) Tese de investimento: em novembro de 2007 a GP adquiriu 50% da Farmasa, empresa de medicamentos. Em julho de 2008, a Farmasa foi incorporada pela Hypermarchas, na intenção de gerar sinergias de custos e receitas e reforçar a presença da gestora no setor farmacêutico e ao mesmo tempo uma exposição à plataforma diversificada de bens de consumo não duráveis. O crescimento da companhia se deu tanto organicamente quanto através de aquisições.

ii) Desinvestimento: a GP vendeu 25% de sua participação original no IPO realizado em 2008, obtendo um retorno de 1,7 vezes o capital investido e TIR de 33%. Em novembro de 2009 o Fundo 4 vendeu sua participação restante numa transação que resultou em uma TIR de 62% e retornou 2,6 vezes o investimento inicial. Dessa maneira, no fim o investimento em Hypermarchas gerou uma TIR de 56% e retornou 2,4 vezes o capital investido em apenas dois anos após o investimento original em Farmasa.

• **Fundo GPCPV (“Fundo 5”)**

Lançado em 2008, o Fundo 5 possui comprometimento total de US\$1,05 bilhão, sendo que US\$500 milhões foram aportados pela própria gestora. Atualmente o fundo encontra-se em período de investimento.

Até o momento foram realizados seis investimentos, apresentando em 30 de março de 2013 um múltiplo de retorno sobre o capital investido de 0,6 vezes e um tempo médio de investimento de 2,8 anos. Percebe-se que o Fundo 5, captado no ano do estouro da crise financeira mundial, é nesse momento o pior entre os 3 fundos mencionados (em termos de retorno sobre o capital investido). Como será visto mais adiante, a Imbra juntamente com San Antonio foram os responsáveis pelo péssimo retorno do fundo até agora.¹⁸

San Antonio: já mencionada anteriormente, também faz parte do Fundo 4.

Imbra: maior rede de clínicas odontológicas no Brasil, a companhia recebeu investimento da GP em setembro de 2008. Vendida em 2010 pelo valor simbólico de US\$1, o investimento será analisado de modo mais detalhado posteriormente.

¹⁸ Até 22 de junho de 2013 a TIR do Fundo 5 não havia sido divulgada pela GP Investments.

Sascar: a empresa atua no mercado de monitoramento e rastreamento de veículos, gerenciamento logístico e serviços de valor agregado. Em março de 2011, a GP assumiu o controle da Sascar ao adquirir uma participação de 56,2%. Em 2012 ocorreu um aporte de capital de R\$67 milhões por parte da BRZ Investimentos e a participação da GP passou a representar 46,3% do capital.

Empresa Brasileira de Agregados Minerais (EBAM): a empresa produz e comercializa agregados minerais e materiais, possuindo operação em diversos estados brasileiros. A GP fez um primeiro aporte de R\$64 milhões em fevereiro de 2012 e posteriormente investiu mais R\$100 milhões em fevereiro de 2013, elevando sua participação para 80%.

BR Towers: criada pela GP em 2012, a empresa atua no mercado brasileiro de infraestrutura para telefonia. Atualmente a participação da gestora no negócio é de 59,5%.

Centaurus: segundo a GP, a empresa é líder brasileira na comercialização de artigos esportivos. Em novembro de 2012, a gestora adquiriu participação de aproximadamente 30% no capital do Grupo SBF, controlador da marca. Entre os principais pontos da tese de investimento encontram-se o aumento de renda da população brasileira nos últimos anos, além dos eventos que serão sediados pelo Brasil como a Copa do Mundo, em 2014, e as Olimpíadas, em 2016.

4.3. Captação de Recursos

Em 31 de julho de 2008, a GP anunciou o primeiro fechamento (i.e, concluiu a captação) do fundo GPCPV após ter obtido US\$884 milhões. Depois de uma nova rodada de captação, o fundo fechou novamente em 25 de janeiro de 2010, apresentando um total de US\$1,05 bilhão em capital comprometido, sendo US\$500 milhões de capital próprio da companhia e US\$550 milhões de recursos de terceiros. Segundo relatório do Barclays de 26 de janeiro de 2010, o valor veio abaixo do esperado pelo mercado, desapontando os investidores.¹⁹

Em sua apresentação institucional de 2013, a GP explicita que as perspectivas para as empresas de *private equity* brasileiras no que diz respeito à disponibilidade de capital disponível para aquisições não é favorável. Isso porque apesar de haver um

¹⁹ Barclays *Equity Research*, GP Investments LTD., 26/01/2010.

interesse crescente dos investidores internacionais em relação ao Brasil, o número de gestoras de PE vem aumentando consideravelmente no país – sugerindo aumento da concorrência - além da instabilidade do cenário interno (inflação alta e crescimento baixo) e externo (recessão na Europa e lenta recuperação norte-americana) contribuírem para a dificuldade de levantamento de novos fundos para investimentos em capital de risco.

Dessa maneira, a captação de recursos abaixo do esperado para o Fundo 5 em 2010 e a constatação da própria gestora de que o cenário é desfavorável para o levantamento de novos fundos no Brasil, confirmam novamente que a crise financeira de 2008 afetou negativamente a captação de recursos para fundos de *private equity* brasileiros, não somente naquele ano mas até hoje.

Além disso, ao observar-se a data de lançamento do Fundo 3 (2005), do Fundo 4 (2007) e do Fundo 5 (2008), percebe-se que o intervalo atual - 5 anos - é o maior intervalo de tempo que a diretoria atual ficou sem levantar um novo fundo. Isso mostra que há certa dificuldade e até falta de incentivos para a tentativa de captação nesse momento, evidenciando que os efeitos da crise ainda estão presentes no mercado brasileiro de PE no que tange o fator levantamento de capital.

4.4. Impacto da Crise Financeira no Portfólio da GP Investments

O objetivo dessa seção é analisar se o portfólio da GP foi, de alguma maneira, impactado pela deflagração da crise financeira mundial. Ou seja, deseja-se entender se o valor de mercado das companhias presentes nos fundos da gestora sofreram alterações relevantes ao longo do período.

Os valores das companhias em portfólio são calculados de maneira diferente pela GP. O valor das empresas abertas é calculado de acordo com o preço da ação na bolsa de valores, enquanto a maneira como o valor das companhias de capital fechado é calculado varia com o tempo. No primeiro ano após o aporte de capital pela gestora, o valor da empresa adquirida é calculado a preço de custo, ou seja, de acordo com o preço pago pela sua aquisição. Após esse período o método de cálculo das companhias em portfólio fica a critério da GP, sendo sempre explicitado em suas Divulgações de Resultados trimestrais.

4.4.1. Análise do Valor do Fundo GPCPIII

Como num mesmo fundo acontecem investimentos e desinvestimentos constantemente ao longo do tempo, é difícil comparar o valor de um fundo durante um período longo, pois haverá viés relacionado à saída ou entrada de companhias, impossibilitando a análise da mudança de valor. No entanto, ao observar o portfólio do fundo GPCPIII (Fundo 3), percebe-se que entre o terceiro trimestre de 2007 e o primeiro trimestre de 2010, a composição não se alterou, não ocorrendo novos investimentos nem desinvestimentos. Além disso, analisando apenas o valor do fundo (i.e, a soma do valor das participações da GP nas empresas), existe o viés da diminuição de participação da gestora em determinada companhia (desinvestimento parcial), que faria cair o valor do portfólio sem necessariamente representar um declínio no valor daquela empresa. Portanto, o método escolhido para analisar o fundo GPCPIII foi a soma do valor total das empresas em portfólio deste fundo.

Durante esse período, o Fundo 3 era composto pelas seguintes empresas e seus respectivos métodos de avaliação de valor divulgados pela GP:

Fogo de Chão: valor calculado a partir de um múltiplo EBITDA.

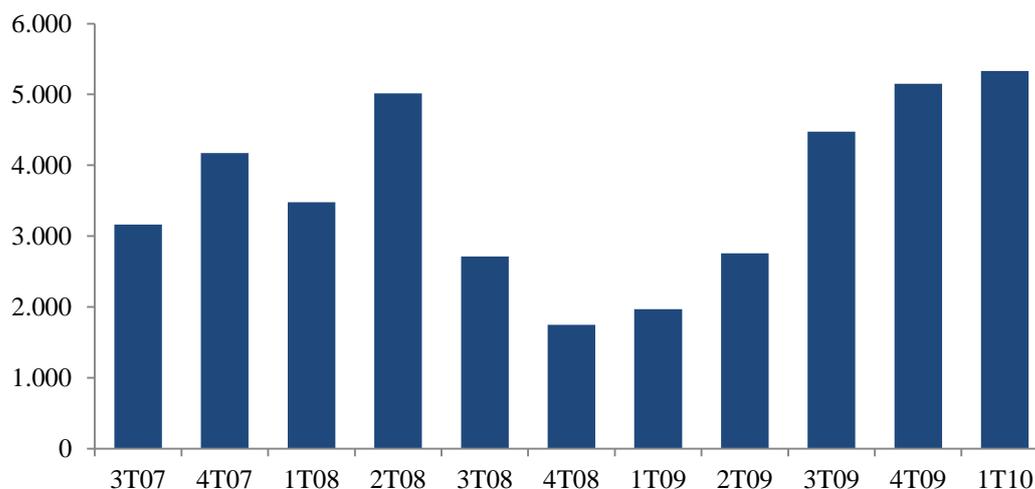
BRMalls: companhia listada em bolsa, seu valor é calculado a partir do valor de mercado com um fator de liquidez de 10%.

BR Properties: apenas para o primeiro período analisado a base é o valor de aquisição, posteriormente é utilizada a avaliação *post-money* após rodada privada de investimentos.

Tempo: nos três primeiros períodos analisados é utilizado um múltiplo EBITDA. Posteriormente, seu valor é calculado a partir do valor de mercado com um fator de liquidez de 10%.

Magnesita: nos dois primeiros períodos utiliza-se o valor de aquisição. Posteriormente, é calculado a partir do valor de mercado com um fator de liquidez de 10%.

Gráfico 21 - Soma do Valor Total das Empresas do Fundo GPCPIII (US\$ mi) ⁽¹⁾



Fonte: Divulgação de Resultado Trimestral, GP Investments; Elaboração do Autor

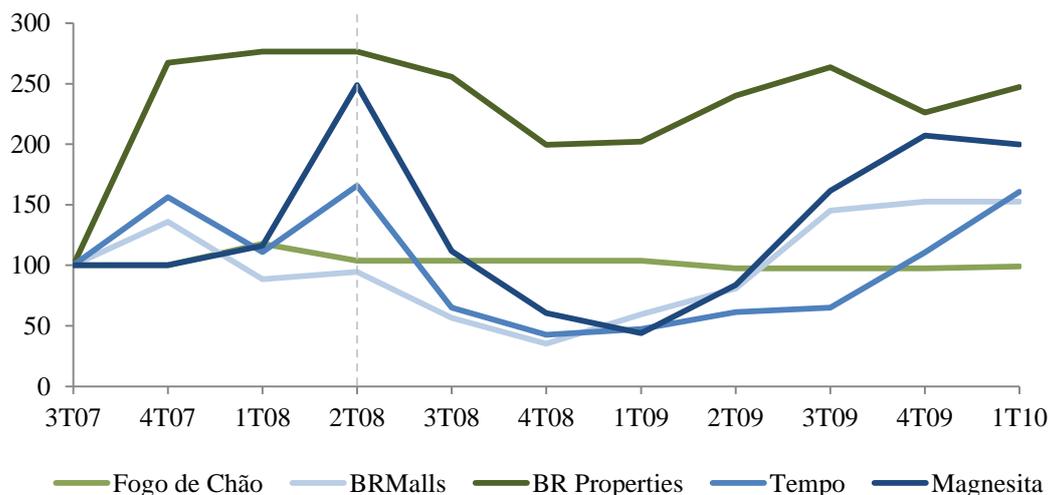
⁽¹⁾ Valor total das empresas: valor da participação da GP ponderado pelo percentual adquirido

A partir do gráfico acima, vê-se claramente que o Fundo 3 foi fortemente afetado pela crise financeira, com as empresas que o compõe chegando a perder 65% do valor entre o segundo e o quarto trimestre de 2008, sendo que este último período (logo após a quebra do Lehman Brothers) é amplamente reconhecido como o auge da crise mundial.

É necessário ressaltar, no entanto, que a perda de valor destacada acima foi influenciada principalmente pelas empresas BR Malls, Tempo e Magnesita, pois como são abertas em bolsa seu valor de mercado é facilmente calculado. Em contrapartida, percebe-se, no Gráfico 22, que o valor de mercado das companhias Fogo de Chão e BR Properties oscilam bem pouco em comparação com as outras, evidenciando que os métodos de avaliação da GP para empresas não listadas em bolsa são questionáveis e dificilmente refletem seu valor real.

Não seria absurdo supor que o valor total do Fundo 3 da GP Investments no auge da crise financeira era menor ainda do que o divulgado em seus resultados.

Gráfico 22 - Valor das Empresas do Fundo GPCPIII em Índice (3T07 = 100) ⁽¹⁾



Fonte: Divulgação de Resultado Trimestral, GP Investments; Elaboração do Autor.

⁽¹⁾ Cálculo do valor das empresas é feito pela GP.

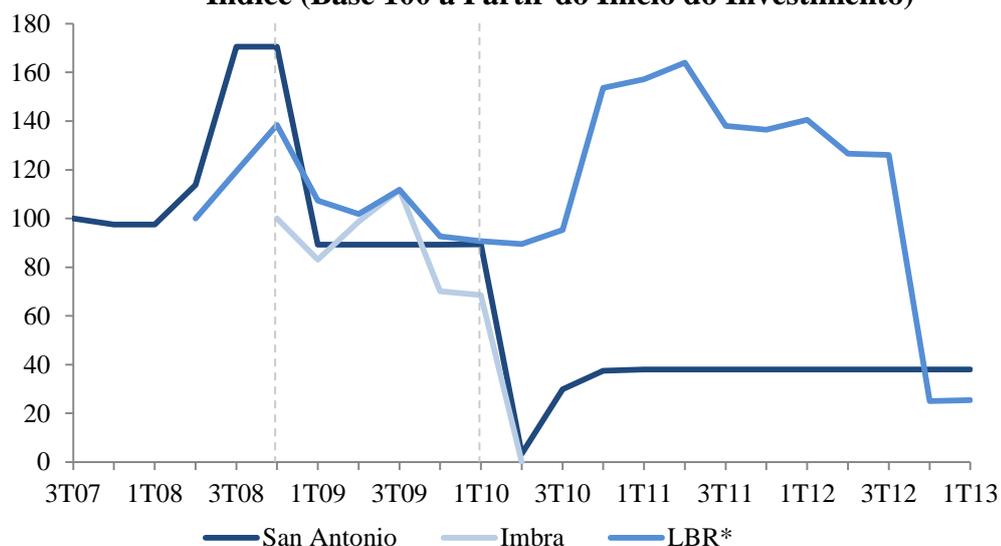
4.4.2. San Antonio, Imbra e LBR

Fala-se bastante dos investimentos bem sucedidos da indústria de *private equity* brasileira e mundial. No entanto, tanto a GP quanto praticamente todas as outras gestoras de PE do mundo também possuem casos de insucesso, mas como esse mercado é - em sua grande maioria - fechado²⁰, pouco se sabe e pouco é divulgado acerca dos investimentos mal sucedidos. Como a GP é uma companhia aberta, tem-se acesso a algumas informações relacionadas aos aportes de capital que não deram certo. No caso da GP, os investimentos mais recentes que deram prejuízo considerável à empresa foram San Antonio, Imbra e LBR. O objetivo a seguir, portanto, será identificar se esses insucessos foram causados de alguma maneira pela crise financeira de 2008.²¹

²⁰ Mercado fechado significa que as empresas não são abertas em bolsa.

²¹ Vale ressaltar que as empresas San Antonio e LBR ainda encontram-se no portfólio da GP.

Gráfico 23 - Valor de San Antonio, Imbra e LBR em Índice (Base 100 a Partir do Início do Investimento) ⁽¹⁾



Fonte: Divulgação de Resultado Trimestral, GP Investments; Elaboração do Autor

* A LBR foi criada em 2010 a partir da associação entre a LeitBom e a Bom Gosto

⁽¹⁾ Cálculo do valor das empresas é feito pela GP

Até o final de 2008, o método de avaliação das três empresas citadas acima era feito com base em seus valores de aquisição, o que pode camuflar bastante o verdadeiro valor da companhia. No entanto, de acordo com o Relatório de Resultado do primeiro trimestre de 2009, tendo em vista as condições do mercado na época, a GP julgou prudente revisar esse método e reduziu pela primeira vez seus valores com base em diferentes metodologias. Os valores de aquisição da LeitBom (que posteriormente virou LBR após associação com a Bom Gosto) e da Imbra foram ajustados de modo a refletir a variação do real frente ao dólar. Já no caso de San Antonio, sua avaliação foi revista utilizando-se a metodologia do fluxo de caixa descontado com base em premissas conservadoras sobre as perspectivas do setor petrolífero na América Latina, causada principalmente pela queda do preço do petróleo no mercado internacional.

Como pode-se ver no Gráfico 23, a San Antonio e a LBR possuem atualmente um valor de mercado (calculado pela GP a partir do método de fluxo de caixa descontado) muito abaixo do valor pago inicialmente, enquanto a Imbra foi vendida em 2010 por apenas US\$1. Na medida em que as três empresas se mostraram investimentos mal sucedidos até o momento (com exceção da Imbra, as outras duas empresas ainda podem vir a ser bons investimentos) por diferentes fatores, elas serão tratadas a seguir de maneira separada.

San Antonio

Como já mencionado anteriormente, a empresa presta serviços relacionados ao setor de petróleo e gás, com sede na Argentina e com operações em diversos países da América do Sul. O aporte de capital de US\$1,02 bilhão pela GP foi feito em agosto de 2007, um ano antes do estouro da crise financeira, sendo que 60% do valor total investido foi financiado através de emissão de dívida (LBO).

A redução do valor da empresa em 47% causada pela queda do preço do petróleo causou uma perda, sem efeito-caixa, de US\$160,1 milhões no valor dos investimentos da GP no primeiro trimestre de 2009. Essa redução ocorreu com base em premissas conservadoras que assumiram que o nível de atividade e as margens da companhia permaneceriam, em 2009, em níveis similares aos apresentados durante o primeiro trimestre daquele ano, que por sua vez haviam apresentado queda substancial aos obtidos em 2007 e 2008. Ainda no mesmo relatório referente ao primeiro trimestre de 2009, a GP ressalta que os resultados preliminares daquele período indicavam a possibilidade da companhia ter ultrapassado o limite de endividamento estabelecido em um dos seus empréstimos.

Nesse mesmo ano, a GP relata que a San Antonio sofreu ao final de 2008 uma forte queda na demanda por seus equipamentos e serviços, afetando severamente seus resultados em 2009 e comprometendo sua capacidade de geração de caixa, tornando bastante difícil o pagamento da dívida contraída no momento da aquisição. Dessa maneira, a partir daquele ano a companhia se envolveu em um processo de reestruturação de dívida e começou negociações com seus credores a fim de encontrar uma solução definitiva para sua estrutura de capital. Como resultado, no segundo trimestre de 2010 a GP anunciou uma redução de 96% do valor da San Antonio.

Em agosto de 2010, a gestora relata que a companhia concluiu a renegociação de sua dívida no valor de US\$626 milhões. Entre os diversos requisitos, a reestruturação envolveu o aumento de capital de US\$112 milhões, dos quais US\$100 milhões foram imediatamente utilizados para amortizar parte da dívida.

Ao final de 2012 a San Antonio apresentou EBITDA de US\$160,7 milhões, o que corresponde a um aumento de 3 pontos percentuais na margem EBITDA e crescimento de 26% em comparação a 2011. Apesar dos sinais de recuperação, a empresa ainda enfrenta dificuldades relacionadas à dívida *offshore* (fora do país). Segundo a GP, a

administração e o conselho da companhia atualmente trabalham junto com credores em diferentes alternativas para ajustar a estrutura de capital da companhia.

Podemos tirar algumas conclusões do caso da San Antonio. A primeira é que a empresa investida foi claramente afetada via queda do preço do petróleo no mercado internacional causada diretamente pela crise financeira. A queda do preço desse ativo somada à contração da demanda mundial afetou severamente a saúde financeira da companhia em portfólio. A segunda conclusão é que a contração de dívida no montante de 60% do valor total pago se mostrou impraticável para a companhia após o estouro da crise, que viu sua geração de caixa contrair consideravelmente. Talvez se a parcela de dívida não tivesse sido tão agressiva a empresa poderia ter saído melhor da crise e o investimento já poderia ter sido realizado pela gestora.

LBR

A empresa, focada no mercado brasileiro de produtos lácteos, foi criada em 2010 a partir da associação entre a LeitBom - adquirida pela GP em abril de 2008 através de um investimento total de US\$260,7 milhões - e a Bom Gosto. Segundo a GP, a tese de investimento da LeitBom se baseava na oportunidade de entrada no setor de leite e derivados, que na época vinha se beneficiando de um forte e consistente crescimento de demanda por parte dos mercados doméstico e internacional.

Entretanto, no fim do ano de 2012 a GP reduziu o valor de mercado da LBR em 80%, baseando-se no método do fluxo de caixa descontado. Nesse mesmo ano a companhia registrou receita líquida de R\$2,2 bilhões e EBITDA negativo de R\$26 milhões. Segundo a GP, 2012 foi um ano extremamente difícil para a indústria de laticínios no Brasil. As margens do setor caíram aos níveis mais baixos já registrados, basicamente devido à pressão do aumento de 4% na oferta de leite e ao aumento das importações em 13%, que forçou a queda dos preços dos produtos finais. Além disso, a gestora afirma que os principais bancos brasileiros decidiram reduzir a exposição do segmento, causando uma forte deterioração no cenário de crédito. Dessa maneira, em fevereiro de 2013 o conselho de administração da LBR entrou com um pedido de Recuperação Judicial, a fim de preservar as operações e realizar uma reestruturação da dívida de maneira efetiva. Ainda de acordo com a GP, o plano de *turnaround* será conduzido por uma equipe de gestão experiente que focará na racionalização do mix de

produtos, presença industrial e custos gerais. O objetivo será gerar fluxo de caixa operacional em um curto espaço de tempo.²²

Embora ainda esteja em portfólio, a situação da LBR é bastante difícil de ser revertida no curto prazo, já que as perspectivas do mercado de laticínios não são boas: de acordo com o CEPEA, em maio de 2013 o preço do leite ao produtor alcançou o maior nível em cinco anos, reflexo da baixa oferta de leite no campo, que acirrou consideravelmente a disputa pela matéria-prima entre as indústrias de laticínios.²³

O caso da LBR é mais difícil de ser relacionado com a crise mundial, já que as causas da dificuldade financeira da empresa parecem ter sido originadas por fatores internos como inflação dos insumos empregados no setor. No entanto, um fator é similar ao caso visto anteriormente: de acordo com a Revista Veja, em 15 de fevereiro de 2013, a LBR possuía uma dívida de R\$1 bilhão. Ou seja, mais uma vez, se a empresa não fosse endividada de maneira tão agressiva, o impacto causado pelo revés do setor de laticínios poderia ter sido menor.

Imbra

Em setembro de 2008, a GP adquiriu 51% das ações com direito a voto da Imbra, equivalente a 45% do seu capital total. O investimento foi feito através da aquisição da controladora Almeria Participações S.A., tendo a GP pago um total de US\$98 milhões pela participação na companhia. Na época, de acordo com a gestora, a Imbra era a maior rede de clínicas odontológicas do Brasil, especializada em implantes dentários e outros serviços. No relatório referente ao terceiro trimestre de 2008, a GP destaca que “beneficiou-se do atual momento de desaceleração econômica buscando oportunidades de investimento a preços atrativos e que, ao mesmo tempo, agregassem valor ao portfólio da Companhia”.

Segundo o relatório anual da GP de 2009, a Imbra vinha sendo afetada desde o fim de 2008 pelo aumento da competição no setor de próteses dentais e pela escassa disponibilidade de crédito ao consumidor. Apesar das clínicas problemáticas terem sido fechadas e outras inauguradas em áreas mais promissoras, a gestora relatou que a companhia não foi capaz de reverter a queda da receita e restaurar níveis adequados de lucratividade. Em setembro de 2009 a GP anunciou um aumento de capital na Imbra no

²² O termo *Turnaround* refere-se ao processo executado por empresas que estão em declínio para obter uma mudança rápida na geração de receita e redução de custo.

²³ CEPEA é o Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada.

valor de US\$27,5 milhões, aumentando sua participação para 78,7% e afirmou que a tese de investimento associada à companhia permanecia inalterada, de modo que o novo aumento de capital impulsionaria o próximo passo na sua fase de expansão. Ou seja, até o fim daquele ano os gestores pareciam acreditar que o momento era ruim mas a empresa se recuperaria em breve.

Ao fim do primeiro trimestre de 2010, a GP relata que a Imbra apresentou resultados abaixo das expectativas no período e previu que isto causaria um impacto material no valor do investimento num futuro próximo. Como previsto, ao fim do trimestre seguinte a gestora anunciou a conclusão da venda total de sua participação na Baladare Participações S.A., que possuía 78,9% de participação no capital social total da Imbra pelo valor simbólico de US\$1. O investimento na Imbra custou à GP um total de US\$126 milhões, quantia desembolsada pela gestora em um período de 20 meses.

A GP não divulga os detalhes dos fracassos dos seus investimentos, mas segundo o jornal O Estado de São Paulo (2010), a gestora tentou adotar sua fórmula de gestão baseada em meritocracia e corte de custos, mas teve dificuldades em enfrentar um mercado bastante pulverizado e, muitas vezes, informal. Além disso, os acionistas minoritários da Imbra, antigos controladores, alegam que entregaram uma companhia com caixa e a GP a vendeu endividada.

Nesse caso, embora a GP não explicita em seus resultados, há indícios de que a companhia quebrou por causa do excesso de endividamento. Além disso, a crise pode ter contribuído para o mau desempenho da Imbra ao longo de 2009, já que, como dito anteriormente, a GP cita como um dos fatores de queda de receita a escassez de crédito ao consumidor, muito provavelmente causada pela aversão ao risco dos bancos no auge da crise financeira mundial.

Dessa maneira, é possível concluir que a performance da GP Investments foi bastante afetada pelo péssimo momento da economia global, evidenciada no retorno sobre o capital investido dos Fundos 4 e 5 e a TIR do Fundo 4. Das três companhias analisadas, duas delas enfrentaram sérias dificuldades financeiras em 2008 e 2009 por motivos diretamente ligados à crise financeira. Além disso, tudo indica que nos três casos o nível de alavancagem dessas empresas agravou as péssimas condições que elas se encontravam.

4.4.3. Impacto da Crise na Demonstração do Resultado da GP

Ao analisar o Resultado da GP, deve-se considerar que, pelo fato da empresa atuar tanto como gestora quanto como cotista (uma vez que seus fundos contam com grande parte de capital próprio), sua Demonstração de Resultado reflete tanto o impacto da crise sobre uma gestora de *private equity* quanto o impacto sobre uma instituição que investe em fundos de PE. Além disso, deve-se ressaltar que, conforme explicitado no início deste capítulo, os demonstrativos financeiros publicados pela GP são elaborados de acordo com o US GAAP.

Tabela 5 - Demonstração de Resultado Consolidado da GP entre 2007 e 2012 (em US\$ mil)

Demonstração de Resultado Consolidado (US\$ mil)	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Receitas	369.308	(488.299)	488.283	(58.200)	(292.038)	41.117
Taxa de administração	8.900	11.726	11.211	18.384	16.668	15.805
Taxa de performance	17.310	2.175	4.965	6.640	857	6.642
Ganhos (perdas) não realizados em investimentos	279.827	(513.894)	241.515	(39.098)	(348.143)	3.954
Ganhos realizados	59.186	4.265	229.016	(47.760)	32.993	2.716
Equivalência patrimonial	60	(71)	(102)	-	-	-
Dividendos e outros	4.025	7.500	1.678	3.634	5.587	12.000
Despesas	(47.063)	(51.320)	(61.292)	(63.890)	(53.092)	(79.497)
Gerais e administrativas	(15.374)	(23.207)	(13.801)	(21.703)	(24.679)	(31.290)
Salários	(10.775)	(12.713)	(12.456)	(14.272)	(16.859)	(14.452)
Bonificações	(9.187)	(3.464)	(13.356)	(19.099)	(7.251)	(19.270)
Plano de opções e ações	(11.935)	(11.936)	(21.679)	(8.816)	(4.303)	(6.098)
Repasso de taxa de performance	-	-	-	-	-	(8.387)
Outras despesas líquidas	208	-	-	-	-	-
(=) Resultado Operacional	322.245	(539.619)	426.991	(122.090)	(345.130)	(38.380)
Resultado financeiro líquido	36.636	(3.103)	(8.476)	1.557	(12.379)	6.316
Receitas financeiras	55.931	39.926	42.919	48.886	32.426	41.112
Despesas financeiras	(19.295)	(43.029)	(51.395)	(47.329)	(44.805)	(34.796)
(=) Lucro líquido antes de impostos	358.881	(542.722)	418.515	(120.533)	(357.509)	(32.064)
Imposto de renda e contribuição social	(3.805)	(3.181)	(1.548)	(3.850)	(2.747)	(2.634)
Participações minoritárias	(169.763)	304.167	(284.914)	68.179	236.785	44.828
(=) Lucro (prejuízo) líquido	185.313	(241.736)	132.053	(56.204)	(123.471)	10.130

Fonte: Divulgação de Resultado, GP Investments

A seguir será feita uma análise do comportamento de algumas contas que afetam o Resultado Operacional da GP, com base na Tabela 3:

• **Ganhos (perdas) não realizados em investimentos:** essa conta refere-se à soma da variação do valor de mercado das empresas que ainda estavam no portfólio da GP ao final do ano. Apesar de ser uma conta sem efeito-caixa, é a que mais impacta o resultado anual da companhia e reflete a mudança de valor do portfólio da gestora. Portanto, através dessa conta pode-se perceber se, na média, está ocorrendo criação ou destruição de valor nas empresas investidas.

Ao analisar o ano de 2008, vê-se que o portfólio da GP sofreu um forte revés, o maior do período aqui exposto. Nesse ano, as empresas responsáveis por essa perda de valor foram principalmente aquelas listadas em bolsa, que viram suas ações despencar com a queda generalizada das bolsas de valores ao redor do mundo, inclusive no Brasil. As ações de Magnesita, BRMalls, Tempo, Hypermarchas e Estácio despencaram no segundo semestre de 2008, fazendo com que essas empresas juntas representassem 92% da perda de valor registrada no Resultado daquele ano. Já em 2009, assim como a bolsa brasileira, o valor das ações dessas companhias voltou a subir, aumentando o valor da conta em questão e produzindo o maior ganho não realizado do período pós crise.

Em 2010, a conta voltou a ser negativa principalmente por causa das empresas Imbra e San Antonio que, como visto anteriormente, foram afetadas pela crise por diferentes motivos. Em 2011, o desempenho voltou a ser desastroso novamente causado pelas empresas listadas em bolsa, com destaque para Magnesita, Estácio e BHG, que tiveram seu valor de mercado drasticamente reduzido. Além disso, a desvalorização do Real no terceiro trimestre daquele ano também aumentou as perdas não realizadas em investimentos. Já em 2012, a redução de 80% no valor de mercado da LBR foi compensada pela forte valorização das ações de Estácio e Magnesita na bolsa.

Os ganhos/perdas não realizadas em investimentos mostram bem o impacto que provavelmente a maioria dos investidores de *private equity* sofreu no auge da crise financeira e evidencia que, mesmo após o período considerado de maior turbulência, a alta volatilidade dos resultados sugere que o cenário para o investidor ainda é bastante turbulento, distante do que era em 2007, antes do estouro da crise.

• **Ganhos realizados:** essa conta reflete o retorno sobre o capital investido dos cotistas dos fundos e indiretamente também influencia o rendimento dos gestores, através da taxa de performance. A GP não realizou nenhum desinvestimento em 2008,

sendo os ganhos realizados nesse ano referentes à BRZ Investimentos. O destaque dessa conta com certeza foi em 2009, ano em que a GP executou o desinvestimento de Hypermalls e BRMalls, obtendo um retorno sobre o capital investido de 2,4x e 3,2x, respectivamente. Já a perda do ano seguinte se refere à venda da Imbra por US\$1, que gerou grande prejuízo para a gestora. Em 2011, os ganhos registrados foram através da realização parcial da BR Properties, que havia aberto seu capital no ano anterior.

• **Taxa de administração e Taxa de performance:**

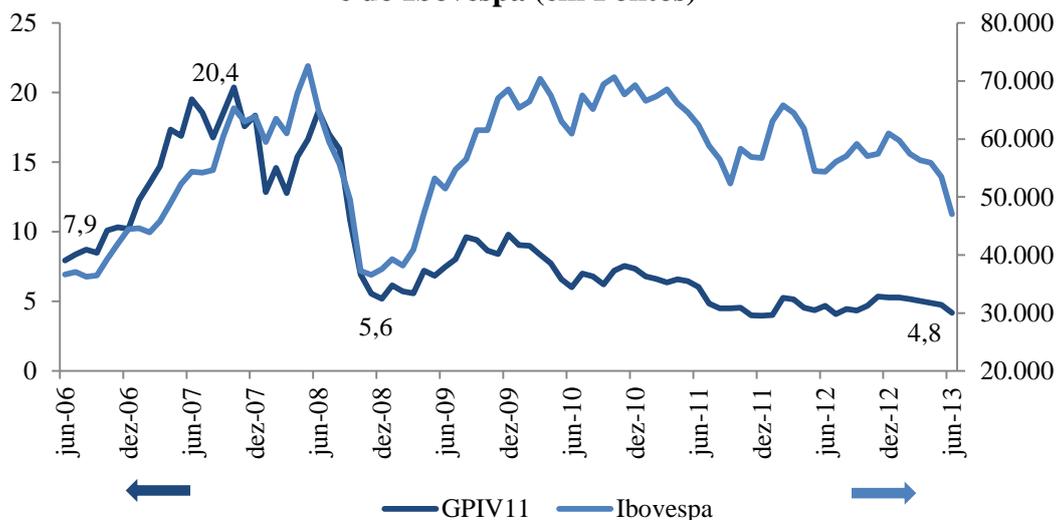
Como mencionado no primeiro capítulo, as taxas de administração e performance são as principais fontes de receita de um gestor de PE. Ao observar a primeira, vê-se que essa conta varia muito pouco ao longo do tempo se comparada com as outras fontes de receita, já que ela é um percentual do capital total administrado. Enquanto isso, a taxa de performance apresenta uma volatilidade bem maior, já que é diretamente proporcional ao retorno obtido no momento dos desinvestimentos. Assim como no primeiro item, observa-se que os anos de 2008 e 2011 foram desastrosos em termos de taxa de performance, deixando evidente que esses anos também foram ruins para os gestores de *private equity*.

De maneira geral, ao desconsiderarmos 2009 - que foi um ano de recuperação da bolsa - nota-se que a receita da GP tem sido bastante abaixo do que foi visto em 2007, além de apresentar uma enorme volatilidade das contas geradoras de receita. Portanto, embora o ano pré-crise possa ser viesado como base de comparação, a performance recente da gestora parece estar bem longe daquilo desejado tanto pelos investidores quanto pelos gestores da GP.

4.4.4. Impacto no Preço da Ação da GP Investments

Ao observar a trajetória recente da ação da GP Investments (GPIV11), nota-se que a má performance nos últimos anos discutida no item anterior parece estar refletida no preço do ativo.

Gráfico 24 - Evolução do Preço da Ação GPIV11 (em Reais) e do Ibovespa (em Pontos)



Fonte: FactSet

A partir do gráfico acima, percebe-se que os preços dos dois ativos se movimentaram de maneira muito parecida entre junho de 2006 (IPO da GP) e o momento do estouro da crise. Entretanto, também vê-se que o Ibovespa voltou a subir após o começo de 2009 e se recuperou ao longo do ano, enquanto a ação da GP esboçou uma reação até dezembro de 2009 mas desde então vem em trajetória de queda.

Dessa maneira, o preço da ação da GP na bolsa de valores pode estar refletindo que a confiança do investidor na gestora foi de algum modo abalada. O ativo, que chegou a custar R\$20,38 em outubro de 2007, custa atualmente apenas R\$4,17, representando uma queda de quase 80% do valor da ação, enquanto o Ibovespa registra, no mesmo intervalo, uma queda de 18%.²⁴

A queda acentuada da ação da gestora durante a crise financeira bem acima daquela observada pelo índice da bolsa brasileira (-72% e -49%, respectivamente, comparando o máximo e o mínimo alcançado pelos dois ativos no período)²⁵, além da permanência de seu preço em níveis bastante reduzidos nos últimos anos são evidências de que a crise afetou fortemente a GP Investments.

²⁴ R\$4,17 foi o preço de fechamento da ação GPIV11 em 21/06/2013, de acordo com o FactSet.

²⁵ Para o cálculo, foram usados os fechamentos dos meses: out/07 e mar/09 para GPIV11, e mai/08 e nov/08 para o Ibovespa.

5. Conclusões

Os objetivos centrais desse trabalho eram analisar como o mercado de *private equity* brasileiro foi impactado pela crise financeira mundial, realizar uma comparação com o mercado indiano e ainda fazer um estudo de caso para a GP Investments com o intuito de saber de que maneira as organizações gestoras foram afetadas nesse período.

No início do Capítulo 3, vê-se que todos os possíveis canais de transmissão da crise para o setor de *private equity* no Brasil se realizaram na prática. Em 2008, o volume monetário captado com a emissão de debêntures caiu 58%, representando a dificuldade de contração de dívida, o número de IPOs foi de apenas 4 contra 64 no ano anterior, evidenciando a dificuldade de efetuar o desinvestimento via abertura de capital, e o levantamento de novos recursos caiu 89% em 2009. Constatou-se também que o primeiro e o terceiro itens citados voltaram a se recuperar nos anos seguintes, enquanto o número de aberturas de capital na bolsa permanece fraco até hoje.

Posteriormente, verificou-se que o número de transações de *private equity* e o volume financeiro negociado no Brasil acompanharam o movimento feito pela captação de dívida via debêntures e pelo levantamento de capital, isto é, caíram no auge da crise mas se recuperaram nos anos seguintes. Ou seja, o setor voltou a ficar aquecido a partir de 2010 mesmo com o número de IPOs na BM&FBovespa ficando estagnado, sugerindo aposta do setor em outras formas de desinvestimento.

Na comparação do mercado brasileiro de *private equity* com o indiano, observou-se que no país asiático o acesso à bolsa de valores parece ser mais fácil. O valor médio das empresas listadas na *Bombay Stock Exchange* é 11 vezes menor do que o valor médio das empresas listadas na bolsa brasileira, sugerindo a forte presença de companhias pequenas e médias na BSE. Isso exerce influência direta sobre o setor de capital de risco, uma vez que há um claro incentivo para essa indústria investir no *middle market* devido à facilidade de saída do investimento. O baixo preço médio pago nas transações é uma evidência de que a aquisição de empresas de menor porte na Índia é muito mais comum do que no Brasil, explicando em grande parte a razão de haver consideravelmente mais *deals* naquele país.

Ainda no Capítulo 3, viu-se que o número de transações na Rússia e na África do Sul também caiu drasticamente em 2009, porém enquanto no primeiro país esse número voltou a subir nos anos seguintes, no segundo a quantidade de negociações permanece

estagnada até hoje. Já na China, observou-se um padrão diferente dos outros países, uma vez que os *deals* de *private equity* diminuíram consideravelmente nos últimos dois anos, acompanhando a desaceleração da atividade econômica do país.

Finalmente, no Capítulo 5 verificou-se que a crise impactou a GP Investments de várias maneiras e mais uma vez os canais de transmissão apresentados no Capítulo 3 se mostraram válidos na prática. A captação de recursos do Fundo 5 ficou abaixo do esperado pelo mercado financeiro, grande parte das empresas em portfólio sofreram substancial perda de valor de mercado e uma delas acabou sendo vendida pelo preço simbólico de US\$1. Viu-se também que mesmo quase cinco anos após o início da crise a gestora não parece ter se recuperado, resultado refletido que é em suas demonstrações financeiras, no retorno sobre o capital investido dos Fundos 4 e 5 e no preço de sua ação na bolsa de valores.

6. Referências Bibliográficas

- ACHARYA, V. V.; FRANKS J.; SERVAES H., *Private equity: boom and bust?*, Journal of Applied Corporate Finance, Inglaterra, 2007.
- AHUJA, J., Indian capital market: an overview with its growth, VSRD International Journal of Business & Management Research, India, 2012.
- BARBOSA, Flávia; Bernanke diz que estímulos podem acabar em meados de 2014, Jornal O Globo, <<http://oglobo.globo.com/economia/bernanke-diz-que-estimulos-podem-acabar-em-meados-de-2014-8745189>>, Acesso em junho de 2013.
- BEZERRA, J. C. A., Introdução à indústria de *private equity* no Brasil, Dissertação de Mestrado em Administração de Empresas, FGV-SP, São Paulo, 1999.
- CANALINI, A. de A., O desenvolvimento das participações privadas no mercado brasileiro, Dissertação de Mestrado em Administração de Empresas, PUC-RJ, Rio de Janeiro, 2007.
- CANÇADO, P.; Fundadores da Imbra vão processar o GP, O Estado de São Paulo, 21 de julho de 2010, Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/noticias/impreso,fundadores-da-imb-ra-va-o-processar-o-gp,583936,0.htm>>, Acesso em maio de 2013.
- CEPEA, Preço ao produtor é o maior em cinco anos, maio/2013, Disponível em: <<http://www.cepea.esalq.usp.br/leite/?page=164>>, Acesso em junho de 2013.
- CORDEIRO, Carlos R.C. Riscos e benefícios de investimentos de *private equity*, e o potencial do setor, face à situação da economia brasileira, Dissertação de Pós-Graduação em Economia, UFRGS, Rio Grande do Sul, 2006.
- DELOITTE, *Private equity – fueling India’s growth*, Reino Unido, 2012.
- ELLER, E.P., Análise do desempenho de longo prazo dos IPOs de empresas com participação prévia de fundos de *private equity* e venture capital de 2004 a 2011 na BM&F Bovespa, Dissertação de Mestrado em Economia, FGV-SP, São Paulo, 2012.
- EMPEA - Emerging Markets *Private equity* Association, emerging markets *private equity* survey, Estados Unidos, 2011.
- EMPEA - Emerging Markets *Private equity* Association, EMPEA industry statistics, Estados Unidos, 2013.

GIOIELLI, Sabrina P. O. Os gestores de *private equity* e venture capital influenciam a governança corporativa das investidas? Evidências das empresas estreantes na Bovespa, Dissertação de Mestrado em Administração de Empresas, FGV-SP, São Paulo, 2008.

GP Investments, Divulgação de Resultado Anual e Trimestral, de 2007 a 2013.

GROH, A. P., *Private equity* in emerging markets, IESE Business School – University of Navarra, Spain, 2009.

INOCIMA, Fábio M. Governança, alavancagem e ciclicidade: a eficiência do modelo brasileiro de *private equity*, Dissertação de Mestrado em Finanças e Economia de Empresas, FGV-SP, São Paulo, 2010.

KAWANAMI, Débora A. Análise do impacto da crise financeira sobre o setor de *private equity* no Brasil, Monografia de Graduação em Engenharia de Produção, Escola Politécnica da USP, São Paulo, 2009.

KRISHNAN, K. P., Financial development in emerging markets: the Indian experience, ADBI Working Paper 276, Japão, 2011.

LATINI, E. T.; FILHO, J. R. F., A eficácia de gestores de fundos de *private equity* e venture capital quanto ao desenvolvimento de governança corporativa em pequenas e médias empresas brasileiras, 7º Encontro Internacional da Academia Iberoamericana de Management, Peru, 2011.

RAMALHO, C. et al., A indústria de *private equity* e venture capital – 2º censo brasileiro, GVcepe/FGV-EAESP, São Paulo, 2011.

RAMALHO, C.; FURTADO, C. V., Introdução ao *private equity* e venture capital para empreendedores, GVcepe/FGV-EAESP, São Paulo, 2010.

RAMALHO, C.; FURTADO, C. V., Panorama da indústria brasileira de *private equity* e venture capital, GVcepe/FGV-EAESP, São Paulo, 2008.

REVISTA VEJA; LBR, dona da Parmalat no Brasil, pede recuperação judicial, 15 de fevereiro de 2013, Disponível em: <<http://veja.abril.com.br/noticia/economia/lbr-dona-da-parmalat-no-brasil-pede-recuperacao-judicial>>, Acesso em maio de 2013.

RIBEIRO, Leonardo de L. O modelo brasileiro de *private equity* e venture capital, Dissertação de Mestrado em Administração, USP, São Paulo, 2005.

ROMANI, G., O capital de risco no Brasil – uma contribuição a partir da experiência francesa, Tese de doutorado em Administração e Contabilidade, USP, São Paulo, 1997.

SIQUEIRA, E. M. R.; CARVALHO, A. G. de; NETTO, H. G., Determinantes do sucesso dos investimentos de *private equity* e venture capital no Brasil, Revista Brasileira de Finanças, Rio de Janeiro, 2001.