

## Um guia completo para investimentos em private equity

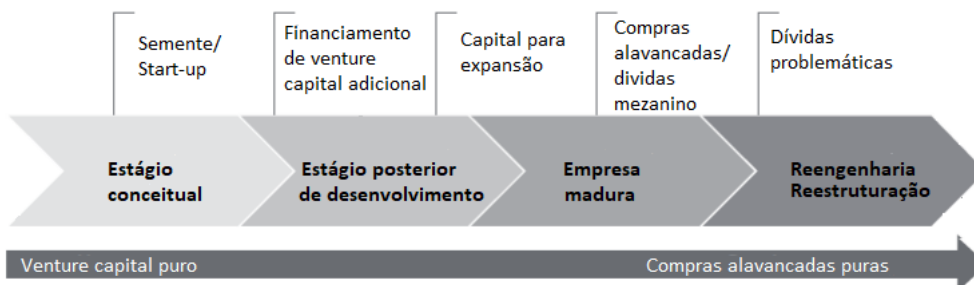
Normalmente, podemos definir private equity como transações negociadas privadamente com empresas de capital aberto ou fechado. Embora a maioria das transações de private equity envolva investimentos em empresas de capital fechado, podem abranger desde o financiamento de start-ups até a injeção de capital para crescimento de uma empresa em expansão ou do controle de empresas maduras de capital aberto ou fechado. O que é comum à maioria dos investimentos de private equity, é que os investidores muitas vezes adquirem grande ou significativa participação acionária na empresa por meio de um sistema altamente estruturado.

Os gestores de private equity assumem papel ativo em monitorar e aconselhar as empresas de seu portfólio. Através esta abordagem "prática", os gestores procuram criar valor e aumentar os retornos influenciando diretamente a estratégia e desempenho da empresa, bem como o tempo da saída do investimento, seja por meio de uma venda a um comprador estratégico (por exemplo, uma corporação) ou financeiro (por exemplo, outra empresa de private equity) ou por meio de uma oferta pública inicial ("IPO").

### Introdução ao Private Equity

Como a Figura 1 ilustra, um investimento de capital privado pode ocorrer em praticamente todas as fases do ciclo de vida de uma empresa. São comuns quatro subclasses de private equity: venture capital, compras alavancadas, financiamento mezanino, dívidas

**FIGURA 1. O amplo espectro dos investimentos em private equity**



Fonte: Carbyne

### VENTURE CAPITAL

O venture capital ("VC") é uma importante fonte de financiamento para start-ups ou empresas em processo inicial de desenvolvimento de produtos e serviços que ainda não têm acesso ao financiamento público por meio de ofertas de ações ou emissão de dívidas. Os investimentos de VC são feitos em empresas em fase de rápido crescimento, com forte concentração nos setores de tecnologia e ciências da vida. Existem vários estágios de investimento em VC, que muitas vezes representam marcos financeiros e/ou operacionais alcançados pelas empresas apoiadas. A medida que essas empresas crescem e passam de uma rodada de financiamento para a próxima, suas avaliações muitas vezes aumentam. Estas rodadas são frequentemente referidas como séries A, B, C e assim por diante (ver Figura 2). Em alguns casos, os investimentos de VC podem começar com um rodada "semente", que envolve capital inicial para dar funcionamento a empresa. Geralmente, em estágio inicial os investidores de VC procuram adquirir participações relativamente grandes nas empresas do portfólio para maximizar os rendimentos que recebem no valor de saída.

As empresas nas primeiras rodadas de investimento em VC tem perfis de risco mais elevados e assim suas avaliações tendem menores, embora o potencial de valorização é maior. O risco associado ao venture capital é ampliado pelo fato que as empresas podem ter pouco ou nenhum histórico. As empresas apoiadas por venture capital podem ter equipes de gestão e produtos não testados, e suas receitas e lucros podem ser baixos ou nulos.

**FIGURA 2. Estágios de financiamento de venture capital**

	<b>Estágio inicial “Série A”</b>	<b>Estágio intermediário “Série B”</b>	<b>Estágio posterior “Série C”</b>
<b>Administração</b>	Pequeno número de fundadores, muitas vezes ex-profissionais e executivos	Crescimento da equipe de gestão	Crescimento da equipe de gestão
<b>Produto e mercado</b>	Estágio conceitual, geralmente representado apenas por um “plano de negócios”	Protótipo em funcionamento ou produtos demonstráveis, começam os testes “beta” com os clientes iniciais	Produtos em fabricação, Conquista de alguns clientes chave
<b>Valor normalmente Investido</b>	US\$3 milhões a US\$10 milhões	US\$5 milhões a US\$15 milhões	+ de US\$10 milhões
<b>Porcentagem da empresa adquirida por novos investidores</b>	20% a 35%	10% a 25%	5% a 15%

Fonte: Carbyne

Observação: A figura acima é ilustrativa, apresentado apenas para fins de informação, os investimentos de venture capital podem ser diferentes em cada caso

## BUYOUTS

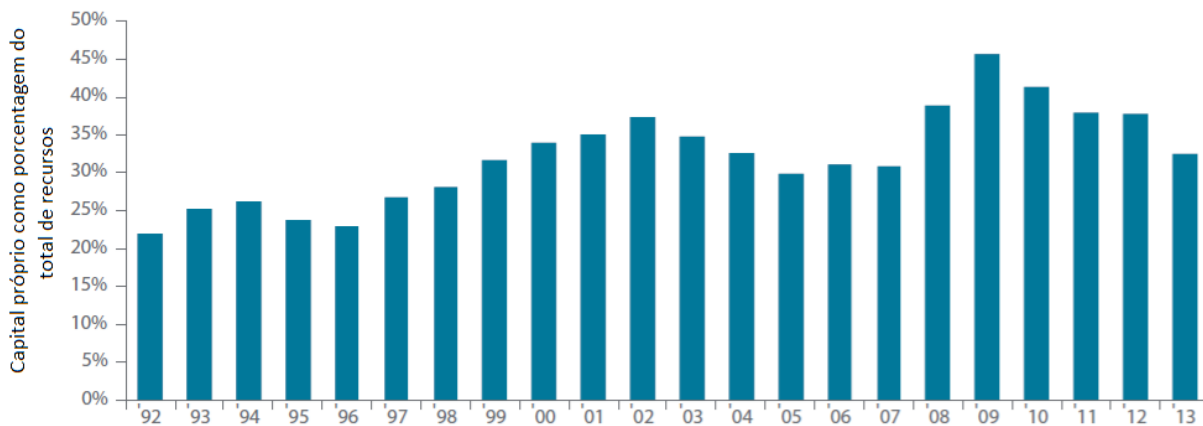
Buyout, também conhecido como compra alavancada (leveraged buyout ou LBO), é uma estratégia que normalmente envolve a aquisição de um negócio relativamente maduro, de uma empresa de capital aberto ou fechado. Como o nome indica, as compras alavancadas são financiadas com dívida, geralmente na forma de crédito bancário e/ou títulos de alto rendimento. Geralmente, esses títulos, especialmente os títulos de alto rendimento, recebem ratings abaixo do grau de investimento ou sem classificação. Na década de 1980, muitas transações LBO exigiam apenas 5% a 10% de recurso próprio. Hoje em dia, devido as condições de crédito mais rígidas e os padrões de subscrição mais conservadoras, os LBOs são financiados, em média, com 35% a 40% em capital próprio.

De acordo com a especialidade do gestor, os fundos de LBO podem seguir diferentes estratégias. Alguns tem foco na consolidação de setores grandes e fragmentados, o que é conhecido como uma estratégia de “buy-and-build” (comprar e montar). Por outro lado, outras empresas se concentram em situações de recuperação ou melhoria operacional. Há empresas de LBO “orientadas para o crescimento” que irão comprar unidades de negócios, como uma divisão de uma empresa que é considerado não essencial para o negócio principal ou empresa controladora. Com o investimento de capital e direção estratégica que um LBO empresa fornece, esses negócios podem ser revividos e potencialmente transformadas em empresas de alto crescimento.

Muitas empresas LBO empregam ex-executivos corporativos, com experiência operacional significativa nos setores que compõem os alvos dos investimentos para agregar seus conhecimentos e perspectivas na formulação de estratégias e tomada de decisões.

Os investidores devem estar cientes que Buyouts são investimentos de alto risco, inclusive pelo uso de alavancagem na estrutura de capital da empresa investida. Além disso, apesar de existir dificuldades em várias indústrias e setores que podem se traduzir em oportunidades de aquisição, elas também apresentam riscos.

**Figura 3. Proporção de contribuições de capital próprio para compras alavancadas (1992-3º T 2013)**



Fonte: Carbyne

Observação: A figura acima é ilustrativa, apresentado apenas para fins de informação, os investimentos de venture capital podem ser diferentes em cada caso

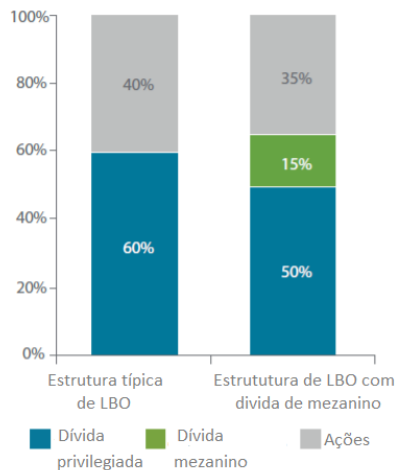
### Dívida mezanino

A dívida de mezanino, conforme mostrado na Figura 4, é uma dívida privilegiada em relação ao capital, mas subordinada as dívidas preferencias. O financiamento mezanino, normalmente é empregado para ajudar a financiar compras alavancadas quando alternativas de financiamento de baixo custo, como as dívidas de alto rendimento, não estão disponíveis. Nos EUA, a dívida mezanino tem sido usada principalmente em empresas de médio porte, inferiores a US\$ 500 milhões e, em menor extensão, para recapitalização e capital para expansão. Na Europa, é usada em empresas de todos os tamanhos já que o mercado de alto rendimento é menos maduro do que nos EUA. Os investidores mezanino desfrutam de proteção por meio do “colchão de capital” abaixo deles.

Eles assumem mais riscos (do que os detentores da dívida preferenciais, e são compensados por meio de juros mais elevados, e em alguns casos, através da conversão da dívida em ações da empresa geralmente na forma de warrants emitidos juntamente com o título mezanino. No entanto, devido aos custos mais elevados, os empréstimos mezanino normalmente são quitados antes do vencimento.

Os juros de um título mezanino são pagos periodicamente ou acruados (ou seja, juros compostos que são diferidos até o vencimento final, o que permite a empresa conservar seu fluxo de caixa). Como é o caso de outras subclasses de private equity, os financiamentos mezanino acarretam riscos de investimentos elevados. Conforme mencionado anteriormente, os investimentos mezanino são subordinados ao endividamento preferencial da empresa que inclui dívida bancária, de fornecedores, trabalhista e fiscal.

**Figura 4. Características das dívidas mezanino**



**O que é dívida mezanino?**

- Um financiamento com subordinação intermediária, entre as dívidas preferenciais e o capital ordinário. Exemplos: debentures conversíveis/subordinadas, títulos preferenciais estruturados
- Retornos previstos entre os das dívidas preferenciais e o das ações da empresa
- Tem características de um instrumento de dívida

Condições	Dívida privilegiada	Dívida mezanino
Amortização	De 1 a 7 anos	De 5 a 9 anos
Juros	Pagos regularmente	Pagos e/ou diferidos
Subordinação	Privilegiada	Júnior/Subordinadas
Cláusulas	Rígidas	Mais flexíveis

Fonte: Carbyne

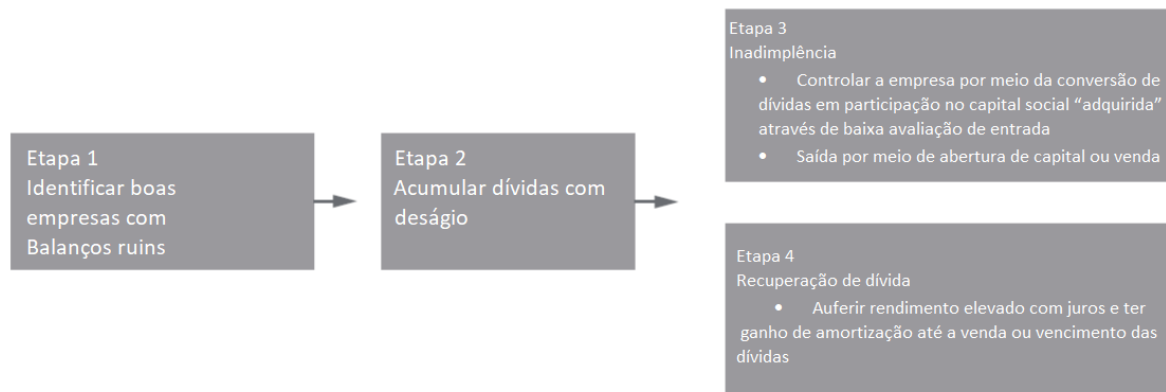
Observação: O quadro acima é um exemplo apresentado apenas para fins de informação, a estrutura efetiva dos financiamentos pode ser diferente em cada caso

**Dívidas problemáticas**

Empresas de private equity com dedicadas a dívidas problemáticas geralmente compram no mercado secundário obrigações de empresas que entraram com pedido de falência ou estão em via de fazê-los. Existem duas estratégias no investimento em dívidas problemáticas.

A primeira estratégia, conforme ilustrado na Figura 5, é muitas vezes referida como "dívidas para controle", em que um investidor busca obter o controle de uma empresa em processo de falência ou reorganização. Usando essa estratégia, o investidor se torna primeiramente um credor importante da empresa alvo, através da compra de seus títulos ou dívidas bancárias preferenciais com deságios elevados. O status de credor do investidor dá vantagem necessária para tomar ou influenciar decisões importantes durante a reorganização de uma empresa - processo que pode potencialmente permitir que ela saia do regime falimentar. Como parte deste processo, as empresas de dívidas problemáticas trocam a dívida estabelecida com a empresa em processo de falência ou reorganização por ações novas da empresa reorganizada, frequentemente com avaliações bastante atraentes. Este tipo de investimento em dívidas problemáticas é frequentemente usado como um meio "barato" de assumir o controle de empresas que têm bons ativos, mas uma estrutura de capitalização inadequada (dívidas em excesso).

Figura 5. Como os investidores podem lucrar com o investimento em dívidas problemáticas



Fonte: Carbyne

A segunda estratégia principal de investimento via dívidas problemáticas é a estratégia de negociações (comumente empregada por fundos de hedge) em que um investidor compra uma dívida problemática e busca lucrar conforme a empresa se recupera e suas dívidas se valorizam. Esta estratégia depende da capacidade do investidor de identificar empresas que estão enfrentando dificuldades financeiras, e provavelmente se recupere no futuro próximo.

Não é de surpreender que o investimento em dívidas problemáticas seja altamente cíclico. Normalmente, uma economia fraca leva ao aumento das taxas de inadimplência e no número de empresas em dificuldades financeiras, criando oportunidades para investidores focados nessa estratégia. De forma oposta, períodos de crescimento econômico mais forte tendem a fornecer menos oportunidades para os especialistas nesse tipo de investimento. Somando aos riscos relacionados aos ciclos econômicos, as dívidas problemáticas se caracterizam pelo risco decorrente das incertezas que podem cercar uma empresa que está saindo de um processo falimentar.

Além disso, o processo de falência ou reorganização é altamente complexo e demorado. Existe sempre a possibilidade de desvalorização do investimento em caso de erro de análise por parte do gestor ou do surgimento de circunstâncias imprevistas no processo de reorganização.

## POR QUE INVESTIR?

Os investimentos em private equity oferecem aos investidores experientes e sofisticados um complemento atraente as carteiras mais tradicionais de ações e renda fixa. De fato, private equity tem superado o retorno de mercado de públicos de ações e pode fornecer acesso a oportunidades únicas que estão disponíveis apenas no mercado privado.

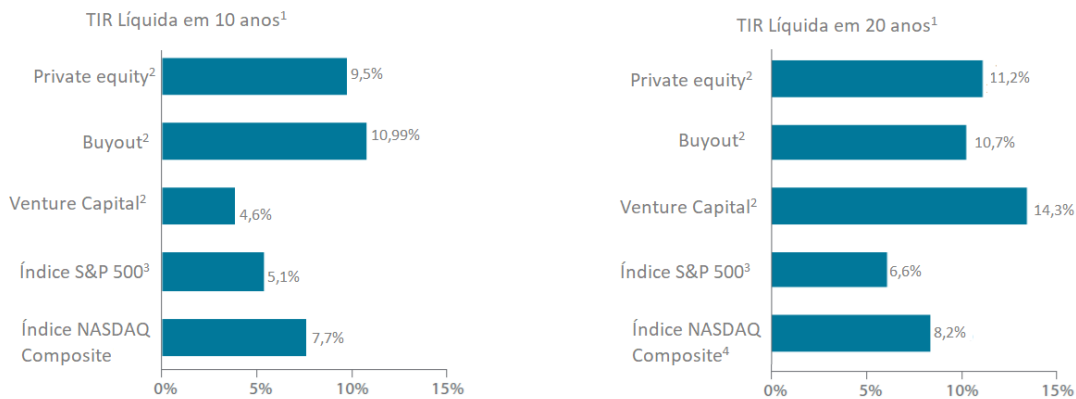
No entanto, apesar dessas vantagens, os investidores devem estar cientes de que os investimentos em private equity apresentam riscos, que são explicados em maiores detalhes nesse material.

### Possibilidade de retornos acima da média

Geralmente, a natureza privada do private equity permite que investidores invistam a preços mais baixos do que transações comparáveis do mercado público. O valor das empresas adquiridas também pode aumentar à medida que elas amadurecem ou melhoram suas operações. Investidores são recompensados pelo valor criado em um investimento de private equity quando o ativo é listado por meio de uma transação nos mercados públicos (por exemplo, abertura de capital) ou é vendido por

um valor mais alto em uma fusão e transação M&A (fusões e aquisições). No período de 10 anos encerrado em junho de 2013, a média dos retornos de private equity superou os mercados públicos, com um prêmio de 4.4% sobre o S&P 500. Em um período de 20 anos, esse prêmio foi de 4,6% sobre o S&P (ver Figura 6).

**FIGURA 6. Retorno dos mercados públicos e privados nos últimos 10 e 20 anos**



Fonte: ThomsonOne e Capital IQ

Observação: O desempenho passado não é garantia de resultados futuros, os resultados efetivos podem ser diferentes e não é possível investir diretamente em um índice.

<sup>1</sup>A TIR é um método de avaliar o desempenho de fundos de private equity, determinado pelo montante e momento das entradas e saídas de caixa e pelo valor residual dos investimentos ao final do período; a TIR líquida é a taxa interna de retorno após a dedução das taxas de gestão, despesas e de carried interest (taxa de performance do gestor); em 30/6/2013

<sup>2</sup>Conforme definido pela ThomsonOne, o retorno de "private equity" é uma composição de retornos que inclui venture capital, buyouts e fundos mezanino (que não é um componente significativo); "Buyouts" inclui buyouts pequenos, médios, grandes e mega-buyouts; "venture capital" inclui os fundos que investem em estágios iniciais, de semente e mais avançados

<sup>3</sup>O índice S&P 500 é um índice de ações não administrado composto principalmente por empresas de capitalização elevada; o investimento no Índice S&P 500 está sujeito aos riscos gerais do investimento em ações que incluem, entre outros, o risco de mercado e a volatilidade dos retornos

<sup>4</sup>O Índice NASDAQ Composite é um índice de ações não administrado com ênfase em empresas direcionadas para tecnologia; o investimento no índice NASDAQ Composite está sujeito aos riscos gerais do investimento em ações que incluem, entre outros, o risco de mercado e a volatilidade dos retornos

Esses números de desempenho são apenas médios, e o desempenho dos gestores do quartil superior pode ser significativamente mais alto. Como discutido posteriormente, há uma diferença substancial entre os melhores gestores de private equity e os que se situam na média indústria. No entanto, o desempenho passado, não é garantia de resultados e os resultados efetivos podem variar. Além disso, investimentos de private equity envolvem riscos substanciais que não são associados a investimentos no Índice S&P 500 ou NASDAQ Composite, como iliquidez e dificuldades para avaliar os preços correntes dos ativos.

### Diversificação e acesso a oportunidades únicas

Embora o desempenho de private equity tenha alguma correlação ao desempenho do mercado público, investimentos nessa modalidade proporciona exposição a classes de ativos que são diferentes de investimentos tradicionais em ações e renda fixa. Investidores de private equity, muitas vezes têm acesso a segmentos de mercado com acesso restrito. Por exemplo, investir em ideias e empresas mais inovadoras, com maior potencial de retorno (e maior risco), pode ser alcançado dentro do setor de venture capital, que oferece aos investidores oportunidades de financiar empresas que estão na vanguarda dos setores de tecnologia, saúde e energia. Buyouts oferecem aos investidores oportunidades para participar da transformação das empresas desfavorecidas ou divisões empresariais que têm potencial para aumentar o valor quando estimuladas com recursos financeiros substanciais e esforço estratégico. Como a maioria das empresas de capital aberto estão sob pressão constante para atingir suas metas financeiras trimestrais, possivelmente em conflito com seu desenvolvimento de longo prazo, essas transformações ocorrem mais frequentemente no mercado privado.

Os investidores de private equity também podem ser atraídos por oportunidades em compras de dívidas problemáticas ou na compra direta de ativos problemáticos. Navegar pelo segmento falimentar do mercado envolve conhecimento da complexa legislação de falências e de como e onde adquirir esses ativos. Gestores qualificados têm experiência, tempo e recursos necessários para fazer esses investimentos.

### Possíveis vantagens tributárias

Além dos benefícios da diversificação e da relação risco/retorno mais atraente, os investidores de private equity domiciliados nos EUA também podem desfrutar de vantagens tributárias, já que a maior parte dos ganhos gerados por fundos de private equity são de longo prazo, tributados com alíquota mais favorável. Ganhos, perdas, receitas e as despesas são repassados a cada investidor por intermédio de um veículo de private equity (Limited Partnership), mas a dedutibilidade de certas despesas de investimento está sujeita a várias limitações.

### Fatores-chave de sucesso

#### Seleção de gestores

Em nossa opinião, a seleção dos gestores é o primeiro e o principal item na lista de fatores-chave de sucesso para o investimento em private equity. Ao investir em um fundo de private equity, os investidores estão investindo em uma equipe de profissionais pois, em muitos casos, o investimento em private equity é uma espécie de “caixa-preta”. Em outras palavras, quando o investidor decide investir em private equity, ele geralmente não sabe que ativos serão adquiridos por aquele fundo. Embora selecionar o que consideramos as melhores empresas para investir constitua um desafio, as recompensas podem ser substanciais. A Figura 7 compara retornos no mercado público e privado ao longo do período de dez anos encerrado em 2013 - A diferença média anual dos retornos dos quartis superior e mediano EUA foi de 11,8% nos EUA. Em comparação, a diferença entre fundos mútuos de ações nesse período foi de apenas 1,5%.

Figura 7. Quartis de fundos de private equity e fundos mútuos de ações - 30/6/2003 a 30/6/2013

Retorno líquido para investidores	Private equity EUA <sup>1</sup>	Fundos de ações EUA <sup>2</sup>	Private equity Europa <sup>1</sup>	Fundos de ações Europa <sup>2</sup>
Quartil superior %	21,5%	9,5%	20,2%	10,5%
Quartil mediano %	9,7%	8,0%	8,9%	8,8%
Quartil inferior %	0,4%	6,8%	(6,5%)	7,4%
Diferença (superior – mediano) %	11,9%	1,5%	11,3%	1,7%
Diferença (superior – inferior) %	21,1%	2,7%	26,7%	3,2%

Fonte: ThomsonOne e Morningstar.

Observação: O desempenho passado não é garantia de resultados futuros; os resultados efetivos podem ser diferentes; não é possível garantir que qualquer investimento produzirá resultados comparáveis, ou mesmo qualquer resultado

Os retornos de private equity dos quartis superior e inferior representam o resultado combinado, líquido de taxas, de todos os fundos no respectivo quartil; os dados de desempenho mediano de private equity representam retornos médios combinados, líquidos de taxas "Fundos de ações EUA" e "Fundos de ações Europa" abrangem todos os fundos mútuos de ações dos EUA e da Europa, respectivamente, acompanhados pela Morningstar Principia no período de 30/6/2003 a 30/6/2013

A diferença entre os quartis superior e mediano é quase 8 vezes maior para fundos de private equity do que nos fundos mútuos. Em outras palavras, a diferença de desempenho entre um gestor superior a um mediano é mais sete vezes maior no universo de private equity do que nos fundos mútuos de

ações. A comparação é surpreendente se considerarmos as diferenças entre os quartis superior e inferiores no EUA: 21,1% em fundos mútuos ao ano em private equity contra apenas 2,7% em fundos mútuos de ações.

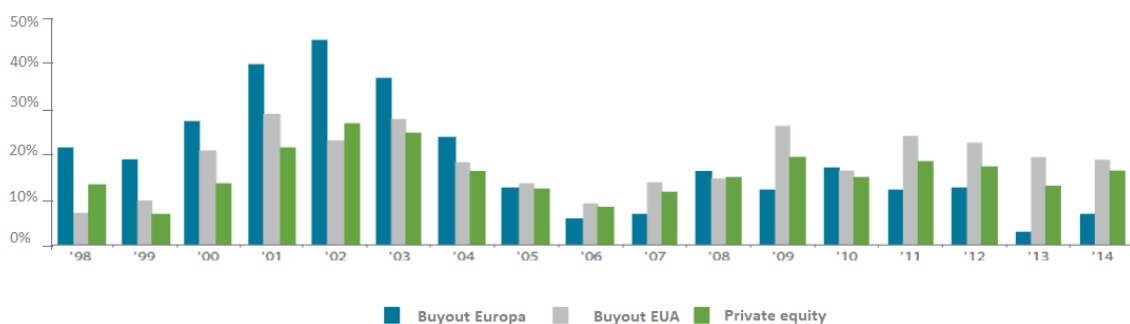
O diferencial nos fundos de private equity europeus também é ampla. Dado o componente elevado de “valor agregado” nos investimentos de private equity, juntamente com as ineficiências desse mercado, não é surpreendente que a dispersão dos retornos dos fundos seja bastante ampla. Os Gestores de private equity com acesso aos melhores recursos, informações e profissionais tem uma vantagem clara. Frequentemente, esses gestores contam com anos de experiência em diferentes ciclos econômicos e no mercado de capitais. Muitas das empresas de private equity de primeira linha atuam no mercado há várias décadas e conquistaram uma reputação de solido desempenho.

## DIVERSIFICAÇÃO

Acreditamos que a criação de uma carteira bem sucedida de private equity envolve distribuir os riscos em vários parâmetros, ao mesmo tempo em que busca aumentar o retorno potencial. A diversificação pode ser por feita por estagio de desenvolvimento (por exemplo, venture capital, buyout) e também por foco setorial, geografia, gestor e “safra”.

A Figura 8 ilustra a importância da diversificação por “safra”. Em private equity, prever o mercado é muito difícil e não é recomendado. Dada a natureza de longo prazo da classe de ativos, um compromisso de private equity feito em qualquer ano (ou seja, "safra") será fortemente influenciado pelas condições econômicas e de mercado prevaletentes nos 5 a 10 anos seguintes, que são difíceis, se não impossíveis de serem previstas com exatidão. Muitos investidores buscam montar carteiras diversificadas por safra para uniformizar os retornos futuros e não concentrar indevidamente os riscos em um único período ou ciclo.

**Figura 8. Importância da diversificação por “safra” em private equity**



Fonte: ThomsonOne

Observação: O desempenho passado não é garantia de resultados futuros; os resultados efetivos podem ser diferentes; não é possível garantir que qualquer investimento produzirá resultados comparáveis, ou mesmo qualquer resultado

As “safras” posteriores a 2008 não foram incluídas devido ao tempo insuficiente para os desinvestimentos

## Tamanho do Mercado

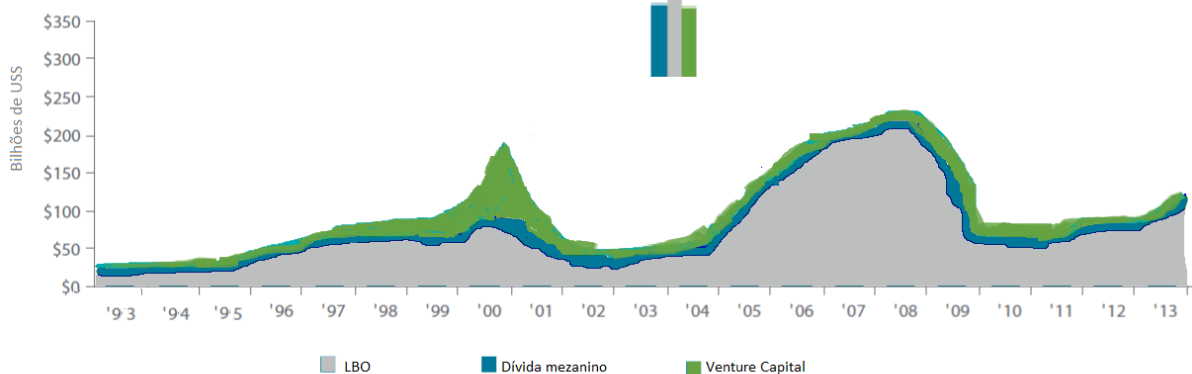
### Captação

No início da década de 1970, apenas algumas empresas captaram fundos de private equity. Hoje, são mais de mil gestores ativos. Como a Figura 9 ilustra, o fluxo de recursos para private equity tem apresentado crescimento elevado impulsionado pelo forte desempenho da classe de ativos. No



período de 10 anos encerrado em 2013, o volume de capital captado para private equity apresentou crescimento anual efetivo de 11,6%.

**FIGURA 9. CAPTAÇÃO GLOBAL DE PRIVATE EQUITY**



Fonte: ThomsonOne

Embora de forma geral, o crescimento na captação tenha aumentado, ele apresentou ciclicidade dependendo do prazo em que os gestores voltam ao mercado com o próximo fundo (normalmente, em cada três a cinco anos) e das condições gerais do mercado.

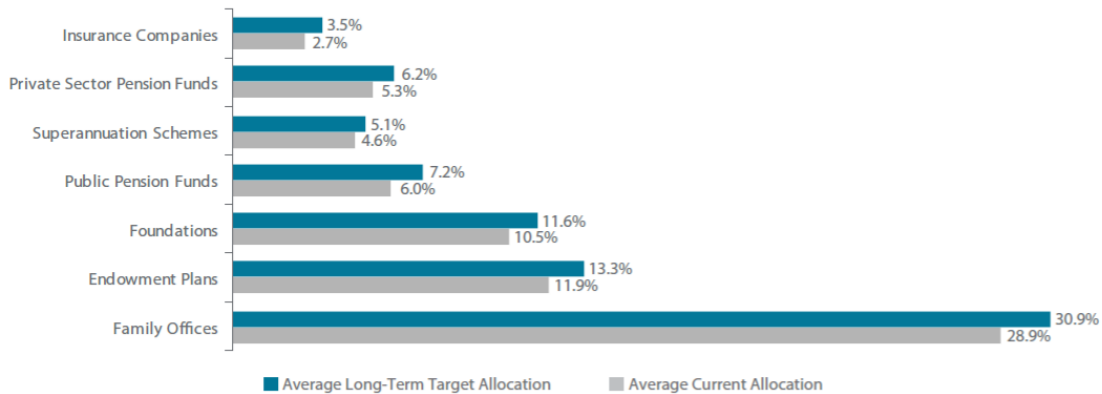
O private equity tem desempenhado um papel cada vez mais importante na economia e nos mercados financeiros globais. Por exemplo, em 2013 as transações e fusões e aquisições que envolveram private equity representaram a 8% total (ver Figura 10). As firmas de buyout vem ampliando cada vez mais uma atuação em termos de porte da empresa, setor e localização geográfica. A Figura 10 destaca a proporção crescente de transações na Asia/mercados emergentes ao longo dos últimos anos. Além disso, a quantidade e qualidade de executivos que fizeram a transição para o mercado de private equity em todo mundo é outro sinal da crescente influência dessa atividade. Milhões de pessoas trabalham em empresas apoiadas por private equity em todo o mundo, inclusive companhia de renome como as conhecidas como Dell, Hilton Hotels e Toys "R". Sem dúvida, private equity continuara a influenciar a economia e os mercados financeiros pelos próximos anos.

### Quem investe em private equity?

**Na década de 1980, os investimentos em fundos de private equity eram realizados principalmente por instituições. Hoje, conforme mostrado na Figura 11, fundos de pensão públicos e privados e fundações tendem a alocar de 6 a 13% de seus portfólios em private equity, dependendo de seus objetivos de risco e retorno e de suas necessidades de liquidez.** Embora as instituições, em ainda respondam pela maior parte do capital de private equity, nas décadas de 1990 e 2000, essa classe de ativos tornou-se mais acessível a pessoas físicas por meio da criação de veículos que proporcionam acesso em valores mínimos menores. Atualmente, os escritórios familiares (Family Offices) são a categoria as mais altas taxas de alocação em private equity. Como mostrado na [Figura 12](#), em termos absolutos, os Family offices representam 5% do capital agregado atualmente investido em private equity, com aplicações que totalizam cerca de US\$75 bilhões.

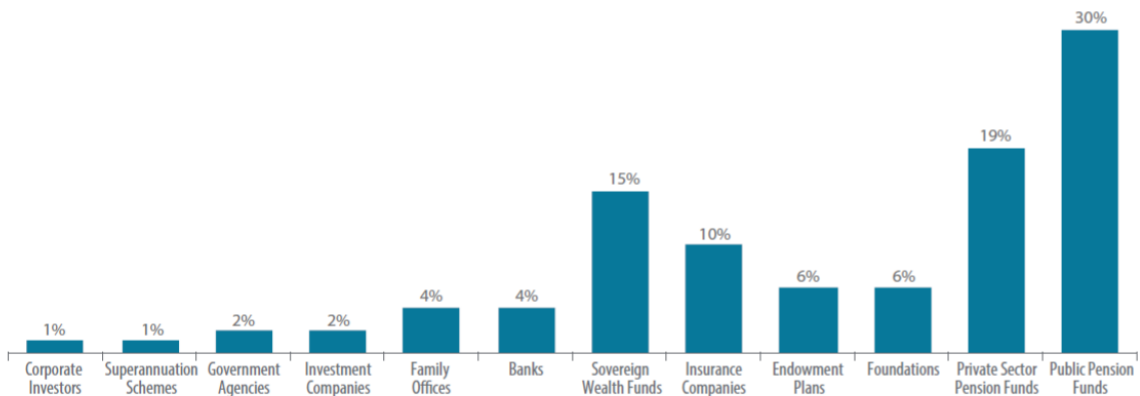
Atualmente, investidores pessoas físicas qualificados, sofisticados e experientes acessam uma ampla gama de fundos de private equity com aplicações mínimas menores. No início de 2013, 85% dos investidores de private equity acreditavam que seus investimentos nessa categoria haviam atendido suas expectativas, em comparação com 77% três anos antes. Em 2013, os investidores assumiram compromissos agregados de investir US\$ 191 bilhões em private equity.

**FIGURE 11 | AVERAGE PRIVATE EQUITY ALLOCATIONS BY INVESTOR TYPE AS A PERCENTAGE OF AUM**



Source: 2017 Prequin Global Private Equity Report.

**FIGURE 12 | CONTRIBUTION PERCENTAGE OF GLOBAL PRIVATE EQUITY CAPITAL COMMITMENTS BY INVESTOR TYPES**



Source: 2017 Prequin Global Private Equity Report.

### Determinantes dos retornos

Os investimentos de capital privado são distintos de ações públicas ao longo de uma série de dimensões, muitas das quais são indiscutivelmente impulsionadores de maiores retornos de capital privado. Investidores em empresas privadas podem se beneficiar da realização de due diligence detalhada, entrando em avaliações mais atraentes, obtendo gestão ativa ou controle do investimento, tendo uma visão de longo prazo de investimento e uso de alavancagem de forma eficiente (consulte a Figura 13).

**Figura 13. Vantagens estruturais do private equity em relação as empresas de capital aberto**

Considerações	Private equity	Empresas abertas
<b>Due diligence</b>	Acesso a informações proprietárias	Acesso a informações públicas
<b>Estrutura de capital das empresas da carteira</b>	Otimizado para a empresa e situação específicas	Sujeito a normas dos mercados públicos, que podem variar
<b>Controle do investimento</b>	Geralmente controle total ou influência significativa; investimento ativo e participação direta, grande envolvimento no conselho de Administração	Voto por procuração
<b>Capacidades do investidor</b>	Experiência no mercado de capitais, contatos no setor, recrutamento da equipe de administração sênior e capital para crescimento	Normalmente investimento passivo, embora os grandes acionistas institucionais possam exercer influência
<b>Horizonte de tempo</b>	Compromisso com a criação de valor no longo prazo, sem pressão dos mercados públicos	As pressões de curto prazo para atingir os resultados trimestrais podem comprometer as metas de longo prazo
<b>Opções de saída</b>	Abertura de capital, M&A, recapitalização de dividendos, transações no mercado secundário (fundo para outro fundo)	Venda no mercado de ações

Fonte: Carbyne

### Diligencia (Due diligence) detalhada

A determinação do valor a pagar em um investimento em private equity é essencial para investidores. O período de diligência de um investimento em private equity pode durar vários meses ou até anos. Nesse período, geralmente o gestor do fundo tem amplo acesso aos registros financeiros, estratégias e equipe de gestão da empresa. Esse nível de detalhe e acesso a informações normalmente não está disponível para os investidores em mercados públicos. Além disso, o gestor de private equity normalmente contrata firmas de consultoria e auditoria para auxiliar na avaliação das empresas alvo. Muitas vezes, esse processo inclui uma interação intensa com clientes, fornecedores e equipe de administração da companhia. O nível de diligência sobre um investimento de private equity é dificilmente replicado por investidores de bolsa, que normalmente não dispõem de tempo, recursos de acesso a informações similares. Por meio dessa disciplina rigorosa, os fundos de private equity são capazes de identificar potenciais impedimentos e contingências nas oportunidades. Isso permite precificar as transações adequadamente e portanto, aumenta a possibilidade de sucesso.

### Influência na operação e no desinvestimento

Em sua grande maioria, os gestores de private equity são profundamente engajados com as empresas de suas carteiras e, frequentemente, exercem influência significativa ou controle total sobre suas operações e finanças. Muitas vezes, essa influência ocorre por meio de assentos no conselho de administração e nomeações de diretores chaves ou, em alguns casos, o próprio gestor assume o cargo de presidente executivo ou presidente do conselho de administração da empresa. Os gestores de private equity também contribuem com seu conhecimento de mercado de capitais. Além disso, eles buscam maximizar o valor dos investimentos, administrando o processo de desinvestimento e determinando o momento, tipo de comprador e estrutura mais adequados para produzir o maior retorno possível em cada evento de liquidez.

### CRIAÇÃO DE VALOR DE LONGO PRAZO

Investidores de private equity desfrutam do privilégio de poder assumir uma visão paciente em relação aos seus investimentos. Isso permite que as empresas investidas adotem estratégias de longo prazo na sua gestão, em vez de focar em atender às expectativas de resultados trimestrais, como

fazem as empresas listadas em mercado de ações - por vezes, às custas das metas de longo prazo. Isso é particularmente importante no ambiente atual de maior governança corporativa e aumento das exigências dos investidores ativistas de curto prazo, como os hedge funds. Outro benefício é que, na maioria das vezes, as empresas apoiadas por private equity não estão sujeitas aos custos e complexidades decorrentes das exigências regulatórias, podendo concentrar-se no crescimento de longo prazo.

### **Diretores das empresas investidas adequadamente “incentivados”**

Para aumentar o valor das empresas investidas pelos fundos, é essencial que os interesses do gestor de private equity estejam alinhados com os dos administradores da empresa. Para fomentar tal alinhamento, as firmas de private equity geralmente oferecem incentivos financeiros à cúpula de administração das empresas da carteira por meio de programas de bônus de subscrição (Stock Option Programs), vinculando a remuneração ao desempenho. Administradores de empresas investidas de private equity bem-sucedidas podem acumular de 5%-10% do capital social da empresa no momento da saída, o que se traduz em um incremento significativo em seu patrimônio pessoal (no caso de uma saída bem sucedida).

### **Estruturas ideais de capital**

Empresas privadas conseguem usar alavancagem de forma mais eficiente do que as empresas de capital aberto. Empresas de capital fechado têm mais flexibilidade para alterar suas estruturas de capital (por exemplo, a combinação de dívidas e capital próprio), enquanto as empresas de capital aberto, muitas vezes, têm de se adequar ao que o mercado considera aceitável em termos de valor e estrutura da alavancagem.

### **Múltiplas opções de saída**

Os fundos de private equity podem "desinvestir" ou "sair" de seus investimentos (isto é, monetizá-los ou liquidá-los) de diversas maneiras. Os métodos mais comuns incluem aberturas de capital, vendas para investidores estratégicos (por exemplo, empresas do mesmo setor), vendas para investidores financeiros (por exemplo, outro fundo de private equity) ou recapitalização via dividendos (retorno de capital para o investidor, de private equity por meio do pagamento de dividendos, possivelmente aumentando o endividamento). Contar com diversas opções de saída oferece aos fundos de private equity uma série de opções para maximizar seu valor. Essa multiplicidade de opções para atingir a liquidez é fundamental quando, por exemplo, o mercado de capitais se fecha devido a condições diversas da economia.

#### **Súmaro de considerações**

- Classe de ativos ilíquida e de longa duração
- Avaliação
- Investimento especulativo
- Compromissos de investimentos são vinculantes e de longo prazo
- Investimento sem visibilidade de ativos (“caixa preta”)
- Acesso a informações
- Informes do Formulário K-1

Em contrapartida, os investidores em ações de empresas abertas normalmente contam com apenas uma opção para realizar seus investimentos: a venda a preço de mercado. Além dos méritos acima citados, investimentos em private equity apresentam alguns riscos que os investidores devem

analisar. Um resumo de tais riscos é apresentado a seguir. Investimentos em fundos de private equity envolvem um grau elevado de riscos. Os investidores devem consultar os riscos específicos de cada fundo no seu respectivo memorando de distribuição privada para uma avaliação mais completa dos riscos envolvidos em determinado investimento. Esses riscos podem incluir:

### **Classe de ativos ilíquida e de longo prazo**

As estratégias de private equity geralmente envolvem investimentos ilíquidos de longo prazo, que não são negociados em mercados públicos nem em bolsa organizada. Os fundos geralmente têm prazo de duração de 10 a 15 anos. Ao contrário do que ocorre com ações ordinárias de uma empresa de capital aberto, os investidores não podem obter liquidez imediata proveniente dos investimentos em private equity. Além disso, o mercado secundário para esse tipo de investimentos geralmente é bastante limitado e as propostas pelas participações em fundos são frequentemente precificadas com deságio em relação ao valor patrimonial. Muitas das vantagens do private equity só podem ser aproveitadas no longo prazo. Os investidores nessa classe de ativos devem ser capazes e estar dispostos a assumir um compromisso de longo prazo a fim de colher os frutos de seu investimento.

### **Avaliação**

Como os fundos de private equity normalmente investem em empresas privadas que não são negociáveis de imediato, muitas vezes é difícil avaliar o valor justo de mercado de suas quotas. O setor evoluiu nos últimos anos após os requisitos definidos pelo FASB (Financial Accounting Standards Board- Comitê de Padrões de Contabilidade Financeira). A partir de 2007, as demonstrações financeiras dos fundos passaram a refletir o "valor justo de mercado" dos ativos na data de sua emissão. "Valor justo" foi definido pelo FASB como o preço pelo qual um comprador e um vendedor conduziriam voluntariamente uma transação com o ativo caso este estivesse sendo transacionado naquele momento. Mesmo com os requisitos adicionais, a determinação do valor justo dos ativos continua sendo bastante subjetiva e os gestores dos fundos podem usar abordagens diferentes para chegar ao valor publicado. Apesar disso, conforme mencionado anteriormente, devido às exigências da base de investidores e pressões setoriais, a transparência e as informações sobre esse tema melhoraram bastante nos últimos anos.

### **Investimento especulativo**

As estratégias de investimento adotadas pelos fundos de private equity podem incluir certas técnicas especulativas, carteiras extremamente concentradas, posições controladas e minoritárias, além de investimentos ilíquidos. Em função de sua natureza especializada, o investimento em um fundo de private equity não é adequado para determinados investidores e deve sempre constituir apenas uma parcela limitada da carteira total do investidor. Não é possível garantir o retorno do capital investido e tampouco que haverá caixa disponível distribuições.

### **Compromissos de investimento com os gestores são vinculantes e de longo prazo**

Um compromisso de investimento a um fundo de private equity é legalmente vinculante segundo os termos do contrato do veículo de investimento. Os investidores devem honrar seus compromissos de capital mesmo que o desempenho do gestor do fundo seja abaixo da expectativa. Os investidores de um fundo geralmente não podem dispensar nem substituir um gestor cujo desempenho seja ruim, e seus recursos jurídicos podem ser limitados. Em situações em que os gestores apresentem desempenho inferior ou não estejam investindo de acordo com a estratégia declarada, os investidores podem tentar influenciar a estratégia de investimentos e o direcionamento do fundo por meio de

diálogos permanentes, fóruns organizados como comitês consultivos e/ou direitos definidos no contrato social do fundo. No entanto, esse pode ser um processo difícil. A dificuldade ou impossibilidade dos investidores para substituir gestores deficientes destaca a importância de que os investidores e consultores conduzam um processo abrangente de diligência antes de comprometer-se com um investimento nessa classe de ativo.

### **Recursos jurídicos para inadimplência**

Se um investidor não atender a uma chamada de capital de um fundo de private equity, este último conta com vários recursos jurídicos em relação a tal investidor e sua participação. Eles incluem, entre outros, confiscar ou vender parte ou a totalidade da participação do investidor fundo ou exigir que ele pague integralmente o restante de seu compromisso de capital.

### **Investimento sem visibilidade de ativos ("caixa preta")**

Ao comprometer-se com um fundo de private equity, um investidor está se comprometendo com uma equipe de profissionais já que, em muitos casos, o investimento em private equity é uma "caixa preta" (ou seja, o investidor não conhece a composição da carteira, pois os recursos são primeiro captados e, depois disso, investidos em empresas). Essa falta de visibilidade dos ativos investidos destaca a importância de conduzir um processo de diligência completo e rigoroso em relação ao gestor antes de efetuar um investimento nessa classe de ativo.

### **Acesso a informações**

Normalmente, existe uma defasagem de até três meses entre o encerramento de um trimestre e o recebimento do relatório trimestral do fundo de private equity pelos investidores. Essa demora resulta basicamente da quantidade de empresas na carteira e da preparação dos relatórios financeiros de cada uma delas. Em alguns casos, dependendo da política do gestor, pode ser difícil obter informações financeiras detalhadas das posições individuais da carteira. Muitas firmas de private equity optam por manter o sigilo sobre os detalhes de seus investimentos. Se determinadas informações financeiras forem amplamente divulgadas, as empresas da carteira podem se encontrar em posição de desvantagem competitiva.

### **Informes do Formulário K-1**

As informações necessárias para que um investidor norte-americano prepare sua declaração de imposto de renda são fornecidas no Formulário K-1 do IRS. Dada a quantidade de investimentos na carteira e a complexidade para a preparação dessas informações tributárias, é possível que os Informes do Formulário K-1 sejam recebidos após o prazo para a entrega das declarações (15 de abril nos EUA). Dessa forma, não é raro que os investidores em fundos de private equity precisem fazer o requerimento de prorrogação do prazo para apresentação de suas declarações de imposto de renda. Além disso, dependendo da estrutura de alguns investimentos do fundo, existe a possibilidade de que os investidores tenham de apresentar declarações de imposto de renda em mais de um estado norte americano. Antes da preparação dos Formulários K-1, alguns gestores de fundos (especialmente de fundos de fundos) fornecem aos investidores projeções que os auxiliam em seu planejamento tributário.

## **Avaliação da performance**

Geralmente, dois indicadores são usados para avaliar o desempenho de investimentos em private equity: a taxa interna de retorno (TIR, ou IRR na sigla em inglês) e o múltiplo de retorno sobre os recursos investidos. Em sua definição estrita, a TIR é a taxa de desconto que faz com que o valor presente líquido de um fluxo de caixa seja igual a zero. Essa talvez seja a ferramenta de avaliação de desempenho mais amplamente utilizada em private equity. Em contrapartida, o múltiplo de retorno é a relação entre os recursos recebidos e os investidos. Por exemplo, se US\$1 investido em um fundo de private equity gerar distribuições de US\$2,50, o múltiplo de retorno será de 2,5 vezes. Conforme explicado a seguir, existem prós e contras na utilização de cada um desses indicadores.

### **Taxa interna de retorno**

O uso da TIR permite que os investidores avaliem o desempenho de uma série de entradas e saídas de caixa de valores diferentes. A taxa é particularmente importante no contexto do private equity, porque tanto as chamadas de capital e investimentos (saídas) e as distribuições (entradas) são feitas ao longo do tempo. Essa característica contrasta com muitos investimentos tradicionais, que consistem em um único pagamento e um único resgate, fazendo com que o cálculo do desempenho seja muito mais simples. Apesar de seus benefícios, a TIR também apresenta diversas desvantagens. Por um lado, atribui dá um peso muito grande aos investimentos que retornam o capital após períodos curtos, mesmo que o valor absoluto dos retornos seja inferior ao de aplicações comparáveis. Essa tendência ficou evidente no mercado aquecido de venture capital do final da década de 1990, quando as empresas evoluíam de sua fundação à abertura de capital em prazos recorde, gerando TIRs bastante elevadas para muitos fundos. Outra desvantagem é a inexistência de um padrão para cálculo da TIR no setor. As firmas de private equity podem usar metodologias ligeiramente diferentes para calcular a TIR de seus investimentos. Mesmo uma mudança muito pequena na metodologia pode ter um impacto significativo sobre os resultados.

### **Múltiplo de retorno**

Como alternativa à TIR, o múltiplo de retorno corrige uma de suas principais desvantagens, que é o peso excessivo atribuído às distribuições feitas em períodos próximos ao do investimento inicial. O múltiplo de retorno é simplesmente um cálculo do valor recebido em relação ao valor investido e não é sensível ao momento das distribuições. Além disso, com o uso do múltiplo de retorno, os investidores não precisam se preocupar com as diferenças de cálculo da TIR entre as firmas ou investimentos, pois sua metodologia é única. Por outro lado, o múltiplo de retorno também apresenta uma desvantagem: ele não leva em consideração a premissa básica referente ao valor do dinheiro no tempo, ou o fato de que, devido à inflação e ao custo de oportunidade, um dólar hoje vale mais do que um dólar no futuro.

### **Interpretando a performance do private equity**

Considerando os fatores descritos anteriormente, acreditamos ser prudente que os investidores usem conjuntamente a TIR e o múltiplo de retorno ao avaliar o desempenho de um fundo de private equity. Alcançar uma TIR elevada, gerada por investimentos bem sucedidos no curto prazo, tipicamente não é uma estratégia de investimentos sustentável que gera riqueza no longo prazo. Da mesma forma, um múltiplo de retorno elevado não é atraente se exigir um prazo excessivamente longo para sua geração. Obter equilíbrio entre os dois indicadores é, portanto, uma maneira sensata de avaliar o desempenho. Na Figura 14, um investidor que avaliasse dois investimentos exclusivamente com base na TIR, preferiria o Investimento A. Contudo, em um exame mais aprofundado, vemos que o Investimento B gera o dobro de lucro que o Investimento A (isto é, um múltiplo de retorno 1,5x), embora sua TIR seja

cinco pontos percentuais inferior à do 2,0x em comparação com outro de Investimento A. Diante dessas considerações, nenhum investimento é tecnicamente "melhor" que outro: a escolha entre as duas opções depende das circunstâncias individuais de cada investidor e de seu acesso a outras oportunidades. Por exemplo, um investidor com acesso contínuo a investimentos de retorno rápido poderia preferir o Investimento A, cujo lucro poderia ser reinvestido rapidamente em outras oportunidades de em rentabilidade elevada. Sem esse acesso, o Investimento B poderia ser mais atraente, apesar de apresentar TIR menor.

**Figura 14. Comparação TIR anual x múltiplos de retorno**

Prazo total do Investimento (anos)	\$100 1	2	3	4	5	TIR anual	Múltiplo de retorno
Fluxos de caixa							
Investimento A	(\$25)	(\$75)	\$145	\$0	\$5	36%	1.5x
Investimento B	(\$50)	(\$50)	\$75	\$25	\$100	31%	2.0x

Fonte: Carbyne  
 Observação: Exclusivamente para fins ilustrativos; o desempenho passado não é garantia de resultados futuros, os resultados reais podem ser diferentes; os fluxos de caixa e o desempenho de um investimento em um fundo de private equity serão diferentes dos apresentados acima

### Entendendo o desempenho trimestral

Ao analisar o desempenho dos fundos de private equity, é preciso considerar outros fatores além das nuances dos indicadores de performance. Como o private equity é uma classe de ativos ilíquida e de longo prazo, as avaliações periódicas podem não ter muito significado, particularmente para a projeção de desempenho no longo prazo. Além disso, muitas firmas de private equity têm metodologias de avaliação diferentes, que podem afetar os relatórios periódicos de desempenho.

Em decorrência disso, ao ler os relatórios trimestrais, principalmente no início da vida de um fundo, os investidores devem se concentrar em entender os aspectos qualitativos, como o ritmo de investimento e o setor ou segmento de atuação do fundo. Por exemplo, a rapidez na utilização do capital pode significar que o fundo está buscando negócios de forma muito agressiva e pode estar suscetível a tendências de avaliação de um período relativamente curto. Alternativamente, a utilização rápida do capital poderia ser prudente em outros casos, dada a natureza do fundo, sua estratégia e a qualidade de seus investimentos. Dessa forma, é importante tentar entender o que está determinando o ritmo dos investimentos. Acompanhar de perto os setores onde o capital está sendo investido ajudará o investidor a entender as tendências setoriais e quais serão os segmentos que determinarão o desempenho do fundo.

Também é importante observar que, em seus primeiros anos de existência, o fundo perderá valor (isto é, valerá menos do que 100% do capital aportado). Parte desse declínio pode ser atribuída a forma como as taxas de gestão são calculadas - elas são computadas sobre o capital comprometido no fundo e não efetivamente sobre valor investido. Isso amplia significativamente o efeito das taxas sobre a performance do fundo em suas fases iniciais; geralmente, poucos gestores conseguem compensar esse efeito com aumento das avaliações logo no começo do ciclo de investimentos.

Além disso, os valores contábeis de alguns ativos podem ser revisados para baixo ou para zero no início da vida de um fundo, enquanto os demais ativos mais recentes ainda estão contabilizados a custo, mesmo que seus desempenhos estejam acima do projetado (geralmente os ativos são carregados a custo durante o primeiro ano), o efeito combinado do peso das taxas e das potenciais baixas no valor de ativos no início da vida de um fundo é normalmente denominado "Curva J", já que

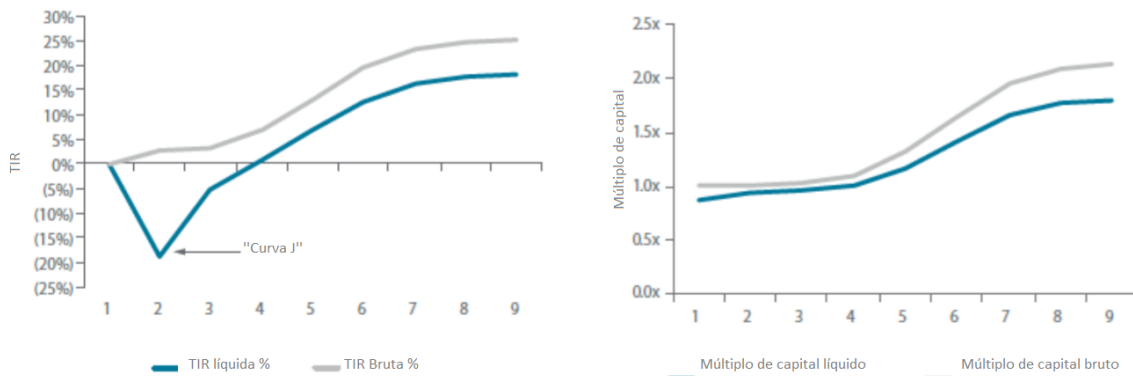


nessa fase a curva do fluxo de caixa e valor da quota de um fundo de private equity se assemelha a essa letra (ver Figura 15).

Nos anos intermediários da vida de um fundo (normalmente a partir do terceiro ou quarto ano), quando se iniciam os desinvestimentos e/ou certos ativos são valorizados contabilmente, o valor do fundo tende a subir (ou seja, tem valor superior a 100% do capital aportado). Conforme afirmado anteriormente, o private equity normalmente não é uma classe de ativos que gere desempenho periódico significativo, particularmente no início da existência do fundo, mas sim uma classe de ativos de longo prazo que é melhor avaliada à medida que a carteira amadurece. Conforme o desempenho das empresas é refletido no valor da quota do fundo, e os investimentos geram liquidez, a análise detalhada de seu patrimônio líquido, informações de distribuições e indicadores de desempenho se tornam mais coerentes.

Os gráficos da Figura 15 apresentam dois indicadores importantes que são geralmente usados para avaliar o desempenho do private equity: a TIR e o múltiplo de retorno, também denominado múltiplo de capital (MOC, sigla em inglês).

**Figura 15. Ciclo de investimento típico do private equity (TIR e Múltiplo de capital)**



Fonte: Carbyne

Observação: Exclusivamente para fins ilustrativos; o desempenho passado não é garantia de resultados futuros e os resultados reais podem ser diferentes. O desempenho passado não é garantia de resultados reais podem ser diferentes. O fluxo de Caixa e o desempenho de um fundo de investimento em private equity real podem ser diferentes dos apresentados acima.

Esses gráficos usam as seguintes premissas: capital investido ao longo de quatro anos (predominantemente nos anos dois e tres) do fundo, taxas de gestao anuais de 1,75%, carried interest de 20%, realizações a partir do ano cinco (predominantemente três a quatro anos após a integralicao do investimento específico) e TIR bruta de 25% os cálculos de desempenho são feitos com base no meio do ano

O primeiro gráfico mostra o efeito "Curva J" da TIR. Conforme apresentado, a disparidade entre os retornos líquido e bruto no início da vida do fundo é significativamente impactada pelo peso da taxa de gestão. De acordo com o que foi discutido anteriormente, a TIR é extremamente sensível ao momento das entradas e saídas de caixa. Ao longo do tempo, as TIRs líquida e bruta convergirão, conforme mais capital for investido e os retornos forem auferidos, diluindo assim o impacto desproporcional das taxas e das potenciais perdas de valor de alguns ativos sobre a TIR no início da vida do fundo.

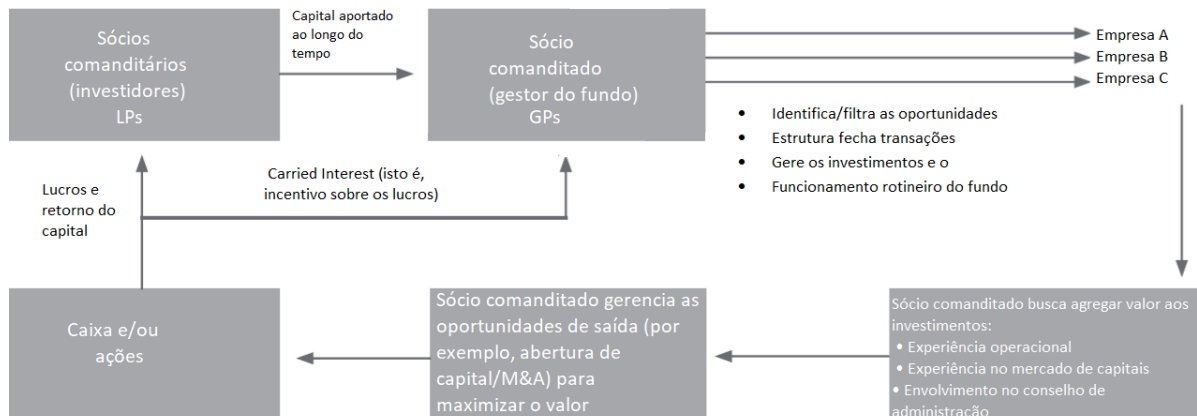
O segundo gráfico mostra os MOCS, que, por sua vez, não convergem ao longo do tempo, e sim tendem a divergir. Embora o MOC seja geralmente baixo ou negativo nos primeiros anos do fundo, a diferença entre seus valores bruto e líquido não é significativa como no caso da TIR. Ao contrário da TIR, o cálculo do múltiplo de retorno não leva em consideração o elemento tempo e, portanto, é menos sensível ao impacto das taxas nos estágios iniciais. No entanto, o MOC é mais sensível à magnitude das taxas ou da carried interest do que com o momento que os fluxos de caixa decorrente deles ocorrem. A carried interest, que funciona como a taxa de performance do gestor, incide no momento em que os investimentos são vendidos ou passam por eventos de liquidez, fazendo com que os MOCS bruto e líquido diverjam ao longo do tempo. Embora também afete a TIR, a carried

interest tende a ter um peso maior no final da vida do fundo e ocorre quando os lucros são auferidos e, dessa forma, tende a não impactar de forma significativa a diferença entre as TIRS bruta e líquida, como ocorre com a taxa de gestão nas fases 10 iniciais do fundo.

### Mecânica do investimento

A mecânica do investimento em private equity é apresentada na Figura 16. A maioria dos investidores em private equity acessa a classe de ativos por meio de compromissos de capital em fundos que, por sua vez, fazem investimentos diretos em empresas fundos (por exemplo, fundo de fundos).

**Figura 16. Como funciona uma sociedade de private equity**



Fonte: Carbyne

### Relacionamento entre gestor e investidores

O gestor de um fundo de private equity é denominado "General Partner" ou "GP", enquanto que os investidores individuais e institucionais, que fornecem a maior parte do capital, são chamados de "Limited Partner" ou "LP". Geralmente, o GP contribui com pelo menos 1% dos compromissos de capital assumidos com o fundo e seus titulares também podem investir recursos pessoais no fundo. O GP é responsável por analisar as oportunidades de investimento e tem poder para deliberar sobre os investimentos. Os LPs não têm poderes decisórios sobre os investimentos e não participam das atividades rotineiras de gestão do fundo.

### Chamadas de capital

Em uma sociedade de private equity, o capital é integralizado pelos investidores em uma série de eventos conhecidos como "chamadas de capital". Geralmente, os gestores de private equity só fazem uma chamada de capital quando estão prontos para realizar o primeiro investimento. Chamar capital sem fazer um investimento funciona como um "peso morto" sobre o desempenho. Como são remunerados por seu desempenho, os gestores dos fundos têm motivação para casar as chamadas de capital com o ritmo de seus investimentos.

O período no qual a sociedade tem permissão para fazer novos investimentos é denominado "período de investimento". A maioria dos fundos tem períodos de investimento de cinco a seis anos, a contar do início das operações. A partir de então, o gestor geralmente reserva-se o direito de chamar capital não integralizado apenas para fazer investimentos complementares em empresas já investidas pelo fundo e cobrir despesas.

Como determinado pelos termos do regulamento do fundo, os investidores são obrigados a honrar as chamadas de capital. Os investidores que não atendem as chamadas de capital podem perder a

totalidade de sua participação na sociedade e estão sujeitos a processos judiciais pelo gestor para cobrança da parcela não integralizada de seus respectivos compromissos.

### **Taxas de gestão e incentivo sobre os lucros**

Na maioria das sociedades de private equity, o gestor recebe uma taxa de gestão e uma taxa de performance, um percentual dos lucros, também chamada de "carried interest". Geralmente, as taxas de gestão se situam entre 1,5% e 2,5% ao ano sobre o total do capital comprometido durante o período de investimento. Terminado este período, a taxa de gestão normalmente é reduzida, passando a ser cobrada sobre o "capital investido" ajustado por saídas e rebaixamentos do valor de ativos na carteira. Em acréscimo à taxa de gestão, o gestor também receberá o carried interest, que é uma parte dos lucros (geralmente 20% do lucro bruto, embora alguns cobrem taxa de gestão até 30%).

O carried interest deve representar a maior parte da remuneração do gestor e ajuda a alinhar seus interesses aos dos investidores. Muitos fundos têm uma cláusula de retorno preferencial (também conhecida como hurdle), que é a TIR mínima que o gestor deve gerar para os investidores antes de participar dos lucros. O retorno preferencial assegura que o gestor de private equity participe dos lucros do fundo apenas se o retorno atingir um mínimo "aceitável", geralmente entre 7% a 8% no caso de fundos de LBO. Se não superar o retorno preferencial especificado pelo fundo, o gestor não terá direito a receber o carried interest.

A maioria dos fundos de private equity tem uma cláusula de reembolso (conhecida como "clawback"), que exige que o fundo faça a contabilização de todas as distribuições de capital quando o fundo é encerrado. Essa contabilização tem como objetivo assegurar que o gestor não receba mais do que sua parcela contratual dos lucros. Um reembolso ocorre quando se constata que o gestor recebeu uma participação maior que a contratual, o que geralmente ocorre quando os investimentos iniciais geram ganhos, porém os feitos posteriormente geram perdas significativas.

Além da taxa de gestão e de performance, as firmas de private equity podem cobrar tarifas das empresas de suas carteiras, geralmente por consultoria, monitoramento, multas por desistência de transações e/ou tarifas correlatas. A maioria dos gestores de private equity desconta parte ou a totalidade das taxas auferidas com empresas da carteira das taxas de gestão cobradas ao fundo.

### **Re-chamada e reciclagem do capital**

É comum que os fundos de private equity tenham cláusulas que permitam a reciclagem do capital em seus termos contratuais. Geralmente a reciclagem pode ocorrer de duas maneiras. A primeira prevê que os fundos têm a possibilidade de reinvestir (ou seja, "reciclar") a base de custo dos investimentos monetizados dentro de um determinado prazo (geralmente 12 meses a partir da data do investimento inicial). Normalmente, a possibilidade de re-chamar capital para reinvestimento é limitada ao período de investimento do fundo (geralmente os primeiros 5 a 6 anos da sociedade). A segunda engloba a possibilidade de que o fundo reinvesta as distribuições até o valor das taxas de gestão pagas a ele pelos investidores.

É importante observar que, em ambos os casos, a reciclagem do capital não afeta o montante do compromisso original do investidor. A reciclagem do capital tem o efeito prático de possibilitar o aumento do valor investido (acima do compromisso de capital dos investidores) sem um aumento proporcional nas taxas. Isso porque as taxas representam uma porcentagem dos compromissos de capital permanecem inalterados independentemente da possibilidade de reciclagem. Dessa maneira, a reciclagem de capital pode ser benéfica ao investidor, uma vez que lhe permite ter uma exposição

adicional ao fundo, acima de seu compromisso de capital, sem que ocorra aumento nas taxas de gestão pagas ao fundo (ver Figura 17).

**Figura 17. Benefícios potenciais da reciclagem do capital sobre as taxas efetivamente pagas**

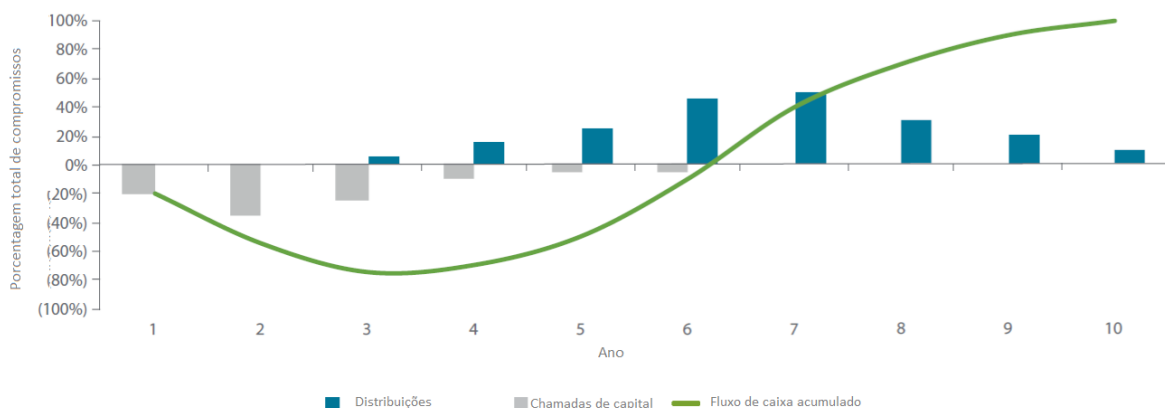
<b>Premissas</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• US\$100 de compromisso de capital</li> <li>• Taxa de gestão de 1,5% sobre o compromisso de capital durante o período de investimento</li> <li>• A base de custo de investimentos realizados nos 12 meses a partir da data de investimento pode ser reinvestida dentro do período de investimento</li> <li>• Os exemplos abaixo supõem que o fundo ainda está em operação dentro de seu período de investimento</li> </ul>
<b>Exemplo hipotético</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• US\$100 de compromisso de capital</li> <li>• US\$100 chamado dos investidores (US\$100 é o desembolso máximo do investidor)</li> <li>• Capital reciclado de US\$10 (reinvestimento da base de custo realizada nos 12 meses a partir da data do investimento inicial)</li> <li>• Capital total investido de US\$110</li> <li>• Taxa de gestão efetiva de 1,36% sobre o total de capital investindo supondo a reciclagem do capital</li> <li>• Taxa de gestão efetiva de 1,50% sem a reciclagem do capital</li> </ul>

Fonte: Carbyne

### Fluxo de caixa do private equity

Nos primeiros anos da vida de um fundo, o fluxo de caixa é predominantemente negativo para os investidores, já que o capital está sendo chamado para cobrir taxas de gestão e os primeiros investimentos. Nos últimos anos de vida de um fundo, o caixa começa a fluir de volta para os investidores na forma de distribuição dos investimentos monetizados, supondo-se que as empresas da carteira sejam vendidas e os lucros sejam realizados. O período comum de manutenção de uma empresa em carteira por um fundo de private equity é de três a cinco anos até seu evento de liquidez. As condições econômicas e do mercado de capitais também influenciarão o período de retenção de uma empresa na carteira. A Figura 18 mostra o fluxo de caixa hipotético de um típico fundo de private equity.

**Figura 18. Fluxo de caixa hipotético de um fundo de private equity**



Fonte: Carbyne

Observação: Este gráfico é apresentado exclusivamente para fins ilustrativos e não reflete nenhum fundo ou investimento efetivo; o gráfico presume um múltiplo de retorno de 1.9x em 10 anos, equivalente a uma TIR de 15,2%

## **GLOSSÁRIO DE PRIVATE EQUITY**

### **A**

#### **ALAVANCAGEM (leverage)**

É o uso de operações de crédito (empréstimos) para adquirir ativos, desenvolver operações ou aumentar receitas. Usando endividamento a empresa pode alcançar esses resultados rapidamente, porém, se a empresa apresentar um baixo desempenho, corre o risco de não ser capaz de honrar seus pagamentos.

#### **ASSENTOS NO CONSELHO (board seats)**

As empresas de private equity possuem cargos no conselho de administração das empresas de seus portfólios, o que lhes proporciona um meio de monitorar e gerenciar as empresas nas quais investiram.

#### **AVALIAÇÃO PRE-MONEY (pre-money valuation)**

Indicador de avaliação que se refere ao valor de uma empresa antes que o investimento seja realizado. Geralmente é comparado com a avaliação post-money, que combina a avaliação pre-money com o valor do investimento. Por exemplo, uma empresa com avaliação pre-money de \$10 milhões que recebe \$5 milhões em investimento, terá uma avaliação post-money de \$15 milhões.

### **B**

#### **BAIXA CONTÁBIL (reconhecimento de perda de valor - write down)**

Redução do valor de um investimento.

#### **BAIXA CONTÁBIL TOTAL (reconhecimento de perda total de valor - write off)**

Baixar para zero o valor contábil da posição do fundo em uma empresa da carteira. Nesse caso, os investidores do fundo perdem a totalidade de seu investimento, que é removido da carteira do fundo.

### **C**

#### **CAPITAL SEMENTE (seed stage investment)**

As rodadas de capital semente representam os investimentos em empresas em estágios iniciais de desenvolvimento, normalmente contam com os fundadores e desenvolvedores de produtos, mas sem uma equipe de gestão completa.

#### **CARRIED INTEREST**

Também conhecidos como "carry" ou "promote" é a parcela dos lucros do fundo recebida pelo gestor, sendo o padrão 20%. Em alguns casos pode ser maior ou menor, como em um fundo de fundos ou em um fundo de gestor único. Os 80% restantes são retidos pelos investidores.

#### **CHAMADA DE CAPITAL (capital call)**

Quando o gestor (General Partner – GP) de um fundo de private equity solicita que os investidores do fundo (Limited Partners) integrem capital ao fundo. Geralmente, o investidor concordará com um

valor máximo de investimento e o gestor fará uma série de chamadas de capital ao longo do tempo, conforme surjam oportunidades de investimento. A maioria dos gestores chama capital somente quando necessário, em vez de solicitar em quantidades predefinidas de acordo com um rígido calendário. As chamadas de capital também podem ser feitas para cobrir despesas do fundo.

#### **CLÁUSULA DE REEMBOLSO (clawback)**

A cláusula de recuperação é um termo comum encontrado em contratos dos fundos de private equity. E determina uma prestação de contas final de toda a distribuição de capital quando o fundo for concluído. Esta contabilização é feita para garantir que o gestor não receba mais do que sua parte contratual dos lucros. Um reembolso acontece quando é descoberto que o gestor recebeu uma participação maior que a contratual, situação que normalmente ocorre quando os investimentos iniciais geram ganhos, porém os feitos posteriormente geram perdas significativas.

#### **COINVESTIDOR**

Embora este termo seja vagamente interpretado como duas partes quaisquer investindo juntas na mesma empresa, no contexto dos investidores de um fundo, carrega um significado altamente específico. Um investidor de um fundo que tem direitos de coinvestimento pode investir diretamente em uma empresa que também é apoiada pelo fundo. Assim, o investidor passa a ter duas participações separadas na empresa: a primeira indiretamente, por meio do fundo de private equity no qual investiu e a segundo através de seu investimento direto. Algumas empresas de private equity oferecem direitos de coinvestimento para encorajar os investidores a investir em seus fundos.

#### **COLOCAÇÃO PRIVADA (private placement)**

Este termo é usado especificamente para denotar um investimento privado em uma empresa de capital aberto ou fechado.

#### **COMPRADOR ESTRATÉGICO**

Empresas de maior porte que adquirem empresas menores ou ativos relacionados a seus negócios. Frequentemente, os compradores estratégicos extraem sinergias com a aquisição de ativos complementares. Os gestores de private equity podem vender as empresas de sua carteira a compradores estratégicos como forma de monetizar seus investimentos.

#### **COMPRADOR FINANCEIRO (financial buyer)**

Este termo geralmente descreve gestores de private equity ou instituições financeiras que compram empresas ou ativos para revendê-los com fins lucrativos.

#### **COMPRADOR QUALIFICADO (qualified buyer)**

Inclui pessoas e entidades familiares com ativos de investimento líquido mínimo de US\$5 milhões ou outras pessoas jurídicas ((por exemplo, empresas, fundações públicas e fundações beneficentes) com ativos de investimento líquido mínimo de US\$ 25 milhões. Essa definição se refere aos EUA, outros países podem ter definições diferentes englobando o mesmo conceito.

#### **COMPROMISSO DE INVESTIMENTO (commitment)**

Obrigação de aplicar uma certa quantia de capital no fundo por parte dos investidores. O período em que o investidor tem a obrigação de contribuir com capital para fins de investimento do fundo de private equity (normalmente, os primeiros quatro a cinco anos de vigência do fundo) é chamado de "período de investimento".

**CONTRIBUIÇÃO DO GESTOR (ou General Partner commitment)**

A quantidade de capital aportado pelo gestor em seu próprio fundo da mesma forma que os investidores. Esta é uma maneira importante que garante aos investidores que seus interesses são alinhados com os do gestor.

**CURVA J (J-curve)**

É um termo usado para descrever o impacto da (i) taxa de gestão e (ii) possíveis reconhecimentos de perda de valor de empresas da carteira (com desempenho fraco) sobre a performance de um fundo de private equity no início do seu ciclo de vida. Estes efeitos combinados, geralmente, reduzem o desempenho (medido pela TIR), tomando a forma da letra "J" nos primeiros anos de vida de um fundo, quando a maior parte da carteira é normalmente contabilizada pelo custo corrigido.

**D****DISTRIBUIÇÕES (distributions)**

Dinheiro ou ações pagos aos investidores após o gestor monetizar um investimento. A distribuição de ações às vezes é chamada de "diferida".

**DISTRIBUIÇÕES SOBRE O CAPITAL INTEGRALIZADO (também conhecidas como “múltiplo de caixa ou múltiplo de retorno”) Distributions to Paid-In Capital (also known as “Cash Multiple” or “Return Multiple”)**

Relação entre o valor que um fundo distribui aos seus investidores e o capital injetado no fundo. Retornos múltiplos, juntamente com a TIR (ver definição), são métricas de desempenho típicas usadas para avaliar o desempenho dos investimentos de private equity.

**DÍVIDAS PROBLEMÁTICAS (distressed debt)**

Estratégia de um fundo hedge ou de private equity que envolve a compra de títulos de dívida negociados com deságio significativo.

**E****EMPRESA DA CARTEIRA (portfolio company)**

É o termo usado para descrever uma empresa investida por um fundo de private equity.

**EMPRÉSTIMO- PONTE (bridge loan)**

Financiamento temporário que funciona como uma espécie de “ponte” entre o recebimento do financiamento e quando é eventualmente substituído por capital permanente.

**ESTÁGIO DE CRESCIMENTO (também conhecido como “estágio intermediário” – growth stage)**

Uma estratégia um fundo de investimentos envolvendo o aporte de capital em empresas que já receberam uma ou mais rodadas de financiamento e está gerando receitas com seus produtos ou serviços.

**ESTÁGIO INICIAL (early stage)**

Uma estratégia de fundo de investimento envolvendo aporte de capital em empresas start-up para desenvolvimento inicial de um produto e atividades iniciais de marketing, produção e vendas.

**ESTÁGIO POSTERIOR (late stage)**

Estratégia de um fundo de investimentos envolvendo aporte de capital para a expansão de empresas que já estão produzindo, entregando e aumentando seu volume de vendas.

**EXTRATO DA CONTA DE CAPITAL (capital account statement)**

Um extrato da conta de cada limited partner (investidor) refletindo sua parcela proporcional nos lucros, perdas, receitas e ativos do fundo.

**F****FINANCIAMENTO MEZANINO (empréstimos com subordinação intermediária - dívida mezanino mezzanine financing )**

O financiamento mezanino pode ter significados diferentes, pois pode estar relacionado a transações de venture capital e buyout. Com relação ao venture capital, o financiamento mezanino pode ser definido como um investimento fornecido a uma empresa que já está produzindo e vendendo um produto ou serviço, com a finalidade de ajudar a empresa a atingir um objetivo crítico que permitirá a abertura de seu capital. No contexto de buyout, o financiamento mezanino é uma estratégia de investimentos envolvendo dívidas subordinadas (endividamento com preferência sobre o capital, mas subordinado a dívida sênior ou privilegiada).

**FLUXO DE TRANSAÇÕES (deal flow)**

É a taxa referente a quantidade de investimentos analisados por um fundo em relação ao número de oportunidades de investimentos em algum período específico.

**I****ÍNDICE STANDARD & POOR'S 500 (standard & poor's 500 Index)**

O índice Standard & Poor's 500 Índice ("S&P 500") é um índice ponderado pelo valor de mercado, composto por 500 ações negociadas nos mercados de ações dos EUA. O desempenho é calculado em com base no retorno total.

**INFORMES DO FORMULÁRIO K-1 (schedule K-1 statement)**

Formulário do Internal Revenue Service (receita federal dos EUA) que fornece o fluxo de receitas e despesas a serem relatadas por um investidor em sua declaração de imposto de renda.

**INVESTIDOR ANJO (angel investor)**

Um indivíduo com alta renda e patrimônio, geralmente um empreendedor, que fornece suporte para empresas ou ideias de negócios em seus estágios iniciais.

**INVESTIDOR CREDENCIADO (accredited investor)**

Para ser um investidor credenciado, uma pessoa física deve ter um patrimônio líquido mínimo de US\$ 1 milhão ou uma renda bruta superior a US\$ 200.000 (ou renda conjunta com seu cônjuge superior a US\$ 300.000) nos dois últimos exercícios e ter motivos razoáveis para esperar manter esse nível de



renda para o ano corrente. Uma pessoa jurídica, para ser investidor credenciado deve ter ativos totais iguais ou superiores a US\$ 5 milhões. Essa definição se refere aos EUA, outros países podem ter definições diferentes englobando o mesmo conceito.

**INVESTIDOR LÍDER (lead investor)**

Pessoa ou empresa que organiza uma rodada de investimento e geralmente contribui com o maior valor de capital para a transação.

**L**

**LBO (leveraged buyout ou compra alavancada)**

Uma estratégia de um fundo de investimentos envolvendo a aquisição de uma empresa ou unidade de negócio relativamente maduras de uma empresa de capital aberto ou fechado, utilizando uma quantidade significativa de dívida (transações LBO típicas atualmente são financiados com cerca de 30% -40% de capital e 60% -70% da dívida).

**LUCRO ANTES DE JUROS, IMPOSTO DE RENDA, DEPRECIACÃO E AMORTIZAÇÃO (“EBITDA”) Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (“EBITDA”)**

Indicador da geração de caixa de uma empresa, calculado com base nos ganhos antes da dedução de despesas com juros, impostos, depreciação e amortização. O EBITDA é frequentemente usado como uma medida de desempenho financeiro para empresas.

**M**

**MBO COMPRA PELA EQUIPE DE ADMINISTRAÇÃO DA EMPRESA (Management Buy-Out)**

A aquisição de uma empresa por seus gestores, muitas vezes com a ajuda de um investidor de private equity.

**MÚLTIPLO DE AQUISIÇÃO OU MÚLTIPLO DE COMPRA (purchase multiple)**

Uma métrica de avaliação usada em transações de compra e venda que se refere ao múltiplo do fluxo de caixa (Ou seja, EBITDA - ganhos antes de juros, impostos, depreciação e amortização) que um fundo de private equity paga na aquisição de uma empresa.

**MÚLTIPLO DE CAIXA (cash multiple)**

Também conhecido como múltiplo de retorno (consulte “Distribuições para capital integralizado”).

**N**

**NASDAQ Composite**

O NASDAQ Composite é um índice de ações não gerenciado com ênfase em empresas voltadas a tecnologia. Investindo no NASDAQ Composite está sujeito ao risco do setor, bem como aos riscos gerais de investimentos em ações, que incluem, entre outros, o risco de mercado e a volatilidade dos retornos.

## O

### **OVERHANG (capital excedente)**

Capital de um fundo de private equity que já foi levantado, mas ainda não foi investido. Também conhecido como “Dry Powder”.

## P

### **PERÍODO DE EQUALIZAÇÃO (catch -up)**

Uma vez que o gestor de um fundo fornece aos investidores retorno preferencial, o período de equalização começa e o gestor recebe a maioria ou todos os lucros até que a divisão do lucro (conforme determinado pela carried interest) seja alcançada.

### **PIPEs**

Sigla em inglês para “private investing in public entities” (investimento privado em empresas de capital aberto). O termo denota um investimento privado em uma empresa listada no mercado de ações.

### **PRIVATE EQUITY**

Investimentos, geralmente estruturados, no capital de empresas em troca de uma participação no capital social dela. Os investimentos de private equity são geralmente ilíquidos e, portanto, são considerados investimentos de longo prazo. Private equity é composto, dentre outras, pelas seguintes subcategorias: compras alavancadas, venture capital, financiamento mezanino, dívidas problemáticas (distressed debt), imobiliário (real state), capital de desenvolvimento e situações especiais.

### **RATCHET**

Uma disposição que permite a uma empresa de venture capital manter sua porcentagem de participação em uma empresa, mesmo que ela venha a captar recursos adicionais e emitir novas ações a outros investidores.

### **RETORNO PREFERENCIAL (preferred return)**

O retorno preferencial é a TIR mínima fornecida aos investidores do fundo antes que o gestor participe dos lucros. Na verdade, o retorno preferencial garante que o gestor participe dos lucros apenas na medida em que os investimentos tenham um desempenho mínimo “aceitável”.

## S

### **SAFRA (“vintage”)**

Um termo usado para descrever o ano de formação e a primeira integralização de capital de um fundo. O conceito de safra é usado para comparar o desempenho de diferentes fundos de private equity.

### **SAÍDA (exit)**

O meio pelo qual um fundo de private equity monetiza o retorno sobre seus investimentos. Isso normalmente ocorre a abertura de capital de uma empresa da carteira, ou quando de sua venda ou fusão com outra empresa.

### **SOCIEDADE EM COMANDITA (Limited Partnership)**

A estrutura legal utilizada pela maioria dos fundos de private equity no exterior, geralmente um veículo de investimento com prazo de duração determinado. O sócio comanditado ou empresa de gestão gerencia a parceria usando a política estabelecida em um acordo, que também abrange

termos, taxas, estruturas e outros itens acordados entre o gestor e os sócios comanditários (investidores).

### **SÓCIO COMANDITÁRIO (gestor ou general partner)**

Termo usado para determinar a empresa que está gerenciando o fundo de private equity em nome de sócios comanditários (ou seja, as pessoas ou investidores institucionais que contribuem com capital ao fundo).

### **TAXA DE GESTÃO (Management Fee)**

Uma taxa anual, normalmente uma porcentagem sobre os compromissos de capital feitos pelos sócios comanditários ao fundo, apropriado para cobrir os custos básicos de funcionamento e administração do fundo. As taxas de gestão tendem a variar de 1,5% a 2,5% por ano. Nos últimos anos de duração da sociedade, essas taxas são reduzidas para refletir a carga de trabalho menor do sócio comanditário(gestor). Ao contrário do carried interest, a taxa de gestão não são fontes primárias de remuneração de incentivo para equipes de investimento.

### **TAXA INTERNA DE RETORNO (internal rate of return, TIR ou IRR)**

A TIR é uma medida do desempenho de private equity, são determinados pelo montante e momento das entradas e saídas de caixa e pelo valor residual dos investimentos no final do período. A TIR bruta refere-se à taxa de retorno antes das taxas de administração, despesas e carried interest. A TIR líquida se refere à taxa de retorno após essas deduções. Existem diferentes metodologias de cálculo da TIR. Os dois métodos populares são: método "calendário" e o "momento zero". A abordagem do "calendário" (às vezes chamada de "ponderada pelo valor" ou "dollar-weighted) nos artigos de private equity) envolve alinhando todos os saques e retornos de capital no ano (ou trimestre, mês ou mesmo dia) em que ocorreram. O método "momento zero" assume que todos os investimentos são feitos no lançamento do fundo. Esses métodos podem gerar TIRs bastante diferentes.

### **V**

### **VENTURE CAPITAL (VC ou capital de risco)**

Se refere a dinheiro fornecido por investidores para o estágio de desenvolvimento de empresas de capital fechado que estão no início de seu ciclo de vida com alto potencial de crescimento.