



Universidade de Brasília/UnB
Faculdade Economia, Administração, Contabilidade
e Ciência da Informação e Documentação/FACE
Departamento de Economia/ECO
Mestrado Profissional em Economia
Área de concentração: Gestão Previdenciária

Mauro Rodrigues Uchôa

***Private Equity e Venture Capital* como alternativas viáveis
de investimentos em Fundo de Pensão no Brasil**

Brasília/DF
2012

Mauro Rodrigues Uchôa

***Private Equity e Venture Capital* como alternativas viáveis
de investimentos em Fundo de Pensão no Brasil**

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado Profissional da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação da Universidade de Brasília, como requisito parcial para obtenção do título de mestre em Economia.
Área de concentração: Gestão Previdenciária.

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Paulo Roberto Amorim Loureiro

Orientador – Universidade de Brasília

Prof. Dr. José Carneiro da Cunha Oliveira Neto

Prof. do Departamento de Administração/UnB

Prof^ª. Dra. Geovana Lorena Bertussi

Prof^ª. do Departamento de Economia/UnB

Brasília/DF

2012

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca Central da Universidade de Brasília. Acervo 1004135.

U17p Uchôa, Mauro Rodrigues.
PrivateEquity e VentureCapital como alternativas viáveis de investimentos em Fundo de Pensão no Brasil / Mauro Rodrigues Uchôa. -- 2012.
vii, 61 f. : il. ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) - Universidade de Brasília, Faculdade Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação, Departamento de Economia, 2012.

Inclui bibliografia.

Orientação: Paulo Roberto Amorim Loureiro.

1. Fundos de pensão. 2. Investimentos. I. Loureiro, Paulo Roberto Amorim. II. Título.

CDU 368.4(81)

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

UCHÔA, MAURO RODRIGUES. *Private Equity e Venture Capital* como alternativas viáveis de investimentos em Fundo de Pensão no Brasil. Dissertação de Mestrado, 2012, Mestrado em Economia, com Área de Concentração: Gestão Previdenciária, Universidade de Brasília, Brasília, DF, 72p.

CESSÃO DE DIREITOS

NOME DO AUTOR: MAURO RODRIGUES UCHÔA

TÍTULO DA DISSERTAÇÃO: *Private Equity e Venture Capital* como alternativas viáveis de investimentos em Fundo de Pensão no Brasil.

GRAU/ANO: Mestre, 2012.

É concedida à Universidade de Brasília permissão para reproduzir cópias desta Dissertação de Mestrado e para emprestar ou vender tais cópias somente para propósitos acadêmicos e científicos. É também concedida à Universidade de Brasília permissão para publicação desta dissertação em biblioteca digital com acesso via redes de comunicação, desde que em formato que assegure a integridade do conteúdo e proteção contra cópia de partes isoladas do arquivo. O autor reserva outros direitos de publicação e nenhuma parte desta dissertação de mestrado pode ser reproduzida sem a autorização por escrito do autor.

Mauro Rodrigues Uchôa

***Private Equity e Venture Capital* como alternativas viáveis
de investimentos em Fundo de Pensão no Brasil**

Dissertação de Mestrado submetida ao Mestrado em Economia, com área de concentração em Gestão Previdenciária da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação da Universidade de Brasília, como parte dos requisitos necessários para a obtenção do grau de mestre.

APROVADO POR:

PAULO ROBERTO AMORIM LOUREIRO
(ORIENTADOR)

JOSÉ CARNEIRO DA CUNHA OLIVEIRA NETO
(EXAMINADOR INTERNO)

GEOVANA LORENA BERTUSSI
(EXAMINADORA INTERNA)

Brasília/DF, 24 de outubro de 2012.

AGRADECIMENTOS

À Samara, minha companheira e esposa, por ter me incentivado e me compreendido nos momentos de isolamento, aos meus familiares que sempre acreditaram e me motivaram, mesmo estando distante, à FUNCEF por ter me proporcionado o aperfeiçoamento, o crescimento profissional e intelectual e ao Grande Arquiteto do Universo, pela vida, saúde, paz e alegria de viver.

RESUMO

Private Equity e *Venture Capital* (PE/VC) têm sido importante alternativa de investimento utilizada por muito investidores institucionais em todo o mundo, com reflexo positivo para a sociedade e principalmente para os aplicadores. Os fundos de pensão são atores preponderantes nesta modalidade, com relevante participação no mercado local, mas em condições de crescer substancialmente, sobretudo em função da necessidade de realocação de recursos que serão migrados dos títulos públicos do governo. Com presença e regulação recente no Brasil, é uma modalidade madura nos países desenvolvidos com histórico de excelentes retornos, mesmo nos períodos de crises, é uma possibilidade viável de investimento no país, principalmente, pela redução histórica da taxa SELIC. Considerando a situação atual da BM&F Bovespa de instabilidade e pouca representatividade da economia nacional, baixo retorno dos produtos bancários e corporativos, os preços elevados dos imóveis e as oportunidades existentes vinculadas ao consumo interno, PE/VC é uma excelente oportunidade de investimento para proporcionar desempenho satisfatório ao patrimônio dos fundos de pensão brasileiros.

Palavras-chave: *Private Equity* e *Venture Capital*. Fundos de Pensão. Retorno. Desempenho. Investimento.

ABSTRACT

Private Equity and Venture Capital (PE / VC) have been important investment alternative used by very institutional investors around the world, with a positive impact to society and especially to the applicators. Pension funds are predominant actors in this mode, with significant local market share, but able to grow substantially, mainly due to the need for reallocation of resources that are migrated from government bonds. With recent presence and regulation in Brazil, is a mature method in developed countries with a history of excellent returns even in periods of crisis, it is a viable possibility of investment in the country, mainly by reducing historical SELIC rate. Considering the current situation of BM & F Bovespa instability and little representation of the national economy, low return on bank products and corporate, high prices of real estate and existing opportunities linked to domestic consumption, PE / VC is an excellent investment opportunity for performance satisfactory to shareholders for the Brazilian pension funds.

Keywords: Private Equity and Venture Capital. Pension Funds. Return. Performance. Investment.

LISTA DE SIGLAS

ABDI	Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial
ABRAPP	Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Privada
ABVCAP	Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital
ADR	Research and Development Corporation (gestora de PE de 1946 dos EUA)
AIC	Adela Investment Company
ALM	Asset Library Management
BACEN	Banco Central do Brasil
BCG	The Boston Consulting Group (Empresa global de consultoria de gestão de empresas com 77 escritórios em 42 países)
BNDES	Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESPar	BNDES Participações
Bovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
Buyout	“Compra por fora” terminologia inglesa sem tradução para indicar investimento para aquisição de participação majoritária em uma empresa
CAGR	Compound Annual Growth Rate (Taxa Composta de Crescimento Anual)
CALPERS	The California Public Employees' Retirement System
CCB	Cédula de Crédito Bancário
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CGPC	Conselho de Gestão da Previdência Complementar
CLT	Consolidação das Leis Trabalhistas
CMN	Conselho Monetário Nacional
COAPA	Coordenação de Participações
CONTEC	Condomínio de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica
CODEN	Coordenação de Desenvolvimento de Negócios da FUNCEF
CORIC	Coordenação de Riscos Corporativos da FUNCEF
COCIN	Coordenação de Controle de Investimentos da FUNCEF
CVC	Citibank Venture Capital
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DIPAR	Diretoria de Participações da FUNCEF
DIPEC	Diretoria de Planejamento e Controladoria da FUNCEF
DIRIN	Diretoria de Investimentos da FUNCEF
DPGE	Depósito a Prazo com Garantia Especial
EAESP	Escola de Administração de Empresas de São Paulo da FGV
EMPEA	Emerging Markets Private Equity Association (Associação de Private Equity dos Mercados Emergentes)
EFPC	Entidade Fechada de Previdência Complementar.
EUA	Estados Unidos das Américas
EVCA	European Venture Capital Association (Associação Europeia de Private Equity)
FCI	Finance Corporation for Industry
FFI	Finance for Industry
FGV	Fundação Getúlio Vargas – EAESP
FIDC	Fundo de Investimentos em Direito Creditório
FIP	Fundo de Investimentos em Participações
FMIEE	Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes
FUNCEF	Fundação dos Economistas Federais
FUNPRESF	Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal
GEANI	Gerência de Análises de Investimentos da FUNCEF
GEPAR	Gerência de Participações da FUNCEF
GP	General Partners
GVcepe	Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da Fundação Getúlio Vargas
ICFC	Industrial and Commercial Finance Corporation
IESE	IESE Business School University of Navarra – Espanha (Escola de negócios internacionais com campus em Barcelona e Madrid e sedes em Munique, Nova Iorque e São Paulo)
INSS	Instituto Nacional de Seguridade Social
IPCA	Índice Nacional de Preço ao Consumidor no Amplo
IPO	Initial Public Offering (Oferta Pública Inicial)

IRR	Internal Rate of Return (Taxa Interna de Retorno)
KPCB	Kleiner Perkins Caufield & Byers (fundo de PE da década de 70 dos EUA)
LP	Limited Partners
MGI	Minas Gerais Participações
MPS	Ministério da Previdência Social
NTN	Nota do Tesouro Nacional
OTAN	Organização do Tratado do Atlântico Norte
PE	Private Equity
PEPE	Private Equity Performance Index (Índice de Desempenho de Private Equity nos EUA)
PIB	Produto Interno Bruto
PIPE	Private Investment in Public Equity (Investimentos Privados em Empresas Abertas)
PMEs	Pequenas e Médias Empresas (no Brasil)
PMEs	Public Market Equivalent ratios (índices médios do mercado público equivalente – é uma medida de desempenho relativo no mercado de ações americano)
PREVI	Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil
PREVIC	Superintendência Nacional de Previdência Complementar
RF	Renda Fixa
RGPS	Regime Geral da Previdência Social
RPPS	Regime Próprio da Previdência Social
RV	Renda Variável
SBIC	Small Business Investment Company
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SPE	Sociedade de Propósito Específico
SRC	Sociedades de Capital de Risco
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
S&P 500	Standard & Poors 500 (índice de mercado de ações da bolsa de valores de Nova Iorque com base nas 500 maiores movimentações de ações ordinárias)
TIR	Taxa Interna de Retorno
UN	United Nations (Nações Unidas)
US\$	Abreviação do dólar americano utilizado pelo Fundo Monetário Internacional e normalmente fora dos EUA
USD	United States dollar (dólar americano)
VC	Venture Capital
VCT	Private Investment in Public Equity (Investimento Privado em Patrimônio Público, equivalente a PIPE)

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Primeiras gestoras de PE/VC no Brasil	14
Tabela 2 – Estrutura resumida do funcionamento dos PE/VC do Brasil	16
Tabela 3 – Estrutura ampla de Private Equity e Venture Capital no Brasil	18
Tabela 4 – Estrutura do sistema previdenciário brasileiro	21
Tabela 5 – Relação do patrimônio dos fundos de pensão com o PIB – Dez/2010	23
Tabela 6 – Alocações dos recursos dos fundos de pensão em 31/12/2011	24
Tabela 7 – Valores investidos nos setores da economia – Dez/2011	25
Tabela 8 - Alocação efetiva em dezembro/2011 e alocação permitida pela legislação	28
Tabela 9 – Alocação dos ativos da Calpers – abril/2012	31
Tabela 10 – Alocação dos recursos dos fundos de pensão em Títulos Públicos	31
Tabela 11 – Principais indicadores econômicos dos países da região (2010)	33
Tabela 12 – Retorno Líquido para os investidores	35
Tabela 13 – Diferença de resultado dos PE/VC com o desempenho de fundos imobiliários, <i>hedge-funds</i> e ações	36
Tabela 14 – Índice de Desempenho de Private Equity nos EUA (%) (PEPE) - Private Equity Performance Index – horizonte até 31/3/2010	36
Tabela 15 – Múltiplos medianos de investimento	37
Tabela 15 (A) Número de fundos de Private Equity por data – Painel A Buyout Funds	39
Tabela 15 (B) Número de fundos de Private Equity por data – Painel B Venture Capital Funds	40
Tabela 16 – Taxa Interna de Retorno (TIR) de Private Equity – TIR Média ponderada	41
Tabela 17 – Taxa Interna de Retorno (TIR) de Private Equity – TIR Média	42
Tabela 18 – Taxa Interna de Retorno (TIR) de Private Equity – TIR Mediana	43
Tabela 19 – Taxa Interna de Retorno (TIR) de Private Equity – TIR Média ponderada	44
Tabela 20 – Taxa Interna de Retorno (TIR) de Private Equity – TIR Média	45
Tabela 21 – Taxa Interna de Retorno (TIR) de Private Equity – TIR Mediana	46
Tabela 22 – Desempenho de Private Equity frente ao retorno do S&P 500	47
Tabela 23 – Desempenho de Venture Capital frente ao retorno do S&P 500	48

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Evolução da Taxa de juros SELIC e Inflação (IPCA)	26
Gráfico 2 – Gráfico com juros reais – abril/2012	27
Gráfico 3 – Distribuição do capital comprometido alocado por tipo de investidor no Brasil	30
Gráfico 4 – Taxa interna de retorno por investimentos individuais, que inclui 25 negócios (15 IPOs e 10 Trade Sales) no período de 2004-2009	37
Gráfico 5 – Retornos anuais excedentes dos investimentos individuais ao CDI - 25 negócios (15 IPOs e 10 Trade Sales) no período de 2004-2009	38
Gráfico 6 – Total dos investimentos líquido da FUNCEF – Dez/2011	50

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1	1
1.1 Introdução.....	1
1.2 Considerações gerais.....	2
1.3 Objetivo.....	3
1.4 Justificativa.....	3
1.5 Problema.....	4
1.6 Escassez de conteúdo científico sobre o tema específico.....	4
1.7 Limitações	5
1.8 Metodologia.....	5
CAPÍTULO 2	7
2.1 Revisão Bibliográfica	7
CAPÍTULO 3	10
3.1 Conceito de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>	10
3.2 Histórico de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> no mundo	10
3.3 Legislação brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>	12
3.4 Histórico de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> no Brasil	13
3.5 Funcionamento da indústria de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> no Brasil.....	16
3.6 Comparativo da indústria de PE/VC entre Brasil, EUA e Inglaterra	19
CAPÍTULO 4	21
4.1 Fundos de Pensão: o que são, como funcionam e o que fazem?.....	21
4.2 Importância dos fundos de pensão na economia brasileira.....	23
4.3 Redução de taxa de juros no Brasil e as possibilidades de investimentos com base na Resolução CMN nº 3792.....	25
CAPÍTULO 5	31
5.1 <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> em Fundo de Pensão: oportunidades, desafios e limitações	31
5.2 Retorno de PE/VC	35
5.3 Experiência da FUNCEF em Investimentos de PE/VC	49
CAPÍTULO 6	53
6.1 Conclusão	53
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	57

CAPÍTULO 1

1.1 Introdução

No mundo PE/VC são modalidades de investimento com grande crescimento, sobretudo nos países em que se cumprem contratos, com instituições consolidadas e mercado bem regulamentado. Estima-se que o mercado de PE/VC esteja presente em mais de 90 países, atingindo o montante de US\$ 2,5 trilhões em 2008, antes o saldo de USD 960 bilhões no ano de 2003, empregando mais de 65 mil pessoas no mundo. (ABDI/CGEE/FGV, 2009).

Este crescimento e relevância são observados também no Brasil, uma vez que passou entre os anos de 1997 a 2000 de US\$ 200 milhões para US\$ 1,1 bilhão, saltando para US\$ 36,1 bilhões em 2009 em capital comprometido, obviamente favorecido pelo bom momento econômico brasileiro e em razão das alterações das regulações, principalmente com o advento da Instrução CVM nº 391/2003.

Considerado como uns dos principais investidores institucionais do mundo, o segmento de fundo de pensão consolidou-se como um importante agente de acumulação de poupança, servindo de impulsionador do desenvolvimento econômico em todo o mundo, com participação relevante nos mercados de capitais, participações diretas em empresas, fundos de investimentos e importante comprador das dívidas das nações, sobretudo do Brasil, que pagava até meados de 2011 juros exorbitantes.

Todavia, com a recente redução nos juros pagos para financiar a dívida do governo brasileiro, os fundos de pensão daqui se depararam com um enorme desafio: onde alocar parte dos R\$ 270 bilhões aplicados em títulos públicos, já que a remuneração paga por estes papéis não serão mais suficientes para manter parte dos seus compromissos assumidos com os trabalhadores participantes?

Os fundos de pensão já são importantes atores na indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* no país, mas há espaço para crescimento e este é o objetivo desta dissertação, demonstrar, por meio de intuição, dados e falta de alternativas interessantes, que *Private Equity* e *Venture Capital* são alternativas viáveis de investimentos para os fundos de pensão brasileiros.

1.2 Considerações gerais

De um lado, uma indústria de fundos de investimentos que em 2008 acumulava um total de USD 2,5 trilhões, antes USD 960 bilhões em 2003 (ABDI/CGEE/FGV, 2009), de outro lado e parceiros da referida indústria, os fundos de pensão, que juntos, os 13 países com maior destaque possuem US\$ 26 trilhões de patrimônio e corresponde a 76% do PIB dos referidos países (GLOBAL PENSION ASSET STUDY 2011-TOWERS WATSON).

Tal indústria é a de *Private Equity* e *Venture Capital*, modalidade de investimento em que um gestor estrutura um fundo para captar recursos de terceiros com objetivo de comprar participações em empresas, normalmente de capital fechado, caracterizado por aplicação de longo prazo e de alto risco em função das incertezas, da assimetria de informação, da forma e do possível êxito na saída do negócio, que é por meio de abertura de capital na bolsa de valores, venda direta ou securitização.

Os fundos de pensão são grandes interessados e aplicadores nessa modalidade de investimento, porém, com grande potencial de crescimento no Brasil.

Com a estabilidade econômica, inflação sobre controle, instituições públicas consolidadas, mercado financeiro bem regulado e a mais recente tendência inédita de redução acentuada de taxas de juros, o Brasil tem condições de crescer de forma mais consistente e perene, mas com os devidos cuidados nas questões tributárias e logísticas e na formação e qualificação de mão-de-obra.

Como responsável de proporcionar esse crescimento, os fundos de PE/VC têm papel importante nesse contexto, e em especial, os fundos de pensão, que apesar de possuir atualmente 22% do patrimônio de capital investido nessa indústria (ABDI/CGEE/FGV, 2009), têm condições de ampliá-lo e continuar sendo um dos grandes poupadores do país, principalmente com o advento da criação da Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal, que será um gigante dentro de duas décadas.

Com base no histórico de retorno dos resultados de PE/VC nos EUA, será sugerido que este segmento tem condições de prosperar no Brasil passando a ser, no lugar dos títulos públicos federais, um dos grandes focos de investimentos com bons retornos para os fundos de pensão, proporcionando equilíbrio e resultados positivos aos planos de benefícios por eles administrados e, paralelamente, ajudando o país a crescer e a gerar emprego, investindo na economia real.

Será apresentada, ainda, a experiência de PE/VC da Fundação dos Economiários Federais (FUNCEF), que embora esteja na fase de investimento, organizou uma estrutura muito profissional para prospectar, gerenciar e controlar uma carteira de mais de R\$ 4 bilhões, contemplando 45 fundos com 128 empresas investidas.

Para efeito de compreensão, foram utilizados os termos fundação e entidade, ambos se referindo a fundo de pensão.

1.3 Objetivo

Este trabalho tem como objetivo apresentar um panorama sobre a indústria de Private Equity e Venture Capital (PE/VC) no Brasil e no mundo – traçando um paralelo da realidade de taxas de juros decrescentes com o desafio considerável que os fundos de pensão no Brasil terão para cumprir com as suas obrigações atuariais – e ainda demonstrar que PE/VC pode ser uma alternativa importante de investimento para os fundos de pensão brasileiros, visando a cumprir com seus compromissos de longo prazo e com o desafio de tentar maximizar os resultados minimizando os riscos próprios dos investimentos dessa natureza.

1.4 Justificativa

Relativamente novo no Brasil, os fundos de PE/VC não têm estudos com histórico consistente de retorno suficiente para se estabelecer modelos matemáticos com resultados nesses investimentos.

Investidores de longo prazo, os fundos de pensão são importantes instrumentos de desenvolvimento dos mercados de capitais no Brasil e em todo o mundo, bem como vêm ingressando, a partir de 2003, com mais vigor nos fundos de PE/VC.

Considerando suas características com obrigações atuariais importantes no médio e longo prazo, tornou-se um enorme desafio (e oportunidade) para os fundos de pensão dinamizar e alavancar o mercado de PE/VC.

Embora de elevado risco, tal modalidade trata-se de uma novidade, sobretudo para investimento em fundos de pensão brasileiros.

Dessa forma, pretende-se demonstrar com este trabalho a viabilidade, vide experiências bem sucedidas em outros países, que investir em PE/VC pode ser excelente oportunidade de investimento, considerando, principalmente, a nova realidade de taxas de juros em queda na história recente do Brasil, proporcionando crescimento dessa modalidade de investimentos com a estratégia de alavancagem.

1.5 Problema

Qual é a contribuição que o conhecimento acumulado sobre *Private Equity* e *Venture Capital* pode trazer para aumentar a participação dos fundos de pensão brasileiros nesta modalidade de investimentos?

1.6 Escassez de conteúdo científico sobre o tema específico

No universo da pesquisa e publicações é praticamente improvável que exista algum assunto do conhecimento humano que não tenha sido abordado, seja ela sobre investimentos alternativos, seja sobre fundos de pensão. Todavia, há de se considerar que o país está passando por um momento histórico no que diz respeito à política macroeconômica e sempre que há qualquer mudança acentuada, seja na economia ou em outra ciência, surgem novos desafios para compreender, analisar e “digerir” a nova realidade para tentar dimensionar qual o impacto, em determinado segmento, do novo paradigma implantado.

Esta é a realidade, em agosto de 2012, das taxas de juros no Brasil e da difícil tarefa dos fundos de pensão de se reorganizarem estrategicamente para cumprir com os seus compromissos atuariais, seja para com os participantes em atividade seja para com os aposentados.

Dentro dessa nova realidade, faz-se necessário o movimento, lento e progressivo, da migração do volume de recursos extraordinários dos fundos de pensão aplicados em títulos públicos para outros investimentos. Dentro desse cenário, não foi identificado trabalhos

científicos específicos tratando de *Private Equity* e *Venture Capital* como alternativas viáveis de investimentos para fundo de pensão no Brasil.

Dessa forma, com base nos resultados desses investimentos alternativos nos EUA, pretende-se fazer um paralelo como sendo uma opção positiva de investimentos para fundo de pensão no Brasil, sobretudo, na nova situação macroeconômica em que o país se encontra, com escassez de bons retornos no mercado de renda fixa e as indefinições no mercado de renda variável.

1.7 Limitações

O presente trabalho não pretende esgotar o tema, sobretudo, entrar no mérito de questões tributárias, já que o tema tributo é complexo e de extensa legislação e nem tampouco tratar sobre a redução de taxas de juros nos fundos de pensão para fins de estimativas de benefícios futuros, uma vez que tal procedimento depende de diversas variáveis e não é tão simples de abordar em razão do momento de transição e redução na taxa de juros oficial do país.

1.8 Metodologia

A pesquisa foi desenvolvida a partir de revisão bibliográfica com o objetivo descritivo de identificar o universo de *Private Equity* e *Venture Capital* como possibilidade e alternativa de investimento para fundo de pensão no Brasil. Esta contemplou aspectos legais e históricos de PE/VC e fundo de pensão, aspectos gerais, limitações, estruturais e desafios.

As fontes de informação foram artigos, livros, legislação e documentos para subsidiar a pesquisa qualitativa e assim tentar compreender e interpretar os fenômenos correlatos ao tema.

Considerando algumas limitações, como a inexistência de um histórico consistente de retorno de PE/VC no Brasil, examinou-se resultados e desempenhos históricos do mercado americano de PE/VC com o objetivo de sustentar a tese da possibilidade de

retorno aqui no Brasil, uma vez que PE/VC foi e é sucesso de investimentos de longo prazo nos EUA, Europa, Ásia e na própria América Latina.

Não foi utilizado modelo estatístico, econométrico ou matemático para fundamentar ou comprovar a resposta do problema, mas, sim, uma série de circunstâncias, dados e argumentos.

Com a restrição e escassa participação de forma representativa das empresas na Bolsa de Valores de São Paulo, redução histórica da taxa SELIC (Sistema Especial de Liquidação e Custódia), conseqüentemente da taxa CDI, necessidade de realocação de centenas de bilhões de reais oriundos dos títulos do Governo Federal, elevação significativa dos preços dos imóveis além das limitações legais, a alternativa de investimento em PE/VC para fundo de pensão, considerando principalmente a situação econômica no Brasil e no mundo, é uma possibilidade real de investimento, independente de qualquer modelo.

CAPÍTULO 2

2.1 Revisão Bibliográfica

A pedido da Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI) e do Centro de Gestão e Estudos Estratégicos (CGEE), a Fundação Getúlio Vargas, por meio do Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* (GVCEPE), preparou um trabalho robusto e detalhado denominado de “A Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* – 2º Censo Brasileiro – 2009”. Este foi elaborado a partir de pesquisa sobre o tema na Europa, EUA e Brasil, considerando o funcionamento, os ciclos, os aspectos legais e tributários, os retornos, e ainda, por meio de questionários enviados aos gestores, dessa forma obteve-se uma radiografia da indústria no Brasil bem como características, desafios e oportunidades. Este trabalho foi uma importante base para a elaboração dessa dissertação.

O Prof. Luiz Egidio Malamud Rossi, Pós-doutorando e Doutor pela FEA-USP, com vasta experiência no mercado financeiro, produziu o livro “Manual de *Private Equity* e *Venture Capital*” em 2010, no qual foi abordado a estrutura e o funcionamento de *Private Equity* e *Venture Capital*, relatando estratégias para aquisições, planos de negócios, avaliação de empresas, estrutura de Fundo de Investimentos em Participações (FIP), gestão dos ativos, e por fim, alguns casos de sucessos no Brasil.

Considerando o pouco histórico de retorno nessa indústria no Brasil, optou-se por pesquisar histórico em mercado mais desenvolvido, como nos EUA, no qual investir em PE/VC é uma prática bastante madura.

O Working Paper 9454 de 2003, produzido pelos pesquisadores Alexander Ljungqvist e Matthew Richardson para o National Bureau of Economic Research (NBER) dos EUA ou “Escritório Nacional de Pesquisas Econômicas”, com título de “The Cash Flow, Return and Risk, Characteristics of Private Equity” ou “Fluxo de caixa, Retorno e Risco de *Private Equity*”, analisaram fundos em duas décadas e constataram elevado grau de iliquidez e atribuindo betas da indústria para a carteira de empresas, que são capazes de estimar o risco do fundo. Isto é importante, porque não foi possível estimar risco no nível do fundo, usando o padrão de séries temporais correlacionando-os com o retorno de mercado, já que os fundos são investimentos realizados somente após a liquidação do fundo, geralmente após dez anos.

Especificamente, para fundos que começaram entre 1981 e 1993 constataram uma TIR média de 19,81% ano, líquido dos custos administrativos e já impactados pela crise da internet no período, que confrontando com os investimentos no mercado de ações, usando o S&P 500 no mesmo período, correspondeu a um retorno de 14,10%. Retornos excedentes de perto de seis por cento ao ano, que em tese compensou os investidores, pelo menos em parte, para a extrema falta de liquidez do capital investido no período de 10 anos em média.

Os pesquisadores americanos Robert Harris, Tim Jenkinson e Steven N. Kaplan, por meio do Working Paper 17874 de fevereiro/2012 publicaram um estudo denominado em português de “Desempenho de Private Equity: O que sabemos?” produzido para o National Bureau of Economic Research (NBER) dos EUA. Neste trabalho, os pesquisadores analisam quase 1.400 fundos de *Private Equity* nos EUA, utilizando o banco de dados da Burgiss¹, Venture Economics², Preqin³ e Cambridge Associates⁴, comparando-os aos retornos obtidos pelos investimentos em títulos públicos e resultados da S & P 500 da Bolsa de Nova Iorque.

A motivação da referida pesquisa deu-se, sobretudo, pelas incertezas quanto à divulgação dos dados de Private Equity, seja por meio de dados coletados parcialmente, seja por viés nas amostras ou questionamentos oriundos da fidedignidade dos resultados publicados.

Para balizar o referido trabalho, utilizaram a relação entre medidas absolutas e relativas de desempenho da TIR, múltiplos de capital investido em relação aos mercados do mercado público de ações, além de segregar PE e VC e tendo como maior diferencial o uso do banco de dados da Burgiss, que é a entidade que fornece registro de manutenção e serviços de monitoramento de desempenho para os gestores.

¹ Empresa especializada em soluções baseadas em software e dados para gestores em *Private Equity* e outros ativos alternativos. O Grupo Burgiss é um dos líderes de software e soluções que ajudam a gerenciar mais de US\$ 1 trilhão em ativos de capital privado por mais de 800 programas de investimentos.

² A Thomson Venture Economics é uma organização com experiência de pesquisa em *private equity* estudando a indústria há mais de 20 anos. Com metodologia de pesquisa aprovado pela National Venture Capital Association, a Thomson Venture Economics tem mais de 50 pesquisadores globais que capturaram eventos de fluxo diário de negócio verificando-os com as empresas e investidores. A Venture Economics é uma fonte de informações abrangente, com avaliação de risco, aquisições, fundos de *private equity*, empresas, executivos, empresas de sua carteira e parceiros limitados ao redor do mundo.

³ Preqin é uma importante organização da indústria de ativos alternativos que fornece dados e informações. Possui produtos e serviços que são utilizados por mais de 9.000 profissionais localizados em mais de 70 países para uma série de atividades, incluindo relações com investidores, captação de recursos e marketing e pesquisa de mercado. Fundada em 2002, opera a partir de escritórios em Nova York, Londres e Cingapura. Fornece dados e informações sobre o patrimônio privado, bens imóveis, fundos de hedge e de infraestrutura classes de ativos alternativos dentre outros.

⁴ Cambridge Associates é uma empresa de consultoria privada independente que fornece serviços de supervisão de consultoria e de investimento para mais de 900 clientes em todo o mundo. Ajuda os investidores institucionais globais e clientes privados a atender ou a exceder os seus objetivos de investimento, oferecendo conselhos proativos e imparciais baseados em pesquisa independente.

Com base nos dados analisados e resultados de regressão, concluiu-se que as estimativas sugerem que cada dólar investido nos fundos, em média, resultou em 20% a mais do que um dólar investido na S & P 500, principalmente nas décadas de 1980, 1990 e 2000, dentre outros resultados e comparativos que serão evidenciados no capítulo 5.2.

O livro “Papel dos Fundos de Pensão na formação da economia brasileira – Capitalismo Social”, é uma coletânea de diversos artigos e trata de temas relevantes para a compreensão e dimensão da importância dos fundos de pensão no Brasil e no mundo. Dentre os temas desenvolvidos, foi abordado os temas Fundos de Pensão e um novo modelo de desenvolvimento – Previdência: do “capitalismo complementar” ao sócio-capitalismo; O potencial de crescimento da previdência complementar e o seu papel no desenvolvimento financeiro e econômico brasileiro; Os fundos de pensão e a infraestrutura no Brasil, dentre outros.

O artigo “Private Equity na carteira de investimentos das Entidades de Previdência de Previdência Privada”, produzido pelos eminentes Professores Dr. Cláudio Vilar Furtado e Pós-Doutor Alexandro Broedel Lopes, publicado na Revista de Contabilidade e Finanças da USP em dezembro/2006, aborda o impacto potencial do investimento nessa categoria de ativos Private Equity na carteira total de ativos geridos pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), exame preliminar da problemática de alternativas existentes sobre contabilização e valoração das cotas dos fundos de investimento em participações e seleção, monitoramento e política de incentivos aos gestores de fundos de Private Equity e Venture Capital e a governança no processo de gestão dos fundos.

Tratam, ainda, de questões importantes atreladas às características e necessidades dos fundos de pensão, que têm mais condições de investir em *Private Equity* que outros investidores institucionais, evidenciando por meio de comparações com mercado americano e a baixa diversificação das ações das empresas da Bovespa. Dentre outros aspectos tratados, conclui afirmando que *Private Equity* apresenta excelente oportunidade de diversificação e consequente melhora no perfil risco/retorno dessas instituições e traz aspectos relacionados com a estrutura de governança, investimento com auxílio de *Asset Liability Management* (ALM) e, ainda, o alto custo de monitoramento percebido, falta de padronização dos contratos, taxas de administração pretendidas e indefinição sobre o modelo de governança do fundo de PE/VC no que tange à relação e as responsabilidades da EFPC na determinação da política de investimento do Fundo como principais obstáculos à maior participação dos ativos de PE/VC nas Carteiras de Investimento das EFPCs, além das taxas de juros, que em 2006, data do artigo, eram, consideravelmente, elevadas.

CAPÍTULO 3

3.1 Conceito de *Private Equity* e *Venture Capital*

Private Equity (PE) é uma modalidade de investimento feito diretamente em empresas, normalmente de capital fechado, com potencial de crescimento e conseqüentemente elevado retorno. Nesse tipo de investimento, o investidor geralmente atua direto ou indiretamente na gestão da empresa investida, seja por meio de indicação de dirigentes estratégicos ou conselheiros. O objetivo é melhorar a eficiência da empresa e conseqüentemente os resultados, com benefícios para a sociedade, governo e investidores.

Dentre as divisões aplicadas ao PE, têm-se o *Venture Capital* e o *Buyout*, sendo o primeiro atribuído a investimentos inovadores, geralmente com pequenas participações acionárias em empresas no início dos negócios, e o segundo aos negócios mais maduros ou compra de controle acionário de empresas.

Todavia, como não havia restrição de aquisição de controle em empresas iniciais ou a compra de pequenas participações em empresas maduras, conseqüentemente “estes acontecimentos eram apenas incomuns durante a criação e desenvolvimento da indústria de PE nos Estados Unidos (EUA). Como resultado, o termo VC foi estabelecido como uma ‘marca’, para investimentos em empresas em estágios iniciais, e, da mesma forma, PE para empresas em estágios mais avançados, como se fossem duas atividades distintas⁵”. Desta forma, será referida neste trabalho a indústria de PE/VC para caracterizar toda a indústria, PE para fases mais avançadas e VC para fases iniciais.

3.2 Histórico de *Private Equity* e *Venture Capital* no mundo

Há referências históricas de investimentos em PE/VC para financiamento do projeto de Cristóvão Colombo em meados dos anos de 1492.

⁵ A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro/ABDI, GVcepe. Brasília, 2009, p.42.

Da mesma forma como antigamente, os atuais modelos de PE/VC não financiam apenas parte do projeto, que no caso de Cristóvão Colombo não correspondia apenas a viagem mas também a operacionalização e a gestão de todo o projeto. Todavia, há relatos de que os modelos de PE/VC mais recentes datam de época da revolução industrial na Inglaterra, 1800.

Nos Estados Unidos o segmento de *Private Equity* passou por diversas fases, iniciando, sobretudo, com recursos de famílias tradicionais nos anos 1930, como a Phippses, Whitneys, Rockefellers, Vanderbilts, dentre outras e mais recentemente com grandes operações e aquisições bilionárias na década de 90.

Em 1946 foi fundada a American Research and Development Corporation (ARD), sendo uma das primeiras gestoras de PE/VC a adquirir capital de investidores institucionais e em 1981 foi a primeira empresa de VC a abrir o capital da Bolsa de Valores de Nova Iorque. Ainda, em 1946 foi fundada a empresa até hoje em atividade, J.H. Whitney & Company, com capital próprio de USD 5 milhões para adquirir pequenas e médias empresas (Small and Medium Enterprises) e a partir de 1990 passou a buscar recursos de investidores institucionais como fundo de pensão, universidades etc.

O mercado de PE/VC americano passou por diversas fases em função das transformações ocorridas no século 20, tendo passado por dificuldades em função de diversas crises, como as ocorridas nos anos 60, 70 e 80. Todavia, mesmo com várias turbulências, o segmento de PE/VC foi um dos principais responsáveis por alavancar, na década de 60, a indústria de semicondutores no Vale do Silício no oeste americano, tendo papel importante no início de empresas como a Intel, Apple, Netscape e, na década de 70, o fundo Kleiner Perkins Caufield & Byers (KPCB), o maior fundo da época com captação de USD 8 milhões, investiu nas bem sucedidas Google, Amazon, Compaq, America Online, Sun Microsystems, dentre outras.

Até os anos 70 foi marcado pelo fenômeno de *Venture Capital*, mas nos anos 80 a atenção do segmento mudou acentuadamente, passando de pequenos negócios para operações de *buyout* de grande porte, como por exemplo, a Nabisco, que foi adquirida pelo fundo de PE Kohlberg Kravis Roberts & Co, envolvendo nada menos que USD 25 bilhões, sendo considerado o maior negócio realizado na história de PE.

Este investimento atingiu o auge nos anos de 1980 no EUA, sendo marcado por grandes operações estruturadas entre fundos de investimentos e empresas, acentuando-se, sobretudo na década de 90, quando do forte crescimento da indústria de tecnologia e aquisições alavancadas. Em 1987 havia aproximadamente 700 empresas gestoras de PE, com capital na ordem de USD 3.9 bilhões investidos em mais de 1.700 empresas.

Com exceção da Inglaterra, na Europa o segmento iniciou em meados da década de 80 com a criação, pela Comunidade Europeia, do Comitê Gestor para incentivar a colaboração entre os fundos de capital de risco para operar além das fronteiras dos seus países.

Com os benefícios, o fluxo dos negócios cresceu e em 1983 o Comitê deu origem à European Venture Capital Association (EVCA). Nos anos 90 o crescimento expandiu-se no continente passando de 163 membros da EVCA para 424 no ano de 2000.

Diferentemente dos países do continente, a Inglaterra se destacou no mercado de Private Equity, que com apoio governamental e em razão da falta de crédito para pequenas e médias empresas no pós-guerra, foi criado em 1945 o Finance Corporation for Industry (FCI) e sua subsidiária, a Industrial and Commercial Finance Corporation (ICFC). Na década de 70, houve a fusão do FCI e ICFC, criando a Finance for Industry (FFI) que mais adiante, nos anos 80, foi transformado em Investors in Industry (3i) e em 2011 desembarcou no Brasil a procura de negócios. Vale USD 4,4 bilhões na bolsa de valores de Londres e já investiu USD 50 bilhões em mais de 10 mil empresas.

Mas antes, em 1948, a National Research and Development Corporation (NRDC) foi a primeira empresa pública a realizar investimento de PE/VC na Inglaterra.

3.3 Legislação brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*

O Decreto-Lei nº 2.287/86, regulado pelas Leis nºs 1.184/86 e 1.346/87, beneficiou a atividade de PE/VC, que reconhecia as Sociedades de Capital de Risco (SRC), organizações gestoras de VC que atuavam exclusivamente na aquisição de participações minoritárias em PMEs. (GORGULHO, 1996; PAVANI, 2003; SOUSA, 2008).

“Embora esta regulamentação tenha sido uma boa ideia para fomentar a indústria de PE/VC no Brasil, ela se mostrou insustentável, pois: a) excluía as médias e grandes empresas; b) não permitia a utilização de instrumentos de dívida; c) a regulamentação do BACEN sobre ganho de capital era incompatível com as SRCs; d) A Lei nº 7.714/88 cancelou os benefícios fiscais. Como consequência, apenas poucas iniciativas foram realizadas sob a regulamentação do Decreto-Lei nº 2.287/86, não tendo prosperado muito tempo (COSTA e LEES, 1989; GORGULHO, 1996; PAVANI, 2003). Exemplos de SRCs constituídas fora a ACEL Sociedade de Capital de Risco, do Rio de Janeiro e focada em empresas de tecnologia, e a PAD Investimentos, de São Paulo e focada em empresas com produtos e serviços

diferenciados. Elas fizeram menos de 10 investimentos no total e encerraram suas operações no início dos anos 90.” (GORGULHO, 1996)⁶.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou, em 1994, a Instrução nº 209, ordenando os investimentos em PMEs, criando o Fundo de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE).

Por fim, em 2003 a CVM editou a Instrução nº 391, abrindo caminho para uma participação maior de investidores institucionais, principalmente, os fundos de pensão, uma vez que a Instrução nº 209 limitava investimentos em empresas com faturamento líquido inferior a R\$ 100 milhões, em razão do entendimento sobre empresas emergentes, o que dificultava a criação de fundos mais robustos, tendo esta limitação e outras citadas no capítulo 3.6 excluídas pela Instrução nº 391.

3.4 Histórico de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil

Na década de 1960 foi criada a Adela Investment Company S.A., dando início as operações de PE/VC no Brasil, com o apoio da Organização do Tratado do Atlântico Norte (OTAN) para incentivar o desenvolvimento econômico da América Latina.

“A Adela Investment Company (AIC) iria adquirir participações minoritárias em startups e Pequenas e Médias Empresas (PMEs), vender suas participações uma vez maduras, e reinvestir os lucros em novos empreendimentos. Ela iria aplicar princípios de mercado na busca de projetos rentáveis de alto impacto nas economias locais, e sem orientação política ou filantrópica” (U.N, 1965; FOX, 1996; RIVERA, 2007; BOYLE E ROSS, 2009).

A AIC levantou USD 16 milhões de 50 investidores em 12 países, incluindo Canadá, Japão e alguns países da Europa. Cada investidor poderia contribuir individualmente com a quantia de USD 100 mil a USD 500 mil. A AIC conseguiu atrair 240 investimentos de 23 países, incluindo o do Brasil – foi criada uma *holding* com um capital autorizado de USD100 milhões e um prazo de 30 anos. (BOYLE E ROSS, 2009).

A AIC fez seu primeiro investimento no Brasil em 1965, de um total de 22 investimentos (USD 23 milhões) em 15 anos. Após investir um total de USD 122 milhões em 141 negócios na América Latina, a Adela Investment Company fechou suas operações em 1980 em função de problemas financeiros.

⁶ A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro/ABDI, GVcepe. Brasília, 2009, p.60.

“Outra iniciativa pioneira foi a do International Finance Corporation (IFC), o braço do Banco Mundial, criado em 1956 para apoiar o desenvolvimento dos países. Por volta de 1966-1967, o IFC passou a fazer investimentos acionários diretos na forma de participação no capital acionário de empresas na América Latina, incluindo Brasil, com o objetivo de promover as economias locais e fomentar os mercados acionários (U.N, 1965)”⁷

Entre as décadas de 70 e 90 houve um movimento do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no sentido de incentivar o desenvolvimento industrial do país, que após a criação de três empresas e posteriormente fundidas, culminou em 1982 no BNDESPar, sendo uma importante empresa para a indústria de PE/VC nos anos e décadas seguintes.

Com a superinflação e recessão da economia nos anos 80 e até meados de 1994, a indústria do financiamento de longo prazo ficou bastante comprometido, especialmente, a de origem privada.

Há registro, conforme o IFC, da existência de seis gestoras privadas e três públicas em operação em 1981:

Tabela 1 – Primeiras gestoras de PE/VC no Brasil

Gestoras de PE/VC	Início	Controle	Observações
ADELA – Empreendimentos e Consultoria	1967	Privado	Início dos investimentos no Brasil em 1965. Operação local criada em 1967
COBESA – Cia. Brasileira de Empreendimentos	1973	Privado	
IBRASA, FIBASE and EMBRAMEC	1974	Público	Reorganizados como BNDESPar em 1981
Brasilpar – Comércio e Participações	1975	Privado	
Brazilinvest S.A. Investimentos, Participações e Negócios	1976	Privado	33.33% grupos privados, 33.33% governo brasileiro e 33.33% empresas internacionais
Minas Gerais Participações (MGI)	1976	Público	
Multipar – Empreendimentos e Participações Ltda	1977	Privado	
Promoções e Participações da Bahia (PROPAR)	1977	Público	Utilizava ações preferenciais e realizava investimentos minoritários
Brasilinterpart Intermediações e Participações S.A	1979	Privado	Governo Brasileiro, Brazilinvest, ADELA e diversos outros acionistas locais e internacionais shareholders

Fonte: IFC (1981)

Além dessas, houve ainda a Montezano (1983), a PHIDIAS Administração e Participações S.A., operando no Brasil desde 1982, a Riopart e a Property, operando desde 1983.

⁷ A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro/ABDI, GVcepe. Brasília, 2009, p.57-58.

“Em julho de 1988 existiam 15 gestoras de PE no Brasil com um capital total comprometido de USD 150 milhões” (COSTA E LEES, 1989)⁸.

Carlos Alberto Sicupira, Marcel Hermann Telles e Paulo Lemann – sócios do Banco Garantia – compraram em 1982 as Lojas Americanas e, em 1989, a Cervejaria Brahma com capital próprio, dando início o que se tornaria o GP Investimentos em 1993.

“Em julho de 1991, a BNDESPar criou um veículo especialmente para apoiar as PMEs tecnológicas por meio de participações minoritárias (incluindo debêntures conversíveis), o Condomínio de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica (CONTEC), que incorporou 4 empresas que já haviam sido investidas diretamente pelo banco entre 1988 e 1990. O CONTEC foi depois reestruturado como um programa e renomeado Programa de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica. Entre 1991 e 1995, a BNDESPar, por meio do CONTEC, analisou cerca de 300 oportunidades de negócio, tendo investido em 24 delas, incluindo 2 organizações gestoras de PE/VC: CRP e Pernambuco Participações S.A.” (SOUZA NETO E STAL, 1991; GORGULHO, 1996)⁹.

No rasto das privatizações em 1997, houve a criação do primeiro fundo bilionário, o CVC/Opportunity, resultante de uma associação entre o Citibank Venture Capital (CVC) e o atual Banco Opportunity.

“No início de 2005 existiam 71 organizações gestoras com não mais do que USD 6 bilhões em veículos de investimento (fundos) de PE/VC, o equivalente a 0,7% do PIB. Ao fim de 2009, 144 gestores administravam compromettimentos de capital de USD 36,1 bilhões alocados ao Brasil, 2,3% do PIB. Essas organizações gestoras empregavam em torno de 1.593 profissionais, dos quais 2/3 detinham formação superior. Essas organizações possuíam participação acionária e realizavam governança ativa em 502 empresas, a maioria fechada ou levada a abertura de capital em bolsa por aqueles gestores de PE/VC”¹⁰.

Passado por crises pontuais no mercado de capitais, interno ou externo, o mercado brasileiro de PE/VC está propício ao crescimento, sobretudo quando consideramos os fundamentos econômicos do Brasil, com perspectiva de aumento da renda da população e grande potencial na indústria petrolífera, na agricultura, na produção de alimentos, dentre outros importantes setores da economia.

⁸ Inclui Acel Investimentos, Arbi Participações, Brasilpar, Brazilian Venture Capital (BVC), Citicorp Venture Capital (CVC), Companhia Riograndense de Participações (CRP), Credibanco Participações e Partbank. Exclui BNDESPar (Costa e Lees, 1989).

⁹ A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro/ABDI, GVcepe. Brasília, 2009, p.61.

¹⁰ A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro/ABDI, GVcepe. Brasília, 2009, p.30.

3.5 Funcionamento da indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil

Private Equity/Venture Capital (PE/VC) é uma das principais fontes de financiamento obtidas pelas empresas pequenas e de médio porte, pois em uma ponta o investidor capitalista quer maximizar os recursos e na outra ponta o empresário pretende expandir os seus negócios. As grandes empresas também obtêm recursos por meio de PE/VC, todavia, podem acessar mercados mais organizados, como bolsa de valores, debêntures, cédula de crédito bancário, operações bancárias, dentre outras.

Historicamente o custo do dinheiro no Brasil sempre foi elevado, seja para o consumo ou produção, quando comparamos com a maioria dos países desenvolvidos e semidesenvolvidos no mundo. Todavia, com a redução da taxa de juros SELIC (veja mais sobre o tema no Capítulo 4.3), temos uma nova realidade para as alocações de recursos para médio e longo prazo, pois as poucas oportunidades de ganhar dinheiro com certa tranquilidade, como Título Público do Tesouro, não estão atrativas frente às necessidades atuariais das fundações de previdência.

Dessa forma, restaram poucas opções para elevados retornos, senão aplicação na Bolsa de Valores ou na própria produção, assumindo mais riscos e aperfeiçoando as técnicas de governança.

Com a instabilidade nas bolsas no mundo, iniciado com a grave crise em 2008, com uma leve recuperação em 2009 e 2010, mas com retração em 2011 e incertezas no ano de 2012, a modalidade de investimento de PE/VC passa a ser uma das principais oportunidades para investidores institucionais no Brasil, considerando, sobretudo, o potencial de crescimento da economia, aumento da renda da população, a realidade jurídica, política e macroeconômica apresentada nos últimos dez anos.

Nesse contexto, o segmento de PE/VC passou e vem passando por regulações com intuito de proporcionar o crescimento de uma importante fonte de financiamento para o desenvolvimento de empresas, e conseqüentemente do país, já demonstrado no capítulo 3.4.

A forma e o funcionamento da referida indústria no Brasil, será apresentada na Tabela 2, de forma sintética:

Tabela 2 – Estrutura resumida do funcionamento dos PE/VC do Brasil

Participantes	Estágios das empresas investidas	Estruturas
a) Gestores b) Veículos c) Investidores d) Empresas Investidas	a) Inicial e Desenvolvimento b) Crescimentos e Maturidade	a) Tradicional PE/VC b) Mezanino c) Private Investment in Public Equity (PIPE) d) Outros

Fonte: criação do autor.

As gestoras são os operadores dos fundos de investimentos independentes ou vinculados a alguma instituição financeira. Eles preparam o veículo, ou seja, o produto que será ofertado aos investidores. Este veículo é geralmente estruturado no formato de Fundo de Investimentos em Participações (FIP) ou Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE), com a estrutura de governança, regulamento prévio e informações básicas, como o alvo do fundo, taxas administrativas, custodiante, auditoria independente, relação e currículo dos profissionais envolvidos, taxa de *performance*, prazo de investimento/desinvestimento, dentre outros.

Estando pronto o arcabouço do fundo, deve ser submetido à aprovação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e posteriormente é ofertado a investidores, geralmente institucionais, como fundo de pensão, bancos, seguradoras e *family office*.

O fundo, mesmo já tendo o seu regulamento aprovado pela CVM, pode sofrer alterações solicitadas pelos cotistas, que posteriormente deve ser apreciado novamente pela CVM. Isto se deve a negociação de taxas administrativas, de *performance*, bem como questões pontuais que podem impedir a participação de determinado investidor, como fundo de pensão, que tem restrição a algumas operações.

No veículo, seja FIP ou FMIEE, é descrito que tipo de empresa ou setor em que o fundo deve fazer aquisições/participações. Nesta descrição é possível identificar se o fundo tem características de *Private Equity* ou *Venture Capital*, pois dependendo do estágio das empresas-alvo e do tipo de participação (minoritária ou controle), é possível associá-lo a PE ou VC.

As empresas investidas em estágios iniciais e em desenvolvimento são aquelas em fase pré-operacional e quando desenvolvidas, apresentam produtos ou serviços já comercializados. Nestas etapas necessitam de capital para iniciar de fato as suas operações ou, quando desenvolvidas, para ampliar a comercialização ou aperfeiçoar produtos/serviços. Com estas características, geralmente o veículo utilizado é o *Venture Capital*.

Estágios mais avançados são aquelas empresas que necessitam de capital para expansão, sendo detentora de linhas de produção e marcas consolidadas. Quando a empresa atinge grande crescimento com fluxo de caixa considerável, é caracterizado como uma companhia madura. Nessas fases, o veículo normalmente utilizado é *Private Equity*.

A estrutura estabelecida para cada fundo varia de acordo com a intenção ou foco do gestor. Por exemplo, se o objetivo é montar estrutura tradicional prevista nas instruções da CVM n^{os} 209 e 391, será montado um PE ou VC para adquirir participações em empresas, que após um determinado período, variando entre 3 a 10 anos, são alienadas, objetivando o

retorno do capital e rentabilidade para os investidores cotistas e para a própria gestora por meio da taxa de *performance*.

Quando o gestor decide pela aquisição da dívida de empresa, como debêntures, normalmente de empresas ou de empreendimentos com alta capacidade de geração de caixa, este veículo é denominado de mezanino. Por fundo mezanino entende-se aquele com objetivo de adquirir dívida de empresas, ações e bônus de subscrição emitidos pelas companhias.

Já o PIPE, trata-se de “aquisição de participação acionária relevante em empresas já listadas em bolsa e que, normalmente, possuam baixa liquidez. Nessa modalidade de investimento, a organização gestora envolve-se no aprimoramento da governança, na gestão estratégica e no relacionamento com os demais acionistas e investidores por meio do Conselho de Administração”¹¹.

De forma mais detalhada, o professor Antônio Gomes Carvalho apresenta uma estrutura mais ampla para a compreensão mais aprofundada do universo de PE e VC no Brasil, conforme Tabela 3:

Tabela 3 – Estrutura ampla de Private Equity e Venture Capital no Brasil

	Capital semente (<i>seed capital</i>)	Investimentos em empresas de pequeno porte, feito na fase pré-operacional para desenvolvimento de uma ideia, de um projeto ou ainda para testes de mercado ou registro de patentes.
Venture Capital	Estruturação inicial (<i>start-up</i>)	Aporte de capital em empresas 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.
	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 de aquisição de outras empresas.
Private Equity	Tomada de controle pelos executivos (<i>management buyout</i>)	Aporte de capital para financiar uma equipe de gestores, da própria empresa ou externas, que objetivam adquirir o controle de uma empresa.
	Estágio pré-emissão (<i>bridge finance</i>)	Aporte feito quando a empresa planeja uma introdução em bolsa de valores em prazo de até dois anos. Também pode envolver a reestruturação de posição acionária de grandes acionistas.

Fonte: Carvalho et al. (2006).

¹¹ A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro/ABDI, GVcepe. Brasília, 2009, p.72.

3.6 Comparativo da indústria de PE/VC entre Brasil, EUA e Inglaterra

O funcionamento de PE/VC no Brasil tem algumas características parecidas com a dos EUA e com a da Inglaterra, que é um importante país no mercado de PE/VC na Europa.

Basicamente, temos duas legislações que determinaram o funcionamento do tipo de negócio no Brasil. A Instrução CVM nº 209/1994 instituiu o FMIEE, com características de *Venture Capital*, com as seguintes regras:

- a) O prazo para investimento é limitado até 10 anos, podendo ser prorrogado até 15 anos, somente;
- b) O valor mínimo por investidor é de R\$ 400 mil;
- c) O número de investidores é limitado a 35;
- d) Os investimentos devem ser feitos em valores mobiliários (debêntures, ações ou bônus de subscrição) emitidos por uma empresa S/A;
- e) Não apresentar na estrutura societária ou na gestão administradores do próprio fundo com participação superior a 10% do capital da empresa; e
- f) Empresas investidas que possuem receita anual de no máximo R\$ 100 milhões e não fazem parte de um conjunto de empresas com patrimônio total de no máximo R\$ 200 milhões.

Já a Instrução CVM nº 391/2003, que instituiu o FIP, com a lógica de *Private Equity*, tem as seguintes características;

- a) Estabeleceu a obrigatoriedade da transparência de informação para os investidores;
- b) Extinguiu a limitação de tamanho das empresas investidas previstas para FMIEE, podendo ser companhias abertas ou fechadas;
- c) Definiu a criação de comitês técnicos, de investimentos e conselhos consultivos;
- d) Determinou que as regras contábeis de avaliação de investimentos e cotas sejam estabelecidas no regulamento dos fundos;
- e) Regulamentou os procedimentos de investimentos e desinvestimentos; e
- f) Estabeleceu regras para a participação de administradores/gestores nas decisões das companhias aportadas.

A Instrução CVM nº 409/2004 definiu, ainda, que fundos de ações possam ser utilizados com fundo de PE/VC, sendo que tais fundos são obrigados a manter 67% de sua

carteira e papéis negociados na Bovespa ou em mercado de balcão organizado (principalmente para PIPE e mezanino).

A Instrução CMN nº 391 foi importante e determinante para o ingresso de grandes investidores na indústria de PE/VC, como os fundos de pensão, uma vez que extinguiu algumas limitações estruturais previstas no FMIEE.

Na Inglaterra, “existe uma grande variedade de soluções legais para investimentos de capital, e, é impossível encontrar um formato específico de investimentos em *Equity*. Investidores de capital no Reino Unido que utilizam os seguintes veículos: Fundos de *Venture Capital*, VCTs, bancos comerciais, investidores anjos e instituições públicas direcionadas. VCTs, ou, *Venture Capital Trusts*, são grupos de investidores que investem seus próprios recursos. No mercado de PE/VC do Reino Unido, fundos de *Venture Capital* e VCTs constituem 50% do total, enquanto os outros veículos representam o restante.”¹² Nos Estados Unidos, diferentemente do Brasil, o mercado é regulado por meio do direito comum e os tribunais locais e federais possuem respeito.

Não há regras estabelecidas como no Brasil, pois são regras gerais baseadas nos princípios de governança corporativa, disciplina para a compra/venda de ações, regras para seguradoras, bancos e fundo de pensão.

Lá tem várias formas de estruturar os investimentos, que podem ser *Small Business Investment Company* (SBIC), *Venture Capital*, Fundos de *buyouts*, bancos, investidores anjos e *Corporate Ventures*. Os *Ventures Capital* totalizam 60% da indústria de PE.

Qualquer investimento em *Equity* nos EUA é classificado como empreendimento, portanto, não tem relação com atividade financeira.

A estrutura dos fundos é composta por dois grupos: Limited Partners (LP) e General Partners (GP), que poderíamos traduzir para o equivalente a Sócios Limitados e Parceiros Gerais, respectivamente. Os GPs são os gestores dos fundos e responsáveis pela administração das empresas investidas, enquanto os LPs não tem participação no processo decisório nas empresas, embora possuam geralmente 99% do saldo do fundo. O processo é simples, com tributação clara e os LPs não têm responsabilidade pelas dívidas das empresas investidas.

¹² A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro./ABDI, GVcepe. Brasília, 2009, p.107.

CAPÍTULO 4

4.1 Fundos de Pensão: o que são, como funcionam e o que fazem?

Foram criados, inicialmente, para complementar a renda do trabalhador privado das empresas públicas, principalmente, na do setor ferroviário brasileiro que teve o seu apogeu em meados de 1970.

O setor ganhou regulação na década de 70, com a entrada em vigor da Lei nº 6.435, de 15/07/1977, e mais recentemente alteradas pelas Leis Complementares nºs 108 e 109, de 29/05/2001.

Os fundos de pensão são constituídos por meio de fundação ou de sociedade civil que gere o patrimônio de contribuições de participantes e patrocinadoras com o objetivo de proporcionar rendas ou pecúlios, e fazem parte da complexa estrutura previdenciária brasileira, conforme Tabela 4:

Tabela 4 – Estrutura do sistema previdenciário brasileiro

RGPS – REGIME GERAL DE PREVIDÊNCIA SOCIAL	RPPS – REGIMES PRÓPRIOS DE PREVIDÊNCIA DOS SERVIDORES		PREVIDÊNCIA PRIVADA
TRABALHADORES DO SETOR PRIVADO E FUNCIONÁRIOS PÚBLICOS CELETISTAS. Obrigatório, nacional, público, subsídios sociais, benefício definido: teto de R\$ 3.916,20. Admite Fundo de Previdência Complementar	FUNCIONÁRIOS PÚBLICOS ESTATUTÁRIOS Obrigatório, público, níveis federal, estadual e municipal, benefício definido. Admite Fundo de Previdência Complementar	MILITARES FEDERAIS Obrigatório, público, nível federal, benefício definido = última remuneração	PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR Optativa, administrada por fundos de pensão abertos ou fechados
Administrado pelo INSS	Administrado pelos respectivos governos	Administrado pelo Governo Federal	Fiscalizado pela PREVIC (fundos fechados) e pela SUSEP (fundos abertos)
REPARTIÇÃO SIMPLES	REPARTIÇÃO SIMPLES / CAPITALIZAÇÃO EM ALGUNS ESTADOS E MUNICÍPIOS		CAPITALIZAÇÃO

Fonte: Previdência Complementar – Cartilha do Participante (2008)

Trata-se de uma entidade fechada de previdência complementar dos trabalhadores da iniciativa privada, que administra recursos dos trabalhadores e patrocinadoras (empregadoras) durante a fase laboral para que no futuro, quando da aposentadoria, o participante de uma entidade receba um benefício adicional àquele oriundo Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS),

que está limitado atualmente ao teto de R\$ 3.916,20, no qual todos os trabalhadores do setor privado são inscritos compulsoriamente ao ter registro profissional regularizado.

Os trabalhadores de empresas públicas ou privadas que são regidos profissionalmente pela Consolidação das Leis Trabalhistas (CLT), recebem em atividade, em muitos casos, salários superiores ao oferecido pelo teto do INSS, sendo razoável que este trabalhador se planeje para a aposentadoria, e, uma das formas de proteção para não reduzir o seu poder aquisitivo e padrão de vida, é fazer uma previdência complementar, que algumas empresas oferecem para os seus colaboradores como política de recursos humanos.

Desta forma, nas últimas 4 décadas, o segmento de fundo de pensão brasileiro cresceu, fortaleceu-se e representa atualmente em torno de 14,7% do Produto Interno Bruto (PIB)¹³, com ativos totais superiores a meio trilhão de reais.

Exerce papel importante, não somente na vida de 6,5 milhões de pessoas, que é o conjunto de participantes ativos, assistidos e dependentes do sistema, mas também no desenvolvimento econômico brasileiro, incluindo importante participação na indústria mobiliária, mercado de capitais, de crédito privado e crédito público bem como em participações diretas e indiretas nas maiores empresas brasileiras.

A indústria de previdência fechada no Brasil é pequena quando comparamos com países que possuem a cultura previdenciária mais desenvolvida que a nossa, conforme pode ser observado na tabela abaixo o comparativo do patrimônio dos fundos de pensão (estoque) com o PIB (fluxo), que embora não tenha relação direta, já que o primeiro é estoque e o segundo é fluxo, mas é um dos indicadores utilizado e possível para fins de comparabilidade.

¹³ Fonte: Consolidado Estatístico Dez/2011 – ABRAPP

Tabela 5 – Relação do patrimônio dos fundos de pensão com o PIB – Dez/2010

Países	Total de Ativos (USD bilhão)	% PIB
Holanda	1.032	134%
Suíça	661	126%
Estados Unidos	15.265	104%
Austrália	1.261	103%
Reino Unido	2.279	101%
Canadá	1.140	73%
África do Sul	256	72%
Japão	3.471	64%
Irlanda	100	49%
Hong Kong	87	38%
Brasil	342	17%
Alemanha	471	14%
França	133	5%
TOTAL	26.498	76%

Fonte: Global Pension Asset Study 2011 - Towers Watson.

No ano de 2000, o patrimônio total dos fundos de pensão no Brasil era de USD 74 bilhões, o que significou um acréscimo de 362% quando comparado ao ano de 2010.

Considerando o crescimento do nível de renda do brasileiro nos últimos 10 anos, o aumento da expectativa de vida, bem como o recente debate em torno da criação do super fundo de pensão para os servidores civis públicos na União (FUNPRESP), a consciência dos empresários e trabalhadores tendem a impulsionar o mercado de fundo de pensão.

Há dados que indicam que o Brasil possui 15 mil empresas em condições de oferecer fundo de pensão aos seus empregados, portanto, havendo um processo educacional mais acentuado com relação à cultura previdencial, o setor tende a crescer acentuadamente frente ao que é hoje.

4.2 Importância dos fundos de pensão na economia brasileira

Os fundos de pensão são responsáveis diretos pela criação e manutenção de milhares de empregos, ou seja, além de injetar por meio de pagamento de benefícios e pensões mais de R\$ 15 bilhões por ano, os investimentos aplicados direto ou indiretamente na economia gera um impacto social significativo.

Os investimentos dos fundos de pensão brasileiros estão alocados na sua maioria nos títulos públicos, conforme Tabela 6:

Tabela 6 – Alocações dos recursos dos fundos de pensão em 31/12/2011

Investimentos	R\$ Milhão	%
Renda Fixa	349.957	61,0%
Títulos Públicos	90.442	15,8%
Créditos Privados e Depósitos	27.508	4,8%
Sociedade de Propósito Específico (SPE)	193	0,0%
Fundos de Investimentos – RF*	231.814	40,4%
Renda Variável	172.420	30,1%
Ações	80.407	14,0%
Fundos de Investimentos - RV	92.013	16,0%
Investimentos Estruturados	13.347	2,3%
Empresas Emergentes (Venture Capital)	360	0,1%
Participações (Private Equity)	11.875	2,1%
Fundo Imobiliário	1.112	0,2%
Investimentos no Exterior	339	0,1%
Ações	26	0,0%
Dívidas	313	0,1%
Imóveis	20.685	3,6%
Operações com Participantes	14.909	2,6%
Empréstimo a Participantes	12.995	2,3%
Financiamento Imobiliário	1.914	0,3%
Outros	2.072	0,4%
Total	573.729	100,0%

Fonte: Consolidado Estatístico Dez/2011 – ABRAPP.

*Parte significativa é composta por títulos públicos, estimado em 80% pelo autor.

Todavia, com a redução acentuada da taxa SELIC, este patamar tende a se modificar no médio e longo prazo.

Com a migração paulatina de recursos do título público para a economia real, a economia do país só terá a ganhar, já que parte dos R\$ 90 bilhões (além dos títulos públicos dentro dos fundos de RF) terá que ser alocado em títulos com rentabilidade mais atrativa para que os fundos de pensão possam cumprir com os seus compromissos atuariais.

Os fundos de pensão têm participação significativa em todos os setores da economia, conforme pode ser observado na Tabela 7.

Tabela 7 – Valores investidos nos setores da economia – Dez/2011

Setores	R\$ Milhões	Partic.
Financeiro	289.245	50%
Serviços	144.469	25%
Industrial	140.016	24%
Petroquímica	59.319	
Siderúrgica	29.813	
Máquinas e equipamentos	12.288	
Química	13.168	
Eletroeletrônica	4.776	
Automobilística	6.226	
Alimentícia	4.916	
Mineração	1.520	
Bebidas	1.799	
Outros	6.191	
Total	573.729	100%

Fonte: Consolidado Estatístico Dez/2011 – ABRAPP.

Com o crescimento dos fundos de pensão, decorrente do processo da educação previdenciária e com a criação do fundo de pensão dos servidores civis da União, a economia real será afetada positivamente, já que há uma tendência de aumentar a participação do patrimônio dos fundos de pensão em relação ao PIB.

4.3 Redução de taxa de juros no Brasil e as possibilidades de investimentos com base na Resolução CMN nº 3792

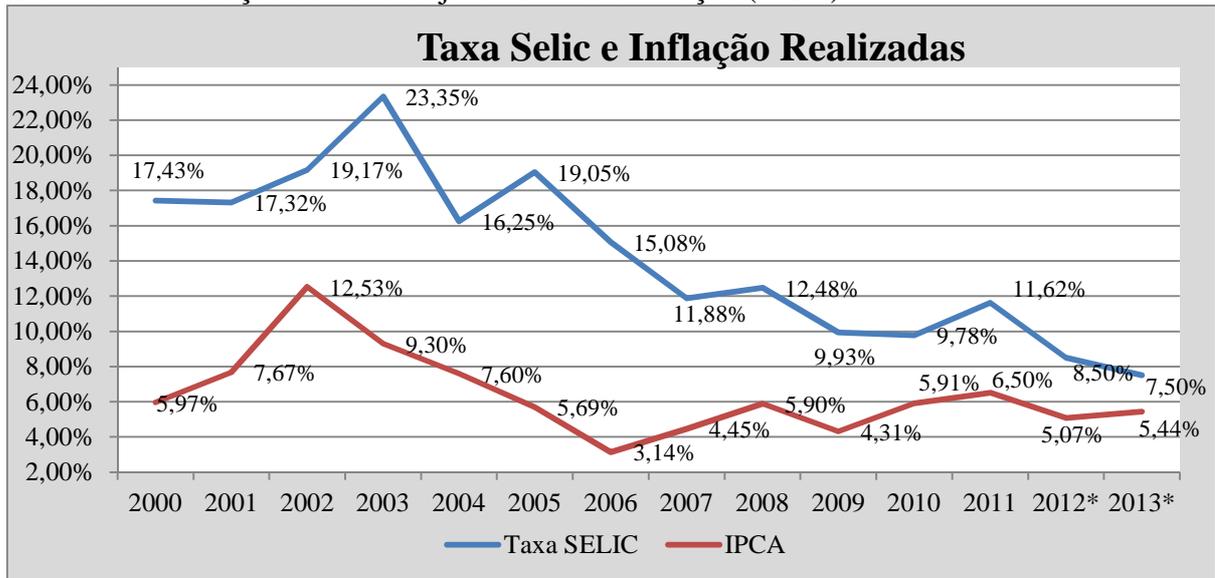
As autoridades monetárias brasileiras sofreram, no passado recente, severas críticas em razão do histórico elevado de taxas de juros oficiais. Quando estudos eram ou ainda são divulgados, o Brasil sempre foi destaque como o país detentor de uma das maiores taxa de juros do mundo, o que impedia o desenvolvimento econômico e social devido ao crédito caro e praticamente inacessível para o pequeno e médio empreendedor.

Até recentemente, os grandes detentores de poupança interna, como os fundos de pensão, prometiam e cumpriam com as obrigações atuariais investindo de 40 a 90% dos seus patrimônios em títulos públicos, não precisando assumir riscos no mercado de capitais, nos investimentos estruturados ou nos créditos privados.

Todavia, o movimento de queda da taxa de juros acelerou-se e tudo indica, *ceteris paribus*, que o país terá definitivamente uma taxa de juros aderente à maioria das economias desenvolvidas, que possuem taxas iguais ou inferiores aos indicadores de inflação.

No Gráfico 1 é possível identificar uma tendência que, embora possa ter ajustes eventuais, a redução não pode ser ignorada no médio prazo.

Gráfico 1 – Evolução da Taxa de juros SELIC e Inflação (IPCA)



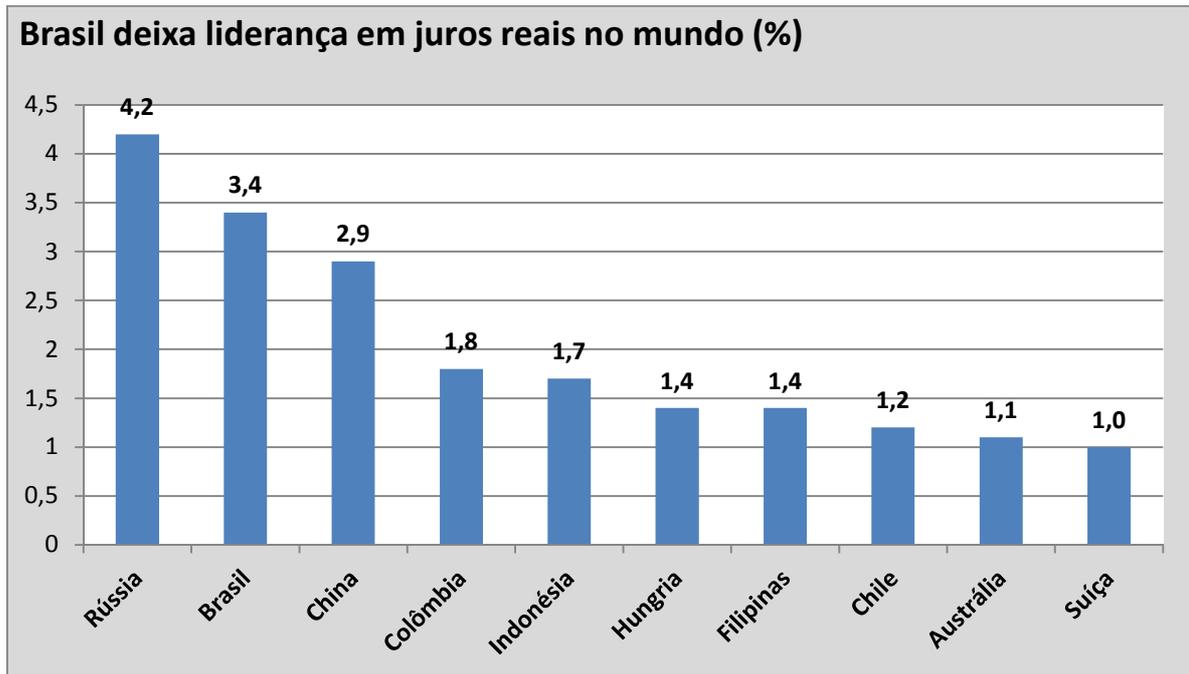
Fonte: BACEN. Produção do autor.

*Estimativa com base no cenário provável da FUNCEF - julho/2012.

Logo, com essa nova realidade, a economia, de forma geral, ganhará nova dinâmica em função das novas possibilidades para as alocações de recursos que os investidores institucionais terão de fazer para obter retornos mais próximos das suas necessidades ou expectativas.

Nessa situação, o Brasil está caminhando para o patamar de juros “normais”, embora elevados frente a outras nações.

Gráfico 2 – Gráfico com juros reais – abril/2012



Fonte: Cruzeiro do Sul Corretora/Apregoa.com

Na Tabela 6, é possível identificar os percentuais alocados por carteira, mas os limites máximos de alocação foram definidos pela Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 3.792/2009.

O Conselho Monetário Nacional órgão deliberativo máximo do Sistema Financeiro Nacional é responsável por “estabelecer as diretrizes gerais das políticas monetária, cambial e creditícia; regular as condições de constituição, funcionamento e fiscalização das instituições financeiras e, disciplinar os instrumentos de política monetária e cambial”.

Por meio da Resolução nº 3.792 de 24/9/2009, o CMN estabeleceu processos de controles, avaliação de risco, estrutura e parâmetros para os investimentos dos fundos de pensão, definindo percentual máximo e mínimo para cada modalidade de investimento.

As modalidades de investimentos previstas na referida Resolução, conforme Artigo 17, são:

- a) renda fixa;
- b) renda variável;
- c) investimentos estruturados;
- d) investimentos no exterior;
- e) imóveis; e
- f) operações com participantes.

A Tabela 8 apresenta um comparativo entre a alocação no final de 2011 com os percentuais máximos para alocação de investimentos nas carteiras:

Tabela 8 – Alocação efetiva em dezembro/2011 e alocação permitida pela legislação

Carteiras	Alocação Efetiva em Dez/11	Alocação Permitida Res. CMN 3792
Renda Fixa	61,0%	100,0%
Títulos Públicos	15,8%	100,0%
Créditos Privados e Depósitos	4,8%	
Fundos de Investimentos - RF	40,4%	
Renda Variável	30,1%	70,0%
Ações	14,0%	70,0%
Fundos de Investimentos - RV	16,0%	
Sociedade de Propósito Específico (SPE)*	0,0%	20,0%
Investimentos Estruturados	2,3%	20,0%
Empresas Emergentes (Venture Capital)	0,1%	20,0%
Participações (Private Equity)	2,1%	20,0%
Fundo Imobiliário	0,2%	10,0%
Investimentos no Exterior	0,1%	10,0%
Ações	0,0%	
Dívidas	0,1%	
Imóveis	3,6%	8,0%
Operações com Participantes	2,6%	15,0%
Empréstimo a Participantes	2,3%	
Financiamento Imobiliário	0,3%	
Outros	0,4%	
Total	100,0%	100,0%

*Para fins de alocação, SPE fica no grupo de Renda Variável.
Elaboração do autor.

Quando foi emitida, em setembro de 2009, a Resolução CMN nº 3.792, não havia uma previsão ou cenário brusco de queda de juros, o que justifica, além do pouco tempo com as novas categorias e percentuais e investimentos, a não exposição expressiva em investimentos em *Private Equity* e *Venture Capital*, que somados eram de apenas 2,1% de todo o patrimônio dos fundos de pensão em 31/12/2011.

Com a referida Resolução, o percentual de alocação em renda variável saltou de 50% para 70%, estabeleceu novas categorias de investimentos, como Crédito Privados e Depósitos (20%) e Investimentos Estruturados (20%).

Com a instabilidade nos mercados financeiros globais, aumentar a exposição em bolsa ficou muito arriscado, mesmo sendo investidores de longo prazo, mas com a redução da

taxa SELIC, o segmento de fundo de pensão terá que usar de muita criatividade e profissionalismo para movimentar, nos próximos anos, uma quantia superior a R\$ 90 bilhões, que são os títulos vencendo dentro de 4 anos. Como exemplo, a FUNCEF, que é o terceiro maior fundo de pensão do país, tem R\$ 5,5 bilhões em NTNs vencendo até o ano de 2015. Ressalte-se que dentro dos Fundos Investimentos em Renda Fixa (ver Tabela 6) existe, também, uma quantia relevante de títulos públicos.

Com as taxas reduzidas oferecidas pelos títulos públicos, praticamente nenhuma entidade de previdência alcançará a sua meta atuarial, que geralmente está associada a um indexador (INPC, IPCA, IGPM, IGP-DI) adicionado de juros reais de no máximo 6%, estabelecido por meio da Resolução CGPC nº 18/2006. Ou seja, não será possível reinvestir nos títulos do governo federal os cupons e nem o principal das NTNs em carteira.

Restam, dessa forma, algumas alternativas, que são renda variável, imóveis, crédito privado e *private equity* e *venture capital* ou ainda, investimento no exterior (10%).

Mas, como citado anteriormente, há muitas incertezas nas Bolsas de Valores e não há oferta significativa de crédito privado capaz de absorver forte demanda, principalmente, com retornos considerados atrativos e com risco moderado. Os créditos privados, geralmente classificados para o segmento de Fundo de Pensão, são ofertados por meio de Fundo de Investimentos em Direito Creditório (FIDC), Debêntures, Cédulas de Crédito Bancário (CCB), Depósito a Prazo com Garantia Especial (DPGE), dentre outros.

O limite para investimento em imóveis, conforme Resolução CMN nº 3.792, é de 8%, portanto, percentual baixo, tendo a entidade já atingido esse percentual em meados de 2012, como é o caso da FUNCEF. O setor oscila, no conjunto dos fundos de pensão, em torno de 4%, podendo ser ampliado até 8%, todavia, não há grandes margens para crescimento, embora represente um espaço para incremento superior a R\$ 20 bilhões. É um mercado que concorre com os próprios *Privates Equities* além dos fundos imobiliários. Logo, é uma boa alternativa de investimento, mas com algumas limitações devido à legislação, encarecimento dos terrenos urbanos e dos próprios empreendimentos imobiliários, que apresentou um crescimento nos preços significativo nos últimos anos.

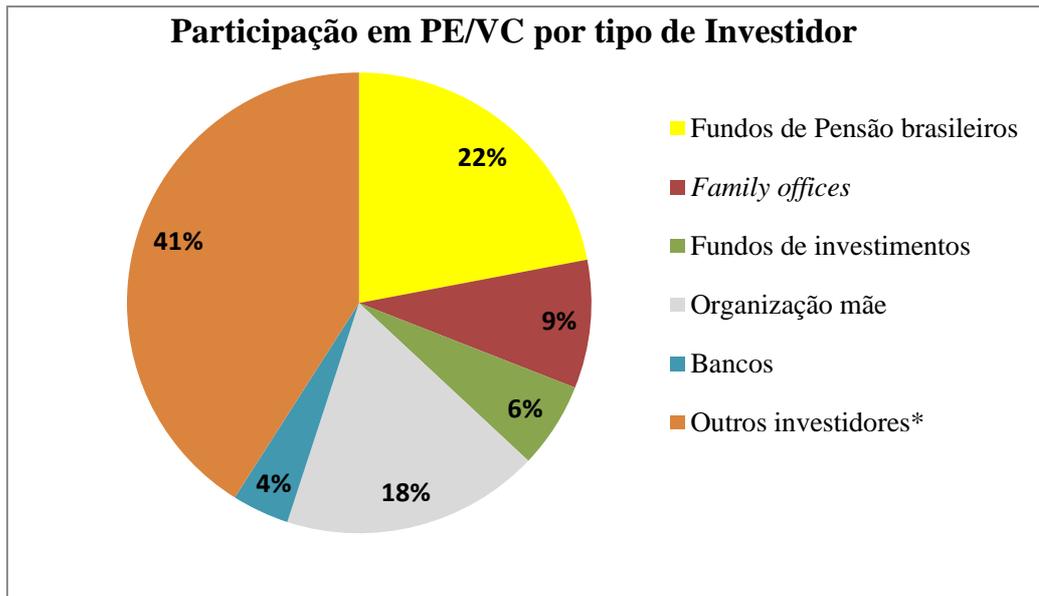
Considerando que o Brasil é um dos principais destinos de investidores do mundo, não há que se falar, neste momento, dos fundos de pensão brasileiros investirem no exterior.

Restando, portanto, um enorme espaço para crescimento de PE/VC, já que a legislação permite sair dos atuais 2,2% (Tabela 8, p.30) para até 20% do patrimônio total das entidades. Se pensarmos na elevação dos atuais 2,2% alocados em PE/VC para 10% no médio

prazo, estima-se a injeção de mais de R\$ 45 bilhões na economia real, gerando riqueza para a sociedade e retornos atrativos para os planos de benefícios dos participantes.

Ressalto que hoje os fundos de pensão brasileiros já possuem, no setor privado, a maior fatia do capital comprometido de mercado de PE/VC, com participação em 2009 de 22%, conforme gráfico abaixo.

Gráfico 3 – Distribuição do capital comprometido alocado por tipo de investidor no Brasil



Produção do autor, com dados da ABDI/CGEE/FGV, 2009.

*Empresas, seguradoras, gestoras de PE/VC do Brasil e do exterior, fundos de pensão e investidores institucionais estrangeiros.

Mas, considerando a redução de taxas e juros SELIC com expectativa de manutenção, amparo legal para aumentar a participação em PE/VC, e obrigações atuariais bem definidas nas fundações, temos uma conjuntura econômica suficientemente sustentável para uma migração de recursos consideráveis de Títulos Públicos para PE/VC, apostando no consumo interno e aumento da renda dos trabalhadores brasileiros.

Um dos principais indicadores da capacidade econômica do Brasil em avançar fortemente neste segmento é a entrada maciça no Brasil dos principais *players* mundiais em gestão de PE/VC.

Gestoras como a Carlyle Group, Endurance Capital Partners, HIG, General Atlantic, Blackstone Group, Kohlberg Kravis Roberts & Co, Investors in Industry (3i) chegaram ao Brasil, com recursos inclusive de fundos de pensão americanos, para fazer negócio e, principalmente, ganhar dinheiro.

CAPÍTULO 5

5.1 *Private Equity e Venture Capital* em Fundo de Pensão: oportunidades, desafios e limitações

O maior fundo de pensão americano e um dos maiores do mundo, CALPERS, fundo de pensão dos funcionários públicos do Estado da Califórnia-EUA, possuía em abril/2012 um patrimônio total de USD 237 bilhões, dos quais USD 33 bilhões alocados em PE/VC, conforme Tabela 9.

Tabela 9 – Alocação dos ativos da Calpers – abril/2012

Classe de ativos	Bilhões - USD	% da Alocação
Crescimento	151,90	64,00%
Empresas Abertas	118,60	50,00%
Private Equity	33,30	14,00%
Renda	41,20	17,00%
Liquidez	9,20	4,00%
Ativos reais	21,80	9,00%
Imóveis	18,90	8,00%
Floresta /Infraestrutura	2,90	1,00%
Inflação	7,50	3,00%
Estratégia Retorno Absoluto	5,10	2,00%
Total do Fundo	236,80	100,00%

Fonte: www.calpers.ca.gov. Tradução do autor.

O mercado mobiliário e de PE/VC são bastante desenvolvidos nos EUA e há anos possuem uma taxa de juros extremamente baixa diferentemente do Brasil. Desta forma, os fundos de pensão de lá e do restante do mundo já fizeram a transição, conforme pode ser observado na Tabela 10:

Tabela 10 – Alocação dos recursos dos fundos de pensão em Títulos Públicos

Países	%
Japão	56%
Holanda	50%
Brasil*	48%
Canadá	36%
Suíça	35%
Reino Unido	35%
Estados Unidos	27%
Austrália	14%
Mundo	33%

Fonte: Global Pension Asset Study 2011 - Towers Watson.

*Estimativa do autor, já que no estudo não foi citado o Brasil para este indicador, com base nos dados da ABRAPP e da FUNCEF.

O segmento de Títulos Públicos, quando observado na Tabela 8, p.30, possui apenas uma participação de 15,8% sobre o montante total do patrimônio dos fundos de pensão brasileiros. Todavia, o segmento de Fundos de Investimentos em Renda Fixa, com 40,4% de participação, possui uma parte significativa de Títulos Públicos. Para efeito de consolidar os títulos do Tesouro para obter um percentual único destes títulos sobre o montante, partiu-se do pressuposto que 80% dos Fundos de Investimentos em RF são compostos de Títulos Públicos (na FUNCEF é de 82%), que somados aos Títulos Públicos destacados na Tabela 6 (R\$ 90 bilhões) totalizam R\$ 275 bilhões e uma participação total de 48% aproximadamente.

Portanto, partindo desse pressuposto, somente dois países possuem uma participação maior que o Brasil em alocação em títulos públicos: Japão e Holanda.

Nos países mais avançados em investimentos de *Private Equity* e *Venture Capital*, como EUA e Reino Unido, esse percentual é menor.

Dessa forma, a quantia de recursos que os fundos de pensão receberão até o ano de 2045 (quando dos vencimentos das NTNs mais alongadas) para alocações em investimentos mais rentáveis que as atuais NTNs, é superior a meio trilhão de reais, considerando juros e principal.

É sabido que parte dessa quantia e dos valores oriundos do crescimento natural do patrimônio das entidades, serão alocados nos papéis do Tesouro. Mas, será necessária uma migração de recursos substanciais para investimentos alternativos, uma vez que as obrigações atuariais das fundações brasileiras estão hoje atreladas a um indexador (INPC, IPCA, IGPM, IGP-DI) mais 5 ou 6%, que na prática quando estimamos qualquer desses indexadores oscilando na casa dos 5%, estamos sugerindo uma rentabilidade mínima em torno de 10% ao ano, percentual este inalcançável com os novos títulos emitidos pelo Tesouro.

O montante dos recursos das fundações aplicado em Renda Variável é de 30% o que é considerado relativamente alto, mas podendo chegar até 70% pela legislação, no entanto, quando olhamos o cenário mundial de bolsa e a modéstia na quantidade de empresas listadas na Bovespa, (menos de 500, mais de 4 mil na de Nova Iorque e mais de 3 mil na de Londres), dificilmente os fundos de pensão irão aumentar a exposição na bolsa brasileira.

Não restando muita alternativa senão investir em créditos privados ou *Private Equity* e *Venture Capital*. Mas como dito anterior, o mercado de crédito privado brasileiro é pouco expressivo para receber quantia significativa de recursos.

Assim, o desafio é investir na produção, na economia real, gerando riqueza, contribuindo para o crescimento do PIB e garantindo recursos para o pagamento dos atuais e futuros aposentados do sistema de previdência complementar fechado.

Investir na produção e na economia real, que na atual legislação é permitido por meio de *Private Equity* e *Venture Capital*, requer organização, controles eficientes, gestão de risco, profissionalismo e planejamento adequado para tentar minimizar as perdas. Ou seja, a estrutura de governança tem de funcionar.

Eram mais de 144 gestores de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil no ano de 2009 com diversos produtos e com forte tendência de crescimento, já que o Brasil conseguiu o grau de investimentos e importantes gestoras mundiais já vieram e estão vindo para o país em busca de oportunidades mais rentáveis, fugindo, sobretudo, da crise sem fim na Europa e da modéstia melhora da economia americana.

Alguns estudos, como do Fundo Monetário Internacional (FMI), indicam as oportunidades em PE/VC na América Latina, mas quando observamos alguns indicadores de robustez na economia brasileira, conforme Tabela 11, observamos que o Brasil é destaque na região:

Tabela 11 – Principais indicadores econômicos dos países da região (2010)

Indicadores econômicos (2010)	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	México	Peru
PIB (bilhões de US\$)	370	2.090	203	286	1.039	153
PIB per capita (mil US\$)	9,1	10,8	11,8	6,3	9,6	5,2
Taxa de Inflação (%)	10,9	5,9	3,0	3,2	4,4	2,1
Taxa de Juros (%)	9,8	10,8	3,3	3,5	4,5	3,0
Reservas Internacionais (bilhões deUS\$)	52	289	28	28	121	44

Fonte: International Monetary Fund (IMF) – Word Economic Outlook – April 2011 Edition.

Embora a taxa de juros se apresentassem elevadas em 2010, esta realidade já é outra em meados de agosto/2012.

Todavia, mesmo com uma estrutura complexa de governança por parte do investidor para selecionar bem em quais fundos deve investir, há limitações e riscos substanciais neste segmento relacionado à gestão das empresas investidas, conflito de interesse entre gestor do fundo e companhia investida, falta de clareza e imprecisões nos regulamentos, além de interesses distintos entre os especialistas envolvidos nas empresas os interesses dos cotistas.

Outro ponto importante que pode frustrar, também, as expectativas de retornos são os problemas advindos da assimetria da informação, já que normalmente as aquisições ou participações são em empresas fechadas. Problemas conhecidos dos empresários como a carência de infraestrutura, baixa qualificação dos trabalhadores e excesso de burocracias estatais podem prejudicar alguns investimentos neste setor.

5.2 Retorno de PE/VC

Há vários estudos nos EUA tratando do retorno de investimento em PE/VC. Existem controvérsias sobre os métodos, conjuntos de amostras e temporalidade, todavia, sem diminuir a importância e a relevância desta modalidade de investimentos para aquele país.

A Cambridge Associates¹⁴ elaborou indicadores de retornos líquidos para PE/VC abrangendo dados de fundos a partir de 1981, contemplando 1.279 veículos de VC americanos, o que corresponde a 75% dos recursos captados para o setor nos EUA. O estudo demonstra que a América Latina e Caribe apresentaram resultado bastante positivo para o período de 5 anos, conforme Tabela 11.

Tabela 12 – Retorno Líquido para os investidores

Região	5 anos	10 anos	Retorno Absoluto	% Retorno
PE – América Latina e Caribe	19,06%	1,71%	17,35	1015%
PE/VC – Mercados Emergentes	12,83%	6,63%	6,2	94%
Buyout – EUA	10,44%	7,68%	2,76	36%
VC – Europa Ocidental	-2,01	-4,13%	2,12	51%

Fonte: Cambridge Associates, 2010.

Em amostra de 176 gestoras de PE/VC observadas em anos desde a década de 90, os resultados dos mercados emergentes cresceram de 4,4% para 5,3% entre os anos de 80 e 90, respectivamente. Já “No período de 2000 a 2006, os retornos em mercados emergentes aumentaram substancialmente em 12 pontos percentuais de 5,3% para 17,3%”¹⁵, conforme estudo da IESE e BCG (2010).

Com dados de 860 fundos de pensão, totalizando USD 437 bilhões aplicados em várias gestoras de PE/VC, a Prequin¹⁶ calcula os retornos utilizando fluxo de caixa dos investidores para períodos que oscilam de 1 a 5 anos até junho/2009 e associa-os com o mercado de fundos imobiliários, *hedge-funds* e ações. Foi comprovado, com base neste estudo o seguinte resultado, na Tabela 12:

¹⁴ Cambridge Associates é uma empresa americana de consultoria privada independente que fornece serviços de supervisão de consultoria e investimento para mais de 900 clientes institucionais em todo o mundo.

¹⁵ A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro/ABDI, GVcepe. Brasília, 2009, p.220.

¹⁶ É uma empresa inglesa de pesquisa e consultoria com foco em classes de ativos alternativos. Realiza pesquisas para investidores com tendências na indústria de PE/VC.

Tabela 13 – Diferença de resultado dos PE/VC com o desempenho de fundos imobiliários, *hedge-funds* e ações

Tempo	Desempenho
1 ano	-22,2%
3 anos	2,3%
5 anos	10,3%

Fonte: Prequin (2010).

Ou seja, considerando que PE/VC é um típico investimento de longo prazo, o desempenho foi bem superior aos resultados dos demais investimentos no período observado, quando no mesmo período de 5 anos, os fundos imobiliários tiveram retorno de 5,5% e renda fixa de 4,9%.

Outro importante medidor de resultado no segmento é o PEPE, que segundo dados, o desempenho global de *Private Equity* apresentou retornos positivos em todos os horizontes de investimento e virou-se bruscamente positiva no horizonte temporal de um ano para o período que termina em 31/3/2010, de acordo com a Thomson Reuters.

Os retornos, nestes horizontes, superaram os índices dos mercados públicos dos EUA, NASDAQ e S&P 500, conforme pode ser constatado Tabela 14.

Tabela 14 – Índice de Desempenho de Private Equity nos EUA (%) (PEPE) - Private Equity Performance Index – horizonte até 31/3/2010

Tipos de Fundos	1 Ano	3 Anos	5 Anos	10 Anos	20 Anos
Early/Seed VC	4.0	-1.3	1.1	-3.6	23.2
Balanced VC	16.9	0.2	7.0	-0.1	14.8
Later Stage VC	19.3	5.7	8.3	0.3	15.5
All Venture	11.5	0.5	4.6	-1.5	17.8
All Venture (through 12/31/2009)	4.5	0.8	4.2	1.1	17.7
All Venture (through 3/31/2009)	-17.4	1.8	5.2	13.0	17.1
Small Buyouts	0.0	0.5	4.4	3.3	11.8
Medium Buyouts	12.8	3.7	8.1	2.7	10.9
Large Buyouts	16.0	2.6	6.9	3.9	10.5
Mega Buyouts	20.0	-1.3	4.9	4.2	7.8
All Buyouts	19.4	-0.5	5.4	4.0	9.0
All Buyouts (through 12/31/2009)	10.3	-0.5	5.1	4.5	8.9
All Buyouts (through 3/31/2009)	-24.4	-0.9	6.0	4.9	9.1
Mezzanine	4.0	0.8	2.7	2.3	6.7
All Private Equity (excl. VC)	24.0	0.7	6.2	4.7	8.9
All Private Equity	21.9	0.6	5.8	2.8	11.3
NASDAQ	51.5	-0.3	3.6	-6.2	9.1
S&P 500	42.3	-6.1	-0.2	-2.4	6.5

Fonte: Fonte: Thomson Reuters -

http://thomsonreuters.com/content/press_room/financial/2010_08_10_US_PE_performance_positive

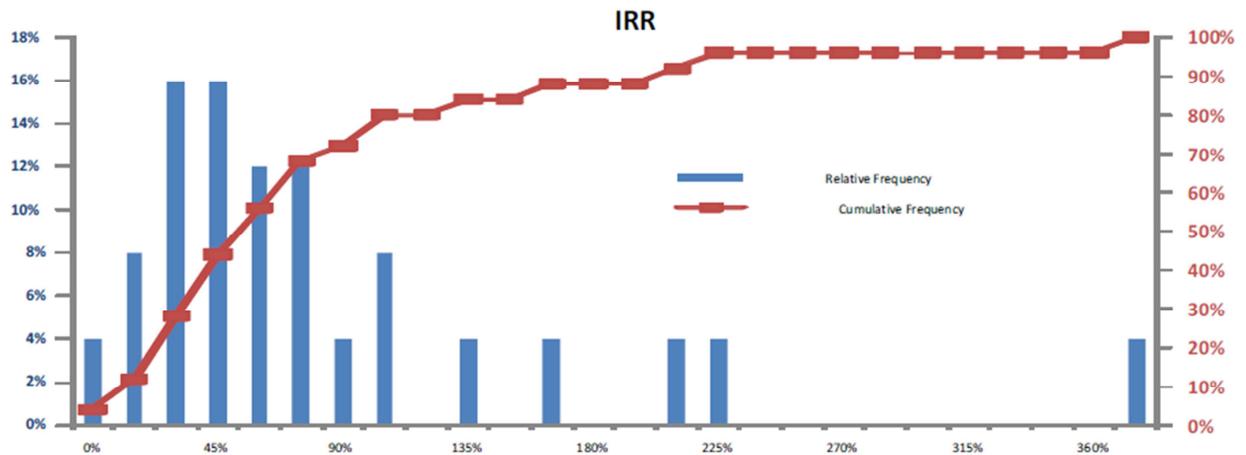
A forma e os critérios de cálculo de retorno de PE/VC são controversos em todo o mundo, mas principalmente no Brasil, que possui pouco histórico deste investimento com poucas gestoras com mais de 10 anos de atuação no país, e deste total, 60% ainda não completaram o ciclo de investimento, o que torna o cálculo de retorno um tanto complicado.

A CVM em conjunto com a ABVCAP e com os fundos de pensão estão estudando uma forma ou regulação para definir regras de cálculo com dados líquidos de retorno de PE/VC.

Dessa forma e não havendo tais informações no Brasil de forma consistente, perene e confiável, foi obtido pela Fundação Getúlio Vargas, dados de retorno bruto de 25 investimentos individuais para o período de 2004 a 2009.

Nesse estudo, obteve-se uma TIR mediana de 57% e uma TIR média de 85% e o quartil superior apresenta uma TIR mediana de 162% e uma TIR de 18% para o quartil inferior, conforme Gráfico 4.

Gráfico 4 – Taxa interna de retorno por investimentos individuais, que inclui 25 negócios (15 IPOs e 10 Trade Sales) no período de 2004-2009



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas.

Os cálculos acima foram obtidos a partir dos seguintes múltiplos, descritos na Tabela 15.

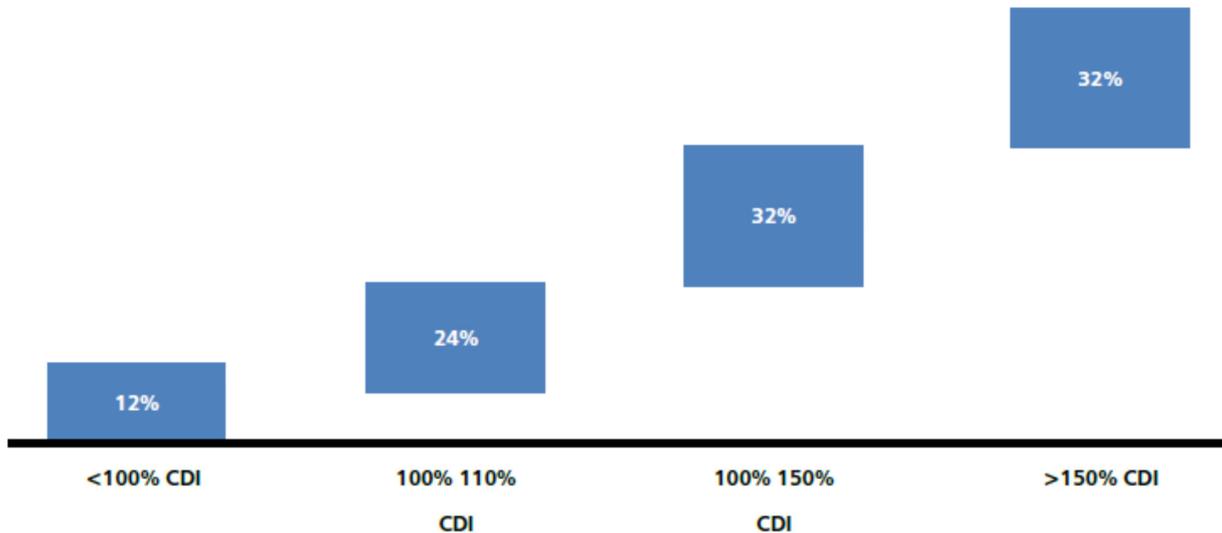
Tabela 15 – Múltiplos medianos de investimento

Quartil	Intervalo	Mediana
Superior	100 >	162%
3º	50 - 99,9	66%
2º	25 - 49,9	37%
Inferior	0 - 24,9	18%

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas.

Este estudo evidenciou, ainda, o desempenho dos referidos fundos frente ao CDI, conforme Gráfico 5.

Gráfico 5 – Retornos anuais excedentes dos investimentos individuais ao CDI – 25 negócios (15 IPOs e 10 Trade Sales) no período de 2004-2009



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas.

Mesmo contemplando uma pequena amostra de desinvestimentos, observa-se elevado retorno.

Os pesquisadores americanos Robert S. Harris, Tim Jenkinson e Stiven N. Kaplan publicaram, em fevereiro/2012, o Working Paper (wp) 17874 para a National Bureau of Economic Research, um importante trabalho denominado em português de “Desempenho de Private Equity: O que sabemos?”.

Neste trabalho foi analisado cerca de 1.400 fundos de *Private Equity* de mais de 200 investidores institucionais, sendo constatado que na maioria do período o desempenho desses fundos foi superior em 3% ao ano frente ao S&P 500, tendo superado os títulos públicos na década de 1990, mas inferior na década de 2000, conforme pode ser observado no trecho do wp

Using Burgiss cash flow data, we find that average U.S. buyout fund returns have exceeded those of public markets for most vintages since 1984. The outperformance versus the S&P 500 averages 20% to 27% over the life of the fund and more than 3% per year. Buyout fund outperformance remains similar in magnitude when benchmarked against the Nasdaq and the (small-cap) Russell 2000, and is also positive, but slightly lower, measured against the (smallcap) Russell 2000 value index. These results are consistent with and supported by those in Robinson and Sensoy (2011a). Average venture capital fund returns in the U.S., on the other and, outperformed public equities in the 1990s, but have underperformed public equities in the most recent decade. We do not find any evidence that our conclusions for buyout funds or venture capital funds are affected by different assumptions of systematic risk. (HARRIS, JENKINSON E KAPLAN, 2012).

A complexidade e a relevância desse estudo, que compreendeu o período de 1984 a 2008, têm a sua importância não apenas pelo volume envolvido de quase USD 1 trilhão e pela quantidade de fundos, mas pelo fato de comparar e analisar os dados e os estudos anteriores para correlacioná-los e avaliar a similaridade entre eles para tentar validar e dar credibilidade ao estudo.

Foram utilizados o banco de dados da Burgiss, Venture Economics, Preqin e Cambridge Associates, além de estudos de Kaplan-Schoar e Rosbinson-Sensoy.

Estudou-se a relação do mercado ajustado do desempenho médio das ações nos EUA, sigla inglesa de PMEs, com o desempenho absoluto (TIR e múltiplos de investimentos). Os resultados da regressão dos múltiplos e das TIRs explicam pelos menos 93% da variação na PMEs e em mais de 90 dos anos estudados.

A Tabela 15, dividida em (A) e (B) sendo a (A) para *Private Equity* e (B) para *Venture Capital*, demonstra a quantidade de fundos analisados nos respectivos períodos e instituições, com atuação somente nos EUA:

Tabela 15 – Número de fundos de Private Equity por data, sendo Painel A Buyout Funds e Painel B Venture Capital Funds

Vintage	Panel A : Buyout Funds					
	Burgiss	Venture Economics	Preqin	Cambridge Associates	Kaplan-Schoar	Robinson-Sensoy
1984	2	7	6		6	
1985	1	7	3		12	
1986	5	10	9	11	16	1
1987	7	25	7	12	22	8
1988	7	17	14	17	21	14
1989	8	24	10	18	22	16
1990	2	9	14	8	14	7
1991	4	5	8	11	6	2
1992	5	15	17	14	17	4
1993	11	21	18	25	11	9
1994	13	26	24	21	6	24
1995	17	23	22	33	7	24
1996	9	23	24	38		41
1997	30	40	35	51		40
1998	38	53	50	52		59
1999	28	38	43	55		59
2000	39	46	67	72		68
2001	26	27	25	22		26
2002	21	15	28	32		5
2003	13	13	29	34		8
2004	46	17	35	62		3
2005	57	20	63	78		2
2006	67	26	60	72		8
2007	74	22	65	70		6
2008	68	14	53	54		12
Total	598	543	729	862	160	446
<i>Total 2000-08</i>	<i>411</i>	<i>200</i>	<i>425</i>	<i>496</i>		
<i>Total 1990-99</i>	<i>157</i>	<i>253</i>	<i>255</i>	<i>308</i>	<i>61</i>	<i>269</i>
<i>Total 1984-89</i>	<i>30</i>	<i>90</i>	<i>49</i>	<i>58</i>	<i>99</i>	<i>39</i>

Fonte: Harris, Jenkinson e Kaplan, 2012.

Panel B : Venture Capital Funds						
Vintage	Burgiss	Venture Economics	Preqin	Cambridge Associates	Kaplan-Schoar	Robinson-Sensoy
1984	18	63	17	32	57	6
1985	20	46	23	25	37	5
1986	12	41	19	30	36	3
1987	17	64	21	34	63	6
1988	16	44	24	26	42	9
1989	18	50	38	37	45	10
1990	13	21	20	16	20	1
1991	6	18	12	17	11	
1992	17	27	22	23	18	4
1993	13	41	32	37	45	5
1994	20	36	31	42	49	7
1995	18	49	29	34	43	13
1996	20	36	35	40		13
1997	33	64	54	73		19
1998	46	78	59	81		36
1999	65	107	78	112		40
2000	80	122	115	155		55
2001	48	59	66	52		18
2002	18	20	47	32		7
2003	25	17	37	34		
2004	32	22	51	64		
2005	48	20	58	58		1
2006	62	37	77	67		
2007	65	18	71	50		2
2008	45	14	57	55		
Total	775	1114	1093	1226	466	260
<i>Total 2000-08</i>	<i>423</i>	<i>329</i>	<i>579</i>	<i>567</i>		
<i>Total 1990-99</i>	<i>251</i>	<i>477</i>	<i>372</i>	<i>475</i>	<i>186</i>	<i>138</i>
<i>Total 1984-89</i>	<i>101</i>	<i>308</i>	<i>142</i>	<i>184</i>	<i>280</i>	<i>39</i>

Fonte: Harris, Jenkinson e Kaplan, 2012.

Nas tabelas seguintes, de 16 a 21, são demonstradas a média ponderada, a média e a mediana da TIR para o período analisado, sendo o painel “A” para *Buyout Funds* e “B” para *Venture Capital Funds*.

Tabela 16 – Taxa Interna de Retorno (TIR) de Private Equity – TIR Média ponderada

Private Equity Fund Internal Rates of Return						
Panel A: Buyout Funds						
Weighted Average IRR						
Vintage	Burgiss	Venture Economics	Preqin	Cambridge Associates	Kaplan-Schoar	Robinson-Sensoy
1984	15.8	28.0	30.9	.	29.0	.
1985	13.7	28.0	13.7	.	18.0	.
1986	16.0	20.8	30.6	12.8	18.0	13.2
1987	15.3	13.3	10.5	13.2	16.0	20.6
1988	18.4	10.1	14.9	14.0	13.0	8.7
1989	21.1	25.5	31.3	20.3	14.0	19.4
1990	52.9	11.4	23.4	15.0	20.0	27.6
1991	27.8	13.2	30.2	32.2	14.0	15.8
1992	15.0	23.8	34.0	27.5	9.0	37.3
1993	26.0	21.1	21.4	19.0	18.0	36.4
1994	34.5	15.8	25.8	11.2	19.0	25.7
1995	16.9	10.7	15.6	16.1	7.0	19.4
1996	2.4	6.6	10.8	10.0	.	8.3
1997	8.8	8.7	5.7	6.7	.	10.7
1998	3.6	1.0	2.6	9.3	.	3.9
1999	4.8	6.2	6.3	12.4	.	-4.1
2000	14.3	10.6	15.9	13.0	.	6.8
2001	15.1	9.3	8.4	25.5	.	3.6
2002	18.4	12.8	17.5	20.7	.	25.1
2003	22.5	17.4	22.6	15.8	.	48.2
2004	15.4	12.2	14.5	9.9	.	18.9
2005	7.1	2.4	5.7	7.1	.	-0.6
2006	0.5	-3.9	1.5	4.5	.	-4.6
2007	4.4	2.4	2.2	3.4	.	-14.6
2008	1.5	0.5	6.5	7.6	.	-30.3
AVERAGE	15.7	12.3	16.9	14.2	16.3	12.8
Average 2000s	11.0	7.1	12.8	11.9	.	5.8
Average 1990s	19.3	11.8	17.6	15.9	14.5	18.1
Average 1980s	16.7	21.0	22.0	15.1	18.0	15.5

Fonte: Harris, Jenkinson e Kaplan, 2012.

Tabela 17 – Taxa Interna de Retorno (TIR) de Private Equity – TIR Média

Private Equity Fund Internal Rates of Return					
Panel A: Buyout Funds					
Average IRR					
Vintage	Burgiss	Venture Economics	Preqin	Cambridge Associates	Robinson-Sensoy
1984	10.6	32.5	32.9	.	.
1985	13.7	26.7	8.9	.	.
1986	13.6	18.0	31.1	13.3	13.2
1987	17.3	9.8	18.9	12.9	15.7
1988	14.4	9.9	20.1	14.4	9.3
1989	20.6	12.8	35.0	23.0	14.8
1990	31.9	5.1	20.5	14.9	21.5
1991	15.7	13.6	36.0	30.2	6.3
1992	11.2	20.0	18.9	26.2	30.5
1993	31.0	19.3	22.4	23.4	40.2
1994	29.6	13.9	22.6	10.1	22.8
1995	20.9	11.1	18.9	18.7	16.2
1996	6.0	8.4	16.0	9.1	10.2
1997	8.6	6.1	7.0	6.7	5.4
1998	6.4	4.4	6.3	11.4	4.8
1999	3.3	1.0	7.3	13.1	2.1
2000	12.7	10.2	16.0	13.0	6.6
2001	13.7	10.3	25.3	24.9	12.0
2002	16.1	10.1	13.9	18.6	17.9
2003	19.5	10.7	12.9	15.6	37.5
2004	12.8	14.7	13.4	10.5	18.8
2005	6.8	3.4	7.5	7.8	-1.1
2006	2.6	-0.1	2.4	4.6	-18.3
2007	3.7	5.5	6.1	4.4	-17.6
2008	3.2	6.3	6.3	-0.4	-17.7
AVERAGE	14.2	11.3	17.1	14.2	10.9
Average 2000s	10.1	7.9	11.5	11.0	4.2
Average 1990s	17.5	10.3	17.6	16.4	16.0
Average 1980s	15.0	18.3	24.5	15.9	13.3

Fonte: Harris, Jenkinson e Kaplan, 2012.

Tabela 18 – Taxa Interna de Retorno (TIR) de Private Equity – TIR Mediana

Private Equity Fund Internal Rates of Return				
Panel A: Buyout Funds				
Median IRR				
Vintage	Burgiss	Venture Economics	Preqin	Cambridge Associates
1984	10.6	18.0	23.7	.
1985	13.7	23.2	.	.
1986	16.8	15.0	24.0	11.1
1987	16.2	9.0	18.9	10.8
1988	10.1	9.8	13.5	12.3
1989	22.4	12.3	31.8	20.5
1990	31.9	7.0	16.3	15.1
1991	24.9	13.7	40.7	38.9
1992	10.7	18.3	21.2	19.8
1993	19.1	17.6	19.9	21.7
1994	25.7	11.2	19.8	9.7
1995	10.5	6.4	14.6	11.3
1996	5.7	3.6	9.3	8.3
1997	5.5	3.0	6.6	7.3
1998	8.0	3.0	7.0	9.7
1999	4.3	1.6	9.2	11.5
2000	11.9	4.8	14.5	12.4
2001	14.6	6.9	21.2	22.3
2002	16.4	13.7	15.7	21.4
2003	16.2	10.0	13.7	14.4
2004	11.7	7.5	12.3	8.7
2005	7.6	3.5	8.0	7.0
2006	1.2	1.4	4.5	4.0
2007	6.2	7.3	6.6	5.9
2008	2.8	5.8	3.4	0.1
AVERAGE	13.0	9.4	15.6	13.2
Average 2000s	9.8	6.8	11.0	10.7
Average 1990s	14.6	8.5	16.5	15.3
Average 1980s	14.9	14.6	22.4	13.7

Fonte: Harris, Jenkinson e Kaplan, 2012.

Tabela 19 – Taxa Interna de Retorno (TIR) de Private Equity – TIR Média ponderada

Private Equity Fund Internal Rates of Return, continued						
Panel B: Venture Capital Funds						
Weighted Average IRR						
Vintage	Burgiss	Venture Economics	Preqin	Cambridge Associates	Kaplan-Schoar	Robinson-Sensoy
1984	7,9	6	16,7	7,7	7	10,2
1985	7,1	9,2	14,6	11,6	10	12,2
1986	9,4	11,9	14,3	8,8	10	-10,1
1987	20,2	12,9	12,4	14,5	12	5,8
1988	24,4	19,8	28,6	14,3	20	15,3
1989	25,7	16,4	25,8	17,1	18	18,4
1990	29,5	24,8	20,3	24,3	29	14,9
1991	28,5	28,9	36,5	23	22	
1992	24,8	31,5	25,1	28,7	32	8,5
1993	51,9	28,5	44,2	29,5	35	35,5
1994	41,4	42,9	47	34,6	48	62,5
1995	46,4	56,6	59,6	56,8	54	27,1
1996	76,7	61,2	22,7	61,2	.	24,2
1997	76,1	44,1	58,1	52,8	.	36,8
1998	15,5	24,4	19,8	18,2	.	18,9
1999	-4,5	-6,5	-4,4	-3,7	.	-22,6
2000	-1,3	0,4	-0,4	-4	.	-9,4
2001	-0,7	4,6	4	-1,8	.	10,4
2002	0,6	-0,8	2,1	-0,3	.	7,5
2003	0,9	3,6	1,7	0,1	.	.
2004	0,3	1,9	2,3	1,6	.	.
2005	3,3	2,9	2	-1,4	.	5,9
2006	0,6	0	1,1	-1,5	.	.
2007	3,2	-0,9	3,9	2,3	.	-6,41
2008	-4,5	-5,2	-2,7	-1,7	.	.
AVERAGE	19,3	16,8	18,2	15,7	24,8	11,7
Average 2000s	0,3	0,7	1,6	-0,7		-4,9
Average 1990s	38,6	33,6	32,9	32,5	36,7	22,9
Average 1980s	15,8	12,7	18,7	12,3	12,8	8,6

Fonte: Harris, Jenkinson e Kaplan, 2012.

Tabela 20 – Taxa Interna de Retorno (TIR) de Private Equity – TIR Média

Private Equity Fund Internal Rates of Return, continued					
Panel B: Venture Capital Funds					
Average IRR					
Vintage	Burgiss	Venture Economics	Preqin	Cambridge Associates	Robinson-Sensoy
1984	8,20	5,00	14,70	8,10	10,60
1985	5,50	8,20	10,40	12,80	11,40
1986	9,00	7,30	13,60	9,10	27,70
1987	15,80	7,60	23,70	15,80	3,80
1988	17,90	12,30	21,50	14,70	12,00
1989	20,50	13,00	16,70	18,90	13,50
1990	25,30	18,50	55,70	26,50	14,90
1991	28,10	18,70	26,70	24,80	
1992	21,00	27,80	33,30	37,30	6,80
1993	47,10	21,70	29,90	39,50	24,50
1994	41,70	26,90	55,90	45,20	61,80
1995	49,20	44,40	35,80	76,60	26,90
1996	64,50	67,00	48,60	89,20	22,70
1997	65,90	48,50	26,10	72,10	31,60
1998	16,30	25,80	-4,20	15,20	12,40
1999	-7,40	-4,60	-0,20	-1,40	-10,10
2000	-2,70	-1,50	-1,00	-2,20	-6,60
2001	-1,70	2,00	-2,80	1,50	-8,80
2002	-1,10	-0,70	-1,50	0,40	37,00
2003	-2,10	3,10	1,50	1,90	
2004	-1,50	0,70	-0,50	7,60	
2005	2,20	2,50	-1,60	1,50	-5,90
2006	-1,30	-3,70	3,80	-0,30	
2007	1,70	1,30	-1,30	4,10	-8,90
2008	-2,80	-7,10		1,90	
AVERAGE	16,80	13,80	16,90	20,80	11,10
Average 2000s	-1,00	-0,40	-0,40	1,80	1,40
Average 1990s	35,20	29,50	-30,80	42,50	21,30
Average 1980s	12,80	8,90	-16,80	13,20	3,90

Fonte: Harris, Jenkinson e Kaplan, 2012.

Tabela 21 – Taxa Interna de Retorno (TIR) de Private Equity – TIR Mediana

Private Equity Fund Internal Rates of Return, continued				
Panel B: Venture Capital Funds				
Median IRR				
Vintage	Burgiss	Venture Economics	Preqin	Cambridge Associates
1984	6,90	3,60	12,80	6,30
1985	8,70	8,60	13,50	12,70
1986	9,30	6,30	8,90	9,40
1987	16,70	7,20	14,90	15,70
1988	21,60	9,50	23,10	11,90
1989	15,30	10,90	14,70	13,30
1990	21,70	14,30	19,30	21,90
1991	24,40	17,80	28,70	18,60
1992	14,20	13,40	21,50	21,00
1993	40,90	12,40	36,50	18,80
1994	31,80	23,70	27,10	26,50
1995	28,90	19,30	20,00	42,90
1996	25,20	28,20	14,80	37,10
1997	26,30	19,90	22,80	8,60
1998	-1,20	2,00	4,90	0,40
1999	-5,60	5,90	-4,90	-4,60
2000	-2,10	-2,00	-0,50	-3,50
2001	-2,40	0,00	1,20	-0,20
2002	-0,20	-1,20	-0,60	-0,40
2003	0,10	1,30	0,10	0,90
2004	-1,00	-0,30	-0,20	0,80
2005	0,50	-0,40	0,80	0,80
2006	-2,40	-1,90	-1,40	-0,60
2007	2,60	-1,70	1,50	2,80
2008	-1,60	-6,50	-3,90	-3,40
AVERAGE	11,10	7,10	11,00	10,30
Average 2000s	-0,70	-1,40	-0,30	-0,30
Average 1990s	20,70	14,50	19,10	19,10
Average 1980s	13,10	7,70	14,70	11,50

Fonte: Harris, Jenkinson e Kaplan, 2012.

No geral, conforme tabelas 16 a 21, considerando o resultado líquido de taxas apontado nas três medidas de desempenho ao longo do período, a *performance* é bastante expressiva, levando-se em conta, sobretudo, os baixos índices de inflação nos EUA.

As duas tabelas abaixo, a 22 e 23, demonstram as médias equivalentes ao mercado de ações, comparando-os aos retornos equivalentes aos investimentos no S&P 500.

Tabela 22 – Desempenho de Private Equity frente ao retorno do S&P 500

Private Equity Fund Public Market Equivalent Ratios (PMEs)								
PANEL A: Buyot Funds								
Vintage	BURGISS				KAPLAN-SHOAR		ROBINSON-SENSOY	
	Aamount of funds	Average	Median	Weighted Average	Aamount of funds	Weighted Average	Aamount of funds	Weighted Average
1984	2	0,87	0,87	1,09	6	1,30	3	1,56
1985	1	0,91	0,91	0,91	12	1,00	5	1,27
1986	5	1,00	1,11	1,11	16	1,13	1	0,93
1987	7	1,25	1,21	1,20	22	0,84	9	1,28
1988	7	0,98	0,80	1,13	21	0,79	14	0,77
1989	8	1,26	1,28	1,22	22	1,00	15	1,15
1990	2	1,57	1,57	2,34	14	1,05	7	1,35
1991	4	1,23	1,23	1,32	6	0,87	2	0,84
1992	5	0,79	0,87	0,89	17	0,79	4	1,31
1993	11	1,35	1,11	1,24	11	0,84	6	1,49
1994	13	1,48	1,34	1,75	6	0,89	22	1,28
1995	17	1,34	1,00	1,20	7	0,62	24	1,33
1996	9	1,13	1,01	0,90			36	1,07
1997	30	1,23	1,16	1,30			30	1,41
1998	38	1,35	1,32	1,21			54	1,25
1999	28	1,19	1,06	1,27			37	1,20
2000	39	1,42	1,39	1,47			60	1,14
2001	26	1,31	1,43	1,38			22	1,03
2002	21	1,42	1,47	1,53			6	1,25
2003	13	1,75	1,56	1,58			7	1,43
2004	46	1,40	1,35	1,51			2	1,04
2005	57	1,20	1,19	1,23			2	1,04
2006	67	1,03	0,97	0,99				
2007	74	1,03	1,03	1,02				
2008	68	0,91	0,88	0,90				
Average	598	1,22	1,16	1,27	160	0,93	368	1,20
Average 2000s	411	1.27	1.25	1.29			99	1.16
Average 1990s	157	1.27	1.17	1.34	61	0.84	222	1.25
Average 1980s	30	1.04	1.03	1.11	99	1.01	47	1.16

Fonte: Harris, Jenkinson e Kaplan, 2012.

Tabela 23 – Desempenho de Venture Capital frente ao retorno do S&P 500

Private Equity Fund Public Market Equivalent Ratios (PMEs)								
PANEL B: Venture Capital								
Vintage	BURGISS				KAPLAN-SHOAR		ROBINSON-SENSOY	
	Aamount of funds	Average	Median	Weighted Average	Aamount of funds	Weighted Average	Aamount of funds	Weighted Average
1984	18	0,70	0,63	0,69	57	0,54	6	0,78
1985	20	0,71	0,70	0,73	37	0,73	5	0,92
1986	12	0,75	0,73	0,80	36	0,76	3	0,78
1987	17	1,18	1,09	1,29	63	0,98	6	0,73
1988	16	1,18	1,31	1,44	42	1,16	9	1,02
1989	18	1,34	0,95	1,52	45	1,03	10	1,17
1990	13	1,50	1,18	1,66	20	1,53	1	1,01
1991	6	1,37	1,26	1,35	11	1,13	0	
1992	17	1,27	0,94	1,34	18	1,31	3	0,84
1993	13	2,79	1,54	2,74	45	1,65	5	1,19
1994	20	2,40	1,43	2,86	49	1,81	6	1,87
1995	18	2,16	1,48	2,09	43	2,05	11	1,22
1996	20	3,79	1,75	4,17			6	1,27
1997	33	2,43	1,45	2,65			16	1,80
1998	46	1,43	0,93	1,48			26	1,54
1999	65	0,76	0,65	0,90			30	0,61
2000	80	0,79	0,77	0,85			34	0,71
2001	48	0,80	0,71	0,84			8	0,67
2002	18	0,82	0,79	0,88			6	0,85
2003	25	0,88	0,90	0,99			0	
2004	32	0,90	0,85	0,96			0	
2005	48	1,27	0,95	1,23			1	0,80
2006	62	0,93	0,85	0,97				
2007	65	0,97	0,96	0,99				
2008	45	0,84	0,81	0,84				
Average	775	1,36	1,02	1,45	466	1,22	192	1,04
Average 2000s	423	0,91	0,84	0,95				
Average 1990s	251	1,99	1,26	2,12	186	1,58	104	1,26
Average 1980s	101	0,98	0,9	1,08	280	0,87	39	0,9

Fonte: Harris, Jenkinson e Kaplan, 2012.

Observa-se, portanto, que em qualquer período analisado o desempenho de *private equity* é superior ao S&P 500.

Com base no estudo apresentado, os autores do referido Working paper concluíram, dentre outros que há grandes possibilidades que esses fundos foram superiores aos mercados públicos nos anos de 1980, 1990 e 2000. Tal afirmação foi percebida não somente com a avaliação dos dados da Burgiss, mas também utilizando outros conjuntos de dados – Preqin e Cambridge Associates – bem como Robinson e Sensoy (2011), que depende de dados de um único *Limited Partners* de grande porte. As estimativas indicaram que cada

dólar investido no fundo, retornou, em média, pelo menos, 20% a mais do que um dólar investido na S&P 500, dando um desempenho superior de pelo menos 3% ao ano.

O conjunto de dados da Venture Economics, apesar de um provável viés para baixo, também indica que superou o mercado público. Esses dados parecem ser indiferentes às suposições sobre índices de referência e risco sistemático. Mas para os fundos mais novos, no entanto, o desempenho eventual depende da realização final dos seus investimentos, o que poderia ser maior ou menor que as avaliações atuais sobre o referido estudo, ressaltando que os resultados demonstrados são líquidos de taxas administrativas.

Os autores chamam atenção, ainda, que ao investir em *Private Equity* envolve incertezas quanto aos custos potenciais relacionado ao fluxo de caixa e a falta de liquidez, que difere bastante do mercado público, embora essas limitações não sejam problemas para fundos de pensão pelas suas características de investidores de longo prazo.

5.3 Experiência da FUNCEF em Investimentos de PE/VC

A FUNCEF é uma fundação de direito privado com autonomia administrativa, instituída em 1º/8/1977 para administrar plano de benefício dos empregados da sua patrocinadora, Caixa Econômica Federal, e dos empregos dela própria. A partir do ano de 2002 apresentou um crescimento vigoroso, conforme gráfico abaixo é o terceiro maior fundo de pensão do país em ativos com mais de 120 mil participantes e um patrimônio superior a R\$ 45 bilhões.

Gráfico 6 – Total dos investimentos líquido da FUNCEF – Dez/2011



Fonte: Relatório de Informações Corporativas dez/2011.

Sua estrutura administrativa é composta por Conselho Deliberativo, Conselho Fiscal e Diretoria Executiva e em todos estes colegiados existe a paridade administrativa, sendo a metade dos membros indicados pela Caixa Econômica Federal e a outra metade eleita pelos participantes.

Com objetivo de aumentar a participação nos investimentos em PE/VC, a FUNCEF desenvolveu uma metodologia inicial, por meio de critérios objetivos, elaborando um *ranking* dos principais fundos em captação, selecionando as melhores gestoras nesse processo que se enquadravam na realidade, diversificação, estratégia e perspectiva da FUNCEF.

A FUNCEF possui uma unidade específica dedicada exclusivamente para prospecção de *Private Equity* e *Venture Capital*, denominada de Coordenação de Desenvolvimento de Negócios (CODEN), vinculada à Gerência de Análises de Investimentos (GEANI) e ambas abaixo hierarquicamente à Diretoria de Investimentos (DIRIN).

A CODEN elaborou o planejamento dos trabalhos a ser desenvolvido e, juntamente com as Coordenações de Riscos Corporativos (CORIC) e de Controle de Investimentos (COCIN) – estas duas vinculadas à Diretoria de Planejamento e Controladoria (DIPEC) – iniciou um processo de três fases, sendo a primeira o *ranking* das gestoras, a segunda a validação desse *ranking* pela diretoria e a terceira, o processo de *due diligences* nas gestoras dos fundos.

Após o ranqueamento, foi enviado à Diretoria Executiva um voto para deliberação das oito gestoras que estavam em condições de receber futuramente recursos da fundação.

Em seguida à aprovação, iniciaram-se as *due diligences*, que levou em conta a estrutura de governança, experiência da equipe envolvida, regulamentos dos fundos, projetos

em foco (empresas-alvo), experiência da gestora em administrar projetos parecidos e desempenho alcançados em operações em andamento e finalizados, estrutura do fundo com o tamanho do aporte mínimo, ressaltando que os fundos de pensão podem participar com no máximo 25% de cotas de um fundo.

Houve a participação, no processo de *due diligence* da Gerência Jurídica da FUNCEF que analisou os regulamentos sobre vários aspectos, dentre eles as questões legais específicas para EFPC.

Ressaltando que, antes de todo o processo, foi aprovado no ano anterior a Política de Investimento, elaborada com auxílio da ferramenta estocástica *Asset Library Management* (ALM), e neste modelo foi definido por meio de 20 mil cálculos a melhor combinação de retorno e risco, e conseqüentemente, o aumento da exposição de *Private Equity* nos investimentos da FUNCEF, que antes de ser aprovado pela Diretoria Executiva e Conselho Deliberativo, tais alocações que balizam a Política de Investimentos passam por diversos debates em seminários internos e comitês técnicos consultivos internos e externos.

A Coordenação de Participações (COAPA), vinculada a Gerência de Participações (GEPAR) e ambas abaixo hierarquicamente a Diretoria de Participações (DIPAR), que também participa das *due diligences*, entra em uma suposta quarta e quinta fases, que é a negociação de taxas de gestão, de *performance*, *benchmark* para só então fechar o negócio, após a validação de regulamentos e outros documentos pelas áreas jurídica, risco e conformidade, além da própria gestão dos fundos.

Além da gestão em si, é feito também um processo de avaliação de desempenho, que embora os fundos ainda não tenham desinvestidos, é medido o andamento dos aportes, gestão, transparência e desempenhos das empresas investidas.

No fim de 2011 a FUNCEF possuía R\$ 3 bilhões em capital integralizado e R\$ 900 milhões a integralizar em Fundos de Investimentos em Participações, divididos em *Private Equity* (fundos tradicionais), *Venture Capital* (FMIEE), Mezanino e FIP Proprietário, que são aqueles fundos constituídos para investimentos exclusivos em uma companhia, totalizando 34 fundos, 23 gestores e um universo de mais de 100 empresas de diversos portes e segmentos, com estratégias e atuações geográficas variadas. Ressalte-se que, em razão da limitação legal, a participação da FUNCEF nos referidos fundos é de no máximo 25%. E, em 31/8/2012 já totalizava 45 fundos e 128 empresas, envolvendo mais de R\$ 4,3 bilhões.

O primeiro fundo teve início em 1998, mas com grande volume iniciado mesmo em 2008, o que se constata é a precocidade desses investimentos, não tendo nenhum fundo

desinvestido e finalizado totalmente seu ciclo de maturidade. Todavia, o critério de seleção de gestores, a diversificação, a estrutura de controle e a avaliação de risco quando dos investimentos, bem como a gestão ativa sobre os referidos fundos, pode-se afirmar com certo grau de segurança que no conjunto de fundos e de empresas desta carteira na FUNCEF, denominada pela legislação de investimentos estruturados, terá êxito suficiente para honrar os compromissos com os participantes.

A TIR média ponderada estimada da referida carteira é de 13% real. Uma das empresas investidas, a MASTERSAF, do FMIEE FIPAC (setor de TI), foi alienada em 2011 com uma TIR real de 144,90% acumulada no período de abril/2010 a maio/2011, período compreendido entre a entrada e saída do investimento.

É sabido, todavia, que uma ou algumas empresas não terão êxito, mas que o conjunto da maioria dará um resultado positivo capaz de suplantar a deficiência daquelas que apresentarem *default*, mantendo a TIR média ponderada esperada de 13% real. É o que se espera. É o que se acredita.

O capital integralizado da FUNCEF corresponde a 5,59% do patrimônio total da entidade, ante 1,53% em 2009, sendo um dos fundos de pensão com maior participação proporcional em *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil, cabendo, portanto, acompanhamento e observação constante para servir de parâmetro e referência para investimentos futuros no setor de previdência complementar fechada.

A participação da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI) tinha em 2009 era de 0,16% do seu patrimônio alocado nesta modalidade, passando para 0,30% em 2010 e 0,38% em 2011 (RELATÓRIO ANUAL PREVI, 2009, 2010, 2011), enquanto a PETROS, previdência complementar dos funcionários da Petrobrás e de outras companhias, tinha 2,77% em 2009, passando para 5,83% em 2010 e 6,38% em 2011 (RELATÓRIO ANUAL PETROS, 2009, 2010 e 2011).

CAPÍTULO 6

6.1 Conclusão

Com uma quantia que pode alcançar R\$ 300 bilhões em títulos públicos de posse dos fundos de pensão que irão vencer até o ano de 2045, há uma necessidade indiscutível de realocação planejada para as próximas décadas e, considerando a participação dos fundos de pensão de apenas 2,2% ante o previsto de legislação de até 20% para investimentos em Empresas Emergentes e Participações, tem um espaço legal para um incremento de mais de R\$ 100 bilhões em investimento em *Private Equity* e *Venture Capital* a valores de hoje (2012), quantia esta suficiente para transformar a economia do país e proporcionar retornos elevados aos mais de 6,6 milhões dos atuais participantes ativos, aposentados e dependentes vinculados aos fundos de pensão brasileiros.

Mas por que *Private Equity* e *Venture Capital* são alternativas viáveis de investimentos em Fundo de Pensão no Brasil?

- a) O universo de investimento previsto pelas regras atuais em fundos de pensão são Imóveis, Bolsa de Valores, Investimentos no Exterior, Renda Fixa (NTN, Créditos privados e bancários, dentre outros), Operações com Participantes e, por fim, Investimentos Estruturados, que compreendem o universo de *Private Equity/Venture Capital* e Fundos Imobiliários.
- b) A soma da participação de Imóveis e Fundos Imobiliários corresponde a 3,8% do total dos investimentos dos fundos de pensão, podendo atingir até 15% para Imóveis e 10% para Fundos Imobiliários. Todavia, nos últimos 10 anos houve uma forte valorização dos imóveis em todo o país, chegando a dobrar de preço nos últimos 5 anos. Historicamente este mercado foi marcado por euforia e bolhas imobiliárias em função da ilusão que os preços irão crescer para sempre, desassociado totalmente da renda da população e de fundamentos econômicos que justificasse tal apressamento. Exemplos de bolhas de imobiliárias têm vários, como na Ásia, Europa e EUA. Não se pode afirmar que exista uma bolha imobiliária no Brasil, principalmente em função do baixo financiamento comparado ao PIB e da grande demanda por imóveis novos, mas a bolha só é descoberta quando explode. Há indícios,

segundo alguns especialistas do setor, que os atuais preços praticados no Brasil tendem a se acomodar ou reduzir, não sendo desta forma, uma grande oportunidade de investimento.

- c) Os fundos de pensão já estão relativamente expostos na bolsa de valores com 30,1% do capital total dos fundos. Além disso, a BM&F Bovespa possui poucas empresas listadas, o que dificulta a própria diversificação eficiente dos investimentos por meio da bolsa, que, ainda, tem seu principal índice, o Ibovespa, fortemente correlacionado com *commodities* e o sistema financeiro, no qual 9 papéis (PETR4, PETR3, VALE5, VALE3, ITUB4, ITUB3, ITSA4, BBDC4 e BBDC3) pertencentes a 4 empresas corresponde a composição de 38% do índice, o que distorce totalmente como referencial de *benchmarking*. Com a crise na Europa e moderado crescimento nos principais países consumidores de *commodities*, os papéis acima listados causam uma oscilação considerável no índice, trazendo incertezas aos investidores, mesmo de longo prazo.
- d) Há boas alternativas de investimentos fora do país, como no Peru, por exemplo, mas o Brasil é um dos principais destinos de investidores institucionais de grande porte por uma série de razões: transformação social nos últimos 18 anos; aumento da renda média do brasileiro; 5^o maior do mundo em território, mas o maior em terras ecúmenas; idioma único, 5^a maior população do mundo, sendo multicultural e tolerante; democracia consolidada e estabilidade econômica. Embora apresente grandes problemas, como carência de infraestrutura, mão-de-obra pouco qualificada e carga tributária equivocada, o Brasil sem dúvida é um dos principais destinos de investimento no mundo, não fazendo sentido, desta forma, os fundos de pensão daqui investirem no exterior.
- e) Os instrumentos de Renda Fixa como título público, créditos privados, bancários, e outros instrumentos de dívida possuem forte correlação com a SELIC, não sendo, desta forma, investimentos atrativos no momento. O declínio acentuado da SELIC colocou em cheque a atratividade dos retornos, sobretudo, dos títulos públicos do tesouro emitidos em 2012, que estão pagando uma remuneração real média ano de 3,26%¹⁷ para as NTNs

¹⁷ Fonte: <www.anbima.com.br>. Acesso em: 9/10/2012.

com vencimentos entre os anos 2012 e 2050. Outros instrumentos de dívidas, principalmente emitidos por empresas bem classificadas pelas companhias de *ratings*, remuneram seus instrumentos de captação relacionados ao CDI, que tem forte relação com a SELIC. Outra possibilidade de investimentos dentro de renda fixa são os títulos e valores mobiliários de emissão de Sociedades de Propósito Específicos (SPE). Por ter uma característica muito peculiar, uma SPE é normalmente constituída para fazer projetos pontuais e específicos (UHE Belo Monte, por exemplo), não sendo um instrumento muito ofertado no mercado.

- f) A modalidade de Operações com Participantes, que são aqueles créditos consignados tomados por participantes ativos e aposentados dos próprios fundos de pensão, é excelente oportunidade de investimento em razão do baixo risco e retorno interessante quando comparado ao de Renda Fixa, mas a expansão desse investimento, atualmente com 2,6% podendo chegar até 15% do patrimônio das entidades, depende da demanda do tomador e não somente da intenção do gestor do fundo de pensão. Logo, não há expectativa de crescimento para essa categoria de investimento.

No contexto de possibilidades de investimentos no universo dos fundos de pensão, não resta muita alternativa, considerando a possibilidade de ganhos mais expressivos e assumindo maior risco, senão investir em *Private Equity* e *Venture Capital*. Outros investidores institucionais podem reduzir suas margens significativamente, todavia, os fundos de pensão não, uma vez que possuem seu passivo indexado com taxas reais que oscilam entre 5% a 6% e, para reduzirem estas taxas teriam que possuir uma reserva econômica (superávit) exorbitante para fazer frente a esta necessidade. Com a crise mundial em 2008, boa recuperação em 2009, mas crescimento moderado entre os anos de 2010 a 2012, a maioria das entidades não possuem margem para redução de taxas de juros suficiente para acomodar e continuar carregando um volume expressivo de NTN, algo rentável nos últimos 30 anos, mas que perdeu seu apelo a partir de 2012.

As maiores gestoras de *Private Equity* e *Venture Capital* desembarcam no país e possuem em estoque recursos captados de mais de US\$ 7 bilhões para investimento exclusivamente no Brasil. Isso demonstra o tamanho e a dimensão que essa modalidade de investimento possui.

Os sucessos não muito distantes da América Latina Logística, Anhanguera Educacional, Bematech, Companhia Providência, Diagnósticos da América S.A., Droga Raya, Gol Linhas Aéreas, Lupatech, Localiza, Gafisa, dentre outros demonstram o poder de transformação e de geração de riqueza existente nesse segmento de investimento.

Os atuais obstáculos impeditivos para o crescimento desses investimentos já não são tão relevantes quando comparados ao ano de 2006, apontados pelo prof. Cláudio Vilar Furtado (2006), que chamava a atenção para o problema de valoração das cotas dos fundos de investimento em participações e seleção, monitoramento e política de incentivos aos gestores de fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* e a governança no processo de gestão dos fundos, embora seja uma modalidade que requer estrutura complexa e profissional de governança por parte do investidor e, ainda, que oferece elevados riscos relacionados, principalmente, à assimetria da informação, a baixa qualificação dos trabalhadores, a infraestrutura restrita, a burocracia estatal excessiva e ao eventual conflito de interesse entre gestor do fundo e gestor da companhia investida.

Dito isso, associado à conjuntura macroeconômica internacional e nacional, governança corporativa profissional, o sucesso de *Private Equity* e *Venture Capital* nos EUA, na Europa e mais recentemente no Brasil, os fundos de pensão brasileiros têm uma excelente oportunidade de investimento e realocação dos recursos acumulado nos títulos do Tesouro brasileiro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital** – 2º Censo Brasileiro. Brasília: ABDI/CGEE/FGV, 2009. Disponível em: <www.abdi.com.br> e acessado em 03/07/2012.

_____. **Introdução a Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**. 1.ed. 2010.

BRASIL. Ministério da Previdência Social, Secretaria de Previdência Complementar. **Previdência complementar**: cartilha do participante. Brasília: MPS, SPC, 2008. Disponível em: <http://www.previg.org.br/MyFiles/16Abr_Cartilha_do_Participante_PREVIC.pdf>. Acesso em: 21 jul. 2012.

_____. Lei Complementar nº 108, de 29 de maio de 2001, publicada no **Diário Oficial da União**, no dia 30 de maio de 2001. Dispõe sobre a relação entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências. Disponível em: <<http://www4.planalto.gov.br/legislacao/legislacao-1/leis-complementares-1/leis-complementares-1/2001#content>>.

_____. Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001, publicada no **Diário Oficial da União**, no dia 30 de maio de 2001. Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências. Disponível em: <<http://www4.planalto.gov.br/legislacao/legislacao-1/leis-complementares-1/leis-complementares-1/2001#content>>.

_____. CGPC. **Resolução nº 18/2006**. Disponível em: <<http://www.mpas.gov.br>>.

_____. CMN, **Resolução nº 3.792/2009**. Disponível em: <www.bcb.gov.br>.

_____. CVM, **Instrução nº 391/2003**. Disponível em: <www.cvm.gov.br>.

BYLE, R.; ROSS, R. (2009) **Mission Abandoned**: How Multinational Corporations Abandoned Their First Attempt to Eliminate Poverty. Why They Should Try Again, Robert L. Ross, Princeton.

CARVALHO, Antônio G.; RIBEIRO, Leonardo de L.; FURTADO, Cláudio V. **A indústria de private equity e venture capital**: primeiro censo brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2006. 135 p.

COMODO, Gustavo Cardoso. **Uma análise comparativa entre as estruturas de private equity e venture capital nos EUA e no Brasil**. Dissertação de Mestrado da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2009.

COSTA, R.; LEES, F. (1989). **Brazilian Capital Market: Conversions, Privatization, and Venture Capital Investment**, The University of Miami Inter-American Law Review 20(3), p.537-564.

FUNDAÇÃO DOS ECONOMIÁRIOS FEDERAIS (FUNCEF). **Relatório de Informações Corporativas da FUNCEF**. Brasília, Dez. 2011.

FURTADO, Cláudio Vilar; LOPES, Alessandro Broedel; **Private Equity na Carteira de Investimentos das Entidades de Previdência Privada**. Revista de Contabilidade e Finanças da USP; São Paulo, Especial Atuária. p. 108-126. Dez. 2006.

GADIESH, Orit; MACARTHUT, Hugh. **Lições de private equity que qualquer empresa pode implementar**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, tradução Gerson Yamagami.

GIOIELLI, Sabrina Patrocínio Ozawa. **Os Gestores de Private Equity e Venture Capital Influenciam a Governança Corporativa das Investidas?** Evidências das empresas estreadas na Bovespa. Dissertação de mestrado Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2008.

GÓES, Wagner de (coordenador editorial). **Papel dos fundos de pensão na formação da economia brasileira**/Capitalismo Social. São Paulo: ABRAPP/ICSS/SINDAP, 2007.

_____. **Introdução à previdência complementar**. São Paulo: Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP), 2005.

GORGULHO, L. (1996) **O Capital de Risco como Alternativa de Financiamento as Pequenas e Medias Empresas de Base Tecnológica: O Caso do CONTEC/BNDES**, Dissertação de Mestrado em Economia, UFRJ, Rio de Janeiro. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Setor/Pequenas_e_Medias_Empresas/199706_5.html>. Acesso em: 4 jun 2012.

HARRIS, Robert S., JENKINSON, Tim and KAPLAN, Steven N. – Private Equity Performance: What do we know? **Working Paper 17874**, 2012, National Bureau of Economic Research (NBER). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w17874>>. Acesso em: 23 jul. 2012.

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

LJUNGQVIST, Alexander and RICHARDSON, Matthew - The Cash Flow, Return and Risk, Characteristics of Private Equity, **Working Paper 9454**, 2003, National Bureau of Economic Research (NBER). Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9454>>. Acesso em: 23 jul. 2012.

MAC-ALLISTER, Mônica. **Capital de Risco e Financiamento ao Empreendedorismo Inovador**. Revista Desenbahia n. 10, mar 2009. Disponível em: <http://www.desenbahia.ba.gov.br/uploads/2508201111397968_Rev10_Cap8.pdf>.

PAVANI, C. **O Capital de Risco no Brasil**. Conceito, Evolução, Perspectiva, E-papers, Rio de Janeiro, 2003.

REIS, Adacir (org.). **Fundos de pensão e mercado de capitais**. São Paulo: Editora Peixoto Neto, 2008.

RIVERA, S.; Jacob K. Javits and Latin American Economic Integration, Independent Institute **Working Paper 68** [Online], 2007. Disponível em: <http://www.independent.org/pdf/working_papers/68_javits.pdf>.

ROSSI, Luiz Egydio Malamud. **Manual de private equity e venture capital: passos para a atração de investidores e alocação de recursos**. São Paulo: Atlas, 2010.

SOUSA, Sergio Henrique Miranda de. **Capital empreendedor venture capital & private equity – capital de risco**. Curitiba: Juruá, 2008.

SOUZA Neto, J.; STAL, E. **Financiamento de Risco para a Inovação Tecnológica na Empresa**, RAUSP, 26(4), 1991. p.34-74.

TAKAHASHI, Janaína Tiemi. **Avaliação da carteira de ativos nos fundos de Venture Capital e Private Equity**. São Paulo: Atlas, 2006.

TOWERS WATSON. **Global Pension Asset Study 2011**. February 2011, Disponível em: <<http://www.towerswatson.com/assets/pdf/3761/Global-Pensions-Asset-Study-2011.pdf>>. Acesso em: 4 jun. 2012.

Sites pesquisados durante todo o trabalho:

<www.abvcap.com.br>;

<www.abrapp.org.br>;

<www.anbima.com.br>;

<www.funcef.com.br>;

<www.petros.com.br> e

<www.previ.com.br>.