

Alinhamento Estratégico e Desempenho Econômico-Financeiro m investimentos de Venture Capital: Estudo de Caso da Empresa GP Investimentos

Ana Paula Mussi Szabo CHEROBIM (UFPR)
André Luis de Sá NUNES (UFPR)
Eric Inohira UCHIMURA (UFPR)
Rafael Kuramoto GONZALEZ (UFPR)

RESUMO

Este trabalho realiza estudo sobre o Capital de Risco, importante fonte de recurso para a inovação tecnológica. Descreve a evolução histórica deste mecanismo de captação de recurso nos EUA e no Brasil, apresenta as diferenças conceituais entre *venture capital / private equity*, as suas principais características, etapas, estratégias, diferenças e vantagens em relação a outros tipos de captação financeira. A parte empírica analisa o portfólio de investimento de dois fundos de capital de risco da empresa GP Investimentos no que tange a alinhamento estratégico do investimento com os objetivos dos fundos e no que tange aos impactos econômico-financeiros do aporte de capital nas empresas investidas. A fonte de dados é secundária, por meio de coleta de dados nos documentos e relatórios anuais da GP, restringindo o universo do estudo aos Fundos GPCP3 e GPCP4 que investem em cinco empresas: Fogo de Chão, BR Malls, Tempo Participações, San Antonio International e Farmasa. Comprova-se que a empresa GP respeita suas diretrizes estratégicas e as empresas investidas obtêm melhorias em seus resultados econômico-financeiros.

INTRODUÇÃO

O mercado de capital de risco disponibiliza recursos financeiros de longo prazo para as empresas que desejam desenvolver novos produtos e tecnologias e que necessitam de uma segurança que estas novas idéias sejam revertidas em resultados comerciais. A captação de recursos, por meio de capital de risco, vem-se tornando uma alternativa para os empreendedores que necessitam de recursos financeiros para os investimentos em suas empresas. (TITERICZ, 2003). De acordo com os estudos do CGEE (2003b), para um país atingir desenvolvimento econômico satisfatório, é necessária interação entre os empreendedores e os investidores de capital de risco, um dos motores que impulsionam o desenvolvimento e comercialização das inovações. O investimento de risco é ainda incipiente no país; mas os resultados já apontam horizonte promissor.

O objetivo deste estudo é analisar o portfólio de investimento de dois fundos de capital de risco da empresa GP Investimentos no que tange a alinhamento estratégico do investimento com os objetivos dos fundos e no que tange aos impactos econômico-financeiros do aporte de capital nas empresas investidas. Investigam-se quais setores tiveram a preferência de investimentos, quais critérios foram utilizados para a seleção, quais os valores investidos, as ações tomadas após os investimentos, e uma breve descrição de como ocorreram os investimentos em algumas empresas apoiadas pelos fundos.

Este artigo está dividido da seguinte maneira: Na primeira parte é apresentado o histórico americano e brasileiro e conceitos de *Private Equity/Venture Capital* (PE/VC). A segunda seção abrange a metodologia utilizada para levantamento e análise dos dados da GP Investimentos. Detalham-se então as características da empresa, seu histórico, regulamentos, critérios de seleção, áreas de atuação, fundos de investimento e outras informações. E por último, apresentam-se as considerações finais sobre as análises dos Investimentos dos Fundos GPCP3 e GPCP4.

REFERENCIAL TEÓRICO

HISTÓRICO AMERICANO

A indústria do capital de risco surgiu formalmente nos Estados Unidos no fim da década de 1940 e tornou-se relevante na década de 1970 (Rieche, 2006). A existência de pólos e parques tecnológicos e universidades voltadas para áreas de alta tecnologia tornaram esta atividade viável do ponto de vista dos investidores (Gorgulho, 1996)

A história do PE/VC americano pode ser dividida em duas fases, de acordo com Tosta de Sá *apud* Rieche (2006). As principais lições da primeira fase desta atividade: 1. Captação de grandes recursos do grande público mostrou-se inadequada; 2. Retorno sobre investimento é de longo prazo; 3. Manutenção de uma posição líquida para o socorro das empresas; 4. Acompanhamento gerencial é fundamental; e, 5. às vezes, o retorno excepcional é garantido por um único investimento da carteira.

No final da década de 1970, o governo anunciou novas regulamentações que tiveram efeitos visíveis sobre o desempenho da atividade (Gorgulho, 1996). As famílias e os indivíduos abastados deixaram de ser a fonte predominante de recursos, dando lugar aos fundos de pensão, que permitiam mobilizar grandes volumes de recursos de investidores externos e permitiam a realização de significativos ganhos financeiros.

Em relação a segunda fase, Tosta de Sá *apud* Rieche (2006) lista as principais lições: 1. O desenvolvimento da indústria de Capital de Risco precisou sempre de alguma medida governamental para viabilizar seu crescimento; 2. Nos países em que a indústria sofreu maior grau de interferência estatal, os resultados foram menos positivos; 3. Sempre que se obtém algum incentivo ou tratamento tributário diferenciado, deve-se esperar algum tipo de

regulamentação da atividade, que deve ser a menos exigente possível; 4. Os recursos dos investidores institucionais, principalmente fundos de pensão têm se mostrado essenciais para o desenvolvimento da indústria; e, 5. além de recursos, as empresas de capital de risco devem oferecer acompanhamento gerencial às empresas.

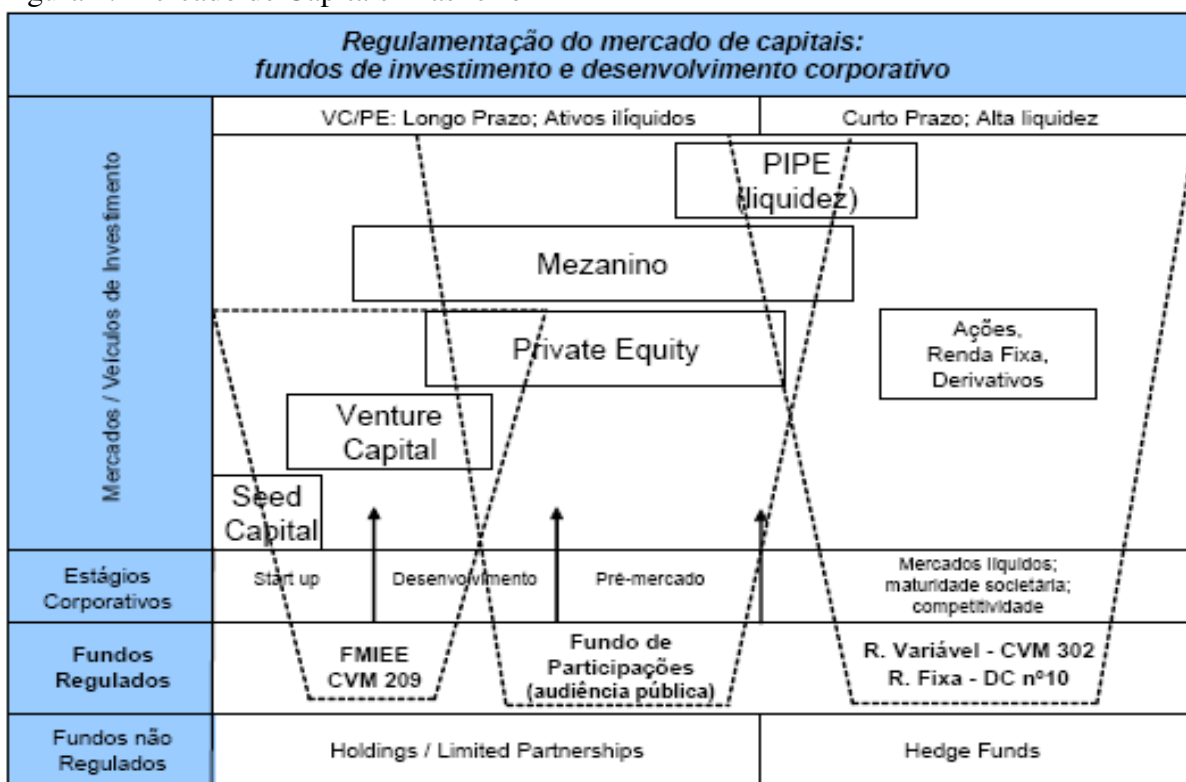
HISTÓRICO BRASILEIRO

O ambiente econômico institucional brasileiro difere em comparação com os países onde a indústria de PE/VC se originou (Ribeiro, 2005). A indústria do capital de risco brasileira teve iniciativas sem sucesso na década de 1970. Em 1986 as sociedades de capital de risco foram institucionalizadas e receberam tratamento fiscal diferenciado, através do Decreto-Lei 2.287 (Gorgulho, 1996).

As principais dificuldades da expansão do Capital de Risco no Brasil conforme Gorgulho (1996) são: 1. Situação conjuntural da economia brasileira; 2. Instabilidade econômica; 3. Política de altos juros nos mercados de títulos governamentais; 4. Impossibilidade de se planejar a longo prazo; 5. Mercado de capitais pouco desenvolvido; 6. Baixo dinamismo tecnológico da indústria brasileira; 7. Inexistência de mecanismos regulatórios e fiscais de estímulo a esta atividade; 8. Fundos de pensão são proibidos de aplicar em empresas fechadas; 9. Legislação brasileira não previa mecanismos de apoio às companhias de risco e o regime fiscal sem benefícios; e, 10. Decreto-lei 2.287 de 23.07.86 apresentava falha de concepção, e inviabilizou o desenvolvimento das sociedades de capital de risco. Em 2007, os investimentos em *private equity* na América Latina estão próximos de exceder os níveis recordes de 2006, com aproximadamente US\$2,3 bilhões tendo sido investidos no primeiro semestre de 2007, comparados a US\$1,5 bilhão para o mesmo período em 2006..(Prospecto GP Investimentos, 2008).

A figura 1 apresenta a regulamentação do mercado de capitais brasileiro:

Figura 1: Mercado de Capitais Brasileiro



Fonte: BRASIL VENTURE NEWS, 2003.

CONCEITOS GERAIS

O Capital de Risco é uma forma de apoio baseada no investimento por meio de participação (valores mobiliários, ações, debêntures conversíveis, bônus de subscrição, por exemplo) em sociedades anônimas que apresentem elevado potencial de crescimento, visando à sua posterior revenda e, normalmente, com a realização de expressivos ganhos de capital. (Soledade *apud* Rieche, 2006)

O Capital de Risco pode ser entendido como uma forma de financiamento que envolve participação, por meio da aquisição de ações ou de outros instrumentos financeiros sem contrapartidas no que tange a garantias (*equity ou quase-equity*), em empresas ou empreendimentos com alto potencial de crescimento, com vistas à sua revenda e à realização de expressivos ganhos de capital a médio e longo prazos (Gorgulho, 1996)

As condições para evolução e consolidação do Capital de Risco são: o valor adicionado pelo envolvimento ativo dos capitalistas de risco tem de ser alto, comparado aos custos do suporte gerencial prestado aos empreendedores e o número de empresas de alta tecnologia demandando o apoio tem de exceder um nível crítico, determinado pela indivisibilidade de idéias inovativas e pela especialização dos capitalistas de risco em campos particulares da tecnologia. (Schertler *apud* Rieche, 2006)

As preferências dos capitalistas de Risco por projetos são: Baixo custo de monitoramento e seleção, baixo custo de assimetria de informação, preferência por empresas *track record* vis-à-vis empresas *start-up* (Amit *apud* Rieche, 2006).

Algumas características do Capital de Risco são (Tosta de Sá e Leonardo *apud* Rieche, 2006): participação minoritária, participação temporária, participação ativa (apoio gerencial), expectativas de elevado retorno sobre o capital aplicado e realização por meio de instrumentos de investimentos sem garantias. Os agentes tradicionais do capital de risco são o investidor institucional, o empreendedor e os agentes ou agências intermediárias (Brophy *apud* Rieche, 2006)

Durval (1996) aponta alguns motivos de adequação do capital de risco como alternativa de financiamento: acesso a investimentos que não estariam disponíveis de outra forma, diluição do risco com a formação de carteiras diversificadas, acompanhamento intensivo derivado da relação societária e retornos financeiros compatíveis com o risco.

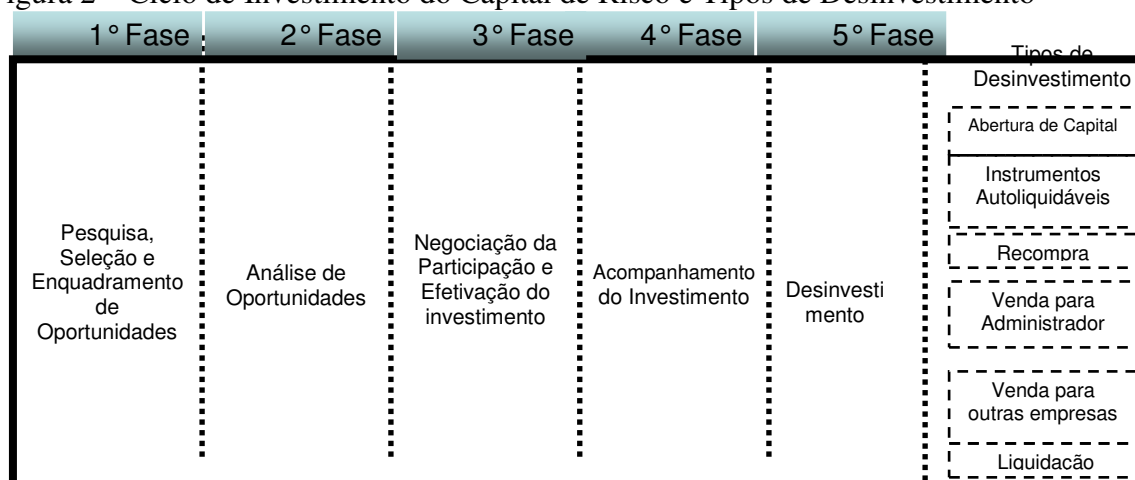
As estratégias de financiamento dos capitalistas de risco e a sua visão de Mercado obedecem uma sistematização:

1. Preferência por oportunidades com grande mercado em setor de rápido crescimento (Roberts e Barley *apud* Rieche, 2006);
2. Estabelecimento de metas de receita e negócio com uma vantagem competitiva duradoura (Rieche, 2006);
3. Oportunidades com solução prática para um grande problema ou sinalização de um boa oportunidade de mercado (Reichert *apud* Rieche, 2006).;
4. Taxa de crescimento, tamanho, concorrência e percepção e atitude dos clientes com relação ao produto (Merlon Ventures *apud* Rieche, 2006);
5. Equipe, oportunidade de mercado, proposição de valor/produto para a solução, diferenciação tecnológica ou do modelo (Trinity Ventures *apud* Rieche, 2006);
6. Evitar negócios que envolvem relacionamento direto com o cliente: menor margem, maiores custos de marketing e previsões de comportamento (Rieche, 2006)

A concessão de financiamento por um capitalista de risco funciona como um “selo de aprovação” para as novas empresas que precisam estabelecer relações com fornecedores, instituições financeiras e empresas de áreas afins (Gorgulho, 1996).

A figura 2 apresenta o ciclo de investimento do capital de risco:

Figura 2 – Ciclo de Investimento do Capital de Risco e Tipos de Desinvestimento



Fonte: Adaptado de Leonardos *apud* Rieche, 2006

O financiamento bancário para empresas empreendedoras, em estágio inicial, pode ser dificultado pela falta de garantias; com isso, o capital de risco assume papel relevante.

METODOLOGIA

Este artigo pode ser classificado como um estudo descritivo, que de acordo com Cooper e Schindler (2003) é uma tentativa de caracterizar determinado sujeito, por meio da criação de um perfil de pessoas, problemas ou eventos, realizado por meio da coleta de dados e da tabulação de frequências. O estudo pode ser caracterizado, também, como sendo exploratório, pois, conforme Collis e Hussey (2005) tem como objetivo encontrar padrões, hipóteses ou idéias, de modo que tem como foco o ganho de familiaridade com o tema, bem como no ganho de conhecimento para estudos mais rigorosos no futuro.

A coleta de dados se constitui de levantamento bibliográfico acerca do conceito, histórico e particularidades dos investimentos de capital de risco, além da análise documental dos relatórios anuais de 2006, 2007 e 2008 da empresa GP Investimentos.

As análises destes relatórios permitiram mapear os montantes investidos em cada uma das empresas e comparar os resultados obtidos pelas empresas investidas.

ANÁLISE DO CASO

A EMPRESA GP INVESTIMENTOS

A GP Investments Ltd. é uma sociedade existente sob as leis das Bermudas, sendo regida pelo *Companies Act*. Registrada na CVM sob o nº 8002-0 desde 31 de maio de 2006, nos termos da Instrução CVM 331. A sede está localizada em Clarendon House, Church Street, Hamilton, HM11, Bermudas. Fundada em 1993, é uma das empresas líderes no mercado de *private equity* com foco no mercado latino-americano. Possui um escritório em São Paulo e, recentemente, criaram uma subsidiária na Cidade do México. Durante os 15 anos de história, levantaram mais de US\$4 bilhões de recursos de investidores internacionais (*limited partners*) por meio de seis fundos de *private equity* sem foco específico de atividade, e um fundo com foco no setor de tecnologia.

A GP Investimentos foi a primeira empresa de *private equity* na América Latina a se tornar uma companhia aberta, arrecadando o valor bruto de US\$328 milhões no IPO

concluído em julho de 2006 e a primeira empresa de *private equity* a emitir títulos perpétuos publicamente negociados, arrecadando US\$190 milhões em 2007, o que permitiu construir uma base permanente de capital e investir nos fundos que administram. (Prospecto GP Investimentos, 2008)

A estratégia da empresa GP inclui, entre outras, as seguintes diretrizes:

1) Busca de Negócios de Oportunidade:

Participação societária em empresas, por meio de aquisições, re-capitalizações e financiamentos de empresas com perspectivas de crescimento de negócios; compra de empresas de setores fragmentados, que visam consolidação; compra de subsidiárias fora do negócio principal de grandes empresas; aquisições de empresas familiares carentes de capital ou de equipe de gestão especializada e reestruturações de empresas.

2) Investimentos em Setores Variados:

A GP Investimentos realiza seus investimentos em empresas de diversos setores para aproveitar as oportunidades que surgem.

3) Uso Conservador de Alavancagem:

Quando optam por financiar uma aquisição, seguem abordagem conservadora, na qual (i) a empresa investida deve ter níveis muito baixos ou inexistentes de endividamento e ser uma geradora de fluxo de caixa significativo, (ii) não há risco de refinanciamento, e (iii) não há descasamento de moeda entre as receitas e o endividamento obtido.

4) Foco em Empresas Maduras e Modelos de Negócio Estabelecidos:

Investem em empresas de grande porte, mais de US\$60 milhões de faturamento anual; pois essas empresas tendem a apresentar vantagens sobre as menores;

5) Redução de Risco através de Processo de Investimento Disciplinado:

Focam no perfil de risco/retorno de cada potencial empresa investida. Buscam reduzir os riscos das seguintes formas: (i) voltando o foco para empresas com posição de liderança no mercado e forte geração de fluxo de caixa; (ii) realizando ampla diligência legal; (iii) investindo a baixos múltiplos (preço/fluxo de caixa); (iv) adquirindo posições de controle ou de controle compartilhado; (v) adotando estruturas de capital com baixa alavancagem; e (vi) analisando possíveis alternativas de saída desde a fase de investimento.

6) Implementação de Filosofia de Gestão Própria nas Empresas Investidas:

Mantêm e reproduzem nas empresas investidas a filosofia de gestão do Grupo GP, baseada em princípios de rígido controle de custos, estruturas organizacionais enxutas, desenvolvimento de talentos, meritocracia e ética empresarial.

7) Busca de Retorno sobre o Capital Investido nos Desinvestimentos:

Como companhia aberta, com prazo indeterminado para remuneração do capital, podem conduzir os negócios sem a exigência de desinvestimento em prazo determinado;

8) Postura Constantemente Disciplinada:

Seguem abordagem de investimentos disciplinada, submetida às diretrizes de investimento aprovadas pelo Conselho de Administração: não investem sem o controle das empresas investidas; não investem em *start-ups*, nem na área de tecnologia; declinam quaisquer oportunidades de investimentos em setores que possuam impactos sociais ou ambientais negativos; seguem limites de diversificação, para que uma única empresa ou setor não represente, respectivamente, mais de 25% ou 35% dos ativos; e não possui alavancagem de estrutura de capital acima de 50% dos ativos.

A empresa GP Investimentos realiza suas aplicações de capital de risco com foco no mercado da América Latina. Os diferenciais deste mercado são:

1) Condições Macroeconômicas: Acreditam que algumas economias latino-americanas, como o Brasil, o México, a Colômbia, o Peru e o Chile, e o ambiente de investimentos em *private equity* nesses países estão em um período de crescimento sustentável.

- 2) Escassez de Capital: As taxas de juros de curto prazo, especialmente no Brasil, mantiveram os investidores locais (fundos de pensão e grandes instituições financeiras) fora do mercado de *private equity* devido a suas características de prazos mais longos e de menor liquidez.
- 3) Maior Abertura da Economia Latino-americana: O crescente envolvimento de determinadas empresas latino-americanas no comércio global, que resultou do aumento significativo de exportações nos últimos anos, é poderoso incentivo para que as empresas locais aumentem sua competitividade.
- 4) Mercado Financeiro e de Capitais em Atividade Crescente: A liquidez recente dos mercados acionários, especialmente o brasileiro e o mexicano, caso se sustente, reduzirá substancialmente a incerteza associada aos desinvestimentos de *private equity*.

FUNDOS DA GP INVESTIMENTOS

Conforme o Prospecto GP Investimentos (2008), a empresa tem obtido êxito no patrocínio e originação de cinco fundos, incluindo US\$1,3 bilhão no GPCP4, o maior fundo de *private equity* levantado na região em termos de volume de recursos.

Tabela 1 – Posição dos Fundos em 31 de dezembro de 2007

Em 31/12/07	GPCP4	GPCP3	GP Tecnologia	GPCP2	GPCP1
Ano de criação do fundo	2007	2005	2000	1997	1994
Número de Operações	5	6	4	23	11
Capital Investido US\$ Milhões	689	240	17	775	543
Valor em US\$ Milhões	689	672	116	1350	855
Valor realizado	0%	16%	100%	77%	100%
Múltiplo de <i>cash-on-cash</i>	n.a.	2,8x	6,7x	1,7x	1,6x
Período médio de permanência	0,3 ano	0,9 ano	4,2 anos	6,8 anos	6,2 anos
TIR bruta em US\$	n.a.	504,80%	60,30%	8,70%	11,30%
TIR bruta em R\$	n.a.	381,10%	55,40%	13,30%	22,80%

Fonte: Prospecto GP Investimentos, 2008

Na tabela 2 pode-se verificar algumas informações relacionadas aos montantes de investimento de cada um dos fundos da GP. Enquanto na tabela 4 verifica-se o foco, tamanho e data de criação destes fundos

Este estudo analisa o GPCP3 e GPCP4, pois são os fundos em vigor atualmente.

FUNDO GP3

O GPCP3 foi estabelecido para realizar investimentos de *private equity* em empresas localizadas no Brasil ou com atividade comercial expressiva no Brasil e, em menor extensão, em outros países da América Latina, buscando o controle ou o controle compartilhado, ou uma participação minoritária influente nas empresas-alvo. As características principais do GPCP3, são as seguintes:

- 1) Diversificação: O GPCP3 não poderá realizar investimentos em uma única empresa ou em uma única indústria que excedam, respectivamente, 25% ou 35% do seu capital comprometido, sem aprovação do seu comitê consultivo.
- 2) Período de Compromisso: O capital comprometido deve ser investido até 7/06/2010.

- 3) Vigência: O GPCP3 terminará em 7 de junho de 2015, mas poderá ser prorrogado a critério da GP3 por até dois períodos consecutivos adicionais de um ano.
- 4) Alavancagem: O GPCP3 poderá tomar empréstimos de curto prazo (não excedendo 90 dias) de até 25% do capital comprometido total ou no valor agregado do capital comprometido não integralizado.
- 5) Hedge: A GP3 e suas coligadas poderão participar de transações de *hedging* da moeda e da taxa de juros em nome do GPCP3.
- 6) Política de Co-Investimento: A GP3 poderá oferecer oportunidades de co-investimento, realizados por investidores estratégicos não coligados que tragam uma oportunidade específica ao GPCP3 ou valor adicional não monetário ou *know-how* relacionado a uma aquisição específica.
- 7) Distribuições e Taxas de *Performance*: Consistirão geralmente de dividendos ordinários em dinheiro ou juros decorrentes dos investimentos do GPCP3 e valores obtidos com a venda dos investimentos do GPCP3, descontadas as despesas e reservas relacionadas.

FUNDO GP4

GPCP4 foi estabelecido principalmente para realizar investimentos de *private equity* ou relacionados a *private equity* em empresas localizadas no Brasil ou com atividade comercial expressiva no Brasil e em outros países da América Latina, buscando o controle ou o controle compartilhado, ou uma participação minoritária influente nas empresas-alvo. As características principais do GPCP4 são as seguintes:

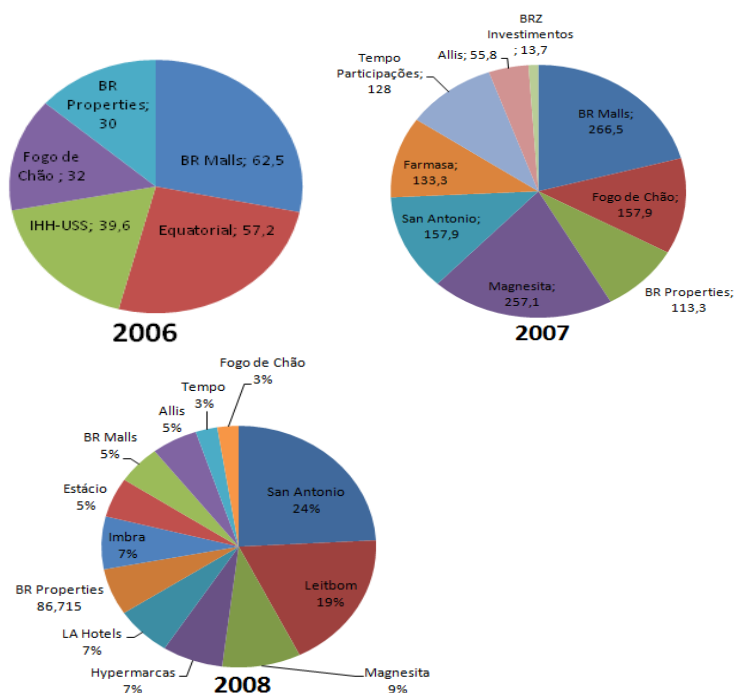
- 1) Diversificação: O GPCP4 não poderá realizar investimentos em uma única empresa ou em uma única indústria que excedam, respectivamente, 20% ou 35% do seu capital comprometido, sem aprovação do seu comitê consultivo.
- 2) Período de Compromisso: O capital deve ser investido até 1 de julho de 2012.
- 3) Vigência: O GPCP4 terminará em 1 de julho de 2017, mas poderá ser prorrogado a critério da GP4 por até dois períodos consecutivos adicionais de um ano.
- 4) Alavancagem: O GPCP4 poderá tomar empréstimos eventuais de curto prazo (não excedendo 90 dias) de até 25% do capital comprometido total ou no valor agregado do capital comprometido não integralizado.
- 5) Hedge: A GP4 e suas coligadas poderão participar de transações de *hedging* da moeda e da taxa de juros em nome do GPCP4.
- 6) Política de Co-Investimento: A GP4 poderá oferecer oportunidades de co-investimentos realizados por investidores estratégicos não coligados que tragam uma oportunidade específica ao GPCP4 ou valor adicional não monetário ou *know how* relacionado a uma aquisição específica.
- 7) Distribuições e Taxa de *Performance*: Consistirão geralmente de dividendos ordinários em dinheiro ou juros decorrentes dos investimentos do GPCP4 e valores obtidos com a venda dos investimentos do GPCP4, descontadas as despesas e reservas relacionadas a tal venda.

INVESTIMENTOS

Nesta seção são discutidas as origens e destinos dos investimentos realizados pela GP. É apresentado o histórico e características das empresas destinatárias do capital investido; um estudo da divisão das aplicações entre as diferentes empresas nos anos de 2006 e 2007. A GP forneceu um total de US\$ 221 milhões em capital de risco em 2006, e em 2007, quintuplicou seu investimento, num total de US\$ 1165 milhões.

O portfólio de investimentos dos fundos GPCP3 e GPCP4 da GP Investimentos é bem amplo, fazendo parte empresas de diversos setores e ramos de atuação.

Figura 3 - Valores dos Investimentos (em Milhões de Dólares)



Fonte: Relatório Anual GP, 2006; Relatório Anual GP, 2007; Relatório Anual GP, 2008

Para o estudo em questão, foram selecionadas cinco empresas para uma análise mais profunda, conforme a disponibilidade de relatórios econômico-financeiros publicados para no mínimo dois anos e que ainda estão em processo de investimento. Dessa forma, a amostra do estudo é do tipo amostra por conveniência. A seguir, apresentam-se informações de cada uma das empresas, conforme o Relatório Anual GP (2007):

Fogo de Chão

Fogo de Chão é uma tradicional e sofisticada churrascaria, que opera tanto no mercado brasileiro, quanto no norte-americano. Fundada em 1979, a Fogo de Chão tem 15 restaurantes, cinco deles no Brasil (três em São Paulo, um em Belo Horizonte e um em Brasília) e dez nos Estados Unidos, onde está desde 1997. No dia 22 de agosto de 2006, a GP Investimentos, através do GPCP3 e junto com co-investidores, adquiriram inicialmente 40% do capital total e 49% do capital com direito a voto de Fogo de Chão Churrascarias. O capital total de 40% foi reduzido para 35% em 2008, devido a uma cláusula de *earn-out*¹ que fazia parte do acordo de aquisição. Após o anúncio da compra, a estratégia tem sido a de fortalecer e ampliar o mercado da Fogo de Chão tanto no mercado brasileiro quanto no norte-americano.

¹ *Earn-out clause*: São cláusulas que vinculam o preço do ativo no momento da negociação ao desempenho futuro da empresa. Podem ser usadas em longos processos de negociação para garantir que o vendedor vai manter o negócio em boas condições até o fechamento da compra/venda ou até o fim dos pagamentos do negócio, quando a titularidade dos papéis negociados passa definitivamente para o comprador.

Tabela 2 – Informações sobre a Fogo de Chão

Fogo de Chão		US\$ Milhões	2005	2006	2007
Valor Atual de Capital	\$ 198.7 MM	Receitas Líquidas	76.3	96.3	128.8
Investimento Inicial	\$ 64.0 MM	Ebitda	24.9	33.1	37.5
Propriedade	35%	Dívidas	26.2	13.4	0.9
Data do Investimento	Agosto/2006	Margem	N/A	31.4%	29.1%
Participações					
	GPCP III \$ 32 MM				
	Co-Investidores \$ 32 MM				

Fonte: Adaptado de Relatório Anual GP, 2006; Relatório Anual GP, 2007, Relatório Anual GP, 2008

BR Malls

A GP Investimentos, por meio do GPCP3, e Equity International, uma companhia de *private equity* de imóveis com sede nos EUA, afiliada a Sam Zell's Equity Group Investments, LLC, adquiriram inicialmente um total de 55% (cada um contribuindo com 27,5% desse aumento) do capital total da ECISA, por meio de um aumento de capital de US\$171 milhões na ECISA. Essa operação foi anunciada em 7 de novembro de 2006 e encerrada em 20 de dezembro de 2006.

Atualmente, a BR Malls é uma das maiores companhias de *shopping centers* do Brasil e seu portfólio atual abrange 30 *shopping centers*, totalizando 894,3 mil metros quadrados de área bruta locável total e 372,6 mil metros quadrados de área bruta locável própria, com cerca de 4,9 mil lojas e vendas totais no montante de R\$7,0 bilhões, em 2006.

Seis meses após o investimento inicial, a empresa abriu capital levantando R\$ 657 milhões no seu IPO, valorização de 250% do valor aplicado inicialmente pelo fundo. Após o IPO, a BRMALLS captou mais R\$1.1 bilhão através de uma oferta "follow-on" e mais R\$1.2 bilhão através de financiamento, com o objetivo de financiar o crescimento nas operações. Em 2007 houve mais duas captações no mercado de capitais reduzindo a participação do fundo em 13,4%. Atualmente a empresa tem EBITDA de 77%, a maior no setor de shoppings do Brasil.

Em abril de 2009, a GP Investments vendeu 10% da sua participação original através de uma transação de bloco na BOVESPA com o objetivo de quitar uma dívida contraída em novembro de 2006 para aquisição inicial das ações das subsidiárias da BRMalls (Ecisa Engenharia LTDA. e Ecisa Participações S/A).

Tabela 3 – Informações sobre a BR Malls

BR Malls		R\$ Milhões	2006	2007
Valor Atual de Capital	\$2,275.7 MM	Receitas Líquidas	91.1	207.0
Investimento Inicial	\$172.3 MM	Ebitda	57.7	125.2
Propriedade	13.4%	Dívidas	-47.7	269.2
Data do Investimento	Novembro/2006	Margem	63%	68%
Participações		Lucro	73.9	171.6
	GPCP III \$ 62.5 MM			
	Co-Investidores \$ 87.5 MM			
	Dívidas Totais \$ 22.3 MM			

Fonte: Adaptado de Relatório Anual GP, 2007

Tempo Participações

A participação acionária na Tempo Participações foi adquirida, em 15 de janeiro de 2007, por GPCP3. Líder em sua área e ocupa posição singular para oferecer gama completa

de serviços de saúde, provendo a necessidade dos segurados, operadoras de cartão de crédito e afinidade, montadoras de automóveis, locadoras de veículos e outros. A Tempo procura aumentar as margens captando sinergias e aumentando a escala de operações. Além disso, continua a buscar crescimento acelerado baseado em perspectivas promissoras da indústria de saúde e seguros e potencialmente através de aquisições.

Tabela 4 – Informações sobre a Tempo Participações

Tempo Participações		R\$ Milhões	2006	2007
Valor Atual de Capital	\$ 684.4 MM	Receitas Líquidas	490.0	572.6
Investimento Inicial	\$ 53.1 MM	Ebitda	37.6	55.0
Propriedade	27.2 %	Dívidas	2.0	-347.2
Data do Investimento	Janeiro/2007	Lucro	23.5	38.6
Participações				
	GPCP III \$ 39.6 MM			
	Co-Investidores \$ 13.5 MM			

Fonte: Adaptado de Relatório Anual GP, 2007

San Antonio

Em 10 de agosto de 2007 a GP Investimentos comprou 100% das subsidiárias da Pride International Inc. de perfuração, exploração e produção de petróleo e gás na América Latina. O objetivo foi fortalecer o negócio, expandindo operações de forma orgânica e por aquisições.

A San Antonio oferece serviços para completar, manter e aprimorar a produção a partir dos poços de petróleo e gás, bombas de pressão, perfuração direcional integrada, e outros serviços de poços. A GP Investimentos orienta e apóia a equipe de administração da companhia, para impulsionar o crescimento orgânico, implementar uma estratégia comercial agressiva, expandir as ofertas de produtos e buscar oportunidades de consolidação.

Em abril de 2008, a companhia anunciou a compra da Sotep, empresa líder de perfuração em terra firme e a aquisição da Prest Perfurações, líder em perfuração no nordeste do Brasil. Com essas aquisições a participação do mercado da San Antonio aumentou para 15% nos serviços de perfuração e 55% nas operações de exploração em terra firme.

Tabela 5 – Informações sobre a San Antonio

San Antonio Internacional		US\$ Milhões	2006	2007
Valor Atual de Capital	\$ 1,020 MM	Receitas Líquidas	824.0	1,033.4
Investimento Inicial	\$ 1,020 MM	Ebitda	206.0	252.6
Propriedade	100%	Dívidas	-25.0	525.0
Data do Investimento	Agosto/2007	Lucro	101.0	123.2
Participações				
	GPCP IV \$ 140 MM			
	Co-Investidores \$ 280 MM			
	Dívidas Totais \$ 600 MM			

Fonte: Adaptado de Relatório Anual GP, 2007

Farmasa

A Farmasa era uma sociedade farmacêutica tradicional e com alto crescimento. Desenvolve, industrializa, comercializa e vende medicamentos de balcão e prescrições. Fundada em 1953 por um grupo de médicos e posteriormente adquirida pela família Samaja em 1960. A sociedade possuía uma carteira diversificada de 80 marcas e 150 produtos, com foco nas classes terapêuticas para ouvido, nariz e garganta, e nas áreas pediátricas, ortopédicas, gastroentológicas, ginecológicas e dermatológicas. Em 14 de novembro de 2007 a GP Investimentos, através GPCP4, firmou um contrato de investimentos na Farmasa. Em

Junho de 2008, a GP investimentos fundiu a Farmasa com a Hypermarchas. O *know-how* que a Farmasa tinha com suas vendas, aliadas com a experiência da Hypermarchas em marketing e canais de distribuição, aumentaram as oportunidades de vendas e economizaram em gastos operacionais.

Tabela 6 – Informações sobre a Farmasa

Farmasa		R\$ Milhões	2006	2007
Valor Atual de Capital	\$ 280.0 MM	Receitas Líquidas	170.9	258.9
Investimento Inicial	\$ 140.0 MM	Ebitda	26.7	31.8
Propriedade	50%	Dívidas	70.9	44.8
Data do Investimento	Novembro/2007	Lucro	7.3	11.1
Participações		Margem	12%	16%
GPCP IV \$ 140 MM				

Fonte: Adaptado de Relatório Anual GP, 2007

ANÁLISES

Percebe-se nas tabelas anteriores que a GP Investimentos não realiza aportes financeiros com valores fixos, comprovado pelo seu portfólio de investimentos. Também constata-se que a GP Investimentos não possui um padrão para aquisição de certa parte societária nas empresas investidas, confirmado através da variedade das porcentagens de propriedade das tabelas anteriores.

O impacto do aporte de recursos do fundo de *private equity* não pode ser mensurado com acurácia para todos os casos, via análise transversal dos dados disponibilizados, tendo em vista as diferenças temporais no aporte de recursos. Portanto evita-se aqui a abordagem da análise contábil financeira e prefere-se uma análise mais ampla sobre a relação entre o aporte financeiro e o melhoramento dos índices econômico-financeiros nas empresas que possuem informações de, no mínimo, um ano após o investimento inicial. Por fim, realiza-se uma comparação das estratégias declaradas com as efetivadas nas empresas em estudo.

ESTRATÉGIAS

A GP Investimentos possui diretrizes estratégicas que norteiam suas decisões de escolha de empresas para aporte financeiro. Nesta seção pretende-se verificar a proximidade destas diretrizes estabelecidas nos prospectos da empresa com as práticas de investimentos realizadas nas empresas estudadas. Para isso, em cada uma das diretrizes, procuram-se exemplos que as comprovem.

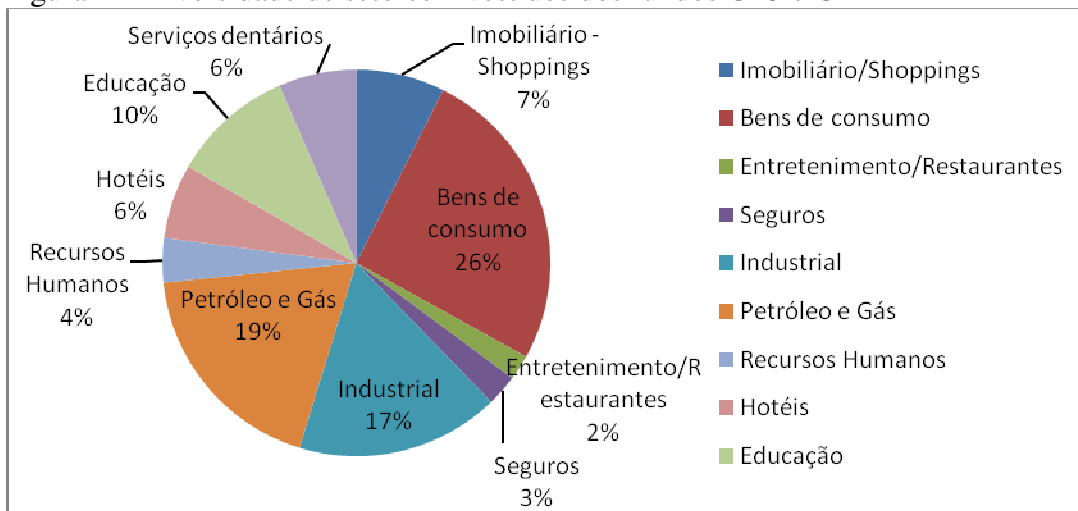
1) Busca de Negócios de Oportunidade

Conforme análises das empresas estudadas, percebe-se a busca da GP Investimentos por negócios de oportunidade por meio de aquisições, recapitalizações e financiamentos de crescimento de negócios estabelecidos, consolidação em setores fragmentados e reestruturação de empresas. Porém, não foram estudadas empresas em que a GP realizou a venda de subsidiárias fora do negócio principal de grandes empresas, ou aquisições de empresas familiares que necessitem de capital ou de uma equipe de gestão altamente especializada para crescer.

2) Investimentos em Setores Variados

A GP Investimentos realiza seus investimentos em empresas de diversos setores, conforme pode ser visto na figura 4, na qual é ilustrada a diversificação dos investimentos de *private equity*, em 31 de dezembro de 2007.

Figura 4 – Diversidade de setores investidos dos fundos GP3 e GP4



Fonte: GP Investments Annual Report, 2008

3) Uso Conservador de Alavancagem

Conforme mencionado anteriormente, a GP Investimentos realizou apenas cinco operações alavancadas, das quais três foram financiadas por empréstimos e duas envolveram captação de dívidas no âmbito de reestruturações. Outras 40 operações remanescentes foram realizadas exclusivamente com capital próprio.

4) Foco em Empresas Maduras e Modelos de Negócio Estabelecidos

A GP Investimentos investe em empresas de grande porte, com mais de US\$60 milhões de faturamento. Para a análise deste artigo, utiliza-se o valor de Receitas Líquidas, pois não houve acesso aos valores dos faturamentos brutos antes do aporte financeiro. Com isso, percebe-se que as cinco empresas estudadas possuem receitas líquidas bastante elevadas: Fogo de Chão com US\$ 96 milhões, BR Malls com R\$ 91 milhões, Tempo com R\$ 490 milhões, San Antonio com US\$ 824 milhões e Farmasa com R\$ 170 milhões; comprovando o foco em empresas maduras e estabelecidas.

5) Redução de Risco através de Processo de Investimento Disciplinado

Entre as maneiras utilizadas pela GP Investimentos para reduzir os riscos de investimentos, estão o foco em empresas com posição de liderança no mercado e a aquisição de posições de controle ou de controle compartilhado. Estes dois fatores podem ser percebidos nas análises das empresas estudadas, nas quais a GP adquire participação acionária após o aporte financeiro. As empresas investidas estão em posição privilegiada no mercado, e são possíveis líderes em seus setores.

Os outros fatores utilizados para redução dos riscos de investimentos não puderam ser comprovados pela falta de informações pertinentes à análise. São eles: realizam ampla diligência legal; investem a baixos múltiplos (preço/fluxo de caixa); adotam estruturas de capital com baixa alavancagem; e analisam possíveis alternativas de saída desde a fase de investimento.

6) Implementação de Filosofia de Gestão Própria nas Empresas Investidas

Uma característica da GP Investimentos é que ela reproduz nas empresas investidas a mesma filosofia de gestão utilizada no grupo GP, pois possuem participação acionária em todas elas e exigem os princípios de gestão em que acreditam.

Em uma breve análise das empresas estudadas pode ser percebido que em algumas delas é deixado claro as contratações, as demissões e os remanejamentos de pessoal para que a GP consiga auxiliar no processo de gestão e até colocar funcionários próprios dentro das empresas para que assumam os papéis de gestores.

Como exemplo, cita-se o caso da empresa San Antonio, na qual a GP investiu, e que contou com o apoio da GP Investimentos para a gestão da companhia.

“Uma equipe talentosa e motivada na administração da companhia, sob a orientação e contando com a experiência da GP Investimentos, poderá impulsionar o crescimento orgânico, implementar uma estratégia comercial agressiva, expandir as ofertas de produtos e buscar oportunidades de consolidação.” (RELATÓRIO ANUAL GP, 2007)

7) Busca de Retorno sobre o Capital Investido nos Desinvestimentos

Os investimentos dos dois fundos, GP3 e GP4, são ainda recentes, menos de três anos, e, dessa forma, os aportes estão em maturação, não tendo ainda ocorrido os desinvestimentos.

8) Postura Constantemente Disciplinada

Conforme visto anteriormente, a GP não realiza investimentos em empresas *start-ups*, nem na área de tecnologia, e nem em setores que possuam impactos sociais ou ambientais negativos. Estas ações podem ser comprovadas através do portfólio de investimentos, o qual não possui nenhuma empresa nesse setor. Em relação ao investirem apenas se possuírem o controle da empresa, pode ser verificado que em todos os casos estudados a GP adquire participação acionária na empresa investida.

Em relação aos outros itens, que seguem limites de diversificação, para que uma única empresa ou setor não represente, respectivamente, mais de 20% ou 35% dos ativos, e investem em empresas que não estão endividadas em mais de 50% dos ativos, o estudo não possui as informações necessárias para estas comprovações.

RELACIONAMENTOS

Utilizando os dados disponibilizados da empresa Fogo de Chão, foram encontradas as seguintes relações do aporte financeiro da GP Investimentos e a variação dos índices econômico-financeiros da empresa: As receitas líquidas aumentaram em 33,7%, assim como o EBITDA variou positivamente em 13,2% no período de 2006 e 2007. As dívidas da Fogo de Chão caíram em US\$ 12,5 milhões, sendo que atualmente a companhia tem menos de US\$ 1 milhão de dívidas. A margem da organização caiu em 2,3%.

Com os dados financeiro-econômicos apresentados da BR Malls, são evidenciadas as seguintes relações do aporte da GP Investimentos e a transformação financeiro-econômica da BR Malls: A dívida do grupo é de US\$ 269,2 milhões, ou US\$ 316,9 milhões a mais do que o período anterior, pode-se inferir que esse incremento é resultado de contratos de financiamento em instituições financeiras para aquisição de participação acionária na empresa. Porém, os demais dados são muito positivos: Sua receita cresceu 127,2%, chegando num total de US\$ 207 milhões em 2007. O EBITDA variou positivamente em 116%, com um aumento de US\$ 67,5 milhões. O lucro da organização aumentou 132% ou US\$ 97,7 milhões. E a sua margem operacional passou de 63% para 68% no período de 2006 e 2007.

Tabela 7 – Evolução dos índices após investimentos

Empresa / Indicador	Receita	EBITDA	Dívida	Margem	Lucro
Fogo de Chão	↑	↑	↓	↑	N/D
BR Malls	↑	↑	↑	↑	↑

Fonte: Adaptado de Relatório Anual GP, 2007

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo apresenta a análise somente da GP investimento devido ao caráter público de sua publicação de resultados de seus fundos. O relatório anual proporcionou vasta informação econômico-financeira e de diretrizes estratégicas. Não foi encontrado documento similar de acesso público em outras empresas de Investimento de Risco. Dentre os fundos da GP Investimentos (GPCP1, GPCP2, GPCP3, GPCP4 e GP Tecnologia), os mais recentes com investimentos em curso eram o GPCP3 e GPCP4. Nos fundos estudados, apenas 5 empresas (Fogo de Chão, BR Malls, San Antonio, Tempo Participações e Farmasa) apresentavam dados econômico-financeiros publicizados para no mínimo dois anos e que ainda estão em processo de investimento. As demais empresas dos fundos GPCP3 e GPCP4 não se enquadravam neste critério de seleção.

Outra limitação encontrada neste artigo é a utilização de dados secundários, obtidos através dos relatórios anuais de 2006 e 2007 e do prospecto da GP Investimento, para as análises realizadas. Da mesma forma, o relacionamento entre a aplicação dos recursos e as melhorias dos resultados das empresas investidas limitou-se a um ano de análise. Recomenda-se a captação de informações contábeis mais confiáveis para a análises mais complexas, em especial, relacionados à destinação dos recursos aportados dentro das empresas investidas, assim como o impacto destes investimentos na melhoria do desempenho organizacional.

Mesmo com as limitações averiguadas, o artigo cumpriu o seu objetivo, de apresentar as diferenças conceituais acerca *do venture capital / private equity*, a descrição da perspectiva histórica do desenvolvimento deste mecanismo de captação de recurso nos EUA e no Brasil. Além disso, verificou o alinhamento estratégico da GP com o percebido na sua prática de investimentos. Também foram apurados os impactos econômico-financeiros do aporte de capital nas empresas beneficiadas.

A primeira contribuição do artigo foi comprovar que o aporte financeiro realizado pela GP Investimentos foi benéfico para as empresas Fogo de Chão e BR Malls. Para as demais empresas, pela falta de informações, não podemos provar que houve progresso no desempenho.

Ademais, constatou-se que as diretrizes estratégicas são seguidas fielmente na seleção das empresas a serem investidas pelos fundos da GP. Essa afirmação foi averiguada por meio do confronto entre as estratégias publicadas pela GP e suas práticas no mercado. Percebe-se a

variedade de investimentos, desde o ramo farmacêutico até o de restaurantes, e sempre adquirindo participação societária significativa nas empresas investidas, para impor sua filosofia de gestão.

Mesmo se tratando de uma empresa de Capital de Risco, os Fundos GPCP3 e GPCP4 não se mostraram propensos a correr riscos com empresas *start-up*. Isso é provado tanto pela sua diretriz estratégica como pela sua prática de investimentos em empresas já consolidadas e estruturadas no mercado latino-americano. Da mesma forma que não investe em empresas de ramos de alta tecnologia como biotecnologia, informática e telecomunicações. Essa aversão é comprovada pela diversificação de sua carteira de investimentos que está baseada principalmente em aportes nos ramos de Shoppings, Industrial e de Petróleo. Com isso foge-se da finalidade de capital de risco mencionada como recurso para investimentos em empreendimentos inovadores e em fase inicial.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BRASIL VENTURE NEWS. Destaques em Venture Capital/Private Equity no Brasil. Ano IV, nº20, fevereiro/março de 2003. Disponível em: <<http://www.venturecapital.gov.br/vcn/pdf/BrasilVentureNews20.pdf>>. Acesso em: 15/07/2008.
- CGEE - Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. **Capital de Risco no Brasil: Marco legal e experiência internacional**. Relatório Final, abril de 2003. Disponível em <http://www.venturecapital.gov.br/vcn/pdf/estudo014_1.pdf>. Acesso em: 10/07/2008.
- CGEE - Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. **Capital de Risco e Desenvolvimento Tecnológico no Brasil: Experiência recente e perspectivas**. Relatório Final, maio de 2003. Disponível em <http://www.venturecapital.gov.br/vcn/pdf/estudo013_1.pdf>. Acesso em: 10/07/2008.
- COLLIS, J., HUSSEY, R. **Pesquisa em Administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- COOPER, D. R., SCHINDLER, P. S. **Métodos de Pesquisa em Administração**. 7. ed. Porto Alegre: Bookman. 2003.
- DURVAL, Soledade; PENNA, Estella; SÁ, Eduardo e GORGULHO, Luciane. **Fundos de Empresas Emergentes: Novas Perspectivas de Capitalização para as Pequenas e Médias Empresas**. Revista do BNDES, n 6, dez/1996.
- GORGULHO, Luciane F. **O capital de risco como alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológica: o caso do Contec/BNDES**. Rio de Janeiro: UFRJ, 1996 (Dissertação de Mestrado).
- GP INVESTIMENTOS. **Relatório Anual 2006**. Disponível em: <http://www.gp-investments.com/gp/index_pti.htm>. Acesso em: 08/07/2008.
- GP INVESTIMENTOS. **Relatório Anual 2007**. Disponível em: <http://www.gp-investments.com/gp/index_pti.htm>. Acesso em: 08/07/2008.
- GP INVESTIMENTOS. **Prospecto Definitivo de Oferta Pública de Distribuição Primária de Certificados de Depósito de Ações Representativos de Ações**. Fevereiro, 2008. Disponível em: <http://www.mzweb.com.br/gp/web/arquivos/Gp_ProspectoDefinitivoFinalversao2_20080225_port.pdf>. Acesso em: 08/07/2008.
- RIECHE, Fernando Ceschin; SANTOS, Leonardo Pereira R. **Investimentos em pequenas e médias empresas com elevado potencial de crescimento: critérios de seleção dos capitalistas de risco**. REVISTA DO BNDES, RIO DE JANEIRO, V. 13, N. 26, P. 89-114, DEZ. 2006
- TITERICZ, R. . **Caracterização dos fundos de investimento de capital de risco brasileiro**. Dissertação de mestrado UFSC. Florianópolis, 2003.