



Relação entre Investidores e Gestores de Fundos de Private Equity no Brasil

Andrea Maria Accioly Fonseca
Minardi

José Luiz Rossi Júnior

Ana Carolina Teresa Ramos
de Oliveira Santos

Relação entre Investidores e Gestores de Fundos de Private Equity no Brasil¹

Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi
José Luiz Rossi Júnior
Ana Carolina Teresa Ramos de Oliveira Santos

A relação entre investidores de fundos de *private equity*, também denominados cotistas ou *limited partners* (LP) e gestores, também denominados *general partners* (GP) é de longo prazo, superando muitas vezes 10 anos. Para criar valor para os investidores, os gestores precisam identificar e estruturar bons investimentos, monitorá-los e gerar boas saídas. A relação entre GP e LP traz várias situações de potenciais conflitos de interesse, pois os GPs têm muito mais informações sobre a carteira do que os LP. Por isso há a necessidade de mecanismos que alinhem os interesses de GP e LP e previnam comportamento oportunístico por parte do GP. A transparência nas decisões e desempenho dos fundos de Private Equity, assim como a governança que rege a função fiduciária dos GPs são outros aspectos importantes na relação.

O objetivo desse trabalho é retratar como a indústria de *private equity* têm tratado dos conflitos de interesse e quais são as tendências em contratos futuros. Para isso foram analisados as diretrizes da ILPA (*Institutional Limited Partners Association*) e do AIFM (*Alternative Investment Fund Managers*), um relatório de discussão sobre Private Equity do FSA (*Financial Services Authority*, o órgão regulador financeiro do Reino Unido), a instrução 391 da CVM, uma pesquisa realizada por Gompers e Lerner (2001 e 2006) sobre 140 contratos de parcerias norte americanas. As diretrizes da ILPA procuram definir melhores práticas em Private Equity, mas não tem poder regulatório. As diretrizes do AIFM é uma proposta de lei da União Européia para colocar fundos *hedge* e de *private equity* sob a supervisão do órgão regulador da União Européia. O FSA é o órgão regulador financeiro do Reino Unido. Além disso, analisamos 27 contratos de FIPs brasileiros caracterizados como fundos de Private Equity. Maiores detalhes sobre essa análise podem ser obtidas nos anexos.

O texto foi organizado em três seções: mecanismos de alinhamento, governança e transparência.

I. Mecanismos de Alinhamento

A relação entre investidores e gestores de fundos de Private Equity é de longo prazo. Mecanismos como *carry* (taxa de desempenho ou performance), comprometimento de parte do capital do fundo por parte dos gestores e vida limitada dos fundos alinham incentivos. O contrato de parceria contém cláusulas que previnem comportamentos oportunistas.

Os investidores institucionais normalmente compram participação em empresas de capital fechado através de fundos de PE. Os gestores de fundo de PE desenvolvem

¹ Esse relatório foi feito através de uma parceria entre o Insper e a ABVCAP e apresentado no Congresso ABVCAP 2012.

um relacionamento intenso com empresários e executivos, realizam *due diligences* criteriosas para selecionar bons investimentos em empresas privadas, monitoram intensivamente as empresas da carteira, desenvolvem e negociam possibilidades de saída dos investimentos como IPOs, vendas para investidores estratégicos ou para outros fundos de Private Equity. Essas atividades são essenciais para gerar bons retornos aos investimentos, mas consomem muito tempo e exigem habilidades que muitos investidores institucionais não têm.

As aplicações nos fundos de PE são de longo prazo, podendo chegar a 10 ou mais anos, com muito pouca liquidez. Os investidores (*limited partners ou LP*) possuem bem menos informações sobre os investimentos do que os gestores dos fundos (*general partners ou GP*) e têm poucas possibilidades para interferir na gestão do fundo. É importante, portanto, que essa parceria, denominada por *limited partnership*, seja regida por mecanismos que incentivem os *general partners* a se esforçar para atingir retornos altos e agir de acordo com o interesse dos *limited partners*.

A ILPA (*Institutional Limited Partner Association*) sugere que o alinhamento de interesses entre LPs e GPs é melhor alcançado quando a principal fonte de ganho dos *General Partners* é derivada das taxas de performance (*carried interest ou carry*) e dos retornos gerados pelos comprometimentos em *equity* que os GPs mantêm no fundo. É importante que os GPs só tenham acesso ao lucro após os LPs terem recebido seu capital corrigido pelas exigências de retorno preferencial.

Remuneração dos fundos de *Private Equity* e *Venture Capital*

A taxa de administração corresponde geralmente a 2% ao ano do capital comprometido ou patrimônio líquido e tem o propósito de pagar as despesas do fundo com salários, gastos com prospecção e monitoramento, auditorias e advogados. É paga ao longo da vida do fundo. A taxa de desempenho ou *carry* deve ser o grande ganho dos gestores, e só são pagas se houver sucesso. Corresponde em geral a 20% do lucro gerado acima do capital comprometido corrigido por uma taxa de retorno mínima.

São duas as principais remunerações dos gestores de fundos de Private Equity e Venture Capital: taxa de administração (*management fee*) e taxa de performance (*carried interest ou carry*).

A taxa de administração é paga durante a vida do fundo numa periodicidade geralmente semestral ou anual, e deve ser dimensionada para pagar os salários dos gestores do fundo, as despesas operacionais como gastos com prospecção e monitoramento, auditoria, advogados e outros serviços durante as fases de prospecção, investimento e monitoramento. A ILPA alerta que se o principal ganho dos GPs vier de taxas de administração muito altas, taxas de transação e de outras naturezas haverá redução do alinhamento de interesses. O desenho da taxa de administração deve levar em conta que o nível de despesas geralmente diminui ao final do período de investimento, período de levantamento de um novo fundo ou se o prazo do fundo for estendido.

A maior parte das taxas de administração nos contratos brasileiros é recolhida com base no patrimônio líquido, no capital comprometido ou no capital investido do fundo, e em alguns casos há alteração de base para pagamento da taxa fixa após o

período de investimento. Isso permite diminuir o montante da taxa de administração ao longo da vida do fundo, conforme sugerido pela ILPA.

A diretriz da AIFM (*Alternative Investment Fund Managers*) se aplica a todos os fundos de investimento alternativos europeus ou não europeus que tenham investimento na Europa ou que façam marketing na Europa para atrair LP europeus. A diretriz da AIFM estabelece que a remuneração fixa deva corresponder a uma proporção suficientemente alta para permitir a operação de uma política de remuneração variável flexível, incluindo a possibilidade de não haver pagamento de remuneração variável. Pelo menos 40% da remuneração variável deve ser diferida, sugerindo um período de pelo menos 3 a 5 anos. Pelo menos 50% da remuneração variável deve ser paga em ações do fundo de investimento alternativo ou ações de investimentos que constam na carteira e devem ser sujeitos a política de retenção. A remuneração variável só deve ser paga se o desempenho como um todo justificar esse desembolso.

No Brasil o artigo quinto da instrução 391 determina que cabe aos regulamentos específicos estabelecer critérios para a remuneração do administrador. Examinando 27 FIPs (Fundos de Investimentos em Participação estabelecidos de acordo com a instrução 391 da CVM) originados entre 31/12/2009 a 31/03/2010 observa-se que a taxa de administração do gestor em muitos casos está declarada como reserva dos fundos para pagamento de encargos e para garantir os cumprimentos dos compromissos dos fundos. Outras vezes está declarada diretamente como taxa de administração. Aproxima-se do valor mais usual encontrado em contratos internacionais, de 2%.

Em fundos internacionais, normalmente o administrador e o gestor do fundo são a mesma pessoa jurídica. A instrução 391 da CVM, entretanto permite que no Brasil o administrador e o gestor do fundo sejam pessoas jurídicas diferentes. Em mais da metade dos casos analisados, o gestor e o administrador não são a mesma pessoa jurídica. O administrador, de acordo com a lei recebe taxa de administração e tem a função de prestar os serviços de distribuição de cotas e de tesouraria, como abertura e movimentação de contas bancárias, recebimento dos recursos quando da emissão ou integralização das cotas e pagamento quando da amortização ou quando da liquidação do fundo. O gestor do fundo tem a função de gerir a carteira do fundo, tomando as decisões de investimento, de saída e realizando o monitoramento da carteira. Nos contratos em que o administrador e o gestor não são a mesma pessoa jurídica, são aplicáveis taxas em média de 0,05% para o administrador.

A diretriz da AIFM exige que seja apontado um depositário. O depositário pode tanto ser uma instituição de crédito apontada pela União Européia como uma firma de investimento cujo escritório seja registrado na União européia ou outra instituição sujeita a regulamentos prudenciais. O papel do depositário inclui assegurar que os fluxos de caixa sejam adequadamente monitorados, que todos os pagamentos feitos pelos ou em nome dos investidores sejam recebidos, verificados e registrados. Desempenham parte das obrigações da função do administrador descrita na instrução 391 da CVM.

A taxa de performance ou *carry* é o principal mecanismo de alinhamento entre LP e GP. Só será atingida se o fundo tiver bom resultado.

A ILPA recomenda que a taxa de performance seja paga apenas após o fundo ter devolvido todo o capital dos LPs corrigido por um *hurdle rate*. Alguns contratos, entretanto, prevêem que a taxa de performance seja paga após a saída de cada um dos investimentos, com base no desempenho desse investimento individualmente, antes da apuração do desempenho completo do fundo. Nesses casos, para garantir que após a liquidação total do fundo os GPs não recebam uma taxa de desempenho acima da parcela do lucro gerado com base no capital comprometido corrigido, existe o mecanismo de *clawback*. O mecanismo de *clawback* estabelece os GPs devolvam aos LPs taxas de desempenho recebidas em excesso. A ILPA recomenda que nesses casos sejam estabelecidas *escrow accounts* para depósito das taxas de desempenho e que o período de cobrança do *clawback* supere a vida do fundo.

Observa-se que em alguns FIPs brasileiros há a figura de assessor de investimento. O assessor de investimento tem a função principal de facilitar o acesso a diversos fundos de pensão, e pode ou não indicar empresas para potenciais investimentos, facilitando a prospecção. O assessor de investimentos recebe parte da taxa de desempenho, e assemelha-se à figura de investidor especial no mercado internacional, que recebe parte do *carry* e tem assentos no conselho consultivo de primeiros fundos de organizações novas. É um custo que as organizações que estão lançando primeiros fundos têm para entrar no mercado de *private equity*, pois, por não apresentarem *track record* por falta de histórico, enfrentam várias dificuldades para levantar o primeiro fundo.

A taxa de *performance* ou *carry* dos FIPs analisados está por volta de 20%, de maneira similar aos contratos de *limited partnership* internacionais. Dos fundos que têm assessor de investimento, metade deles paga parte da taxa de performance para esses assessores. Em média, a parcela do *carry* a ser distribuída é 12,5%, e em um dos contratos chegou a 50%.

Na maior parte dos casos a taxa de *performance* só é paga após a amortização do valor investido pelos LPs corrigidos. O principal indexador para a correção do capital investido para apuração de *carry* é o IPCA, encontrando-se também contratos que tem como base IGPM, INPC e CDI. O spread médio é 8,7%, chegando a um máximo de 11%. Em alguns poucos regulamentos são cobrados taxas de ingresso dos investidores. Também se observa num número pequeno de contratos cotas diferenciadas para tipos de investidores diferentes.

A FSA (*Financial Service Authority*) comenta que algumas taxas cobradas ao fundo por parte das organizações gestoras podem gerar conflitos de interesse. Por exemplo, na fase de captação, a organização de *private equity* pode utilizar o serviço de terceiros para discutir as perspectivas do fundo principalmente com investidores institucionais. O conflito de interesse surge quando a organização tenta imputar ao fundo os custos associados à contratação deste serviço. A ILPA recomenda que as taxas de agentes de colocação (*placement agents*) sejam totalmente pagas pelos GPs.

Outras taxas tradicionalmente cobradas das empresas da carteira pelos GPs e que podem ser alvo de conflitos são taxas de transação, monitoramento, *advisory* e saída. A boa prática indica que elas devem ser reportadas aos investidores e que a divisão seja alvo de negociação entre LP e GP. A ILPA recomenda que essas taxas sejam reconhecidas como benefícios do fundo. Taxas para recuperar despesas incorridas em

transações não concretizadas (*abort fees*) são normalmente imputadas aos fundos. A FSA recomenda que sejam alvo de negociação entre LP e GP, sugerindo *netting* com as taxas de transação.

Comprometimento em Equity realizado pelos GP

A ILPA recomenda que os GPs contribuam com uma parte do capital comprometido do fundo, e que essa contribuição seja em caixa ao invés de compensação de taxas de administração futuras. Em contratos internacionais é comum observar a exigência de que os GPs contribuam com 1% do capital a ser levantado.

A diretriz da AIFM exige que em fundos que excedam EU 250 milhões, os GPs provisionem um fundo próprio no valor de 2% do valor excedente aos EU250 milhões, estabelecendo um teto de EU 10 milhões. Esse fundo, que tem o intuito de cobrir riscos de passivos profissionais dos GPs, pode ser substituído por um seguro.

Vida limitada dos fundos

Os fundos têm em geral uma vida de 10 anos, e para continuarem operacionais as organizações de *Private Equity* são forçadas a levantarem novos fundos a cada 2 a 3 anos. Para conseguir levantar um novo fundo as organizações de *Private Equity* precisam mostrar bom desempenho nos fundos anteriores, passando uma mensagem ao mercado de que são competentes em selecionar e monitorar bons investimentos, assim como gerar boas saídas de investimentos, que criem valor para os LPs. Por isso, o fato do fundo ter uma vida limitada muitas vezes é entendido como um fator adicional que força o alinhamento entre GPs e LPs.

Assim como fundos internacionais, a vida dos 27 FIPs brasileiros observados em nossa amostra é longa. Tem uma duração média de 9 anos, sendo a vida mais curta 7 anos e a mais longa 15 anos. Em praticamente todos os contratos da amostra foi declarada a possibilidade de prorrogar o fundo, sendo o período médio de prorrogação 2 anos. Em alguns contratos encontrou-se até uma cláusula de prorrogação da prorrogação.

A ILPA recomenda que essa prorrogação não supere 1 ano, e que seja aprovada pela maioria dos LPs ou *Advisory Comitee*. Porém alguns gestores mostram-se favoráveis a uma prorrogação superior a um ano, para evitar saídas a valores muito baixos caso a liquidação de um fundo ocorra em momentos de crise de mercado.

Cláusulas Contratuais para Alinhar Interesses de GPs e LPs.

Encontram-se nos contratos cláusulas relacionadas à administração geral do fundo, cláusulas relativas às atividades dos gestores e cláusulas que restringem o tipo de investimento.

A taxa de desempenho, a contribuição dos GPs no capital do fundo e a vida limitada do fundo não eliminam totalmente a possibilidade de comportamentos oportunistas por parte dos *general partners*. A existência de uma grande assimetria

de informação entre gestores e investidores, as múltiplas funções desempenhadas pelos gestores, que selecionam os investimentos e os monitoram, e o fato de empresas de capital fechado serem menos transparentes e terem menos proteção ao direito de propriedade do que empresas abertas são fatores que potencializam possíveis desalinhamentos de interesse entre gestores e investidores.

Uma *limited partnership* é regida por um contrato com diversas cláusulas que mitigam o risco de ações oportunistas por parte dos gestores do fundo. Os contratos abrangem todas as fases do fundo, tentando tratar ao máximo todas as possibilidades de conflitos de interesse entre as partes.

Podem-se agrupar as cláusulas em três grandes grupos: cláusulas relacionadas à administração geral do fundo, cláusulas relativas às atividades dos gestores e cláusulas que restringem o tipo de investimento.

As cláusulas relacionadas à administração geral do fundo identificadas foram as seguintes:

- Limite ao montante investido em qualquer uma das empresas em particular: evita que os gestores tentem concentrar a alocação de recursos em certos investimentos. Como os gestores só receberão sua participação no lucro após os investidores receberem o valor do capital comprometido corrigido por uma taxa pré-determinada, caso contrário receberão zero, pode haver incentivo para o gestor correr mais risco, aumentando a exposição a determinados investimentos em detrimento de uma maior diversificação do portfólio. Para tratar este conflito, existem cláusulas que limitam a exposição do fundo a uma única empresa. Nos FIPs brasileiros de nossa amostra observou-se que mais da metade dos fundos contém restrição para investimentos numa única empresa. Em média, não é possível aplicar mais que 21,6% do capital comprometido numa única empresa. Alguns fundos apresentaram restrição a investimento num único setor, e em média a exposição a um único setor nesses casos não pode ser superior a 41,6% do capital comprometido.

- Limite a uso de dívidas: Novamente o fato da remuneração funcionar como uma opção (call option) gera o incentivo para o gestor aumentar o risco da carteira, dado que isso aumentará o valor da opção. Dívidas aumentam o risco da carteira, portanto cláusulas limitando a habilidade dos fundos em contrair dívidas ou restringindo a maturidade da dívida são acrescentadas ao contrato. No Brasil a CVM proíbe que FIPs brasileiros contraiam dívida. A diretriz da AIFM também demonstra preocupação com o endividamento na carteira dos fundos de *private equity*. Para isso estabelece que o montante de ativo líquido declarado no fundo no último ano que antecede a distribuição não pode ser menor que o total de capital subscrito da empresa acrescido das reservas que não podem ser distribuídas por lei, ou seja, que o patrimônio líquido não pode ser menor que zero. A AIFM também estabelece que a distribuição não pode exceder a quantia de lucros no final do último ano acrescida dos lucros postergados e soma das reservas disponíveis para essa finalidade.

- Restrição de co-investimento em fundos anteriores ou posteriores: geralmente não há uma proibição a co-investimento em contratos internacionais, mas há a exigência de aprovação pelo *advisory board*. O *advisory board* contém membros indicados pelos LPs, e tem como atribuições rever e aprovar transações que levantam conflitos de

interesse. Esse procedimento evita que sejam investidos recursos extras em investimentos que estão com desempenho ruim. A CVM, por outro lado, proíbe co-investimentos em outros fundos da mesma organização.

- **Restrição a reinvestimento dos fluxos de caixa gerados:** há uma exigência de que só seja feito reinvestimento dos fluxos de caixa gerados (por exemplo dividendos recebidos e recursos de vendas de investimentos) mediante aprovação do *advisory board*. Normalmente há proibição de reinvestimento após uma certa data. Em geral, como a base da taxa de administração a partir de alguns anos da existência do fundo passa a ser o capital investido ao invés do capital comprometido, ao reinvestir o lucro os gestores estarão aumentando ou impedindo que o volume de capital investido diminua, aumentando ou mantendo a taxa de administração recebida.

As cláusulas relativas às atividades dos gestores encontradas são:

- **Limite à habilidade dos gestores investirem fundos pessoais em empresas da carteira:** O investimento em algumas firmas pode levar o gestor a desviar sua atenção para uma ou poucas empresas da carteira em detrimento das outras e pode levá-lo a evitar a finalização do fundo se as firmas encontram-se em dificuldade. Desta maneira, limita-se o investimento nas firmas pertencentes ao portfólio do fundo através do estabelecimento de porcentagem do investimento total do fundo que pode ser feito pelo gestor em uma única empresa. A CVM restringe que fundos de investimento em participação invistam em empresas em que os administradores, gestores, membros de comitês e cotistas com mais de 5% do PL do fundo, individualmente ou em conjunto detenham uma porcentagem superior a 10% do capital social votante ou total.

- **Restringe a venda de interesses de gestores na parceria:** os gestores podem desejar vender sua participação a outros investidores reduzindo assim sua exposição, levando a uma diminuição no incentivo a monitorar investimentos. Em alguns contratos norte americanos analisados por Gompers e Lerner há cláusulas proibindo ou indicando que tais vendas devam ser aprovadas por uma maioria de investidores cotistas.

- **Limite a *fundraising*:** em alguns contratos norte-americanos analisados por Gompers e Lerner encontraram-se cláusulas que só permitem aos gestores levantarem um novo fundo após determinado percentual do fundo anterior ter sido investido. O levantamento de um novo fundo, além de significar um grande esforço que pode desviar a atenção dos gestores, implica que haverá uma perda relativa da participação da remuneração no pool total recebido. Há uma preocupação de que os gestores realizarão menos esforço, reduzindo sua atenção aos fundos já existentes.

- **Restrição a que os gestores tenham outras atividades** – Estabelece um tempo no qual o gestor deve se dedicar a gestão do fundo como forma de assegurar o correto monitoramento da carteira. Em mais de 1/3 dos 27 FIPs analisados houve restrição a que os GPs desenvolvessem outras atividades, exigindo uma alocação mínima de tempo. Também, mais da metade dos contratos brasileiros continha exigência por determinados GPS. A ILPA considera que a equipe é uma consideração crítica para a realização do comprometimento nos fundos por parte do LP, e por isso deve haver cláusulas de suspensão automática do período de investimento caso haja alteração significativa na equipe, e os LPs devem ser notificados sobre qualquer alteração de pessoal, especialmente sobre pessoas chave.

- **Adição de novos membros na equipe:** os gestores podem acrescentar novos membros na equipe com o intuito de diminuir suas responsabilidades. A adição de membros mais jovens ou menos experientes pode reduzir a qualidade da gestão. Cláusulas restringindo ou adotando um procedimento formal de aprovação de novos membros na equipe gestora pela maioria dos investidores foram encontradas nos contratos norte americanos examinados por Gompers e Lerner. Embora os investidores tenham grande preocupação com a qualidade da equipe que realiza a gestão do fundo não é tratada nos contratos a divisão de lucro entre os gestores e nem *vesting schedule*.

As cláusulas que restringem o tipo de investimento geralmente limitam o percentual alocado a determinadas classes de ativos. Essas cláusulas procuram minimizar a possibilidade de que os gestores do fundo dêem atenção excessiva a uma classe de ativo em detrimento de outras. Por exemplo, fundos focados em ações negociadas no mercado receberiam uma taxa de remuneração de 1,5% dos ativos, enquanto fundos de *private equity* receberiam 20% dos lucros e uma taxa de administração de 2,0%. Desta maneira, os investidores procuram limitar a habilidade dos gestores investirem em ações negociadas em bolsa. Outra preocupação seria a possibilidade dos gestores investirem em alguma classe de ativos somente com o intuito de desenvolverem uma expertise. Classes de ativos que geralmente constam das restrições são títulos públicos, títulos estrangeiros. A CVM restringe investimentos a ativos imobiliários, estrangeiros e a subscrições de ações emitidas pelos GPs. Também exige que as aplicações dos FIPs sejam feitas em ações ou ativos relacionados a ações.

A FSA (*Financial Service Authority*), órgão regulador inglês discute que conflitos são mais prováveis de acontecer nas seguintes áreas:

- Alocação de Investimentos: Na falta de uma política clara de investimento, conflitos podem surgir devido à alocação de oportunidades de investimento dentre fundos e a transferência de ativos entre diferentes fundos. A ILPA menciona que a estratégia de investimento declarada no contrato é uma dimensão importante que o LP se baseia para comprometer capital. A estratégia precisa então ser bem definida e consistente. A CVM dá liberdade para que o regulamento do fundo estabeleça critérios para a definição de companhias abertas que possam ser objeto de investimento pelo fundo, mas quando o investimento é feito em companhias fechadas, a cláusula 4 da instrução CVM nº 391 exige que sejam seguidas as seguintes práticas de governança corporativa: “proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação; estabelecimento de um mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração; disponibilização de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou outros títulos de valores mobiliários de emissão da companhia; adesão à câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários. No caso de abertura de seu capital, obrigar-se perante o fundo, a aderir o segmento especial da bolsa de valores ou entidade mantenedora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de prática de governança corporativa previstos nos incisos anteriores; auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.” Em alguns FIPs brasileiros da amostra analisada observou-se também a exigência de um faturamento mínimo e máximo para se investir nas empresas. Em 37% dos fundos brasileiros há exigência que se invista em média 95% da carteira no setor prioritário.

- Termos Preferenciais: Um elemento importante na captação de recursos é que os gestores do fundo devem alocar seu próprio capital nos fundos sob administração. Isto irá alinhar seus interesses com os interesses dos investidores. Mas, este alinhamento pode desaparecer devido à possibilidade da organização de *private equity* comprometer-se acima ou abaixo do desejável com algumas transações. Isto é denominado de *cherry picking*. A existência de instrumentos de co-investimento cria a possibilidade de *cherry-picking* dado que a firma de Private Equity pode colocar negócios potencialmente mais lucrativos neste instrumento com o intuito de aumentar o peso destas companhias no seu portfólio;

- Incentivos Financeiros – Quando as organizações de *private equity* recebem incentivos financeiros pela estruturação das transações não revertendo esta vantagem ao fundo ou não informando aos investidores; Isto acontece principalmente quando membros da firma de PE tornam-se membros do conselho de administração das companhias no portfólio;

Mencionamos a seguir algumas outras situações de potencial conflito de interesses:

- O tamanho do fundo também pode gerar conflitos de interesse. Usualmente o tamanho do fundo é determinado por condições de mercado tais como apetite dos investidores, estratégia de investimento, tamanho da transação desejada dentre outros motivos. Mas a organização de *private equity* pode ter o incentivo de aumentar o tamanho do fundo seja para manter sua posição no mercado ou para aumentar a receita proveniente de *management fees* (taxas de administração) que são calculadas como porcentagens do capital comprometido, fatores esses não ligados ao interesse dos investidores de direcionar seus recursos a investimentos com boas perspectivas de retorno. Usualmente, este problema é mitigado pelo comprometimento da organização de *private equity* de investir conjuntamente uma porcentagem do capital comprometido pelos investidores. Além disso, contratos estabelecem um tamanho máximo para o fundo e limitam a cobrança de taxas de valores arrecadados em excesso de um valor pré-estabelecido. Em mais da metade dos FIPs brasileiros analisados há uma definição do tamanho alvo e tamanho mínimo do fundo para iniciar as operações. Os fundos analisados têm em média um tamanho alvo de R\$484 milhões, sendo necessário em média levantar R\$234 milhões para iniciar a operação.

- Em vários fundos foi declarada a necessidade do investidor autorizar uma chamada inicial de capital durante a integralização do fundo para que os GPs tenham recursos para prospectar empresas e investir nas que julgue boas oportunidades. Esse valor situou-se entre 5% e 10% do capital comprometido, o que é menor do que a faixa de 10% a 20% para fundos internacionais.

- Na indústria de *private equity* algumas organizações podem ser caracterizadas como multi-estratégia, onde diversos tipos de fundos coexistem, como exemplo, *private equity* e fundos creditórios. Desta maneira é possível que em uma mesma empresa alvo mais de um tipo de fundo da mesma organização coexistam para financiá-la. Este fato pode gerar um desalinhamento de interesses, principalmente em momentos de dificuldades financeiras da firma-alvo, onde os interesses de mais de um fundo da organização estão em jogo. Ações mitigadoras são: uma maior transparência nas informações fornecidas para os investidores, a separação clara entre os interesses de cada fundo e a criação de

uma muralha da China para barrar o fluxo de informação entre as diferentes unidades de negócio.

- Outro possível conflito de interesse aparece quando uma empresa de um fundo encontra-se em problema, principalmente, de um fundo que está próximo da liquidação e os recursos para o financiamento desta firma são dados por outro fundo também operado pela mesma firma de *private equity*. Neste caso o importante para atenuar o conflito é avaliar de maneira correta o preço do *equity* que está sendo adquirido e assegurar que o novo fundo não está sendo usado meramente para melhorar a situação do fundo existente. O estabelecimento de regras nos contratos e a adoção de advisory boards também ajudam a reduzir a possibilidade de existência destes conflitos.

II. Governança nos Fundos de Private Equity

O monitoramento do desempenho da função fiduciária dos GPs em fundos internacionais é feito através do *Advisory Board*. Nos FIPs brasileiros esse monitoramento geralmente é feito pela própria Assembléia de Cotistas ou Comitê de Investimento. Em geral os contratos brasileiros permitem maior interferência dos cotistas na gestão do fundo, através da participação dos cotistas nos Comitês de Investimento.

Uma relação fiduciária é definida como uma relação de confiança e não egoísta com base no papel fiduciário de tomar conta dos assuntos de outra pessoa. A obrigação fiduciária está dentro do escopo da relação agente-principal, na qual aquele que controla e obtém o benefício residual da propriedade, o principal, delega o poder de gestão a uma outra pessoa, o agente. Essa obrigação auxilia ao principal atingir seus objetivos quando utiliza o agente como intermediário. A obrigação fiduciária assegura o interesse do principal, mas não do agente. No caso de uma *limited partnership* de *Private Equity*, os gestores (agente) têm a responsabilidade fiduciária em relação aos investidores (principal).

A regulamentação de responsabilidade limitada entende que uma empresa é uma entidade legal com seus próprios direitos e obrigações, que são distintos daqueles do acionista, e que por isso, os acionistas têm uma responsabilidade limitada à quantia que investiram na empresa. Como numa *limited partnership* a propriedade e a gestão das cotas do fundo geralmente são funções separadas, o investidor em *Private Equity* e *Venture Capital* exige responsabilidade limitada como uma pré-condição para sua aplicação. Entretanto, no Brasil, a regulamentação vigente e algumas decisões judiciais de instâncias inferiores trazem incertezas quanto a esta limitação de responsabilidade.

Os investidores de *private equity* precisam ser qualificados, e precisam ter um volume total de recursos suficientemente grande para que a parcela destinada a *private equity* seja pequena, e a falta de liquidez proveniente desse tipo de investimento não seja um problema. A instrução 391 da CVM exige que os investidores sejam qualificados, e que invistam no mínimo R\$100.000,00. Observam-se nos FIPs brasileiros analisados, entretanto, que em média os fundos exigem um valor mínimo de investimento bem mais alto, em geral mais de 8 vezes o valor exigido pela CVM. Nos Estados Unidos, o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* estabelece que os bancos não podem alocar mais que 3% de suas ações ordinárias tangíveis em investimentos combinados de *hedge funds* e *private equity*.

Os contratos internacionais prevêem penalidade caso os LPs não contribuam com o capital quando são chamados para aportar recursos para investimentos nas empresas da carteira. A CVM exige que os contratos contemplem multa para os LPs se esses ficarem inadimplentes nos compromissos assumidos. A multa média estabelecida nos contratos de nossa amostra é de 9,7% do valor devido.

Os fundos de participação no Brasil têm um período médio de investimento de 3,3 anos. Em vários contratos os investidores ficam desonerados de sua obrigação de investimento caso todos os investimentos não sejam feitos nesse período.

No mercado internacional de *private equity* normalmente os investidores não têm oportunidade de influenciar diretamente as atividades do fundo de PE, pois podem perder o caráter de responsabilidade limitada. Os gestores geralmente prestam contas para os LPs com uma determinada periodicidade, e para um *Advisory Board* que contém membros indicados pelos investidores. O *Advisory Board* tem o papel de promover transparência de informação entre os gestores e investidores, monitorar se a estratégia do fundo está sendo seguida e resolver conflitos de interesse. Suas atribuições consistem basicamente em rever e aprovar transações que levantam conflitos de interesse, tais como investimentos entre fundos da mesma organização e entre partes relacionadas, a metodologia utilizada para avaliação da carteira de empresas e outros assuntos operacionais ou aprovações definidos no contrato de parceria.

A ILPA recomenda que os GPs apresentem todos os conflitos para o *Advisory Board* e busquem aprovação a priori para qualquer conflito existente. Também recomenda que se a maior parte dos LPs desejarem, exista a possibilidade de remover os GPs ou terminar o fundo. Embora em geral existam cláusulas que permitem destituir os gestores em casos extremos, estas geralmente são julgadas em tribunais, em processos lentos e onerosos. Pode-se citar como cláusulas a possibilidade de destituir a organização gestora se houver morte ou saída de pessoa importante da equipe dos gestores, ou falência do fundo. Também existem cláusulas contratuais que permitem dissolver a parceria ou substituir os gestores caso 51% a 100% (a maior parte dos contratos prevê 2/3) dos investidores acreditem que há ações prejudiciais aos fundos. A instrução 391 da CVM prevê a destituição do gestor pela assembléia de cotistas, assim como a possibilidade do GP renunciar. Os investidores podem por lei alienar suas cotas, mas os investidores remanescentes têm direito de preferência na alienação na maior parte dos contratos.

A ILPA reconhece que os LPs precisam contar com auditores independentes para monitorar o desempenho dos GPs em suas responsabilidades fiduciárias. Os auditores independentes devem alertar o *Advisory Board* sobre qualquer conflito de interesse em relação ao desempenho dessas obrigações por parte dos GPs, e apresentar sua opinião em avaliações e outras questões relevantes apresentadas nos relatórios anuais. Ao considerar aspectos importantes sobre a governança do fundo e situações nas quais os interesses dos GPs possam não estar completamente alinhados aos LPs, o *Advisory Board* pode solicitar que seja formado um conselho independente à custa do fundo para opinar sobre o assunto.

No Brasil a CVM deixa aos regulamentos o tratamento de possíveis conflitos de interesse. Conforme o artigo quinto da instrução 391, dentre as possíveis áreas onde surgem conflitos de interesse cabe ao regulamento estabelecer a política de

investimento, as regras e critérios para a fixação dos prazos das aplicações, restituição do capital ou prorrogação do prazo do fundo, metodologia para avaliação dos ativos do fundo, remuneração do administrador, prazo de duração do fundo e prorrogações e discorrer sobre a existência, composição e funcionamento de conselho consultivo, comitê de investimentos, dentre outras obrigações. Sobre a política de investimentos, a instrução específica que, caso o gestor compartilhe com o comitê decisões inerentes à composição da carteira de investimento, os procedimentos para tais decisões devem estar especificadas no regulamento, ou seja, não há a obrigação da existência dos comitês de investimento, mas caso existam seu funcionamento deve estar bem determinado no regulamento. Assim, a instrução 391 da CVM exige que exista uma Assembléia de Cotistas, e prevê, dando liberdade aos fundos, estabelecer um Comitê de Investimento, com ou sem membros dos cotistas, Conselho Fiscal e Conselho Consultivo.

Alguns investidores brasileiros preferem a possibilidade de ter uma maior interferência nos fundos do que investidores em fundos internacionais. Por outro lado, a maior interferência pode tornar o processo decisório do fundo mais lento, o que levaria a uma perda de competitividade em relação a outros fundos em oportunidades de investimentos e de saídas.

Nota-se que em geral os contratos brasileiros permitem que os investidores tenham bastante interferência nos fundos de investimento. Dos fundos analisados, 77,8% possui Comitê de Investimento, sendo uma minoria que possui Conselho Consultivo e Conselho Fiscal. O Comitê de Investimento em geral tem bastante poder para interferir no fundo. Em 74% dos contratos pode deliberar sobre os investimentos a serem realizados pelo fundo, em 70% dos contratos pode deliberar sobre decisão de saída de investimentos e em 55,6% dos contratos delibera sobre outras decisões relevantes. Em mais que 1/3 dos contratos a Assembléia de Cotistas pode deliberar sobre os investimentos nas empresas após o período de investimento e em todos os contratos pode deliberar sobre a eleição dos membros do Comitê de Investimento.

Em média, o número de membros do Comitê de Investimento indicados pelo o cotista supera o número de membros que exercem a função de gestor ou administrador na nossa amostra. Em 20 dos 27 contratos há possibilidade para reunião extraordinária. Na maior parte dos casos, qualquer membro pode convocar a reunião extraordinária, salvo em alguns contratos que prevêem a necessidade de convocação por pelo menos 2 membros.

Em entrevista com um gestor que detém exposição tanto a investidores internacionais quanto investidores locais o que se percebe é que o nível de análise, questionamento e escrutínio das teses de investimento apresentados nos Comitês de investimento com presença de cotistas locais funcionam de forma muito parecida com os *Advisory boards* de fundos de investidores estrangeiros. O Comitê se reúne com antecedência para aprovar ou rejeitar um investimento. Os *Advisory boards* internacionais reúnem-se trimestral ou anualmente para discutir investimentos já realizados. Apesar da diferente periodicidade e do poder de interferência, o nível de questionamento do investidor local e do investidor estrangeiro sobre um determinado investimento é muito semelhante.

III. Transparência

Em geral há exigência de divulgação de informação com uma periodicidade anual ou menor sobre a composição da carteira do fundo, avaliação, demonstrações financeiras. Há também exigência de discriminar a remuneração dos gestores, e a ILPA mostra uma preocupação com uma maior transparência sobre os riscos gerenciais.

A ILPA recomenda que os GPs forneçam informações detalhadas financeiras, sobre risco da gestão, operações, carteira e transações que dizem respeito aos investimentos do fundo. Todas as taxas recebidas pelos GPs devem ser periodicamente e individualmente divulgadas e classificadas em cada um dos relatórios da auditoria com as chamadas de capital e avisos de distribuição. Os GPs devem fornecer estimativas de projeções trimestrais sobre chamadas de capital e distribuição. O relatório anual deve incluir informação sobre os riscos de concentração, cambial, alavancagem, de realização (alterações do cenário de saída), estratégicos (divergência na estratégia de investimento), reputacionais, ambientais, sociais, governança corporativa. Há sugestão de que sejam apresentados relatórios anuais e trimestrais de acordo com os padrões da ILPA.

A Diretriz da AIFM exige que um relatório anual seja entregue, num prazo de no máximo seis meses após o final do ano. O relatório deve ser distribuído a investidores e autoridades competentes. Deve conter informações relativas às empresas da carteira de acordo com as diretrizes de divulgação e transparência em Private Equity, detalhes sobre alterações nos investimentos, como ,por exemplo, mudança de estratégia de investimento, sobre valor do ativo líquido ou preço unitário da cota, desempenho histórico e remuneração, discriminada em variável e fixa, paga aos membros do staff e detalhes do *carried interest*.

A diretriz da AIFM também requer que quando um fundo de *private equity* comprar ações em empresas não listadas notifique as autoridades toda vez que a proporção de direito de voto alcançar, exceder ou cair abaixo de 10 por cento, 20 por cento, 30 por cento, 50 por cento e 75 por cento. O fundo também deve requisitar que o conselho de administração informe aos empregados, sem atraso, sobre a aquisição do controle. Deve divulgar à empresa e seus acionistas suas intenções sobre o futuro da empresa e o provável impacto sobre os empregados.

No Brasil, a CVM regula e supervisiona os fundos de *private equity* no país provendo a estrutura legal para o funcionamento dos fundos. Os fundos domiciliados no Brasil e regulados como FIPs são obrigados a submeter a CVM toda a documentação necessária incluindo os balanços financeiros e composição do portfólio. A instrução 391 disciplina o funcionamento dos FIPs.

A instrução é bem focada no estabelecimento de maior transparência por parte dos gestores. Além das demonstrações contábeis auditadas estes devem fornecer aos cotistas que, isolada ou conjuntamente, sejam detentores de pelo menos 10% das cotas, estudos, análises que fundamentam as decisões, além de determinar a atualização periódica das informações.

Devem ser comunicados à CVM qualquer alteração de regulamento, substituição do administrador, fusão, incorporação, cisão, liquidação e distribuição de novas cotas. O administrador do fundo deverá divulgar a todos os cotistas e à CVM qualquer ato ou fato relevante ao fundo.

Trimestralmente o fundo deve informar o valor do patrimônio líquido e número de cotas emitidas. Semestralmente devem ser informadas a composição da carteira, demonstrações contábeis e encargos debitados do fundo. Anualmente devem ser divulgadas as demonstrações contábeis do exercício, com parecer de auditor independente, valor patrimonial da cota na data de fechamento e encargos debitados do fundo.

As principais fontes utilizadas foram: Gompers, P. e Lerner, J. (2001) “A Note on Private Equity Partnership Agreements”. Harvard Business School – 294-084; Gompers, P. e Lerner, J. (2006) *The Venture Capital Cycle*, 2ª. Edição. MIT Press, Cambridge, MA; Passinen, T. (2010) “Partnership Governance in Finnish and English Private Equity Funds – Partners’ Decision-making Rights and Liabilities”. Lambert Academic Publishing AG & Co. KG. Saarbrücken, Alemanha, CVM (2003) “Texto Integral da Instrução CVM 391; ILPA (2011) “Private Equity Principles”; AIFM (2010) “Directive and Private Equity”; FSA (2006) “Discussion Paper”; Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (2010).

Anexo I – Estatística Descritiva de Cláusulas Gerais Existentes em FIPs brasileiros

Cláusulas	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	respostas positivas	respostas negativas	sem informação
Administrador e o Gestor são a mesma PJ? (s/n)						11	16	0
Existe assessor de investimento (s/n)						8	13	6
montante alvo do fundo (em R\$ mil)	484.763	300.000	6.200	1.500.000	419.272			10
montante mínimo para começar a operar (em R\$ mil)	234.968	150.000	100	1.000.000	253.787			4
duração (anos)	9	9	7	15	1,7			0
período de prorrogação (anos)	1,8	2	1	5	1			1
período de prorrogação da prorrogação (anos)	1,2	1	0	5	1,2			9
integralização inicial (%)	5,7%	5,0%	3,0%	10,0%	2,1%			16
integralização remanescente sob demanda (s/n)						9	15	3
valor de quota mínima para LP	R\$ 824	R\$ 1.000	R\$ 100	R\$ 5.000	R\$ 1.065	-	-	7
GP pode renunciar (s/n)						27	0	0
Assembleia pode destituir gestor perante algumas hipóteses previstas por justa causa (s/n)						27	0	0
LP pode alienar quotas (s/n)						27	0	0
LP remanescente tem direito de preferencia na alienação de quotas (s/n)						17	10	0
Existe multa para LP se ficar inadimplente (CVM)						27	0	0
Valor da Multa para LP se ficar inadimplente (%)	9,7%	10,0%	0,5%	20,0%	7,7%			9
período de investimento (anos)	3,30	4,00	0,50	6,00	1,46			2
LP fica desobrigado de novos desembolsos (1/0)						12	8	7

As cláusulas em negrito estão previstas na CVM 391

Anexo II – Estatísticas Descritivas sobre cláusulas de remuneração de gestores e administradores

cláusulas relativas à remuneração do GP	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	respostas positivas	respostas negativas	sem informação
taxa de administração do gestor	1,70%	1,75%	0,80%	2,50%	0,41%			5
taxa de administração do administrador	0,06%	0,05%	0,00%	0,12%	0,05%		1	18
base da taxa de administração = capital comprometido						12	15	0
base da taxa de administração = patrimônio líquido						13	14	0
base da taxa de administração = outro						2	25	0
existe alteração da taxa de administração após período de investimento						9	17	1
taxa de performance	18,5%	20,0%	0,0%	20,0%	4,4%			5
percentual taxa de performance assessor investim.	12,5%	0,0%	0,0%	50,0%	21,7%			23
taxa de performance paga após amortização do fundo ou capital investido corrigido ter sido pago aos investidores						16	5	6
indexador de correção capital investido = IPCA						11	10	6
indexador de correção capital investido = IGPM						5	16	6
indexador de correção capital investido = INPC						3	18	6
indexador de correção capital investido = CDI						2	19	6
spread em relação ao indexador para correção de capital investido	8,7%	9,0%	6,0%	11,0%	1,4%			10
taxa de ingresso (s/n)						6	21	0
tipos diferentes de quotas? (s/n)						4	23	0

Anexo III – Cláusulas contratuais que regulam a gestão do fundo, atividades dos GP e tipo de ativos em que se pode aplicar

Classes de cláusulas contratuais	Limited Partnership EUA Gompers e Lerner			exigência CVM391	FIPs Brasileiros		
	78-82	83-87	88-92		resposta positiva	resposta negativa	sem informação
Referentes à gestão do fundo							
Restringe tamanho de investimento por empresa	33,3%	47,1%	77,8%	não	51,9%	48,1%	-
Restringe investimento a um setor específico				não	18,5%	77,8%	3,7%
Restringe o uso de dívida na parceria	66,7%	72,1%	95,6%	sim	100,0%	-	-
Restringe co-investimentos a fundos anteriores e posteriores da mesma organização	40,7%	29,4%	62,2%	sim	100,0%	-	-
Restringe reinvestimento de ganhos de capital da parceria	3,7%	17,6%	35,6%	não	-	-	100,0%
Exige nível mínimo de GC nas empresas da carteira				sim	100,0%	-	-
Exige faturamento mínimo e máximo para empresas				não	7,4%	85,2%	7,4%
Referentes à atividades dos General Partners							
Restrição a co-investimentos de GP	81,5%	66,2%	77,8%	sim	100,0%	-	-
Restrição a venda de interesse na parceria por GP	74,1%	54,4%	51,1%	não			
Restrição à atividade de fundraising por GP	51,9%	42,6%	84,4%	não			
Restrição a outras atividades desenvolvidas por GP	22,2%	16,2%	13,3%	não	37,0%	59,3%	3,7%
Restrição a adicionar outros GP	29,6%	35,3%	26,7%	não	51,9%	48,1%	-
Restrição a tipos de investimentos da carteira							
Restrição a investimentos em outros fundos de VC	3,7%	22,1%	62,2%	não	-	-	100,0%
Restrição a investimentos em títulos públicos	22,2%	17,6%	66,7%	não	-	-	100,0%
Restrição a investimentos em LBO	0,0%	8,8%	60,0%	não	-	-	100,0%
Restrição a investimentos em títulos estrangeiros	0,0%	7,4%	44,4%	sim	100,0%	-	-
Restrição a investimentos em outras classes de ativos	11,1%	16,2%	31,1%	não	88,9%	11,1%	-
Restrição a investimento em bens imóveis				sim	100,0%		
Restrição a aplicar recursos em subscrição ou ações emitidas pelos GP				sim	100,0%		
Exigência de investimento mínimo no setor prioritário				não	37,0%	0	63,0%
Exigência de investimento em ações ou títulos relacionados a ações				sim	100,0%	-	-

Anexo IV – Estatísticas Descritivas das Cláusulas relativas à Governança Corporativa do FIP

Cláusulas relativas à Governança Corporativa do Fundo	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	respostas positivas	respostas negativas	sem informação
Existe comitê de investimento? (s/n)						21	5	1
Existe conselho consultivo? (s/n)						3	24	0
Existe conselho fiscal? (s/n)						3	24	0
Assembleia pode deliberar sobre investimentos nas companhias investidas após término do período de investimento? (s/n)						8	19	0
Assembleia pode deliberar pela eleição dos membros do comitê de investimento? (s/n)						27	0	0
Comitê de investimento								
número de membros total máximo	6,1	5,5	2,0	11,0	2,4			9
membros indicados pelo quotista	3,9	3,0	0,0	10,0	3,0			6
membros indicados pelo GP	1,5	2,0	0,0	5,0	1,5			7
membros indicados pelo assessor financeiro	0,2	0,0	0,0	3,0	0,7			8
membros indicados pelo administrador	0,9	0,5	0,0	5,0	1,3			6
período de mandato (ano)	2,8	2,0	1,0	15,0	3,5			7
periodicidade de encontro do comitê (em número de meses)	4,7	3,0	3,0	12,0	3,1			19
Existem reuniões extraordinárias? (s/n)						20	0	7
Delibera sobre investimentos a serem realizados pelo fundo em cias alvo? (s/n)						20	1	6
Delibera sobre prazo para aplicação dos recursos a partir de cada integralização? (s/n)						10	11	6
Delibera sobre restituição do capital ou prorrogação do prazo se não houver investimento? (s/n)						8	13	6
Delibera sobre desinvestimentos a serem realizados pelo fundo? (s/n)						19	2	6
Delibera demais decisões relevantes? (s/n)						15	6	6
Há necessidade de aprovação pelo Comitê de Investimento de contratação de consultores (s/n)						8	14	5
periodicidade de documentação que o GP precisa remeter								
extratos, percentual de participação e PL e composição da carteira aos quotistas								
periodicidade trimestral						19		
periodicidade mensal						7		
composição da carteira, demonstrações contábeis, encargos debitados do fundo, custodeadoras à CVM - periodicidade semestral						27		
informações contábeis auditadas, valor patrimonial da quota, encargos debitados e comprovante para declaração de IR - periodicidade anual						27		