Insper

Ciências Econômicas

Felipe Domingues Gracias

SINALIZAÇÃO E APRENDIZAGEM EM PARCERIAS DE PRIVATE EQUITY NO BRASIL

São Paulo

2017

Felipe Domingues Gracias

SINALIZAÇÃO E APRENDIZAGEM EM PARCERIAS DE PRIVATE EQUITY NO BRASIL

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para a obtenção do Grau de Bacharel do Insper.

Orientadora: Profª Drª. Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi

GRACIAS, Felipe Domingues

Sinalização e Aprendizagem em Parcerias de Private Equity no Brasil/ Felipe Domingues Gracias. – São Paulo: Insper, 2017.

Monografia: Faculdade de Economia e Administração. Insper.

Orientadora: Prof. Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi

1. Fundo 2. Private Equity 3. Taxa de Administração 4. Remuneração 5. Taxa de Performance

Dedicatória

Para Carlos Gracias, pela força e liderança; Lucilene Gracias, pelo amor ao conhecimento; Benedito Domingues, pelo suor e batalha; e Célia Domingues, pelo coração inigualável.

Agradecimentos

Agradeço primeiramente meu pai Anderson, por todo o suporte ao longo não somente da trajetória trilhada no Insper, mas sim ao longo de toda a vida, nunca medindo esforços para me preparar para o mundo e seus desafios.

À minha mãe Erica que, mesmo distante, faz sentir seu abraço materno em todos os momentos e me ensinou o poder do altruísmo inabalável. Sem você nada seria possível para qualquer pessoa dessa família.

Ao meu irmão Mateus, meu grande parceiro, que nada entenderá desse trabalho, mas que, com certeza, fará um esforço e lerá as três primeiras páginas.

À minha namorada, confidente, psicóloga e cúmplice Marina, que me escolheu para amar e me faz uma pessoa melhor, além de ter revisado esse trabalho. Amo dividir a vida com você.

A todos os membros das famílias Gracias e Domingues sem qualquer exceção. Que sorte a minha ter pessoas tão incríveis como parentes, sendo que aqui vale um agradecimento especial à minha avó Lucilene, por despertar em mim o gosto pela leitura, conhecimento e cultura.

Por último, mas não menos importante, agradeço à minha orientadora Andrea Minardi, não somente com relação à construção desse trabalho, mas também pelos conhecimentos adquiridos na ótima matéria de Private Equity ministrada em meu último semestre no Insper.

Essa conquista é de todos nós.

Resumo

GRACIAS, Felipe Domingues. Sinalização e Aprendizagem em Parcerias de Private Equity no Brasil. São Paulo, 2017. Ciências Econômicas. Insper.

Esse trabalho de conclusão do curso de Ciências Econômicas tem como objetivo a análise das relações entre GP's (*General Partners*) e LP's (*Limited Partners*) em parcerias de Private Equity no Brasil sob a ótica dos modelos de Aprendizagem e Sinalização como arcabouços teóricos para explicar o comportamento dos regimes de remuneração (taxas de administração e performance) adotados entre as gestoras de fundos e os investidores que neles aportam capital.

Os resultados encontrados permitem estipular que o comportamento dos regimes de remuneração, em média na metade dos casos, não pode ser explicado através dos modelos de Aprendizagem ou Sinalização, mas sim, conjectura-se, através de dinâmicas específicas do mercado de Private Equity brasileiro.

Na outra metade dos casos, parece haver aderência de algum dos dois modelos para explicar o comportamento das taxas de administração e performance associadas aos fundos de determinada gestora (GP).

Palavras-chave: Fundo, Private Equity, Taxa de Administração, Remuneração, Taxa de Performance.

Abstract

GRACIAS, Felipe Domingues. Signaling and Learning in Private Equity Partnerships in Brazil. São Paulo, 2017. Economic Sciences. Insper.

This course conclusion paper in Economic Sciences has the goal of analyzing the relations between GP's (General Partners) and LP's (Limited Partners) in Brazilian Private Equity partnerships under the optic of the Learning and Signaling Models as theoretical frameworks to explain the behavior of the remuneration policies (administration and performance fees) adopted between the fund managers and the investors who therein contributed capital.

The following results allow to stipulate that the behavior of remuneration policies, on average in half the circumstances, cannot be explained through the Learning and Signaling models, but, it is possible to conjecture, through specific dynamics in the Brazilian Private Equity market.

On the other half of the occurrences, there appears to be adherence of one of the two models to explain the behavior of the administration and performance fees associated to the funds of a GP.

Key-words: Fund, Private Equity, Administration Fee, Remuneration, Performance Fee.

Sumário

1. **Introdução**.....9

2. **Revisão de Literatura**.....13

3. **Metodologia**.....16

4. **Resultados**.....19

5. **Conclusão**.....20

6. **Bibliografia**.....22

7. **Anexos**.....23

1. Introdução

Ao contrário das negociações corriqueiras de ações de empresas com capital listado em bolsa, ou seja, empresas de capital aberto, negociar a compra de participação em empresas privadas – de capital fechado – é um procedimento muito mais burocrático do que uma típica compra ou venda de ações na bolsa de valores e, assim, o elemento fundamental que diferencia os dois tipos de ativos (capital aberto e fechado) é a liquidez.

Os ativos (empresas) que não possuem capital listado são extremamente ilíquidos; não é possível negociá-los com a mesma velocidade de uma transação de ações de empresas públicas (no sentido norte-americano da palavra, de possuir capital aberto e não com relação a ser propriedade estatal).

No caso do interesse pela compra de participação em uma empresa privada, deve-se negociar com o dono (ou donos), considerando que a valoração da empresa não é observável como em empresas listadas, nas quais o valor de suas ações é de conhecimento público e o cálculo do valor total é simples, dado o conhecimento do montante de ações no mercado. É comum que o processo demore pela dificuldade no consenso com relação ao *valuation*, que é meramente o primeiro passo. Na sequência, é necessário a estruturação do *deal*, nesse ponto pode haver um processo de *due dilligence*, seja ela contábil, trabalhista, jurídica ou todas concomitantemente. Passada a diligência, ainda existem os entraves negociais e legais com relação à alteração no contrato social do ativo em questão em consequência da negociação.

Um processo de venda tende a passar pelos mesmos entraves burocráticos e negociais, sem contar o tempo desprendido com a necessidade de encontrar um comprador interessado quando, por exemplo, a venda não foi fruto de uma abordagem.

As empresas gestoras de fundos de Private Equity atuam exatamente nesse tipo de dinâmica, em conjunto com investidores interessados em investimentos de maior prazo (em comparação, por exemplo, ao mercado de ações), risco e, consequentemente, retorno.

Nos Estados Unidos, essas parcerias tendem a adotar o modelo *Limited Partnership*, no qual a gestora do fundo é o GP (*General Partner*), responsável pela

captação do recurso para abertura do fundo, escolha e gestão dos ativos e determinação das estratégias de investimento e desinvestimento (montante, prazo, etc.).

Os investidores que aportam capital no fundo são conhecidos como LP's (*Limited Partners*), devido à sua responsabilidade limitada perante às decisões do GP. *Grosso modo*, os LP's aportam capital no fundo constituído pelo GP, confiando na sua capacidade de gestão para criação de valor operacional nos ativos investidos.

A legislação brasileira não prevê o modelo *Limited Partnership*. O modelo análogo ao norte-americano para parcerias de Private Equity no Brasil se dá através da constituição de um Fundo de Investimento em Participações (FIP) regulado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Dado a semelhança entre os modelos, é possível denominar a gestora de um FIP de GP e seus investidores de LP's para fins de análise e entendimento.

No geral, as parcerias de Private Equity têm modelos de remuneração que seguem a seguinte lógica: os LP's pagam uma taxa de administração (*management fee*) para a gestora, de maneira a garantir as despesas fixas com escritório, funcionários, análises de ativos passíveis de investimento, etc. Essa taxa, por costume de mercado, fica em torno de 2% ao ano em relação ao capital total sob gestão em determinado fundo. Ademais, quando há o desinvestimento, a distribuição dos lucros em excesso ao capital inicialmente investido, também por costume de mercado, tende a obedecer a proporção de 80% para os cotistas investidores (LP's) e 20% para o GP como taxa de performance (*carried interest* ou *carry*). É costumeiro, no entanto, que a taxa de performance somente seja paga quando o desinvestimento permite retornos acima de uma taxa previamente estabelecida como mínima (*hurdle rate*). No Brasil, tipicamente essa taxa costuma ser algo em torno de 8% ao ano do capital inicialmente investido acrescida de um indicador macroeconômico (o IPCA, por exemplo, tende a ser utilizado).

A captação dos recursos dos LP's por parte da gestora para a formação de determinado fundo passa necessariamente por um elemento intangível de confiança. Seja ele a confiança do LP na tese de investimento apresentada pelo GP, seja ele a confiança do LP na capacidade de gestão do GP, seja ele ambas as anteriores. De qualquer forma, os padrões de remuneração (taxas de administração, performance e

hurdle) adotados na abertura de um fundo, e a maneira como o elemento intangível da confiança interfere na definição dessas taxas, podem ser estudados segundo a ótica dos modelos de Aprendizagem e Sinalização (Gompers e Lerner, 1999).

Com isso, não é difícil inferir a dificuldade existente na abertura de um primeiro fundo (*first time fund*) por parte de determinada gestora. Como não há *track record* (histórico de performance) do GP, o modelo de remuneração deverá ser ajustado para compensar o elemento intangível de confiança dos LP's para com a gestora.

O modelo de Aprendizagem parte do pressuposto de que há simetria de informação entre GP e LP's no momento do *first time fund*, sendo que ambas as partes desconhecem a verdadeira habilidade do GP. Somente em um segundo fundo os LP's terão a capacidade de atestar as habilidades do GP através da análise dos resultados do fundo anterior. Assim, o modelo dita que haverá aprendizagem quando as taxas de performance da gestora apresentarem crescimento ao longo do tempo. O racional é de que o GP aprende as habilidades necessárias para o sucesso de seus fundos e os resultados cada vez melhores passam a refletir taxas de performance mais elevadas, uma vez que o GP agora pode atestar suas habilidades e o LP passa a ter o elemento de confiança nas habilidades da gestora com a consolidação do *track record*. Os movimentos na taxa de administração são ambíguos, podendo crescer, decrescer ou manter-se constantes com o tempo.

Por sua vez, o modelo de Sinalização pressupõe informação assimétrica, na medida em que o GP conheceria suas habilidades de gestão de fundo com profundidade superior aos LP's e, dessa forma, os GP's mais habilidosos e/ou experientes irão instituir taxas de performance mais elevadas em um *first time fund* para sinalizar ao mercado sua capacidade e confiança em gerar retorno. Em um segundo momento com a captação de um novo fundo, o modelo prevê estagnação ou diminuição da taxa de performance independentemente ao resultado do fundo anterior para todos os GP's, no entanto, aqueles GP's que obtiveram bons retornos terão o poder negocial de cobrar taxas de administração mais elevadas em comparação tanto ao seu primeiro fundo, quanto aos demais GP's que não demonstraram qualidade, uma vez que os LP's os reconhecerão como melhores gestores para seus investimentos (Gompers e Lerner, 1999).

Esse trabalho tem como objetivo, portanto, analisar a base de dados construída pela Spectra Investments (GP brasileiro) em parceria com o Insper contendo 169 FIP's brasileiros, acompanhando ao longo do tempo suas taxas de administração e performance, permitindo averiguar se houve Aprendizagem ou Sinalização, dado as hipóteses de que: em Aprendizagem, a taxa de performance sofre elevação ao longo do tempo nos fundos de determinado GP e a taxa de administração nos mesmos fundos tem movimento ambíguo ao longo do tempo; em Sinalização, a taxa de performance mantêm-se estagnada ou cai ao longo do tempo nos fundos de determinado GP e a taxa de administração sofre elevação ao longo do tempo nos mesmos fundos.

2. Revisão de Literatura

Gompers e Lerner (1999) definem o modelo de Aprendizagem em parcerias de Private Equity estudado nesse trabalho de conclusão de curso partindo da análise do nível de informação entre as partes envolvidas, GP e LP's.

No modelo, ambas as partes possuem a mesma informação com relação às habilidades da gestora do fundo no momento do *first time fund*, ou seja, a informação é simétrica e, no caso, seria a compreensão mútua de que não se sabe a habilidade de gestão do GP, dado que, por exemplo, os funcionários da gestora podem ser advindos de áreas distintas como Academia, mercado financeiro e indústria, para nomear algumas possibilidades. Nesse exemplo, tanto GP quanto LP's não sabem se, na prática, as habilidades dos funcionários da gestora, quando combinadas, permitirão uma gestão na qual o fundo seja bem-sucedido em seus ganhos no momento do desinvestimento.

Os ganhos do fundo, por sua vez, serão definidos em função da habilidade do GP em selecionar, monitorar investimentos, além do esforço de sua equipe. Embora os investidores não consigam observar diretamente o esforço do GP, essa medida é uma função do resultado do fundo. Esse fato permite que LP's de fundos subsequentes tenham melhor informação sobre as habilidades do GP através dos resultados dos fundos anteriores (Mehta, 2004).

A consequência empírica do racional do modelo de Aprendizagem pode ser observada com o acompanhamento ao longo do tempo das taxas de administração e performance atrelados aos fundos de determinada gestora. Dada a tendência de aprendizagem por parte dos funcionários do GP (aumento de habilidade), o modelo prevê que a taxa de performance exigida pela gestora deverá aumentar ao longo do tempo. Em um *first time fund*, o GP não cobra um *carry* alto, pois não há informação suficiente dos LP's e da própria gestora quanto às suas habilidades para justificar uma taxa atrelada a sucesso (como é a taxa de performance) com valor alto; em outras palavras, o GP precisa se provar para o mercado antes de poder cobrar taxas variáveis mais elevadas.

Com relação à taxa de administração, o modelo não prevê uma movimentação necessariamente ascendente ou decrescente ao longo do tempo. Essa taxa fixa é

ambígua (Mehta, 2004) pois, nela, não se manifestam componentes de confiança atrelados ao sucesso do fundo e habilidades do GP; em outras palavras, a taxa de administração não tem correlação com as habilidades dos funcionários da gestora e seus esforços em atingir ganhos no momento de desinvestimento, uma vez que sua natureza fixa e não atrelada a sucesso não gera esse tipo de alinhamento de interesses e incentivos.

O modelo de Sinalização conforme Gompers e Lerner (1999) é, por sua vez, também definido a partir da análise do nível de informação entre as partes envolvidas em uma parceria de Private Equity.

Nele, pressupõe-se assimetria de informação entre GP e LP's, na medida em que o GP possuiria o real conhecimento acerca de suas habilidades na gestão de um fundo, enquanto os LP's não possuiriam essa informação em um *first time fund* (Gompers e Lerner, 1999). Nesse caso, os GP's com maior habilidade tentarão sinalizar, para que possam se diferenciar, suas habilidades através da aceitação de remuneração variável (*carry*) maior, em detrimento de remuneração fixa (taxa de administração) mais estável. No entanto, o modelo prevê que os GP's de baixa habilidade também tentarão sinalizar que suas habilidades na gestão de um fundo são altas, aceitando os mesmos termos de negociação (*carry* alto em detrimento de taxa de administração).

Segundo o modelo, a tendência é que as taxas de performance (*carry*) mantenham-se constantes ou diminuam com o tempo independentemente do resultado do primeiro fundo de uma gestora. A diferenciação entre os GP's de alta habilidade e de baixa habilidade será notada na taxa de administração dos fundos posteriores. Os GP's cujo primeiro fundo gerou bons resultados, sinalizando de fato alta habilidade, terão poder de barganha para exigir taxas de administração maiores no fundo posterior, algo que os GP's de menor sucesso não serão capazes de negociar (Gompers e Lerner, 1999).

Acompanhando ao longo do tempo as taxas de administração e performance dos fundos de uma determinada gestora também é o mecanismo através do qual poder-se-ia perceber as consequências empíricas do racional por trás do modelo de Sinalização. A taxa de administração deve apresentar crescimento ao longo do tempo

e a taxa de performance não deve se alterar, ou ainda deve diminuir ao longo do tempo nos fundos de uma determinada gestora.

3. Metodologia

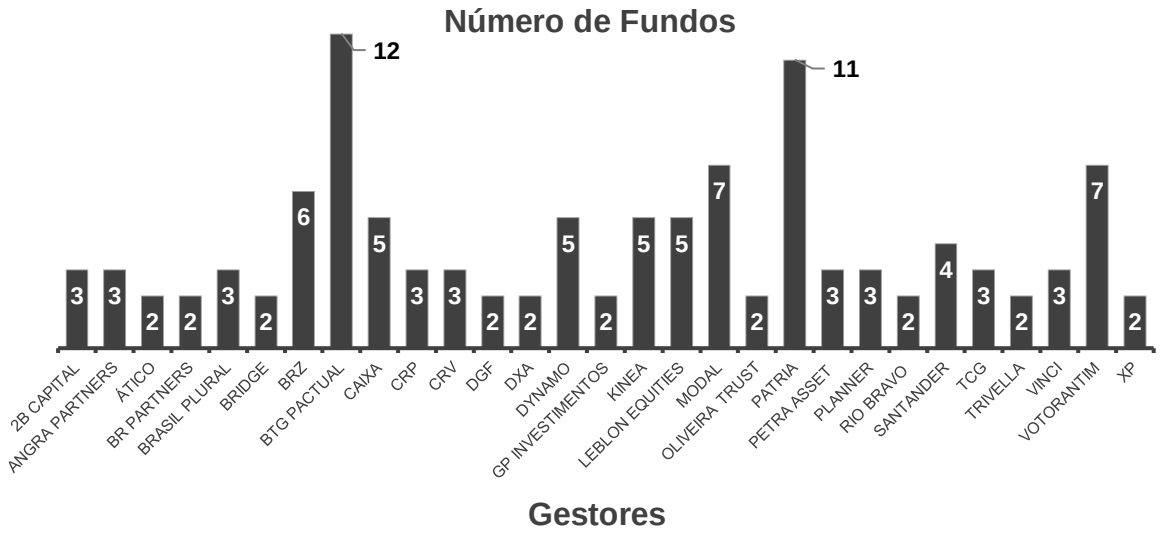
Para averiguar a aderência dos modelos de Aprendizagem e Sinalização conforme Gompers e Lerner (1999), esse trabalho utilizou base de dados Spectra Insper, construída pelo GP Spectra Investments em parceria com o Insper a partir de dados dos regulamentos dos fundos de Private Equity disponibilizados como informação pública pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários, o órgão regulador competente).

Nessa base, constam 169 FIP's brasileiros com suas informações de remuneração, respectivas gestoras (GP's), algumas características de preferência com relação a setor para investimento, informações societárias, datas de constituição dos fundos, entre outras.

Para a análise em questão, focou-se nas informações referentes à taxa de administração, taxa de performance e data de constituição do fundo. Ademais, fez-se necessário reduzir a amostragem, dado que os modelos de Aprendizagem e Sinalização levam em consideração o comportamento dos regimes de remuneração ao longo do tempo, de diferentes fundos, de uma determinada gestora e que a base de dados trabalhada apresenta gestoras que não possuem mais de um fundo[1].

Assim, trabalhou-se com 114 FIP's divididos entre 29 gestoras diferentes, para uma média de 3,9 fundos por gestora. O fundo mais antigo da amostra data de abril de 2004 e o GP com maior número de fundos sob gestão possui 12, enquanto 10 gestoras têm somente 2 fundos sob gestão.

[1] Duas gestoras (BRL Trust e Infra Asset) foram também retiradas da amostra pois, mesmo possuindo mais de um fundo sob gestão, não havia informação disponível na base de dados com relação à data de constituição dos mesmos, impossibilitando a ordenação cronológica necessária para a análise. A gestora Endurance Capital Partners foi excluída, apesar de possuir mais de um fundo sob gestão na base de dados, pelo fato de que não constavam informações a respeito das taxas de administração de seus dois fundos. A gestora Bozano foi excluída, apesar de possuir mais de um fundo sob gestão na base de dados, pelo fato de que não constavam informações a respeito da taxa de performance de um de seus dois fundos.



Para esses 114 fundos, a taxa de performance mantém uma média de 12%. Na amostra, existem 7 fundos que medem suas taxas de administração através de valores contábeis fixos e, para esses casos, a média encontrada foi de R$ 143.571,43 ao ano. Para os demais fundos, a taxa de administração[2] possui média de 0,99%[3] com desvio padrão de 0,77%, ambas as estatísticas são “ao ano”. Importante notar que, no Brasil, faz-se necessário muitas vezes que as gestoras contratem um administrador externo encarregado dos processos jurídicos, de auditoria, de movimentações financeiras com relação ao capital do fundo, entre outros. Essas empresas administradoras via de regra recebem parcela da taxa de administração paga pelos cotistas do fundo, o que justifica uma taxa de administração média abaixo de 2% ao ano do capital comprometido (valor “prática” de mercado).

[2] A base de dados utilizada metrifica a taxa de administração de duas formas: no momento em que o fundo está investindo nos ativos escolhidos e após o período de investimento, quando o fundo está somente fazendo a gestão dos ativos investidos. Em 45% dos fundos, o valor é exatamente o mesmo entre as duas taxas, sendo que não há qualquer informação auferida em 81% dos demais 55% dos casos em que a taxa pode não ser igual. Dessa forma, optou-se por utilizar para análise sempre a medida de taxa de administração auferida durante o período de investimento de determinado fundo.

[3] Em 15 fundos, não havia valor auferido na base de dados para a taxa de administração. Nesses casos, o valor considerado foi uma média aritmética das taxas de administração dos demais fundos da mesma gestora.

114 Fundos	Taxa de Administração % a.a. (107 fundos)	Taxa de Administração R$ a.a. (7 fundos)		Taxa de Performance
Máximo	2,35%	R$	330.000,00	40%
Mediana	1,00%	R$	115.000,00	20%
Mínimo	0,00%	R$	35.000,00	0%
Média	0,99%	R$	143.571,43	12%
Desvio Padrão	0,77%	R$	105.503,33	10%

Testar a hipótese de que há evidências de Aprendizagem por parte de determinado GP requer ordenar os fundos sob sua gestão em função do tempo e acompanhar as taxas de administração e performance[4]. Conforme elucidado pela literatura, deve haver tendência de crescimento da taxa de performance e movimento ambíguo da taxa de administração para que o modelo de Aprendizagem tenha aderência à determinada gestora.

O procedimento é o mesmo para testar a hipótese de que há evidências de Sinalização por parte de um GP[5]. Ordena-se os fundos de uma gestora em função do tempo e acompanha-se o comportamento de seus modelos de remuneração. Pela literatura, dever-se-ia observar decréscimo ou, no máximo, estagnação do *carry*, assim como tendência de crescimento da taxa de administração.

[4] Vide tabelas de acompanhamento ao longo do tempo das taxas de administração e performance dos 114 fundos analisados na seção de Anexos.

[5] Vide tabelas de acompanhamento ao longo do tempo das taxas de administração e performance dos 114 fundos analisados na seção de Anexos.

4. Resultados

As 29 gestoras analisadas, totalizando 114 fundos de investimento em participações (FIP's) brasileiros de abril de 2004 até o presente momento, permitiram averiguar para o caso brasileiro a aderência ou não dos modelos de Aprendizagem e Sinalização em parcerias de Private Equity conforme Gompers e Lerner (1999).

Em 17% das gestoras, foi possível encontrar indícios de que o modelo de Aprendizagem possui aderência e pode ser capaz de explicar o comportamento dos modelos de remuneração de seus fundos. Nelas, ao longo do tempo observou-se aumento do *carry* estipulado como pagamento pela performance da gestora, sendo que, em 75% dos casos, houve também decréscimo da taxa de administração.

Para fins de análise, em situações pontuais onde não havia taxa de performance estipulada no regimento do fundo, seu valor foi considerado 0% e, portanto, qualquer acréscimo foi computado como um sinal de aumento de *carry*.

Em 28% das gestoras, o modelo de Sinalização parece explicar o comportamento da definição dos modelos de remuneração entre LP's e GP. Nesses casos, a taxa de performance apresentou tendência de manutenção ou diminuição com o tempo em diferentes fundos da mesma gestora, enquanto a taxa de administração apresentou tendência de aumento em fundos subsequentes.

55% das gestoras não apresentaram um padrão nos regimes de remuneração acordados com seus investidores que pudessem indicar aderência de qualquer um dos dois modelos apresentados nesse trabalho. De modo geral, nesses casos observou-se uma tendência à manutenção das taxas de administração e performance ou ainda movimentações nessas taxas sem aderência com as lógicas apresentadas pelos modelos de Aprendizagem e de Sinalização.

5. Conclusão

O presente trabalho de conclusão do curso de Ciências Econômicas teve como objetivo estudar as parcerias de Private Equity no Brasil sob a ótica do comportamento dos regimes de remuneração adotados entre as gestoras de fundos e os investidores que neles aportam capital.

O arcabouço de estudo foram os modelos de Aprendizagem e Sinalização, conforme Gompers e Lerner (1999), que visam elucidar o comportamento gerador de determinada escolha nas taxas de administração e performance nas parcerias de Private Equity.

Os resultados encontrados permitem estipular que pouco mais da metade das gestoras não negociam sua remuneração com base nas lógicas de nenhum dos dois modelos.

É possível conjecturar que esse resultado seria consequência do fato de que gestoras brasileiras já nascem com profissionais renomados no mercado de capitais do país (bastante restrito, onde todos se conhecem) e que, portanto, na captação de seu fundo não há o elemento de incerteza com relação às habilidades do GP, amenizando a necessidade de “aprender”. Há, também, a possibilidade de que esses mesmos profissionais advindos do mercado de capitais do GP podem trazer LP’s de seu relacionamento, o que ameniza a necessidade de “sinalizar” habilidades para o mercado.

Outra explicação seria a de que Aprendizagem e Sinalização podem não ter acontecido pelo fato de que os fundos subsequentes não geraram resultados interessantes aos LP’s, mas, mesmo assim, a gestora foi capaz de captar novos fundos. Isso explicaria a falta de padrão averiguada em alguns regimes de remuneração observados nesses casos.

Nos demais casos, onde foi possível averiguar aderência de algum dos dois modelos na explicação dos regimes de remuneração das gestoras, a lógica para os modelos se aplicam conforme a literatura.

Nos casos onde observou-se Aprendizagem, há tendência de aumento na taxa de performance em fundos subsequentes, dado o aumento nas habilidades do GP,

que “aprende” a gerir um fundo, enquanto os LP’s percebem o aumento nas habilidades da gestora conforme os fundos vão gerando resultados positivos e aceitam pagar um *carry* cada vez maior.

Nos casos onde observou-se Sinalização, há estagnação ou decréscimo da taxa de performance em fundos subsequentes, assim como aumento na taxa de administração, dado que o GP terá tido sucesso em “sinalizar” para o mercado sua habilidade e, conforme os resultados positivos de seus fundos, pode negociar taxas de administração cada vez maiores para com seus investidores em função do poder de barganha adquirido em comparação a fundos que cobraram taxas de performance altas e não demonstraram resultados interessantes aos investidores.

Em suma, as gestoras de Private Equity brasileiras contidas na base de dados analisada nesse trabalho parecem estipular seus modelos de remuneração sem grande aderência ao arcabouço dos modelos de Sinalização e Aprendizagem. De fato, o Brasil parece ser fomentador de gestoras que se formam a partir de sociedades entre profissionais já renomados no mercado de capitais e, dessa forma, os fundos já nascem com reputação suficiente (e por vezes facilidade na captação de recursos, dado que esses profissionais trazem LP’s de seu relacionamento) para que as taxas de performance e administração sejam negociadas sob outras óticas.

6. Bibliografia

METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. *The Economics of Private Equity Funds*. University of Pennsylvania, The Wharton School, Department of Finance: 2007.

GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. *An Analysis of Compensation in the U.S. Venture Capital Partnership*. Journal of Financial Economics 51: 1999.

MINARDI, Andrea M. A. F.; ROSSI, José L.; SANTOS, Ana Carolna T. R. O. *Relação entre Investidores e Gestores de Fundos de Private Equity no Brasil*. Insper Working Papers: São Paulo, 2013.

GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. *The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements*. Journal of Law and Economics 39, 1996.

LERNER, Josh; LEAMON, Ann; HARDYMON, Felda. *Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship: The Power of Active Investing*. John Wiley & Sons, Inc.: 2012.

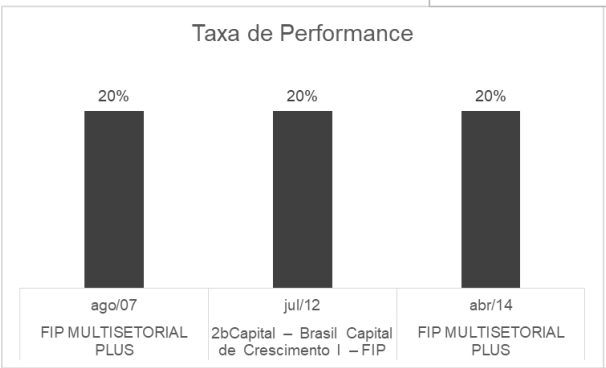
MEHTA, Vijay. *Principal-Agent Issues in Private Equity and Venture Capital.* Wharton Undergraduate Research Scholars: 2004.

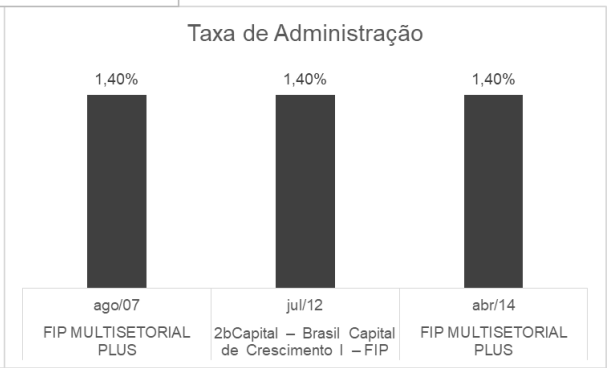
DE CARVALHO, Antonio G.; RIBEIRO, Leonardo L.; FURTADO, Cláudio V. *A Indústria de Private Equity e Venture Capital – Primeiro Censo Brasileiro*. FGV. São Paulo: Saraiva, 2006.

GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. *The Venture Capital Cycle*. MIT Press. Cambridge, Massachusetts: 1999.

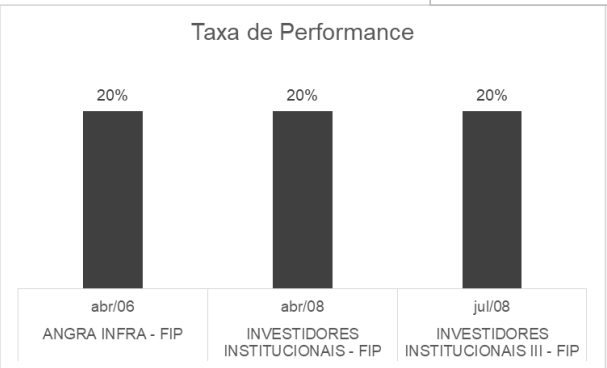
7. Anexos

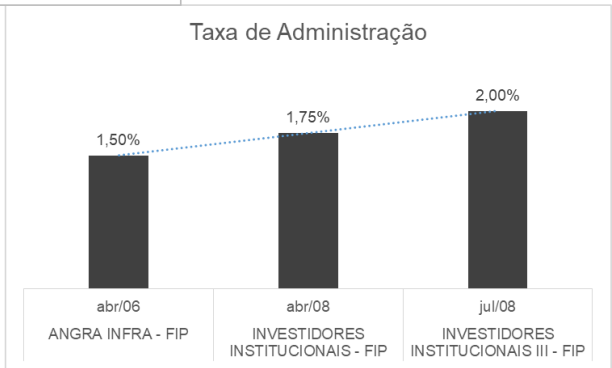
2b Capital
Sinalização: Não
Aprendizagem: Não



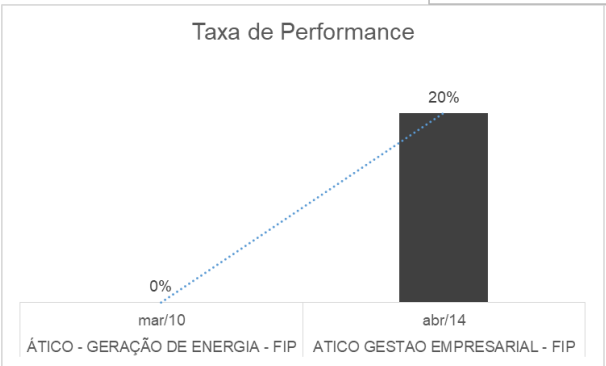


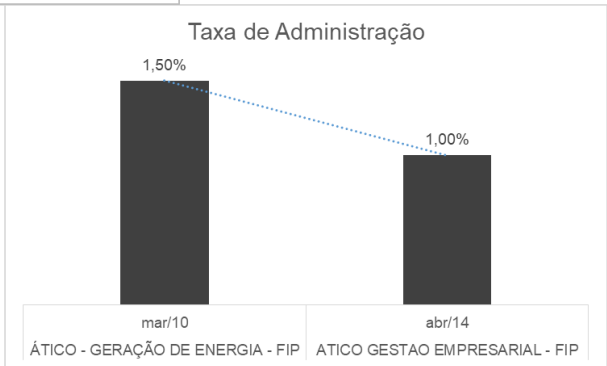
Angra Partners
Sinalização: Sim
Aprendizagem: Não



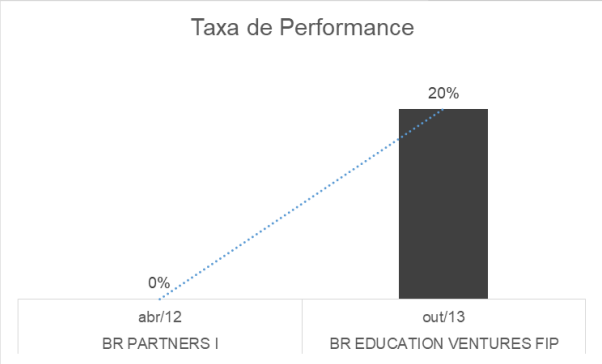


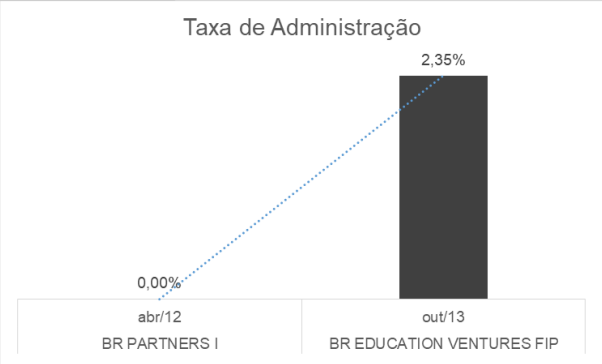
Ático
Sinalização: Não
Aprendizagem: Sim



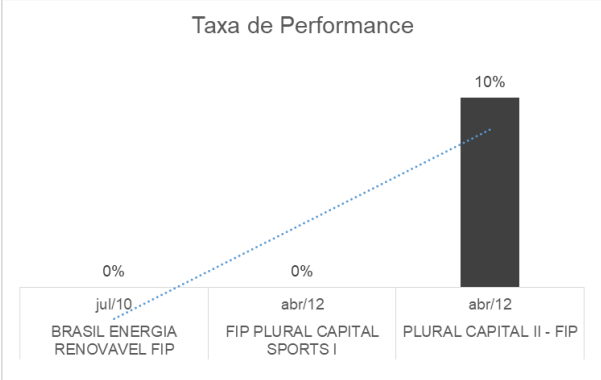


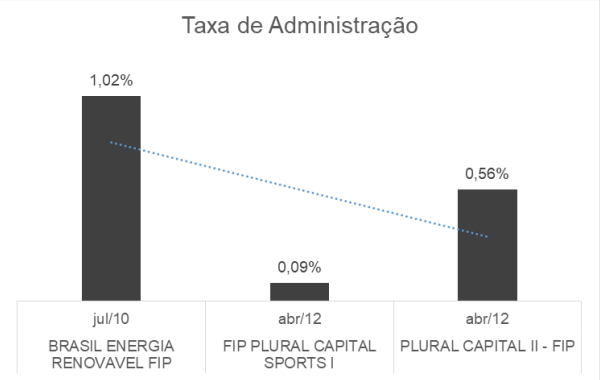
BR Partners
Sinalização: Não
Aprendizagem: Sim



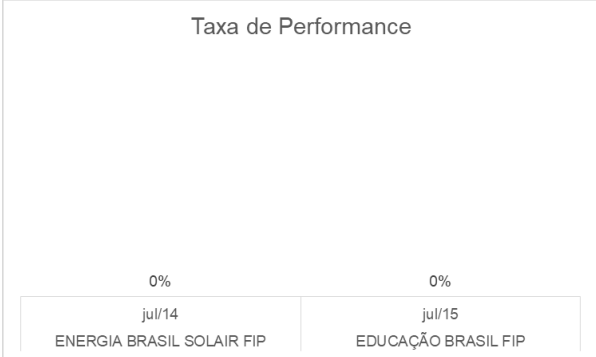


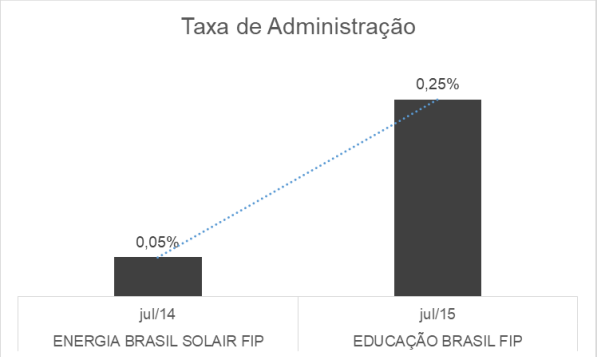
Brasil Plural
Sinalização: Não
Aprendizagem: Sim

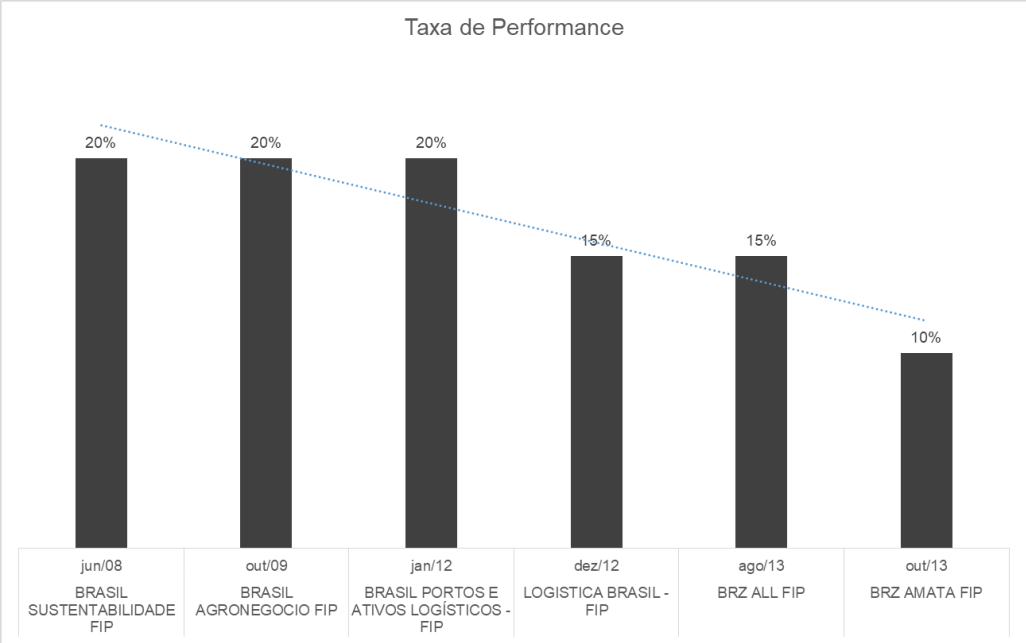




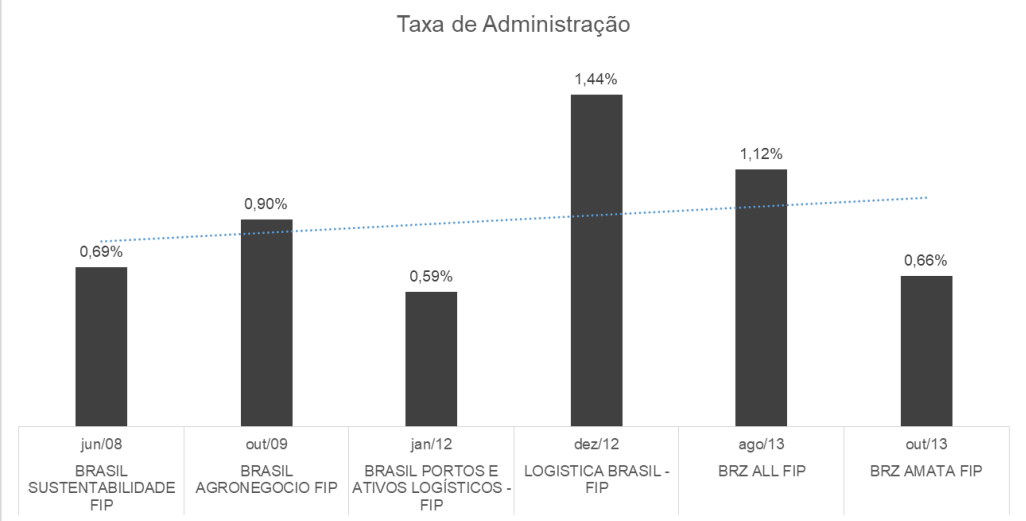
Bridge
Sinalização: Sim
Aprendizagem: Não

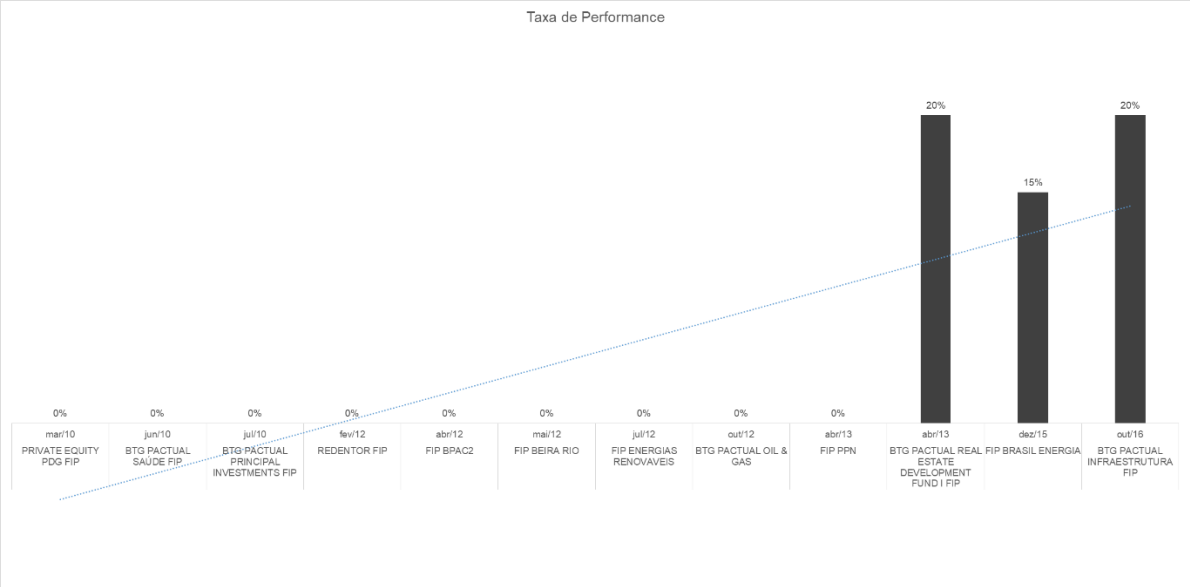




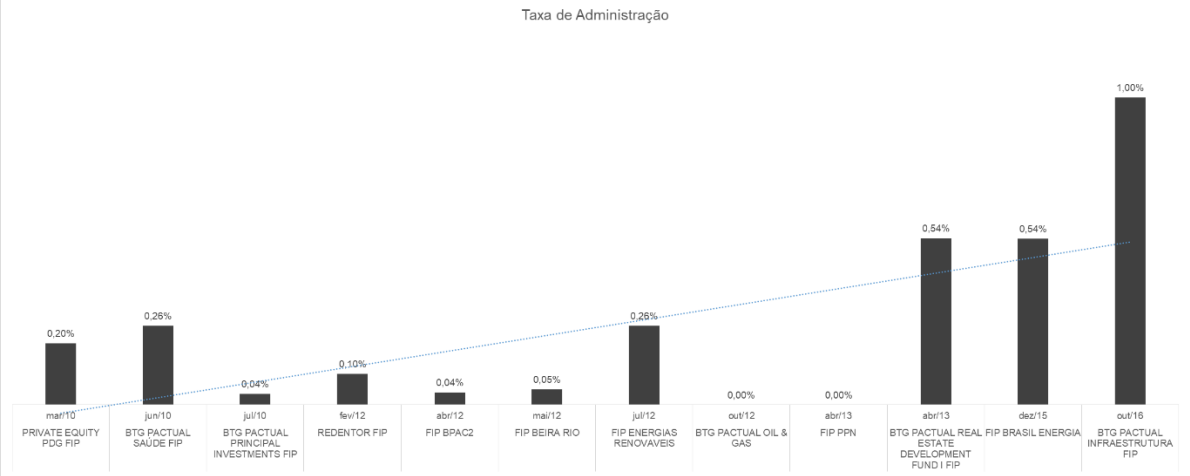


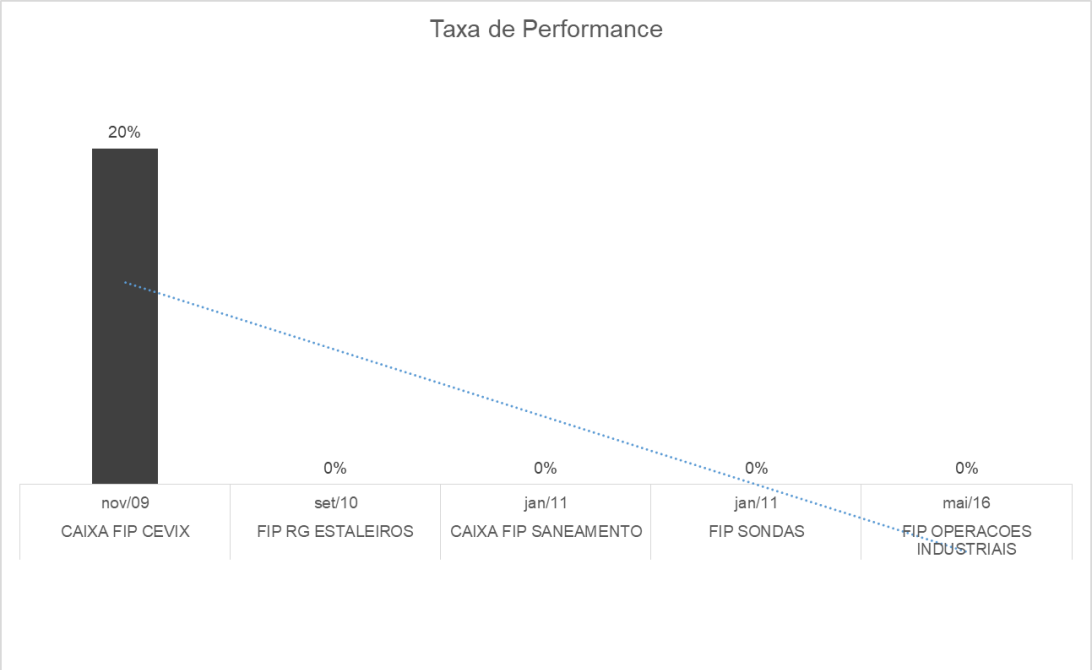
BRZ
Sinalização: Sim
Aprendizagem: Não



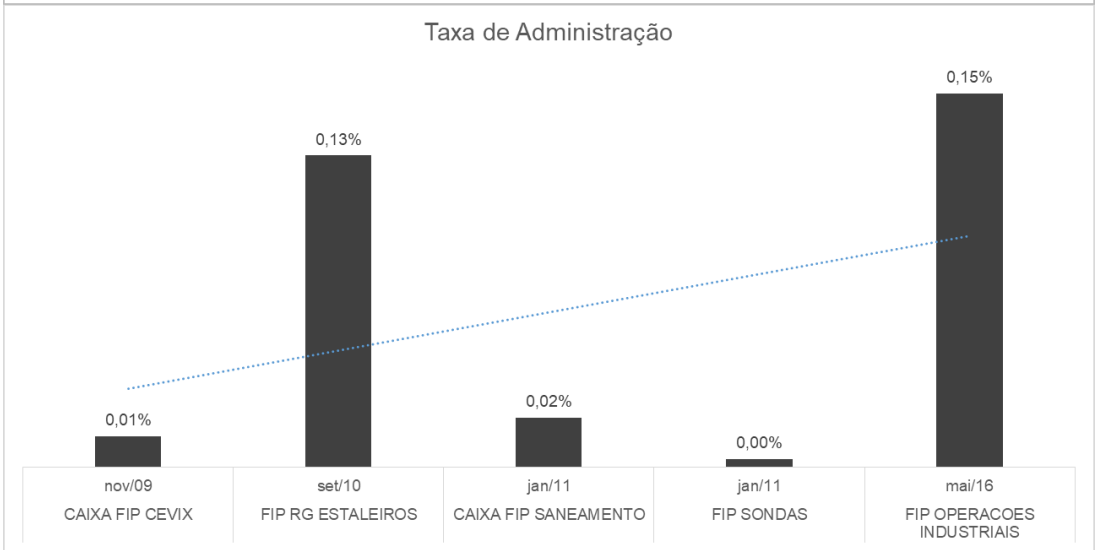


BTG Pactual
Sinalização: Não
Aprendizagem: Não

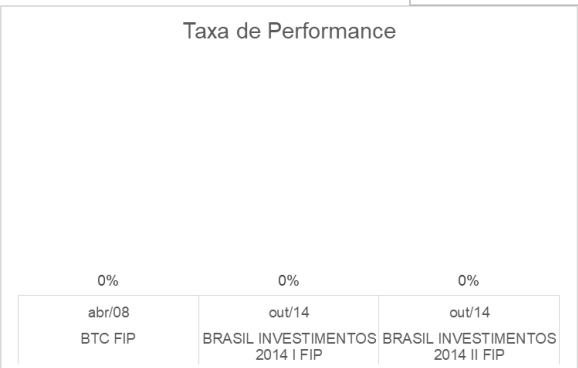


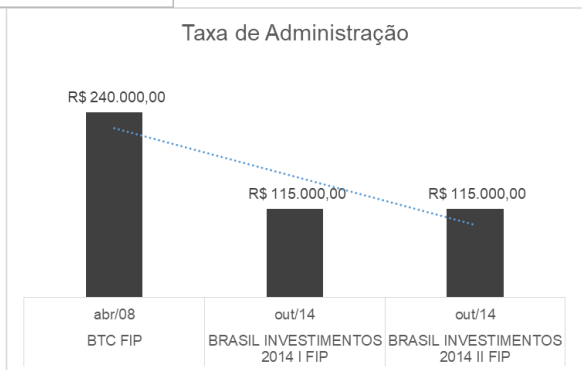


Caixa
Sinalização: Não
Aprendizagem: Não

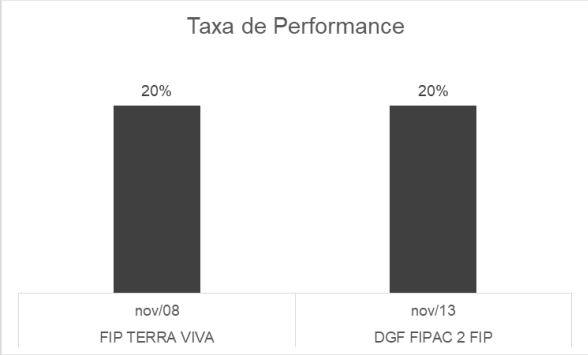


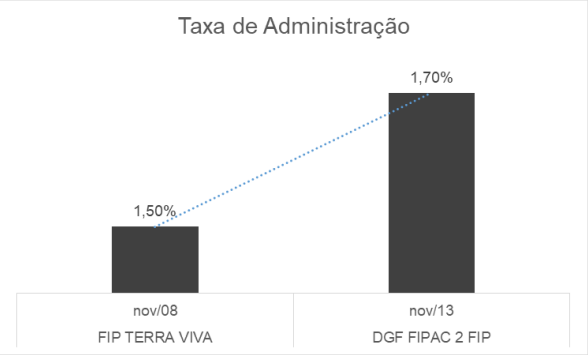
CRV
Sinalização: Não
Aprendizagem: Não



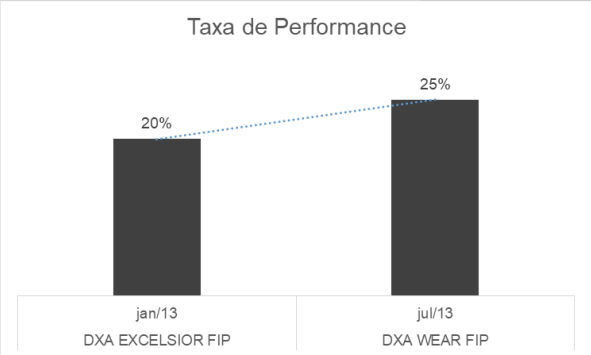


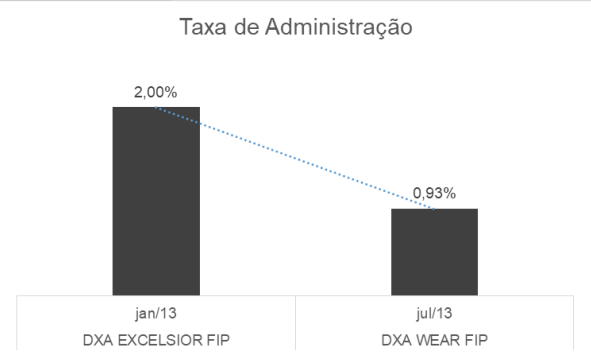
DGF
Sinalização: Sim
Aprendizagem: Não

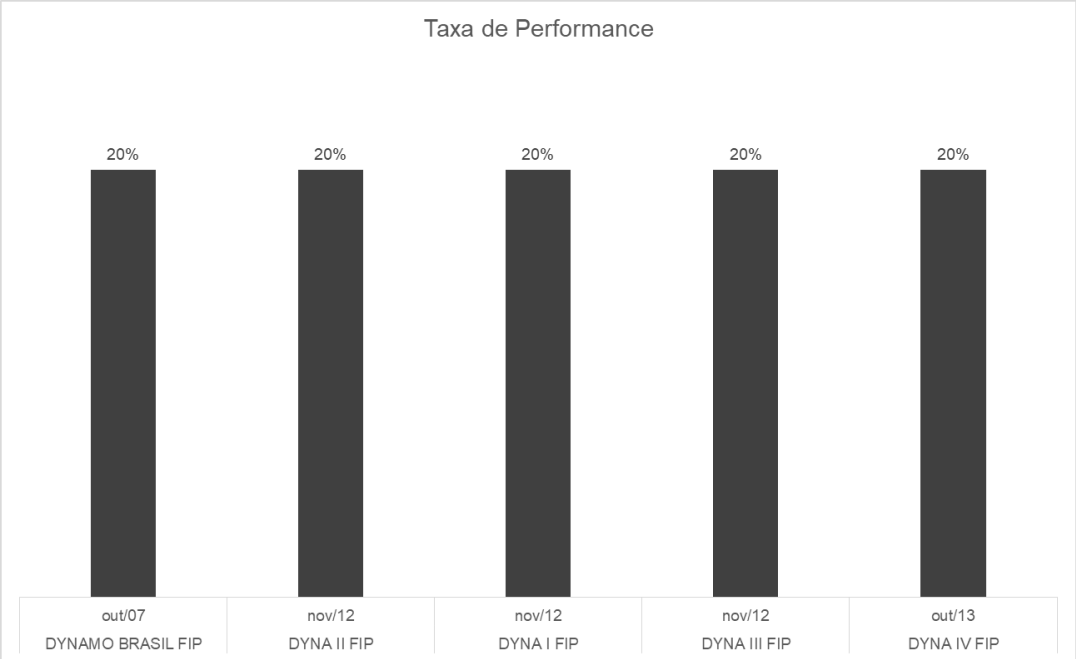




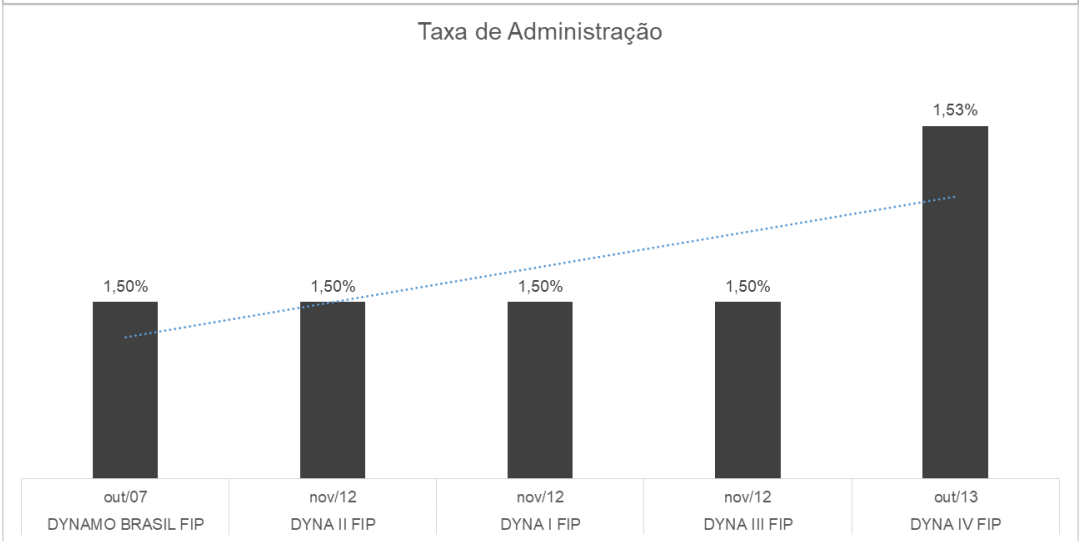
DXA
Sinalização: Não
Aprendizagem: Sim



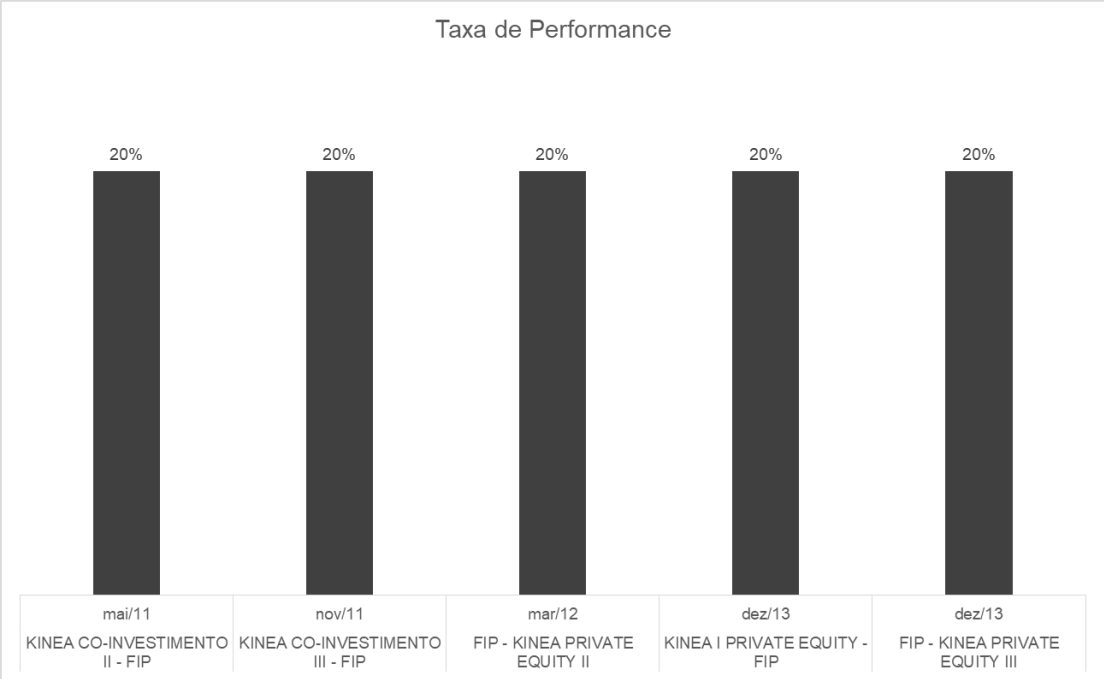




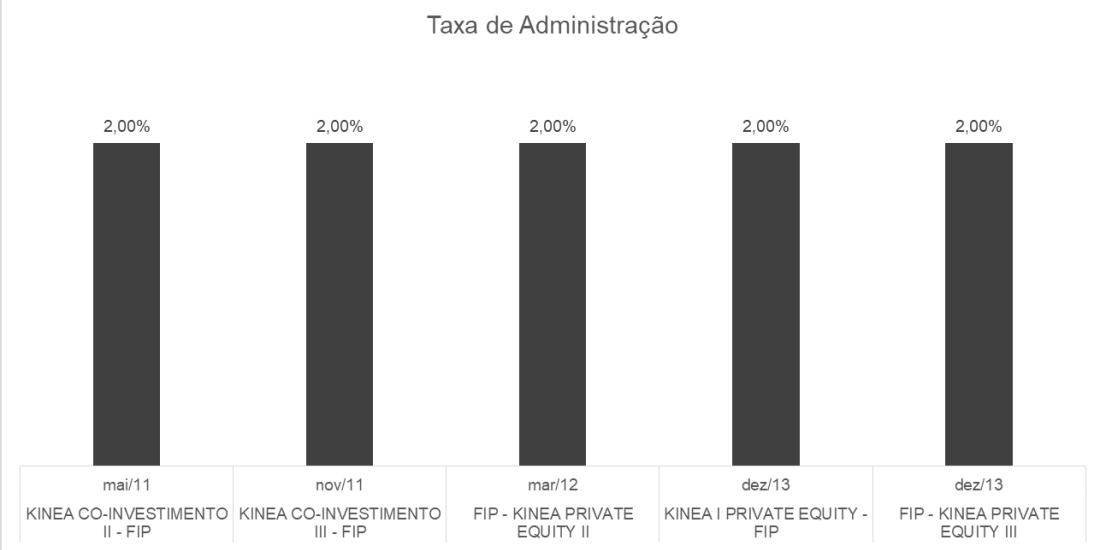
Dynamo
Sinalização: Não
Aprendizagem: Não

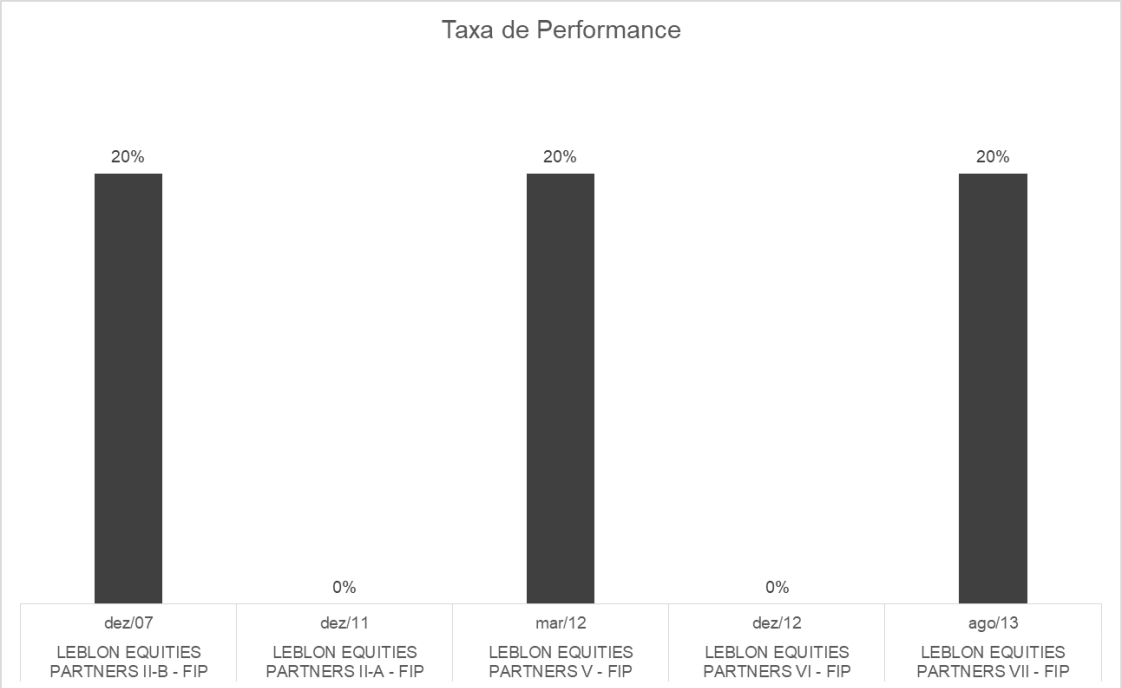


GP Investimentos
Sinalização: Não
Aprendizagem: Não

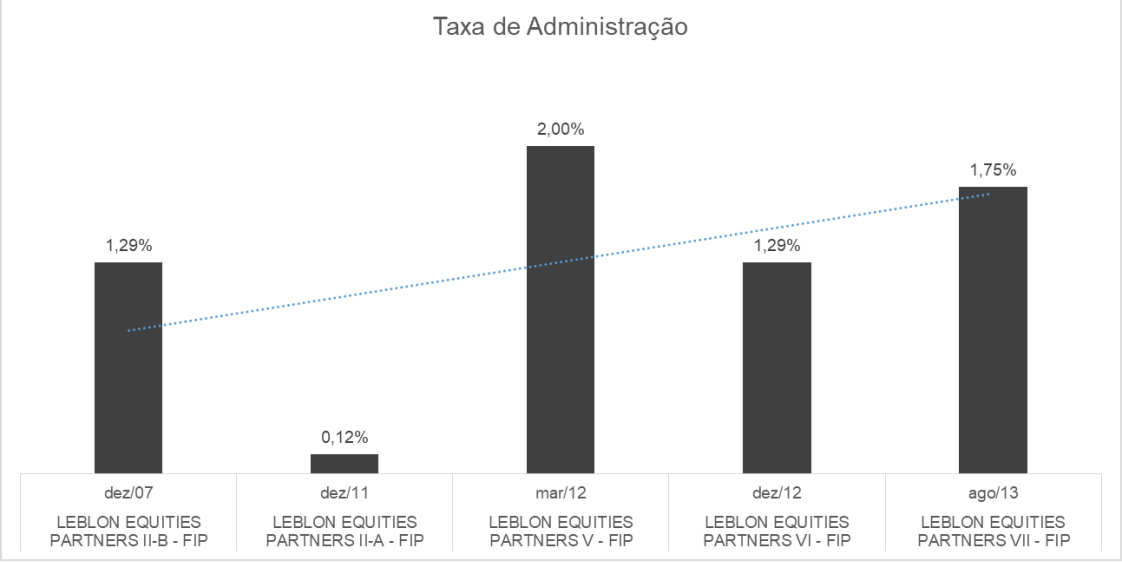


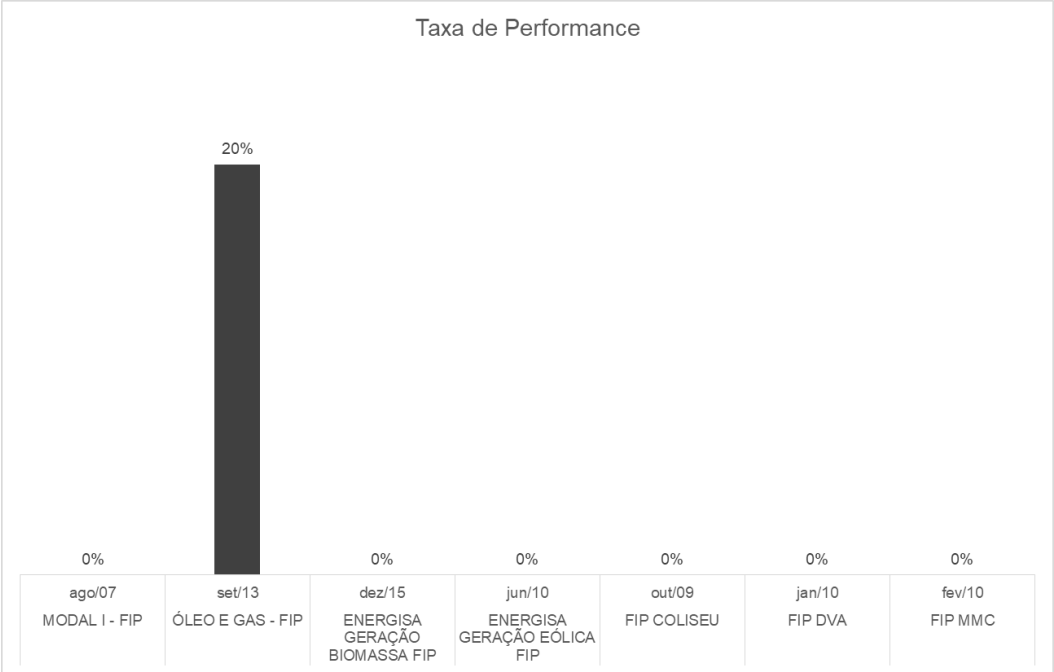
Kinea
Sinalização: Não
Aprendizagem: Não



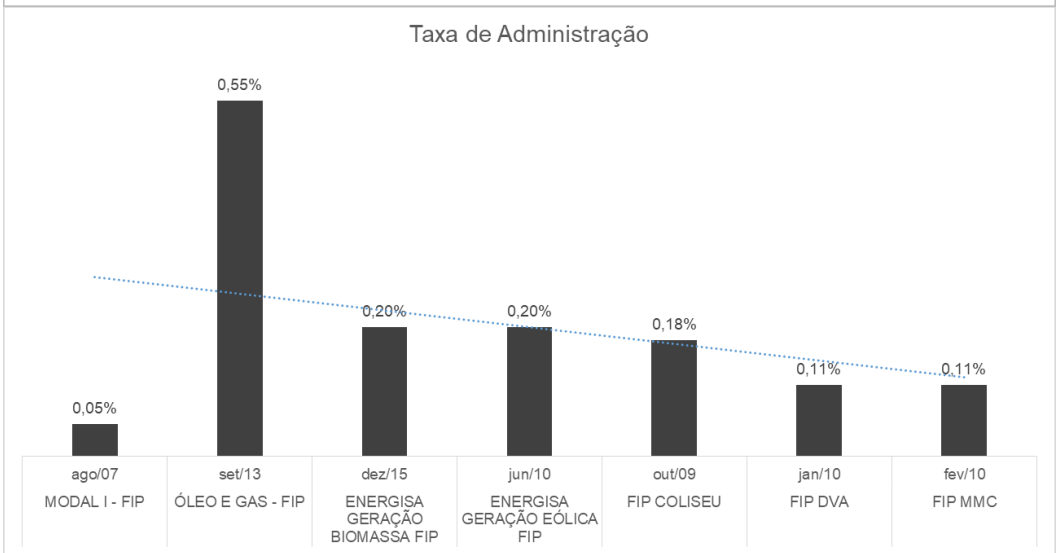


Leblon Equities
Sinalização: Sim
Aprendizagem: Não

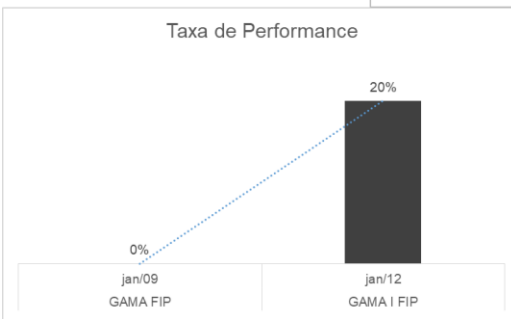


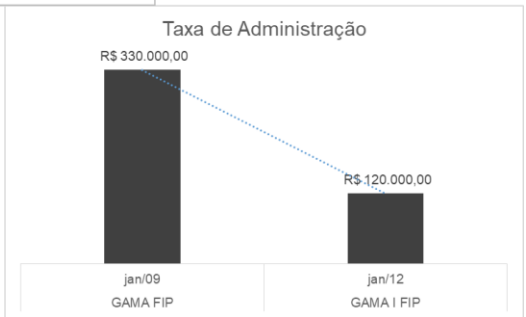


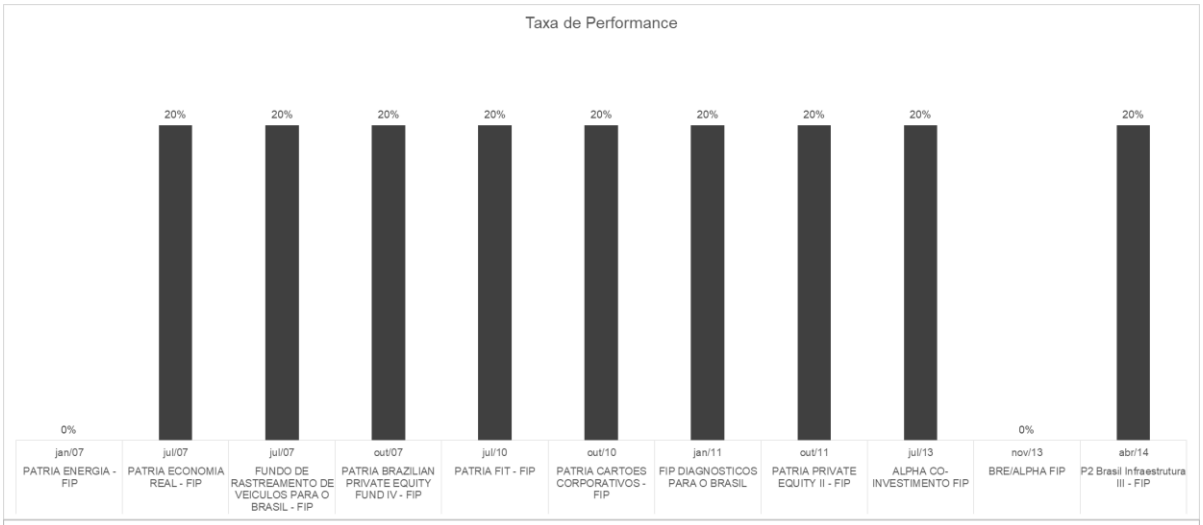
Modal
Sinalização: Não
Aprendizagem: Não



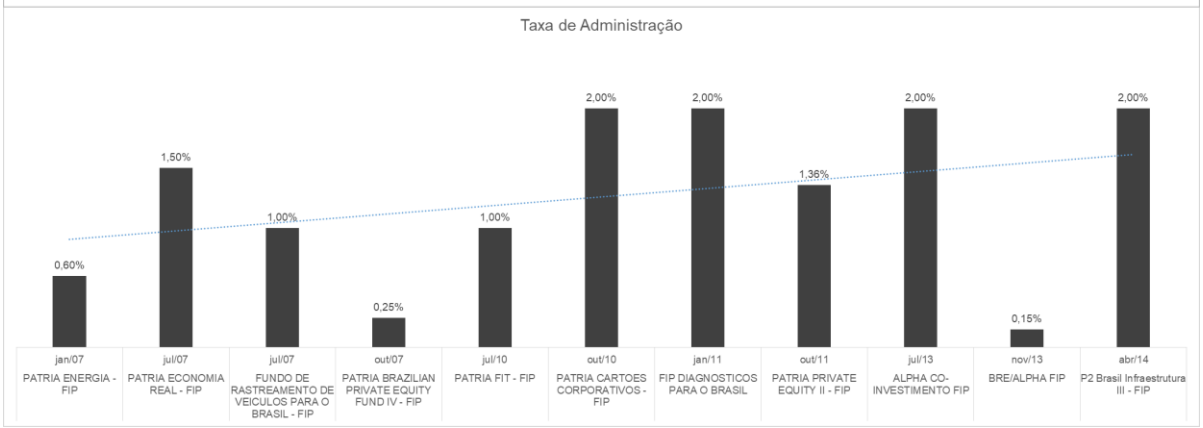
Oliveira Trust
Sinalização: Não
Aprendizagem: Sim



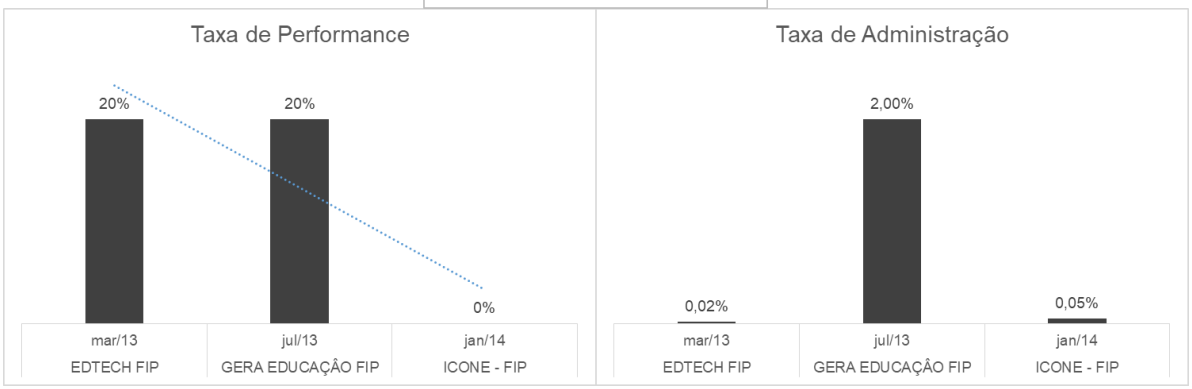




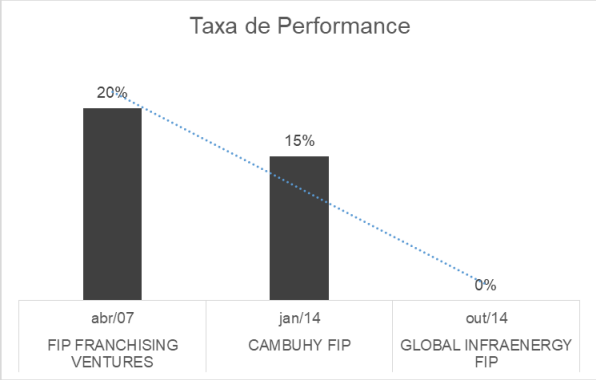
Pátria
Sinalização: Não
Aprendizagem: Não

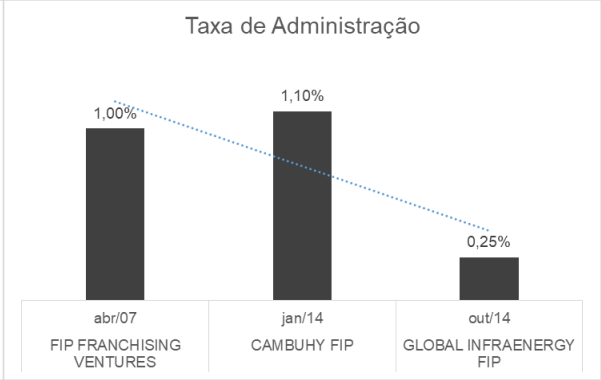


Petra Asset
Sinalização: Não
Aprendizagem: Não

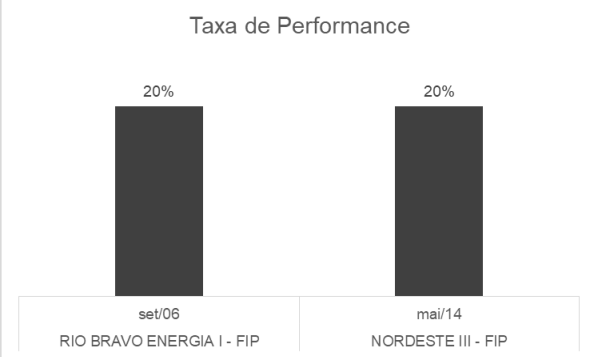


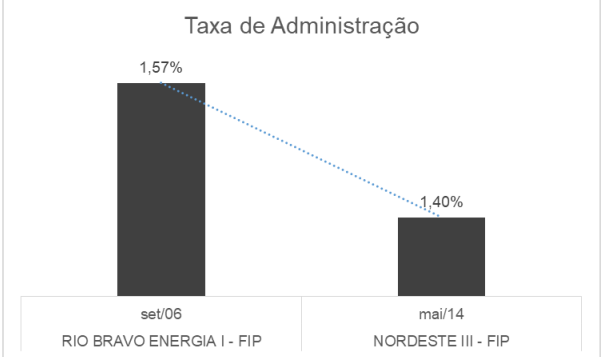
Planner
Sinalização: Não
Aprendizagem: Não



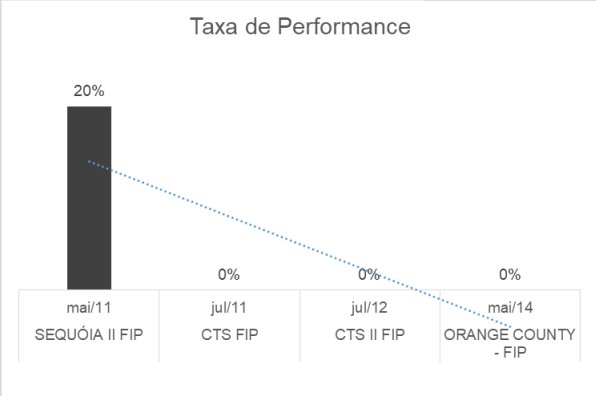


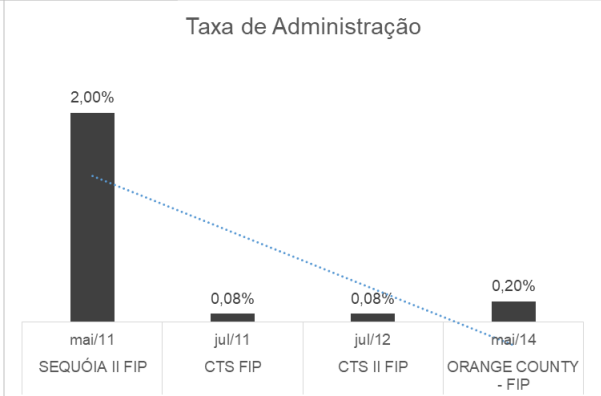
Rio Bravo
Sinalização: Não
Aprendizagem: Não



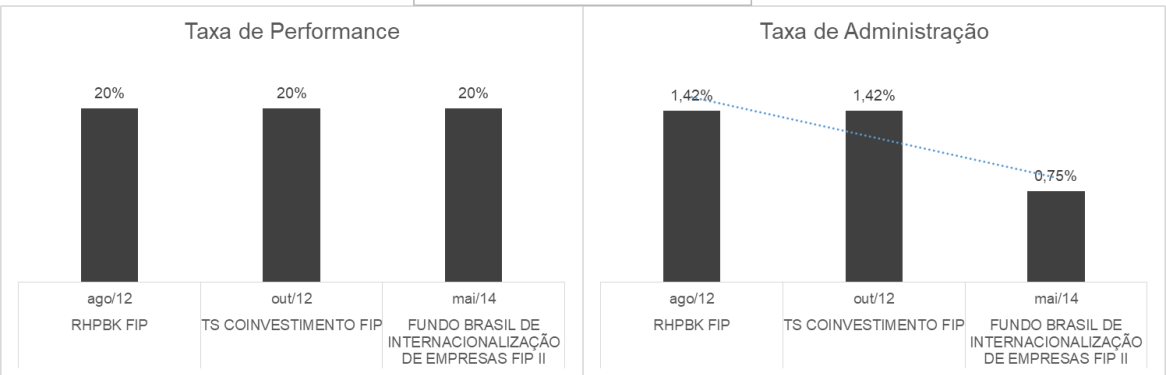


Santander
Sinalização: Não
Aprendizagem: Não

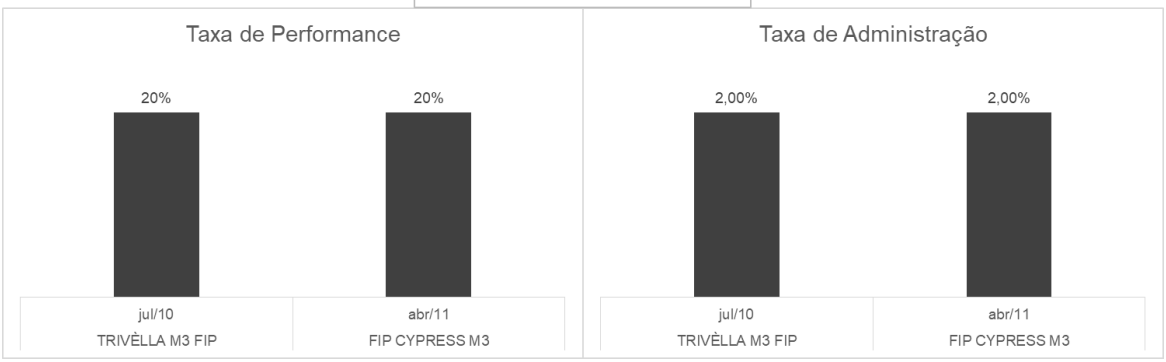




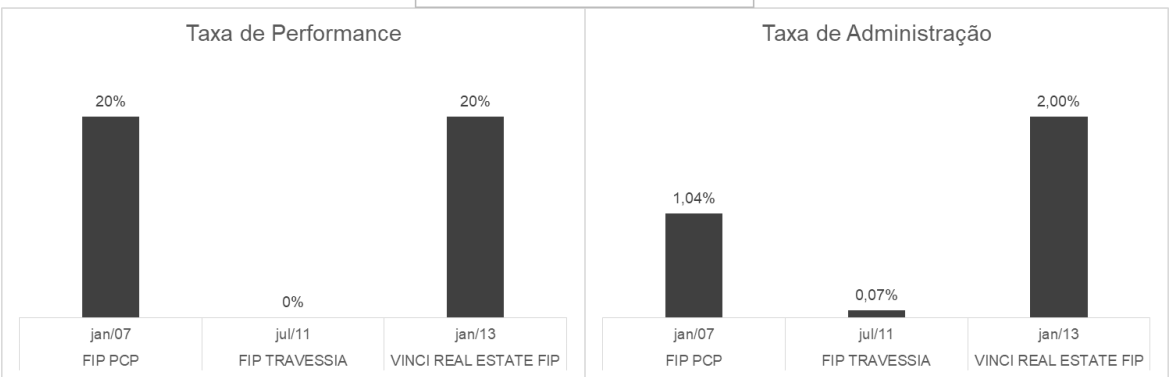
TCG
Sinalização: Não
Aprendizagem: Não

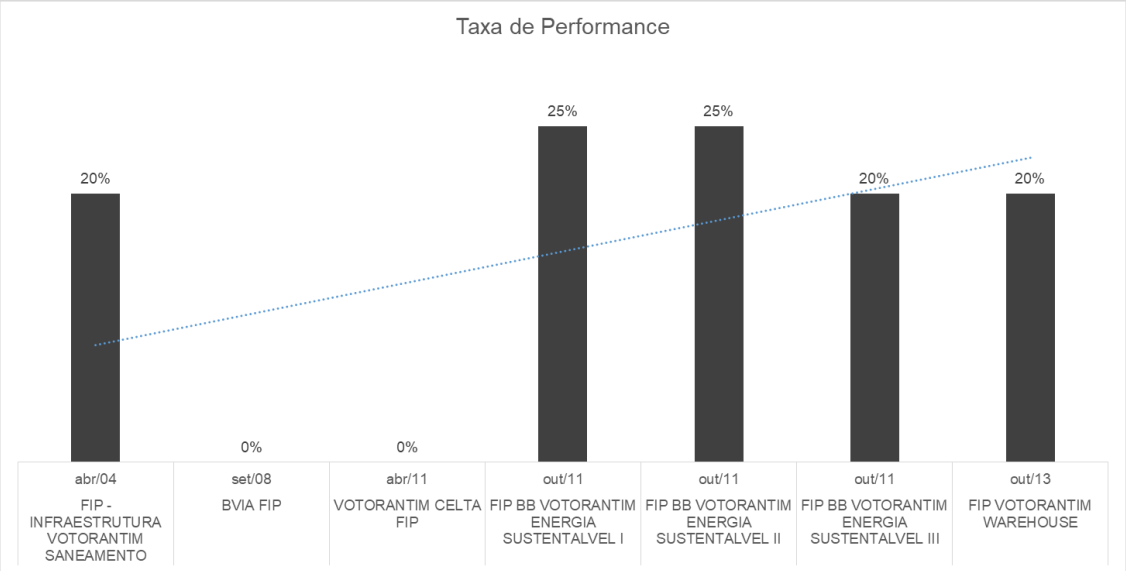


Trivella
Sinalização: Não
Aprendizagem: Não

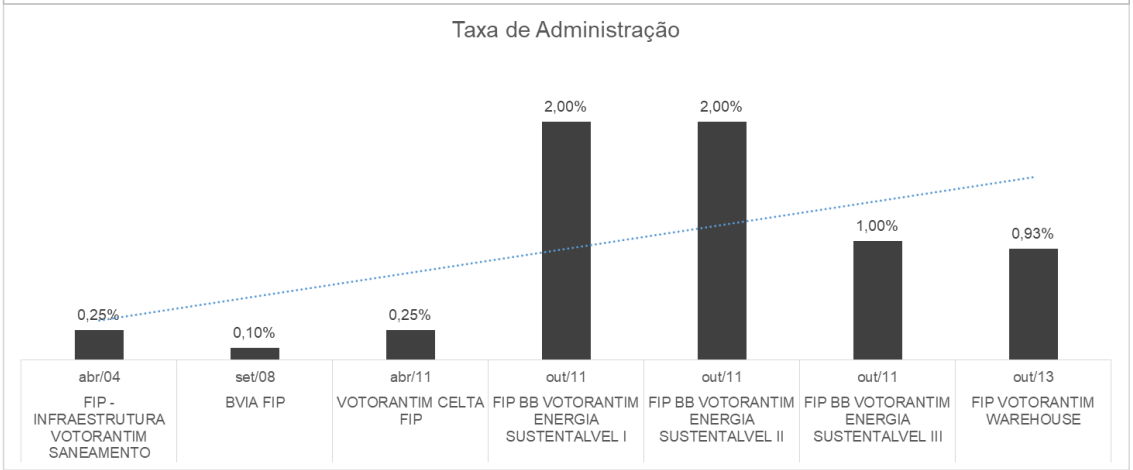
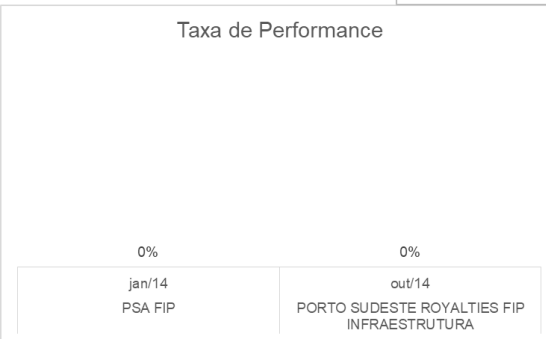
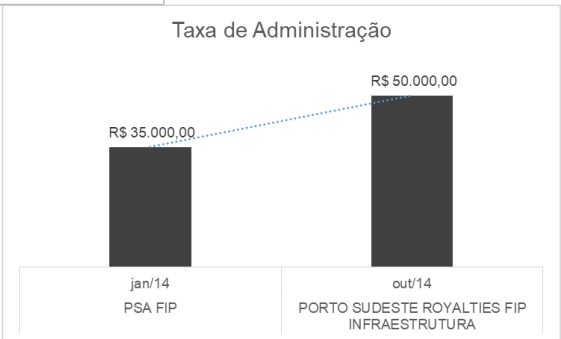


Vinci
Sinalização: Não
Aprendizagem: Não





Votorantim
Sinalização: Não
Aprendizagem: Não



XP
Sinalização: Sim
Aprendizagem: Não