

Insper

**Instituto de Ensino e Pesquisa
Faculdade de Ciências Econômica e Administração**

Vitor Santos Miele

**A impossibilidade de realizar transações com alavancagens
financeiras altas prejudica a indústria de PE no Brasil?**

São Paulo

2018

Vitor Santos Miele

A impossibilidade de realizar transações com alavancagens financeiras altas prejudica a indústria de PE no Brasil?

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

Orientador: Profa. Dra. Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi – Insper

**São Paulo
2018**

Miele, Vitor Santos

A impossibilidade de realizar transações com alavancagens financeiras altas prejudica a indústria de PE no Brasil? / Vitor Santos Miele – São Paulo, 2018.

Monografia: Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador: Profa. Dra. Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi

1.LBO 2.Alavancagem 3.Brasil 4.Fundos 5.Retorno Private Equity 5.Mercado financeiro 6.Possibilidade

Vitor Santos Miele

A impossibilidade de realizar transações com alavancagens financeiras altas prejudica a indústria de PE no Brasil?

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

Orientador: Profa. Dra. Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi

Banca Examinadora

Profa. Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi
Orientadora
Instituto de Ensino e Pesquisa

Prof. Leonardo Pagano
Examinador
Instituto de Ensino e Pesquisa

RESUMO

A impossibilidade de realizar transações com alavancagens financeiras altas prejudica a indústria de PE no Brasil?. São Paulo, 2018. 22. Monografia – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Palavras-chave: LBO, Alavancagem, Brasil, Fundos, Retorno, Private Equity.

O objetivo deste trabalho é, com base em uma revisão da literatura, analisar se a impossibilidade de realizar transações com alavancagens financeiras altas reduz as vertentes geradoras de valor e limita as oportunidades de investimentos dos fundos PE no Brasil, prejudicando o desenvolvimento da indústria. A reflexão se deu considerando os estudos de diversos autores acerca das vertentes geradoras de valor nos fundos de PE e comparando dados históricos da indústria no Brasil e nos EUA.

ABSTRACT

The impossibility of carrying out transactions with high financial leverage harms the PE industry in Brazil ?. São Paulo, 2018. 22. Monografia – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Key-words: LBO, Leverage, Brazil, Funds, Return, Private Equity

The objective of this work is, based on a review of the literature, to analyze if the impossibility of carrying out transactions with high financial leverage reduces the value-generating aspects and limits the investment opportunities of PE funds in Brazil, harming the development of the industry. The reflection was based on the studies of several authors about the value-generating aspects of PE funds and comparing historical data from industry in Brazil and the USA.

SUMÁRIO

1. Introdução.....	9
2. Revisão da bibliografia relevante	12
3. Potenciais prejuízos para indústria de PE	17
Referências	22

1. Introdução

No cenário de captação de recursos é usual os *key decision makers* das companhias se depararem com dúvidas a respeito de qual dos meios será mais benéfico para a sustentabilidade de longo prazo de sua firma: *equity* ou dívida. A estrutura de capital é uma decisão chave enfrentada pelos executivos e é influenciada diretamente pelo nível da taxa de juros básica de um país, responsável por direcionar o custo dos empréstimos e debêntures emitidos pelas empresas. Visando potenciais problemas de solvência futuros, as companhias tendem a adquirir mais dívida perante bancos ou em forma de *bonds* em nações onde a custo da dívida é menor. Consequentemente, a relação dívida líquida/EBITDA média das empresas tende a ser superior. Dessa forma, seria esperado que em países com elevadas taxas de juros as empresas apresentassem uma estrutura de capital menos alavancada.

Desde a crise de 2008, os Estados Unidos caracterizou-se por políticas monetárias expansionistas que mantiveram a taxa perto de 0%. Entretanto, com o desempenho positivo recente da economia, o Federal Reserve (Banco Central norte-americano) optou por elevar para uma faixa entre 1,25% a 1,50% o juro básico americano. Em contraposto, o Banco Central do Brasil diminuiu a SELIC para o piso histórico de 6,50% a.a.; a estabilização recente da inflação foi determinante para que houvesse uma política monetária expansionista por parte dos membros do BACEN. Conforme mencionado previamente, esta diferença de 5,75 p.p. na taxa básica de juros acaba por impactar na decisão acerca da alavancagem das empresas de cada país; tendência é que investidores e executivos norte-americanos optem por uma relação Dívida / Equity superior àquela adotada pelos brasileiros. Analisando separadamente quadro setores da economia, nota-se que em todos eles as companhias incorporadas nos Estados Unidos apresentam um grau de alavancagem superior às brasileiras.

Alavancagem média (Dívida Líquida/EBITDA 2017)

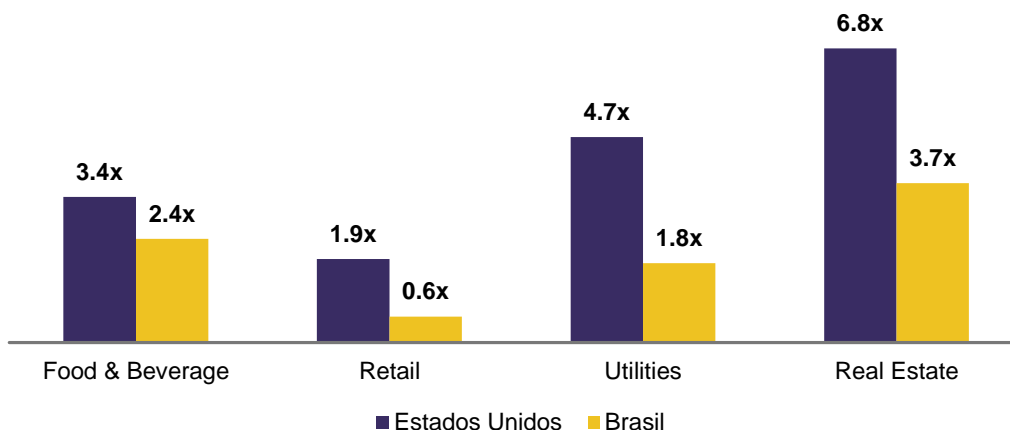


Figura 1. Fonte: Capital IQ

Desta forma, o atual ambiente macroeconômico no Brasil caracteriza-se um contexto desfavorável para o surgimento de operações de LBO no país. *Leveraged buyout's* (LBO), como o próprio nome sugere, são operações onde o lado comprador, “buyside”, adquire um montante significativo de dívida (cerca de 90% do valor da transação) visando comprar uma parcela de outra empresa; para tal, a mesma usa os ativos da empresa alvo como garantia da dívida. Muito comuns nos Estados Unidos, LBOs trazem benefícios para o ambiente de negócios dos países por potencializarem o retorno dos investidores e aumentarem o escopo de investimento dos mesmos (ROSENBAUM, 2009). A figura 2 abaixo mostra uma correlação entre a taxa básica de juros dos países e o número de transações com quantias elevadas de dívida; em países com juros mais altos – China e Brasil – há um menor número de LBOs no ano de 2017.

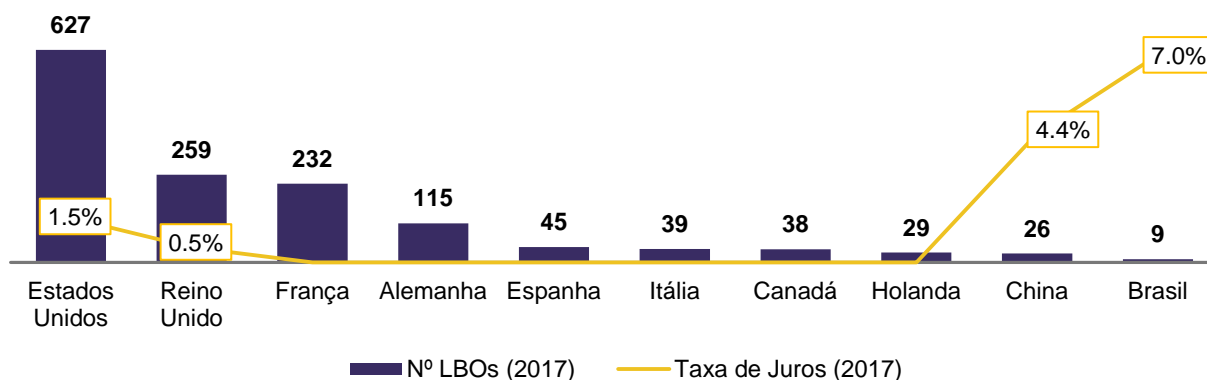


Figura 2. Fonte: Capital IQ

Leveraged buyout`s usualmente levam fundos de *private equity* (“PE”) no *buyside*, por demandarem um conhecimento elevado de finanças corporativas; PEs são instituições financeiras que captam capital privado para investir em empresas fechadas (não listadas em bolsas de valores) durante um período de tempo que varia entre 8 e 10 anos.

Presentes nos Estados Unidos desde a década de 1980, os fundos de *private equity* vem expandindo sua atuação para os mercados emergentes com sucesso; apesar do risco mais elevado, fundos globais como Blackstone, Carlyle e Warburg Pincus observaram em países como o Brasil oportunidades atrativas de investimentos com alto retorno esperado, possibilitando a diversificação de seus portfólios previamente restritos a Europa e Estados Unidos. Entretanto, devido ao cenário macroeconômico desfavorável – juros alto e volatilidade político-econômica – há uma ausência de transações com uma alavancagem financeira alta (*i.e.* LBOs), restringindo, conseqüentemente, a atuação dos fundos.

O objetivo deste trabalho é, a partir de uma revisão da literatura, analisar se a impossibilidade de realizar transações com alavancagens financeiras altas reduz as vertentes geradoras de valor e limita as oportunidades de investimentos dos fundos PE no Brasil, prejudicando o desenvolvimento da indústria.

2. Revisão da bibliografia relevante

Fundos de private equity são veículos fechados, nos quais os investidores (“*Limited Partners*”) – fundos de pensão, investidores institucionais, companhias de seguro etc. – fornecem capital para os gestores (“*General Partners*”), que serão responsáveis por alocar os recursos em companhias privadas (“investidas”). Strömberg et al. (2008) em seu estudo define o horizonte de tempo dos fundos entre 8 a 10 anos, onde os cinco anos iniciais são caracterizados como o período de investimento do montante capitado. Os fundos desinvestem suas posições em meio a um evento de liquidez (ex. IPO), compensando tanto os gestores quanto os investidores ao final da operação.

Apesar de incluídos dentro de um mesmo universo, fundos de *private equity* apresentam divergências entre si, principalmente no âmbito estratégico. Warburg Pincus e Kinea buscam investimentos minoritários (com participação inferior a 50%). KKR por outro lado é um fundo reconhecido mundialmente por adquirir controle das empresas (“buyout”), em transações que envolvem elevadas quantidades de dívida. Strömberg et al (2008) em seu estudo define *Leveraged Buyout`s* como transações onde um financeiro especializado (ex.: PE) adquire controle de uma empresa utilizando uma quantia pequena de capital e uma parcela elevada de dívida externa. Rosenbaum et al. (2009) constata que empresas com fluxo de caixa estável e previsível geralmente representam candidatos atrativos para LBO devido à sua capacidade de suportar maiores quantidades de dívida; é necessário um fluxo de caixa consistente para atender os pagamentos periódicos de juros e reduzir a dívida ao longo da vida do investimento. Além disso, uma forte base de ativos proporciona maior conforto aos credores em relação à probabilidade de recuperação do principal em caso de falência, algo que pode impactar diretamente na redução do custo da dívida.

Kaplan et al. (2015) abordam em seu trabalho que, independentemente de seu perfil estratégico, os fundos de *private equity* se baseiam usualmente em três vertentes geradoras de valor para alcançar um desempenho satisfatório com as suas investidas: governança, operacional e financeiro. Apesar de seu viés financeiro, a dívida tem o potencial de impactar estes três pilares de forma positiva, melhorando

a governança das empresas, disciplinando os gastos operacionais e alavancando o retorno sobre o capital investido.

Anders (1992) em seu estudo discute justamente benefício desta variável na governança das companhias e o papel relevante exercido no desinvestimento de operações problemáticas. Em relação ao primeiro tema, o alto preço pago em caso de não cumprimento das obrigações atreladas a dívida é tão elevado que os investidores tendem a não aturar desempenho insatisfatório por parte dos executivos da companhia. É comum de fundos de *buyout* como KKR selecionarem o CEO de suas investidas justamente pois os mesmos têm a consciência que uma boa ou má escolha pode fazer uma diferença substancial no valor final de seu investimento.

De forma análoga, Jensen (1989) explora a dívida como instrumento de disciplina. Conforme exposto pelo autor, companhias que não costumam pagar dividendos tendem a desperdiçar o caixa gerado pela empresa com investimentos de baixos retornos, equipes com número exagerado de funcionários, privilégios e regalias dos empregados e ineficiências organizacionais, aumentando os custos e prejudicando a sustentabilidade de longo prazo. Assim, a presença de pagamentos periódicos da dívida acaba, então, redirecionando estes gastos. Michael Jensen cita a reflexão dos executivos acerca das operações da empresa como outro benefício resultante do endividamento elevado das companhias; tendo em vista as obrigações financeiras a serem cumpridas, os mesmos muitas vezes acabam por vender partes secundárias dos negócios e passam a focar os esforços nas principais operações - o montante levantado na venda e economizado com a redução dos custos é utilizado futuramente para o pagamento da dívida.

Outro aspecto benéfico da dívida abordado por Rosenbaum et al. (2009) diz respeito a potencialização do retorno sobre o capital investido. Ao comprar uma empresa com um *ratio* de dívida e capital próprio elevado, os investidores estão assumindo risco em prol de um prêmio de retorno em caso de êxito da operação; este benefício é um dos principais *drivers* dos fundos de private equity ao realizarem transações de *leveraged buyout*. Em sua obra, o autor exemplifica com dois cenários justamente como transações financiadas através de percentuais mais elevados de dívida geram retornos superiores para seus investidores (figura 3). A explicação

advém da ideia de que, considerando os mesmos múltiplos de entradas e de saída, o IRR (taxa interna de retorno) de um *buyout* com 75% de dívida (LBO) tende a ser superior de um *buyout* com 25% de dívida uma vez que a dívida permanece praticamente inalterada enquanto todo o incremento no *Enterprise Value* da empresa é repassado para o *Equity*, potencializando o retorno.

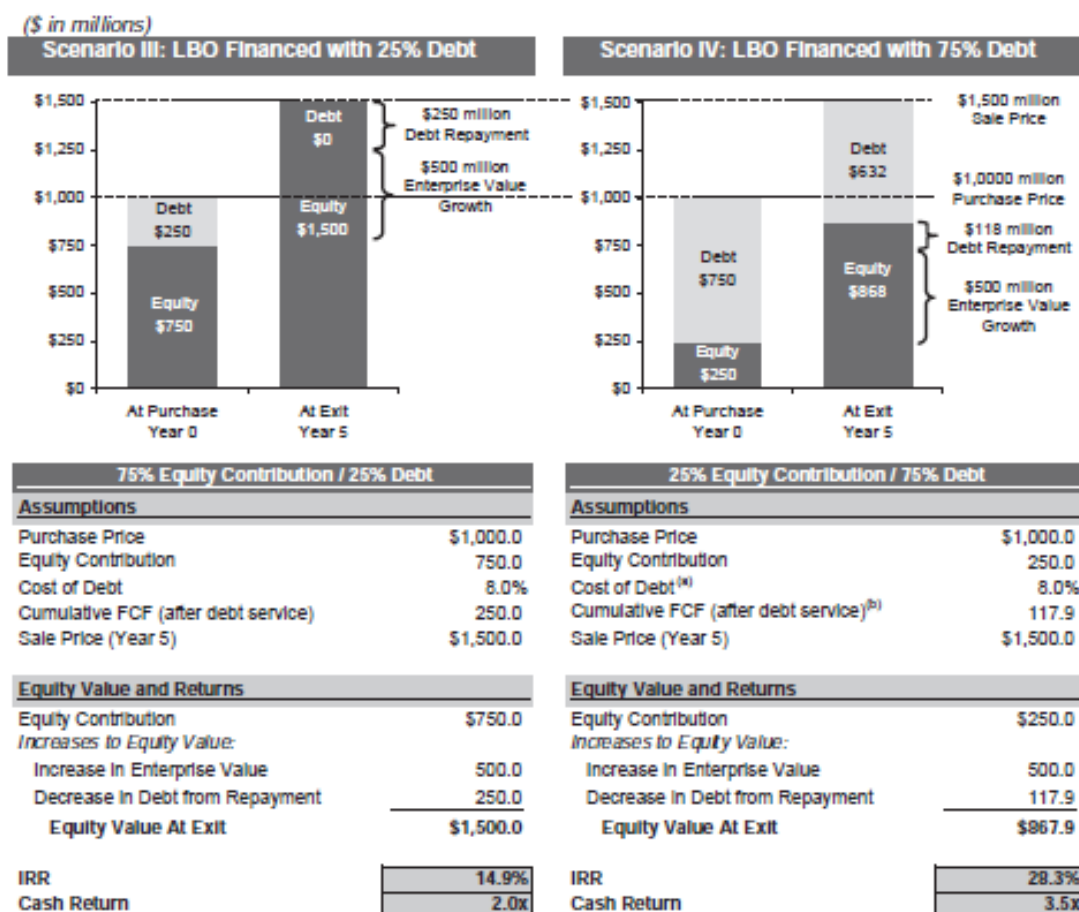


Figura 3: How LBOs Generate Returns

Fonte: Rosenbaum et al. (2009), página 173

Finalmente, Torres (2015) apresenta a tese de que LBOs facilitam a inovação por parte das empresas. A autora argumenta que, apesar de estarem sujeitas a pressões derivadas das obrigações de pagamento da dívida, os executivos destas companhias tendem a fazer investimentos com viés empreendedor no longo prazo. Isto ocorre em função da possibilidade de financiamento a um custo baixo, derivado do bom relacionamento dos fundos de PE com os credores, e dos incentivos para gerar retornos os quais estão sujeitos os membros da administração.

Apesar dos benefícios mencionados anteriormente, o uso de dívida como instrumento capaz de potencializar o retorno de operações de *leveraged buyout's* traz consigo um risco elevado. Ross et al. (2013) explora primeiramente os empecilhos que as empresas podem vir a ter para honrar suas obrigações com os credores – risco de solvência. Caso as projeções de crescimento e melhorias operacionais não se concretizem, as empresas enfrentam problemas para arcar com as suas obrigações relacionadas ao pagamento da dívida e podem vir a entrar em falência. A amostra analisada por Strömberg et al. (2008) em seu estudo constatou que 6% das transações de LBO presentes na amostra analisada terminaram em falência.

Exit Characteristics of Leveraged Buyouts across Time

<i>Year of original LBO</i>	<i>1970– 1984</i>	<i>1985– 1989</i>	<i>1990– 1994</i>	<i>1995– 1999</i>	<i>2000– 2002</i>	<i>2003– 2005</i>	<i>2006– 2007</i>	<i>Whole period</i>
Type of exit:								
Bankruptcy	7%	6%	5%	8%	6%	3%	3%	6%
IPO	28%	25%	23%	11%	9%	11%	1%	14%
Sold to strategic buyer	31%	35%	38%	40%	37%	40%	35%	38%
Sold to financial buyer	5%	13%	17%	23%	31%	31%	17%	24%
Sold to LBO-backed firm	2%	3%	3%	5%	6%	7%	19%	5%
Sold to management	1%	1%	1%	2%	2%	1%	1%	1%
Other/unknown	26%	18%	12%	11%	10%	7%	24%	11%
No exit by Nov. 2007	3%	5%	9%	27%	43%	74%	98%	54%
% of deals exited within								
24 months (2 years)	14%	12%	14%	13%	9%	13%		12%
60 months (5 years)	47%	40%	53%	41%	40%			42%
72 months (6 years)	53%	48%	63%	49%	49%			51%
84 months (7 years)	61%	58%	70%	56%	55%			58%
120 months (10 years)	70%	75%	82%	73%				76%

Note: The table reports exit information for 17,171 worldwide leveraged buyout transactions that include every transaction with a financial sponsor in the CapitalIQ database announced between 1/1/1970 and 6/30/2007. The numbers are expressed as a percentage of transactions, on an equally-weighted basis. Exit status is determined using various databases, including CapitalIQ, SDC, Worldscope, Amadeus, Cao and Lerner (2007), as well as company and LBO firm web sites. See Strömberg (2008) for a more detailed description of the methodology.

Figura 4: Exit Characteristics of Leveraged Buyouts across Time

Fonte: Strömberg et al (2008), página 10

Complementarmente, Ross et al. (2013) discorre em seu livro a respeito dos problemas de agência derivados do uso da dívida pelas empresas. Em companhias com estrutura de capital muito alavancada surgem conflitos de interesse entre acionistas e credores, de forma que os primeiros acabam por tomar atitudes

egoístas para ajudar a si próprios e prejudicam os originadores da dívida. Considerando uma companhia à beira da insolvência, os acionistas têm grandes incentivos para assumir grandes riscos (*i.e.* projetos de expansão) uma vez que em caso de falência o dano será o mesmo. Os credores, por outro lado, serão prejudicados dado que o montante recebido ao final do projeto será inferior em caso de resultado negativo. Outra estratégia adotada pelas empresas quando existe uma probabilidade significativa de falência é pagar dividendos extras para os acionistas, novamente reduzindo o montante que será pago posteriormente para os credores quando for declarada a falência da empresa.

Visando se proteger destes conflitos com os acionistas, os credores criam cláusulas contratuais que restringem a atuação da companhia e aumentam o custo da dívida em situações onde o risco de falência é mais elevado. Desta forma, em seu estudo, Ross et al. (2013) conclui que os problemas de agencia acabam prejudicando os próprios acionistas, que em função destas distorções enfrentam maiores dificuldades para obter empréstimos.

Apesar dos riscos citados acima, a dívida apresenta diversas vertentes geradoras de valor previamente expostas que podem ser capturadas pelos fundos de PE em operações de *leveraged buyout*. A próxima seção visa justamente analisar de que forma a impossibilidade de realizar transações com alavancagens financeiras prejudica a indústria de PE no Brasil.

3. Potenciais prejuízos para indústria de PE no Brasil

Fundos de *private equity* têm como um dos principais objetivos gerar valor para seus investidores através da compra e da venda de empresas. Para tal, a tese estruturada por trás de cada operação busca entender qual será o plano de atuação do fundo para atingir os resultados esperados. Apesar das estratégias variarem de acordo com o perfil da companhia, do setor e das variáveis macroeconômicas presentes, os pilares que sustentam as alavancas de valor permanecem inalterados entre as transações. São eles: melhorias de governança e operacionais, arbitragem e alavancagem.

No Brasil, em face ao custo de dívida elevado, os fundos de PE não têm o costume de utilizar a alavancagem financeira como instrumento potencializador dos investimentos. Apesar dos benefícios previamente expostos, os juros elevados aumentam o risco de falência das empresas uma vez que se faz necessária uma geração de caixa elevada e constante para honrar as obrigações da dívida. Este cenário fica aparente ao observar os dados do Pebay: em 2017 a alavancagem mediana das companhias investidas por *private equities* no Brasil foi de apenas 1.4x enquanto no resto do mundo foi de 5.5x.

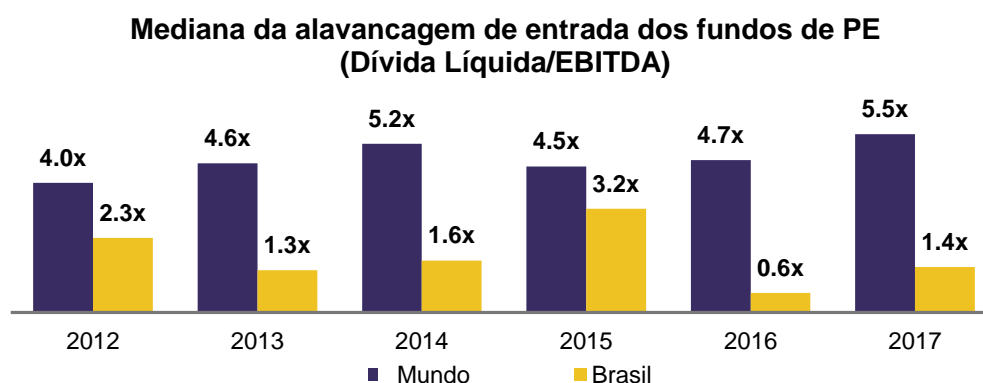


Figura 5. Fonte: Pebay

Um estudo realizado por Minardi et al. (2013) sugere que tamanha discrepância, entretanto, não se traduz necessariamente em retornos inferiores dos fundos de PE no Brasil. Utilizando os Estados Unidos como base de comparação, país percursor das operações de LBO com fundos renomados como KKR, os

autores constataram que entre os anos de 1999 e 2008 os fundos de *private equity* e *venture capital* brasileiros superaram, em média, o retorno dos fundos norte-americanos (gráfico abaixo).

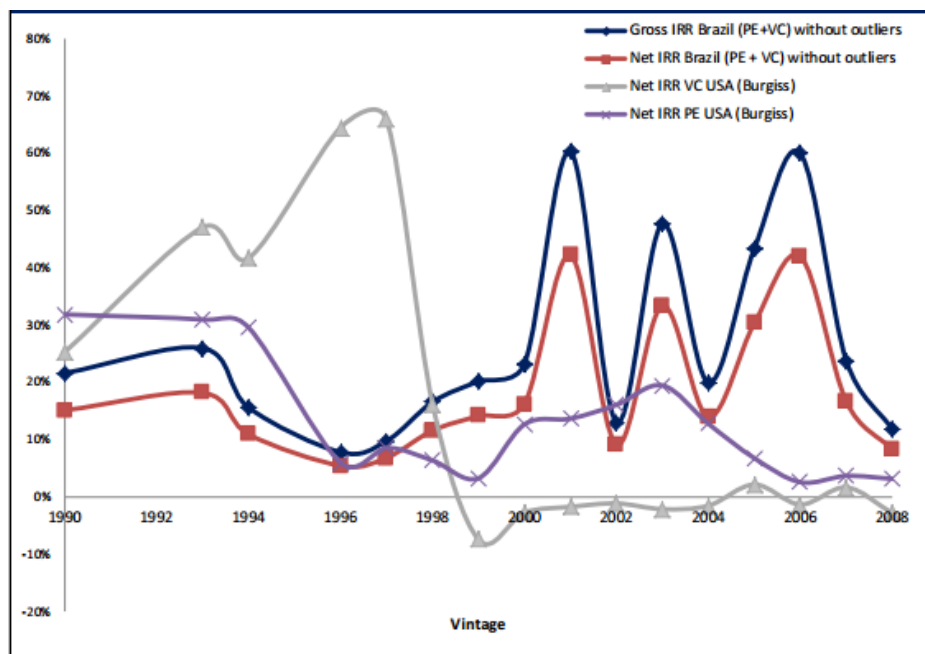


Figura 6: Comparação entre as Taxas Internas de Retorno (IRR) de fundos brasileiros e norte-americanos
Fonte: Minardi et. al (2013), página 7

A potencial razão para este desempenho reside no fato de que os fundos de PE e VC encontram no Brasil características favoráveis para explorarem os demais pilares de crescimento, que não a alavancagem financeira. Primeiramente, o perfil familiar de grande parte das empresas (80% das 19 milhões de companhias brasileiras, segundo uma pesquisa divulgada pela PWC ao final de 2016) é extremamente atrativo para os investidores financeiros, uma vez que os mesmos tendem a promover mudanças relacionadas à governança e costumemente encontram oportunidades de melhorias operacionais (*i.e.* redução de custos e otimização dos recursos), gerando valor e potencializando seu retorno futuro. Largh et al. (2017) publicaram um artigo no qual analisam o alto índice de falências das companhias familiares brasileiras (88%) após a terceira geração familiar assumir o comando; conforme reportado pelos autores, o International Finance Corporation (IFC) atribui esta estatística principalmente a informalidade na condução do negócio, a ausência de departamentos e cargos estratégicos e ao

conflito entre herdeiros, de forma que a profissionalização da gestão e a criação de um conselho de administração independente, medidas recorrentes adotadas pelos fundos de PE, se mostram essenciais para prolongar a longevidade da empresa.

Um segundo aspecto diz respeito ao timing dos fundos para operar janelas de aquecimento de mercado; a volatilidade do mercado brasileiro possibilita que os PEs potencializem seus retornos ao comprarem empresas com múltiplos de entrada inferiores, em momentos de baixa atividade, e venderem elas com o mercado aquecido, por múltiplos superiores. Em relação ao primeiro tópico, dados do Pebay revelam que os fundos brasileiros em 2017 realizaram seus investimentos, a um múltiplo EV/EBITDA de entrada médio de 7.3x, um valor bastante inferior à média global de 10.7x. No que diz respeito às saídas, Rosatelli (2016) em sua obra analisou justamente a influência do aquecimento do mercado de capitais na saída dos fundos de PE e VC no Brasil. O autor encontrou evidências estatísticas de que os gestores costumam antecipar seus desinvestimentos em momentos de aquecimento de mercado, e que, em média, estes movimentos tendem a gerar maiores retornos – TIR de 50,1% versus 33,4% em um mercado desaquecido (figura 7).

Painel A) Holding Period, em meses	Média	Mín.	Máx.	# Obs.
Saída = 0	59,0529	12,1333	229,2333	489
Saída = 1, HOTMARKET = 0	58,7192	4,7731	156,2667	172
Saída = 1, HOTMARKET = 1	55,1448	1,7499	146,1000	156
Painel B) MOM	Média	Mín.	Máx.	Máx.
Saída = 1, HOTMARKET = 0	3,0739	0,0193	20,3333	143
Saída = 1, HOTMARKET = 1	5,5073	0,1523	52,3504	48
Painel C) TIR	Média	Mín.	Máx.	Máx.
Saída = 1, HOTMARKET = 0	33,3747%	-38,3484%	352,5806%	144
Saída = 1, HOTMARKET = 1	50,0890%	-44,3228%	260,9513%	48

Figura 7: sumário da base de dados por saída e mercado aquecido
Fonte: Rosatelli (2016), página 24

Deste modo, os resultados previamente apresentados por Minardi et. al (2013) são indícios de que a impossibilidade de realizar transações com alavancagens financeiras altas não vem limitando o desenvolvimento da indústria de PE no Brasil. Entretanto, o estudo realizado por Acharya et al. (2011) indica que os fundos poderiam elevar ainda mais o retorno obtido com as suas investidas caso

utilizassem maiores quantidades de dívida e menos de capital próprio. Baseando-se em uma amostra de aproximadamente 400 transações em um período de 16 anos, os autores concluíram que em média 34% do retorno obtido nas foram provenientes de melhoras operacionais e de gestão, enquanto 50% derivou de uma alavancagem elevada. O restante (16%) se deu por características do setor ao qual a companhia estava inserida. Desta forma, uma alavancagem elevada serviria como uma ferramenta complementar para potencializar ainda mais o retorno dos fundos brasileiros.

Scenario	n	(i) deal-level abnormal performance	(ii) levered sector return	(iii) return from incremental leverage	total IRR ^c	Abnormal performance per IRR
(1) All deals	395	19.8 (15.4)	8.5 (8.4)	27.9 (19.1)	56.1 (43.2)	33.93%
(2) 1991-93	7	32.2 (28.5)	9.8 (9.1)	29.1 (26.4)	71.1 (70.9)	45.07%
(3) 1994-97	61	20.5 (13.8)	8.5 (7)	30.4 (19.7)	59.4 (41.9)	33.90%
(4) 1998-00	124	16.5 (12)	0.7 (1.5)	18 (12)	35.2 (25)	45.71%
(5) 2001-02	100	17.5 (14.6)	11.2 (12.1)	21.9 (17.9)	50.6 (42.9)	34.00%
(6) 2003-07	103	24.7 (21.8)	15 (16.1)	43.9 (36.6)	83.5 (73.3)	28.92%
(7) Deals with cost of debt information	67	11 (10.1)	11.2 (10.1)	20.7 (15.2)	42.8 (40)	26.19%

Note: All values in percent, simple averages, medians in parentheses

Figura 8: IRR decomposition

Fonte: Acharya et al. (2011), página 33

Em entrevista para o New York Times no ano de 2011, Armínio Fraga discorreu justamente a respeito das alavancas de valor dos fundos de PE no Brasil e como o cenário macroeconômico impossibilita o uso da dívida como artifício para potencializar os retornos. O ex-presidente do Banco Central e sócio do Gávea, um dos fundos de *private equity* mais renomados do país, afirmou que no Brasil os fundos de PE buscam investir em empresas privadas familiares onde há inúmeras oportunidades de melhoras operacionais. De acordo com ele, o custo de dívida elevado no país não permite que os fundos adotem a alavancagem financeira como vertente geradora de valor. Contudo, Sr. Fraga faz a ressalva de que não há nada que impeça que em um cenário de juros baixo os fundos passem a utilizar mais dívida em suas aquisições, se aproximando mais das dinâmicas de mercado dos Estados Unidos.

Conforme exposto ao longo deste estudo, investigar o efeito da ausência de elevados níveis de alavancagem para a indústria de PE limita-se a uma discussão com embasamento teórico, considerando que não há ferramentas para mensurar quantitativamente quais são os prejuízos reais. Os argumentos utilizados com base em autores renomados serviram para sustentar a discussão proposta e divagar sobre o papel da dívida como uma das vertentes de retorno dos *private equities*. Foi possível observar que, apesar de não adotarem uma estrutura de capital muito alavancada em suas transações, os fundos de PE no Brasil conseguem gerar retornos equiparáveis aos retornos da indústria dos Estados Unidos. Isto ocorre uma vez as companhias e o mercado brasileiro possuem certas características que permitem que os investidores potencializem seu retorno via profissionalização da governança, melhorias operacionais e operando as janelas de aquecimento de mercado. Contudo, conforme explicitado por Acharya et al. (2011), a possibilidade de incrementar ainda mais o retorno de seus investimentos, utilizando a dívida como vertente geradora de valor, torna o surgimento de *leveraged buyout`s* algo provável uma vez estabelecido um cenário macroeconômico mais favorável.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- MINARDI, Andrea; MOREIRA, Lucas; RUDNICK, Vinicius; BASSANI, Rafael; KANITZ, Ricardo. Brazilian Private Equity and Venture Capital Funds Performance. 2013. Disponível em: <https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2014/01/Brazilian-Private-Equity-Venture-Capital-Funds-Performance-nov-2013.pdf>. Acesso em: 24 mai. 2018
- JENSEN, Michael. Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*. 1989. Disponível em: <https://hbr.org/1989/09/eclipse-of-the-public-corporation>. Acesso em: 24 mai. 2018
- ANDERS, George. The “Barbarians” in the Boardroom. *Harvard Business Review*. 1992. Disponível em: <https://hbr.org/1992/07/the-barbarians-in-the-boardroom>. Acesso em: 24 mai. 2018
- ROGERS, Paul; HOLLAND, Tom; HAAS, Dan. Lessons from Private-Equity Masters. *Harvard Business Review*. 2002. Disponível em: <https://hbr.org/2002/06/lessons-from-private-equity-masters>. Acesso em: 24 mai. 2018
- KAPLAN, Steven; GOMPERS, Paul; MUKHARLYAMOV, Vladimir. What Private Equity Investors Think They Do for the Companies They Buy. *Harvard Business Review*. 2015. Disponível em: <https://hbr.org/2015/06/what-private-equity-investors-think-they-do-for-the-companies-they-buy>. Acesso em: 24 mai. 2018
- KESTER, Carl W.; LUEHRMAN, Timothy A.. Rehabilitating the Leveraged Buyout. *Harvard Business Review*. 1995. Disponível em: <https://hbr.org/1995/05/rehabilitating-the-leveraged-buyout>. Acesso em: 24 mai. 2018

- TORRES, Nicole. Private Equity Can Make Firms More Innovative. *Harvard Business Review*. 2015. Disponível em: <https://hbr.org/2015/06/private-equity-can-make-firms-more-innovative>. Acesso em: 24 mai. 2018
- BARBER, Felix; GOOLD, Michael. The Strategic Secret of Private Equity. *Harvard Business Review*. 2007. Disponível em: <https://hbr.org/2007/09/the-strategic-secret-of-private-equity>. Acesso em: 24 mai. 2018
- KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*. 2008. Disponível em: <http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/ksjep.pdf>. Acesso em: 24 mai. 2018
- ACHARYA, Viral V.; GOTTSCHALG, Oliver; HAHN, Moritz; KEHOE, Conor. Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity. 2011. Disponível em: http://pages.stern.nyu.edu/~sternfin/vacharya/public_html/20110702_text_clean_final_og.pdf. Acesso em: 24 mai. 2018
- Price & Performance of Private Equity in Brazil. Private Equity Bay. 2018.
- ROSENBAUM, Joshua; Pearl, Joshua. **Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Aquisitions**. 2 ed, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2009. 161–192 p.
- ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey J.; LAMB, Roberto. **Administração Financeira**. 10 ed, New York: The McGraw-Hill Companies, Inc., 2013. 558–563 p.
- LARGHI, Nathália; ROSSETTO, Ricardo. Inovação e planejamento sucessório são fundamentais à sobrevivência de empresas familiares. *O Estado de S.Paulo*. 2017. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/governanca,inovacao-e->

planejamento-sucessorio-sao-fundamentais-a-sobrevivencia-de-empresas-familiares,70001648160. Acesso em: 15 jun. 2018

- ROSATELLI, Piero Lara. A influência do aquecimento do mercado de capitais na saída dos fundos de PE e VC no Brasil, e conseqüentemente na redução do tempo em que investimentos são mantidos em carteira. 2016. Disponível em: https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2017/03/21_a-influencia-do-aquecimento-do-mercado-de-capitais-na-saida-dos-fundos-de-pe-e-vc-no-brasil-e-conseqüentemente-na-reducao-do-tempo-em-que-investimentos-sao-mantidos-em-carteira.pdf. Acesso em: 15 jun. 2018