

Insper

Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
Faculdade de Economia e Administração

Karina Miyuki Fugita

**ALINHAMENTO DE INTERESSES E REMUNERAÇÃO DE GESTORES NA
INDÚSTRIA DE *PRIVATE EQUITY* NO BRASIL**

São Paulo
2018

Karina Miyuki Fugita

**ALINHAMENTO DE INTERESSES E REMUNERAÇÃO DE GESTORES NA
INDÚSTRIA DE *PRIVATE EQUITY* 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.

Orientadora: Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi - Insper

São Paulo

2018

Fugita, Karina Miyuki
Alinhamento de interesses e remuneração de gestores na indústria de *Private Equity* no Brasil/ Karina Miyuki Fugita. – São Paulo, 2018.

48.f.

Monografia (Bacharel) – Insper, 2018.

Orientadora: Prof. Dra. Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi

1. *Private Equity* 2. Remuneração de gestores 3. Incentivos 4. Alinhamento 5. Problemas de Agência 6. Taxa de Performance 7. Taxa de Administração

Karina Miyuki Fugita

**ALINHAMENTO DE INTERESSES E REMUNERAÇÃO DE GESTORES NA
INDÚSTRIA DE *PRIVATE EQUITY* 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.

DATA DE APROVAÇÃO:

EXAMINADORES

Prof. Dra. Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi
Orientadora

Prof.
Examinadora

DEDICATÓRIA

À minha família e aos amigos,
pelo enorme apoio e aos meus
professores pela orientação.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer aos meus pais, Hidemi e Edson Fugita, que sempre me incentivaram a estudar e a perseguir meus sonhos.

Aos meus amigos, que sempre me apoiaram e tiveram grande impacto não apenas na minha formação acadêmica como na minha formação pessoal. Agradeço pelos anos de amizade e carinho.

À minha orientadora, Andrea Minardi, agradeço pelo conhecimento, paciência e apoio, que em momentos de muitas dificuldades eu pude contar com seu tempo, dedicação e carinho.

Ao meu professor, Leonidas Sandoval, que me orientou muito desde o início da minha trajetória do Insper, agradeço pelo suporte, carinho e dedicação.

EPÍGRAFE

“A boa relação entre os general partners (GPs) e os limited partners (LPs), aliada a uma política de boas práticas de governança corporativa é um dos principais pilares para o sucesso de um fundo de *Private Equity*”

(Freire e Viegas)

RESUMO

A indústria de *Private Equity* possui como característica marcante a realização de investimentos ilíquidos de longo prazo e alto nível de risco e retorno. Como há pouca abertura para que investidores possam interferir na gestão dos fundos e a informação sobre a carteira de investimento é opaca, existe grande risco de comportamento oportunístico por parte dos gestores. Conseqüentemente, o alinhamento de interesse e as cláusulas contratuais, que mitigam esse problema, são fatores de grande atenção. A remuneração dos gestores é uma das grandes preocupações em alinhamento de interesse entre gestores e investidores. Portanto, esse trabalho tem o objetivo de analisar os termos de remuneração dos regulamentos de FIPs, provenientes de fundos de *Private Equity* registrados na CVM e, analisar se estão de acordo com as melhores práticas propostas pela ILPA. Para isso, foram analisados 57 regulamentos de fundos de investimento de participação identificados pela Spectra Investimentos, como referência a contratos que regulamentam a relação entre gestores e investidores de *Private Equity* no Brasil. Os resultados da análise mostram que fundos brasileiros adotam práticas recomendadas pela ILPA. Cerca de 59,65% dos fundos alteram o valor da taxa de administração após o período de investimento, principalmente através da mudança da base de cálculo (50,88%), que geralmente inicia-se como capital comprometido, e o *carry* é pago na maior parte dos contratos apenas após o investidor ter recebido todo o capital comprometido corrigido. Entretanto, foram detectadas algumas fontes de preocupações. Em 35,71% dos contratos, o *hurdle-rate* é alto, e considerando que não há cláusulas de *catch up* ou mecanismo análogo, o valor do *carry* pode ser muito pequeno para servir como mecanismo de alinhamento. Outra fonte de potencial conflito de interesse é a presença de Comitê de Investimentos com participação de cotistas (56,14%), que podem interferir na decisão de investimento e desinvestimento, gerando uma oportunidade para o LP ter comportamento oportunístico, o que não é comum em contratos internacionais.

Palavras-chave: *Private Equity*; remuneração de gestores, incentivos, alinhamento, problemas de agência, taxa de performance; taxa de administração.

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|----|
| Tabela 1- Número de fundos por organização gestora | 23 |
| Tabela 2- Descrição do número de fundos por administrador | 24 |
| Tabela 3- Estatísticas sobre a Taxa de Administração Consolidada | 25 |
| Tabela 4- Matriz de migração com relação às bases de cálculo da taxa de administração em valores numéricos e em percentagem | 28 |
| Tabela 5- Estatísticas sobre a Taxa de Administração destinada para o Gestor | 29 |
| Tabela 6- Estatísticas sobre a Taxa de Administração Consolidada nos dois casos... 31 | |
| Tabela 7- Resultados do Teste de Hipótese 5 | 32 |
| Tabela 8- Resultados do Teste de Hipótese 7 | 33 |
| Tabela 9- Resultados do Teste de Hipótese 6 | 33 |
| Tabela 10- Distribuição do número de veículos segundo a relação entre o Indexador e o Hurdle-Rate | 38 |

LISTA DE FIGURAS

| | |
|--|-------|
| Figura 1- Histograma da Taxa de Administração Consolidada no Período de Investimento | p. 27 |
| Figura 2 - Histograma da Taxa de Administração Consolidada no Período de Desinvestimento | p. 27 |
| Figura 3 - Histograma da remuneração via Taxa de Performance | p.36 |
| Figura 4 - Classificação dos fundos com relação à base de cálculo da Taxa de Performance | p. 37 |
| Figura 5 - Proporção dos fundos de <i>Private Equity</i> brasileiros com relação ao formato de pagamento da taxa de performance | p. 39 |

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABVCAP - Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*

CDI - Certificado de Depósitos Bancários

CVM - Comissão de Valores Mobiliárias

FIP - Fundo de Investimento em Participações

GP - *General Partners* - Gestor

ILPA - *Institutional Limited Partners Association*

IPO - *Initial Public Offering*

LP - *Limited Partner* – Investidor ou *Limited Partnership*

PL - Patrimônio Líquido

SUMÁRIO

| | |
|--|----|
| 1. INTRODUÇÃO | 12 |
| 2. REVISÃO DA LITERATURA | 15 |
| 3. INFORMAÇÕES COLETADAS E ANÁLISE DESCRITIVA | 22 |
| 3.1 TAXA DE ADMINISTRAÇÃO | 24 |
| 3.1.1 TAXA DE ADMINISTRAÇÃO CONSOLIDADA | 25 |
| 3.1.2 TAXA DE ADMINISTRAÇÃO DESTINADA AO GESTOR..... | 29 |
| 3.1.3 OUTROS ASPECTOS..... | 30 |
| 3.2 TAXA DE DESEMPENHO | 36 |
| 3.3 EXISTÊNCIA DE OUTRAS TAXAS | 40 |
| 4. CONCLUSÃO | 42 |
| 5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 47 |

1. INTRODUÇÃO

Na metade da década de 90, havia um consenso global de que o segmento de empresas fechadas deveria ser “o principal catalisador para novos investimentos”, deixando, dessa forma, o segmento de empresas negociadas em bolsa para o segundo plano (LEEDS; SUNDERLAND, 2003, p. 111).

Essa nova tendência foi a alavanca para que as economias emergentes, tais como a do Brasil, pudessem desenvolver esse tipo de investimento, no qual faz parte a indústria de *Private Equity*.

Private Equity trata-se de um meio de investimento alternativo, constituindo-se como um capital de risco decorrente de fora dos mercados líquidos. Conseqüentemente, esse tipo de investimento está relacionado com ações de empresas não listadas em bolsas de valores “que estão em estágio ou no estágio subsequente de maturação”, de forma que seus investidores procuram “altos retornos com base no perfil de risco da empresa e também na baixa liquidez de curto prazo” (LEEDS; SUNDERLAND, 2003, p.111).

Esse modelo de investimento de *Private Equity* tem obtido bastante relevância no Brasil desde o advento do Plano Real. Com o controle inflacionário e estabilidade econômica trazidos pelo plano, o Brasil voltou a atrair capital internacional. Conforme Ramalho et al. (2011, p. 146) e Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006, p. 5), em 1999, o valor agregado do capital comprometido no Brasil foi cerca de US\$ 3,71 bilhões, já em 2004 esse valor correspondia a US\$ 5,58 bilhões (1% do PIB), e em 2009 alcançou US\$ 36,1 bilhões.

O modelo de investimento de *Private Equity*, segundo Gilligan e Wright (2014, p. 15), pode ser explicado com base em três teorias. O *Private Equity* gera retorno em excesso por explorar ineficiências ou falhas de mercado existentes em empresas fechadas (1). Por ser um gestor ativo, é possível mitigar o problema de principal-agente entre acionistas e gestores de tais empresas, por trazer uma forma alternativa de governança de longo prazo. Os gestores (GP) participam ativamente do Conselho e por meio de cláusulas no acordo do acionista, os GP podem interferir na gestão da empresa investida (2). Porém, tendo em vista essa classe de ativo, o investidor sacrifica liquidez em detrimento

de maior acesso a informações de qualidade provindas de análises feita nos fundos (3).

Os fundos de Private Equity têm normalmente uma vida útil de cerca de 10 anos, podendo ser estendida, sendo tipicamente dividido em período de investimento e período de desinvestimento.

Os principais agentes envolvidos nesse fundo são os gestores, também conhecidos como *general partners* (GP) e os investidores, denominados como *limited partners* (LP) ou cotistas.

Os investidores são provedores de capital, logo, são detentores de cotas, as quais possibilitam a representação do direito sobre a carteira do fundo.

Já os gestores são os responsáveis por criar valor para os investidores, por meio da prospecção de empresas, estruturação de bons investimentos, monitoramento da performance e procura de saídas rentáveis. Assim, com os gestores lidando com a parte de investimentos, a responsabilidade administrativa fica delegada para os administradores.

Logo, os fundos de *Private Equity* têm o mesmo papel de um intermediário financeiro, segundo Metrick e Yasuda (2011, p. 3), no qual os gestores contratados tomam decisão em nome dos investidores, assumindo a responsabilidade de representá-los.

Em suma, *Private Equity* permite investir em empresas fechadas, sendo, portanto, ativos ilíquidos de longo prazo, onde há muito mais ineficiência de mercado e, por isso, é possível ter retornos maiores. Tais fundos são uma forma de governança alternativa, em que o gestor é ativo, e pode interferir na empresa investida. Assim, os investimentos de *Private Equity* estão sujeitos a um elevado grau de assimetria de informação entre gestores e investidores.

Essa assimetria de informação deriva do fato do gestor ter muito mais conhecimento que o investidor. Dessa forma, a informação sobre os investimentos é opaca. O investidor também possui pouca possibilidade de interferência na gestão do fundo. Esse fato cria oportunidades de comportamento oportunístico por parte do gestor. Assim, cláusulas contratuais são essenciais como mecanismo de alinhamento.

De acordo com as melhores práticas sugeridas em *Private Equity Principles*, emitido pela *Institutional Limited Partners Association* (ILPA), são recomendados mecanismos que gerem comprometimento dos gestores,

esclarecimento sobre a duração do fundo e da remuneração destes, com a finalidade de fortalecer o alinhamento de interesses entre investidores e gestores.

É recomendado que o próprio gestor comprometa parte de seus recursos no fundo, concomitantemente com os investidores restantes, uma vez que este pode também estar sujeito a perdas, e não apenas os *limited partners*, em caso de insucesso do *deal*.

Ademais, o prazo de duração do fundo também é considerado como um mecanismo auxiliar de alinhamento de interesses, uma vez que devem ser esclarecidos, tentando visar o tempo médio de maturação das empresas investidas, para alinhar com a política de investimento optada.

A política de remuneração dos gestores, contudo, é o instrumento de alinhamento mais eficaz. A ILPA recomenda que “o retorno financeiro dos gestores deve vir, principalmente, dos recursos provenientes da taxa de performance, do valor adicionado nas empresas investidas e do retorno financeiro de sua participação” (ABVCAP, 2013, p.14), de forma que o gestor somente será remunerado quando o investimento realizado traga um retorno médio acima da taxa de performance, e que a taxa de administração seja apenas uma remuneração designada para arcar com os custos operacionais do fundo.

Nesse sentido, o objetivo deste trabalho consiste em analisar se a remuneração dos gestores, prevista nos regulamentos brasileiros de *Private Equity*, está de acordo com as melhores práticas sugeridas pela ILPA, bem como se está proporcionando um bom alinhamento entre gestores e investidores.

Para tanto, foram analisadas cláusulas de 57 regulamentos de FIPs de fundos de *Private Equity* e de *Venture Capital* levantadas entre abril de 2004 e dezembro de 2015. Assim, a coleta desses dados permitirá analisar como os fundos estão se estruturando mais fortemente com base nas melhores práticas ditadas pela ILPA, de forma a mitigar o problema de desalinhamento de interesses entre gestores e investidores, por meio de cláusulas contratuais a respeito da remuneração dos gestores.

2. REVISÃO DA LITERATURA

O relacionamento entre investidores e as organizações gestoras é estabelecido por contratos de compromisso de investimento e pelo regulamento do veículo de investimento de *Private Equity*.

No Brasil, a maior parte dos veículos é regulamentada como FIP (Fundos de investimento em Participação), o qual é formado a partir de um condomínio fechado. De acordo com ABVCAP e Tozzini Freire (2017, p. 5) esse veículo de investimento tem como objetivo:

adquirir ações, debêntures simples, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações, emitidos por companhias brasileiras que possuam capital fechado ou capital aberto, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas. O FIP deve manter pelo menos 90% de seu patrimônio líquido nos ativos. (ABVCAP e Tozzini Freire, 2017, p. 5)

O FIP é regulamentado pela Instrução Normativa CVM Nº 391 (“ICVM-391”) criada em 2003. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é o órgão regulador e supervisor de constituição, operação e liquidação dos fundos. Em geral, são subordinados ao regulamento, o qual procura estabelecer os termos e condições. Ou seja, determinam os direitos e obrigações, de forma que fiquem claras as informações sobre as decisões de investimentos, de aporte de capital, de desinvestimentos, dentre outros.

Segundo Aghion e Bolton (1992, p. 473, tradução nossa), “contratos financeiros são inerentemente incompletos”, ou seja, refletem “a capacidade limitada de se descrever os infinitos estados da natureza, predispor medidas para execução da operação, se ou quando, sofrerem alterações” (SZTJAN, 2010, p. 14), e assim “é impossível pressupor todos os acontecimentos ou eventos que poderão ter lugar entre os seres humanos, em especial no futuro” (PINHEIRO; SADDI, 2005, p.117). Logo, tais contratos não conseguem eventualmente prometer a convergência de interesses entre as duas partes, definindo assim o problema de agência.

Conforme Mehta (2004, p.7), os dois problemas primários de informação na estrutura de principal-agente são: informação escondida (*hidden information*)

ou informação assimétrica (*asymmetric information*) e ação escondida (*hidden action*) ou comportamento oportunista (*moral hazard*).

O primeiro problema, derivado da informação assimétrica ocorre pelo fato do gestor (agente) possuir mais informações sobre a carteira do que o investidor (principal). Assim, o agente passa a ter maiores incentivos para procurar investimentos de maior risco, obtendo um retorno mais alto, ao invés de buscar uma diversificação do portfólio, o que seria mais vantajoso para o investidor.

Enquanto o problema de *moral hazard* deriva do fato de não ser possível observar o esforço dos gestores, logo, se estes não forem propriamente incentivados, passarão a tomar decisões em prol de si mesmos, e não visando a melhor opção para a figura dos investidores.

Assim, com o intuito de mitigar os potenciais problemas existentes no mercado de *Private Equity*, há um amplo esforço durante a formação dos termos e condições de fundos de investimento. Segundo Gompers e Lerner (1996, p. 470), há duas teorias complementares que visam explicar os determinantes de provisões contratuais, as quais serão explanadas abaixo.

A primeira é a *Costly Contracting Theory*, a qual propõe que os custos de negociação entre as partes e de *enforcement* (o esforço para o cumprimento das provisões) sejam altos, de forma que a inclusão de cláusulas somente seria efetivada, caso o benefício de adicioná-la for superior aos custos de monitoramento. Entretanto, o nível ótimo de restrições não é limitado somente a essa análise, pois este varia de acordo com o contrato, visto que cada fundo possui suas características particulares, e, portanto, apresenta divergências na dificuldade de monitoramento e nos incentivos ao comportamento oportunístico.

Já a segunda teoria, *Supply-Demand Model*, complementa a análise contratual ao ponderar o impacto do mercado na determinação de provisões contratuais, por meio da oferta e demanda relativa. Tal teoria tem como base a premissa de que a oferta de serviços de *Private Equity* é relativamente fixa no curto prazo, tendo em vista a delonga para se obter experiência nesse ramo e para se levantar um fundo, dificultando a entrada de novos competidores.

Assim, o aumento da demanda por serviços de *Private Equity* presenciado atualmente promove a elevação do preço cobrado para os investidores e, conseqüentemente, cresce a oportunidade de aumento na

compensação dos gestores. Esse aumento de compensação pode ocorrer pela via monetária ou na direção de benefícios privados, que se resumiria na construção de sua reputação no mercado. Nesse sentido, o gestor pode se utilizar do tamanho e idade do fundo, além da frequência de se levantar um novo fundo para sinalizar a sua habilidade como gestor e, por conseguinte, construir a sua reputação.

Dessa maneira, os fundos cujos gestor apresentam melhor reputação são também os que terão serviços mais demandados, sendo que tais gestores terão maior poder de barganha frente aos interesses dos investidores, contribuindo potencialmente para um maior desalinhamento, além de haver um grande incentivo a uma remuneração elevada, não relacionado com os resultados do fundo.

Tendo em vista esse grande desalinhamento de interesses frente a remuneração dos gestores, há uma grande preocupação em prevenir tal comportamento oportunístico e em promover os interesses dos LPs, objetivo esse que mobilizou a formação da Invested Limited Partner Association (ILPA).

A ILPA lançou um documento chamado *Private Equity Principles*, em prol de um relacionamento de longo prazo sustentável entre os agentes dessa indústria, reunindo recomendações de boas práticas. Conforme foi recomendado, o alinhamento de interesses entre gestores e investidores deve ser atingido por meio de um conjunto de fatores que envolvem: “comprometimento de recursos financeiros do gestor, taxa de performance, taxa de administração, dedicação da equipe e prazo de duração do fundo”.

Um dos mecanismos de alinhamento mais eficazes é a remuneração, que será o objetivo deste estudo, aprofundando a análise na taxa de administração e na taxa de performance, também conhecida como *carry*. Apesar de existirem outras taxas cobradas pelos gestores em algumas parcerias, como por exemplo: taxas de transação, de monitoramento, *advisory* e de saída, as taxas de administração e de performance são as mais importantes e usualmente cobradas.

A taxa de administração é destinada tanto para administradores quanto para os gestores dos fundos. De acordo com RAMALHO et al. (2011, p. 253), no Brasil, o gestor e o administrador são os atores mais remunerados pela taxa de administração, correspondendo a 83,1% e 86,9%, visto que em muitos fundos o

gestor exerce a função de gestor e administrador. No Brasil, essa remuneração foi cerca de 2% ao ano do capital comprometido ou do patrimônio líquido (Minardi et al. (2013, p. 2)). Dessa forma, muitas vezes a remuneração explícita nos contratos se referem à uma remuneração conjunta dos atores do fundo.

A função dessa taxa é a de pagar os custos operacionais como salários e aluguéis, além de outras despesas relacionadas ao funcionamento do fundo, como custos com *due diligence* e custos de fusão, gastos com monitoramento, auditoria, advogados. Consoante Ramalho et al. (2012, p. 252), cerca de 22% são devidos às despesas operacionais da própria organização.

Segundo ILPA (2011), deve-se explicitar o cálculo e a apropriação dessa remuneração durante o período de vida útil do fundo, além de uma abordagem com relação a eventos excepcionais, como em caso de prorrogação do período de investimento, e do prazo de duração do fundo.

Entretanto, a ILPA acredita que as melhores práticas incluem uma apresentação de um orçamento, durante o período de *due diligence*, detalhando os custos fixos e variáveis da utilização dos recursos precedentes da taxa de administração, de forma que os investidores também estejam cientes da projeção dos fluxos de caixa, com a finalidade de ter uma base de cálculos mais precisa sobre a quantia que será atribuída à taxa de administração.

A ILPA indica que os cotistas verifiquem outras receitas que possam impactar a taxa de administração por meio da análise de fundos anteriores, sendo manejados pelo gestor.

Com relação às cláusulas nos contratos, é orientado que seja explicitado como se dará o cálculo e o pagamento da taxa de administração em caso de desligamento de um membro-chave, além do caso do fundo ou seu período de investimento ser prorrogado, bem como de qualquer outro evento específico.

A recomendação mais significativa diz respeito à base de cálculo da taxa de administração, que deverá levar em conta os custos operacionais. Ademais, é recomendado que haja mudança da base de cálculo entre os períodos de investimento e de desinvestimento. No período de investimento, a base deve incidir sobre o capital comprometido e, no período de desinvestimento, essa base deverá ser alterada, para que haja redução do valor da taxa de administração.

Essa alteração na base de investimento pode ser explicada com base na pesquisa de Kaplan e Stromberg (2011, p. 4-6), a qual relata a extensa carga de

trabalho de um gestor para avaliar e analisar potenciais investimentos. Logo, no período de investimento, o gestor deve elaborar a tese de investimento, balancear os riscos e retornos, realizar auditorias, contratar advogados, compor memorandos e contratos financeiros.

As operações do fundo promovem alto custos. Dessa forma, durante o período de investimento, grande parte dos custos atrelados à taxa de administração referem-se ao tamanho dos compromissos totais do fundo e não com base no capital investido.

Inicialmente, os custos relativos à administração do fundo são bastante elevados, entretanto esse custo passa a ser dissolvido e decrescente no período de desinvestimento, já que grande parte desses trabalhos não serão mais necessários ou serão menos recorrentes, já que o fundo está em outra fase da sua vida útil.

Metrick e Yasuda (2011) analisaram que se a base da taxa de administração fosse com relação ao valor de portfólio, então essa remuneração seria muito baixa e incapaz de cobrir os gastos fixos do fundo. Ademais, a utilização dessa base promoveria um incentivo aos gestores para que estes investissem rapidamente, diminuindo a qualidade das empresas a serem investidas. E por fim, o valor de mercado de um portfólio é demasiadamente complicado de ser calculada para as empresas não abertas, de forma que o valor da taxa de administração ainda seria arbitrária.

A taxa de performance, de acordo com as recomendações da ILPA, deve ser o mecanismo prioritário para promover o alinhamento de interesses entre as duas partes. Dessa forma, o gestor obtém uma remuneração representativa à sua remuneração total e proporcional ao desempenho do fundo.

A taxa de performance, taxa de desempenho, *carry* ou *carried interest* refere-se à remuneração paga aos gestores atrelada ao desempenho do fundo. Ou seja, é a remuneração atrelada ao custo de oportunidade incorrido, ao pactuar o capital comprometido em uma classe de ativos de risco e iliquidez superior ao mercado público de ações, de forma que esta só será paga após exceder uma taxa-piso pré-estabelecida, *hurdle-rate* ou *preferred rate*. Desse modo, essa compensação, que normalmente equivale a 20%, só será paga se garantir um retorno mínimo aos investidores, corrigido por um indexador

(normalmente o IPCA), e assim o retorno excedente é dividido entre o gestor e o investidor.

Com a finalidade de garantir a taxa de performance como um instrumento de alinhamento de interesses, a ILPA recomenda que o gestor apresente aos investidores, na *due diligence*, uma análise sobre futuros fluxos de caixa, despesas e receitas projetadas, incluindo uma taxa de performance estimada, seu cálculo e repartição. Ademais, a quantia relacionada com o *carry*, deve ser compatível com as especificidades de cada fundo, não devendo ser considerada pelos investidores como uma rentabilidade mínima.

Com relação às outras partes envolvidas no funcionamento do fundo, uma fração significativa do *carry* deve ser designada para a equipe responsável pelo sucesso do fundo.

O pagamento da taxa de performance pode estar atrelada aos retornos crescentes de um fundo, ou seja, ao adotar mecanismos de distribuição como o *catch-up*, “o gestor passaria a ter uma remuneração baseada na totalidade dos lucros gerados pelo fundo e não apenas sobre o que exceder do indexador.” (KALANSKY; ROCHA, p.2). Entretanto, essa cláusula que implica na “devolução de um capital mínimo antes da cobrança do *carry* é ainda pequena, e segue uma tendência de queda, devido à pressão pelos investidores”. (RAMALHO et al, 2011, p. 260)

Um dos fatores essenciais para promover alinhamento entre as partes envolvidas é que essa remuneração tenha uma parcela expressiva do total da remuneração do gestor, o qual só será remunerado quando os investidores receberem um montante superior ao valor investido no fundo, corrigido pelo *hurdle*. Esse pagamento também deve estar atrelado à integralização de todo o capital comprometido ou ao término do período de investimentos, o que ocorrer primeiro.

Ademais, é recomendado que o valor monetário a ser pago de taxa de performance seja estimado periodicamente e que haja transparência quanto à base de cálculo e ao seu pagamento. Em casos do fundo pagar *carry deal-by-deal*, o regulamento deverá prever uma cláusula de *clawback*, para que possa haver a devolução do *carry* que excedeu o lucro mínimo exigido pelo gestor, após a liquidação total do fundo.

Há ainda outros tipos de taxas, que não estão atreladas à performance do fundo, como: taxa de transação, de monitoramento, de estruturação, de *advisory* e de saída. A ILPA sugere que haja bastante transparência quando relatadas nos regulamentos, visto que também são alvos de conflito de interesses.

A taxa de transação refere-se ao pagamento por parte da companhia investida, que deve pagar tipicamente de 1% a 2% sobre o valor da empresa. Assim, essa taxa configura como mais um meio de remuneração para o gestor, que é considerada como um componente fixo com relação à receita, visto que ela não está atrelada à performance do fundo. Essa taxa é dividida com o investidor e essa regra de compartilhamento é detalhada nos regulamentos, sendo que a maioria (41% dos fundos) utilizam a regra de 50/50 entre gestores e investidores.

A taxa de monitoramento é mais um meio para que o gestores sejam remunerados, de forma que consiste em um meio indireto dos investidores pagarem os gestores pelos seus serviços prestados. Sob a ótica dos LP, não importa como que o gestor será remunerado, contanto que consiga criar valor para os investidores que justifique o seu nível de remuneração. Por isso, a importância do monitoramento dessas outras taxas que abrem espaço para conflito de interesses.

Anualmente, essa taxa varia entre 1% e 5% do EBITDA (*Earnings before interest, tax, depreciation and amortization*). Na maioria dos casos, ela é dividida entre gestores e investidores na proporção de 20/80. Esta taxa é considerada como um componente variável, visto que está atrelada à performance do fundo.

3. INFORMAÇÕES COLETADAS E ANÁLISE DESCRITIVA

A análise foi fundamentada por meio de uma base de dados formada por 57 regulamentos de fundos de investimento de participação (FIP), lançados entre abril de 2004 e dezembro de 2015, disponíveis na CVM. Esses regulamentos não correspondem a veículos de investimento de fundos *offshore* (regulamentos estabelecidos em países estrangeiros) e de *holdings* familiares, visto que a estrutura desses FIPs não estabelece uma relação entre os investidores e os gestores. A identificação desses 57 veículos foi feita pela Spectra Investimentos, um investidor de *Private Equity* brasileiro.

Nessa base, encontram-se 40 organizações gestoras diferentes (vide Tabela 1) e 26 Administradores envolvidos (vide Tabela 2), abrangendo 57 fundos FIP sob gestão, sendo catalogadas 37 características diferentes sobre os fundos.

A Tabela 1 contém o número de regulamentos analisados de cada um das gestoras e a Tabela 2 está representado o número de fundos por administrador. Nota-se que há uma quantidade relevante de fundos em que o gestor é a mesma pessoa jurídica que o administrador, sendo o fundo Patria o principal gestor e administrador nessa base de dados, conforme pode ser observado nas Tabelas 1 e 2. Ademais, o Votorantim também tem um grande participação, gerindo e administrando 6 fundos.

Tabela 1- Número de fundos por organização gestora

| Organizações Gestoras | Número de fundos sob gestão |
|------------------------------|------------------------------------|
| 2b Capital | 1 |
| Angra Partners | 2 |
| Aquila | 1 |
| Artis | 1 |
| Bozano Venture Partners LTDA | 1 |
| BR Educacional | 1 |
| BR Opportunities | 1 |
| BRKB | 1 |
| BRL Trust Investimentos | 1 |
| BRZ | 1 |
| BTG Pactual | 2 |
| Cambuhy | 1 |
| Confrapar | 1 |
| CRP | 2 |
| DGF | 2 |
| Diamond Mountain | 1 |
| DLM | 1 |
| DXA | 2 |
| EOS | 1 |
| Finvest | 1 |
| GP Investimentos | 2 |
| Infra Asset | 2 |
| Mantiq | 1 |
| NEO | 1 |
| Oliveira Trust | 1 |
| Patria | 8 |
| Performa | 1 |
| Petra Asset | 2 |
| Planner | 1 |
| Portbank Capital | 1 |
| SP Ventures | 1 |
| Tech | 1 |
| TGC | 1 |
| Trivella | 2 |
| Vinci | 1 |
| Votorantim | 6 |
| Total | 57 |

Fonte: Elaboração própria

Tabela 2- Descrição do número de fundos por administrador

| Administradores | Número de fundos administrados |
|--|---------------------------------------|
| Banco Petra SA | 1 |
| BB | 1 |
| Bem Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários | 4 |
| BNY Mellon | 7 |
| Bradesco | 1 |
| BRKB | 1 |
| BRL Trust | 2 |
| BTG Pactual | 1 |
| Citibank | 1 |
| CRP | 2 |
| CRV | 1 |
| DGF | 1 |
| Finvest | 1 |
| Foco | 1 |
| GP Investimentos | 2 |
| Intrag | 2 |
| Lions Trust Administradora de Recursos | 6 |
| Mantiq | 1 |
| Oliveira Trust | 1 |
| Patria | 8 |
| Petra | 2 |
| Planner | 2 |
| Santander | 4 |
| Votorantim | 6 |
| Total | 59 |

Fonte: Elaboração própria

3.1 TAXA DE ADMINISTRAÇÃO

Nos regulamentos brasileiros, o administrador, gestor e terceiras partes (como o custodiante) são elegíveis para receber a taxa de administração. O administrador e o custodiante são responsáveis pela capitalização e liquidação das cotas, pelo controle da distribuição do capital entre os investidores, organização de relatório, entre outros trabalhos com respeito à controladoria. Importante ressaltar que, dentre as suas obrigações, as decisões a respeito da performance do fundo não fazem parte.

Em muitos fundos analisados, o regulamento não discrimina como a taxa de administração foi dividida entre gestores, administradores e custodiantes, de

forma que nesses casos foram catalogadas apenas a taxa de administração consolidada, para o período de investimento e de desinvestimento.

A CVM permite que o administrador seja a mesma pessoa jurídica que o gestor. Essa abertura por parte da legislação, permitiu que cerca de 25 fundos analisados possuíssem essa estrutura, correspondendo a 43,86%. Conseqüentemente, grande parte dos regulamentos apresentam a taxa de administração como um único valor, o qual consolida a remuneração do gestor, do administrador e, muitas vezes de terceiros, como o custodiante e o consultor.

3.1.1 TAXA DE ADMINISTRAÇÃO CONSOLIDADA

Nessa base de dados, cerca de 39 fundos (68,42%) apresentaram a informação da taxa de administração sob a forma consolidada, enquanto que 18 fundos (31,58%) descrevem a remuneração respectiva de cada agente.

Por isso, a taxa de administração consolidada será analisada em primeiro lugar, visto que a maioria dos fundos apresentam tal remuneração nessa estrutura e, a partir dos fundos cujos regulamentos descrevem essa remuneração separadamente, é possível criar a taxa de administração consolidada, ampliando o número de observações.

Tabela 3- Estatísticas sobre a Taxa de Administração Consolidada

| | Taxa de Administração Consolidada | |
|----------------|--|----------------------------|
| | Período de Investimento | Período de Desinvestimento |
| Média | 1,55% | 1,52% |
| Mediana | 1,80% | 1,80% |
| Máximo | 3,00% | 2,65% |
| Mínimo | 0,25% | 0,24% |
| σ | 0,69% | 0,67% |
| σ_d | 0,14% | |
| t obs | 1,27 | |
| t crítico (5%) | 1,68 | |

Fonte: Elaboração própria

A ILPA recomenda que, em prol de um alinhamento de interesses entre gestores e investidores, a taxa de administração sofra redução, seja por meio do seu valor ou seja pela mudança de sua base de cálculo.

A Tabela 3 contém uma análise descritiva das taxas de administração consolidada. A média da taxa de administração consolidada do período de investimento é de 1,55%, e durante o período de desinvestimento, o valor dessa remuneração diminuiu para 1,52%, fato que acompanha as melhores práticas ditadas pela ILPA, contudo nota-se que essa redução parece não ser estatisticamente significativa. Logo, foi conduzido o seguinte teste de hipótese:

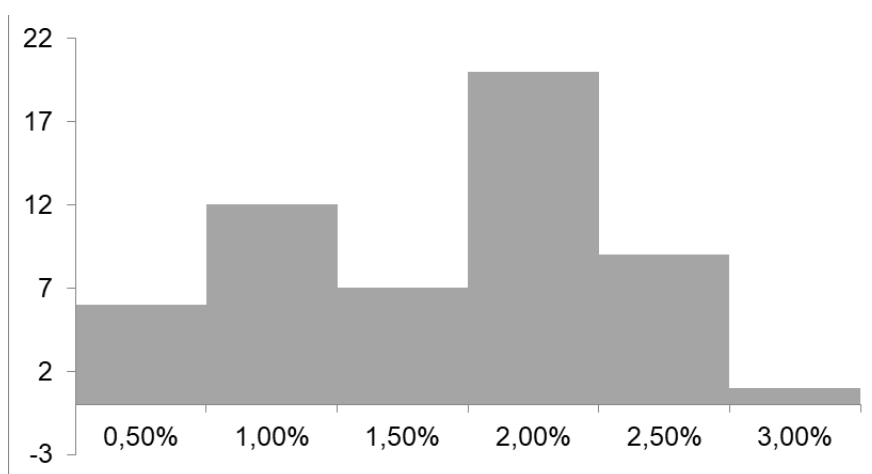
$$\begin{aligned} H_0: \mu_1 = \mu_2 &\Leftrightarrow \mu_1 - \mu_2 = 0 \Leftrightarrow \mu_d = 0 \\ H_1: \mu_1 \neq \mu_2 &\Leftrightarrow \mu_1 - \mu_2 \neq 0 \Leftrightarrow \mu_d \neq 0 \end{aligned} \quad (1)$$

Ao realizar um teste t para amostras emparelhadas, com base no desvio padrão da diferença entre as médias ($\sigma_d = 0,14\%$), a estatística t observada de 1,27 é inferior ao t crítico de 1,67. Assim com 5% de significância, a hipótese nula não é rejeitada, concluindo que a diferença entre a média da taxa de administração do período de investimento e de desinvestimento é estatisticamente irrelevante. Fato esse confirmado ao analisar a mediana, que é igual entre esse dois períodos, que se manteve constante no nível de 1,80%.

Portanto, por meio dos regulamentos não há evidências de que há redução significativa da taxa de administração após o período de investimento, conforme a trajetória decrescente dos custos operacionais.

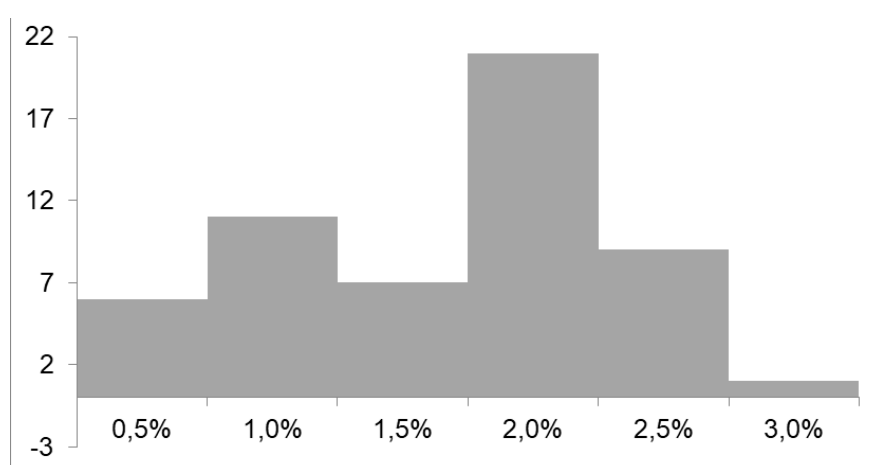
As Figuras 1 e 2 mostram o histograma da taxa de administração antes e depois do período de desinvestimento. O período de investimento e o de desinvestimento parecem seguir uma mesma distribuição com assimetria negativa, notando-se uma maior concentração entre 1% e 2%, em ambos os períodos. Logo, pode-se concluir que uma análise por meio da médias dessas amostras não seria efetiva, preferindo basear-se na mediana.

Figura 1- Histograma da Taxa de Administração Consolidada no Período de Investimento



Fonte: Elaboração própria

Figura 2- Histograma da Taxa de Administração Consolidada no Período de Desinvestimento



Fonte: Elaboração própria

Da amostra de 57 fundos, cerca de 5 deles (8,77%) apresentaram redução do valor da taxa de administração entre os períodos de investimento e desinvestimento. São eles: BR Educacional, sob gestão da Bozano Venture Partners LTDA; Brasil Agronegócio, sob gestão da BRZ; Brasil Energia, sob gestão do BTG Pactual; GPCP 5, sob gestão da GP Investimentos e Pátria Economia real, sob gestão do Pátria.

Vale a pena ressaltar que dois fundos: Gera Educação e Edtech, geridos pela Petra Asset, possuíam uma cláusula que permitia um aumento da taxa de

administração de acordo com o custo referente ao evento, cujo número foi extrapolado durante o prazo de funcionamento do fundo. Esses eventos incluíam: alteração do regulamento, aprovação de contas, aplicações em companhias investidas, análise de indicação de membro do conselho das investidas, desinvestimentos/ *Initial Public Offering* (IPO).

Além da redução por meio do valor percentual da taxa de administração, é possível promover alinhamento de interesses ao permitir mudança da base de cálculo da taxa de administração entre os períodos de investimento e desinvestimento.

A Tabela 4 contém uma matriz de migração da base da taxa de administração. A maior parte dos contratos (34 dos 57) tem como base o capital comprometido durante o período de investimento. Desses fundos, percebe-se que em mais da metade dos regulamentos, há mudança de taxa (85,29%), sendo que a maioria alterou de capital comprometido para patrimônio líquido (50,00%). Ou seja, 29 dos 57 fundos analisados (50,88%) seguiram as recomendações da ILPA de usar no período de investimento o capital comprometido como base, seguido de alteração da base no período posterior, promovendo, dessa forma, redução da taxa de administração.

Tabela 4- Matriz de migração com relação às bases de cálculo da taxa de administração em valores numéricos e em percentagem

| Período de Investimento | Período de Desinvestimento | | | |
|-------------------------|----------------------------|--------------------|-----------------------|--------|
| | Capital Comprometido | Patrimônio Líquido | Capital Integralizado | Outros |
| Capital Comprometido | 5 | 17 | 12 | - |
| Patrimônio Líquido | - | 13 | 1 | - |
| Capital Integralizado | - | - | 1 | - |
| Outros | - | - | 1 | 7 |
| Capital Comprometido | 14,71% | 50,00% | 35,29% | - |
| Patrimônio Líquido | - | 92,86% | 7,14% | - |
| Capital Integralizado | - | - | 100,00% | - |
| Outros | - | - | 12,50% | 87,50% |

Fonte: Elaboração própria

Conclui-se que a alteração da taxa de administração nos contratos brasileiros é feita principalmente pela alteração da base de cálculo, e não do

nível da taxa de administração. Apenas 28,07% dos regulamentos permitem a redução do nível da taxa de administração enquanto 50,88% dos fundos alteram a base de cálculo. Conjuntamente, cerca de 34 fundos (59,65% da amostra) seguem uma dessas alterações que reduzem a taxa de administração após o período de investimento. Vale ressaltar que o fundo FIP Aeroespacial apresentou redução do valor da taxa de administração e alteração da base de cálculo, concomitantemente.

3.1.2 TAXA DE ADMINISTRAÇÃO DESTINADA AO GESTOR

Dos 57 fundos analisados, cerca de 18 s (31,58%) discriminaram a remuneração específica para o gestor.

Ao averiguar a taxa de administração destinada aos gestores, notou-se que houve uma queda entre os períodos de investimento e de desinvestimento, de 1,48% para 1,46%, conforme a Tabela 5.

Tabela 5- Estatísticas sobre a Taxa de Administração destinada para o Gestor

| | Taxa de Administração destinada para o Gestor | |
|----------------|--|----------------------------|
| | Período de Investimento | Período de Desinvestimento |
| Média | 1,48% | 1,46% |
| Mediana | 1,78% | 1,78% |
| Máximo | 2,50% | 2,50% |
| Mínimo | 0,20% | 0,20% |
| σ | 0,70% | 0,72% |
| σ_d | 0,07% | |
| t obs | 1,40 | |
| t crítico (5%) | 1,74 | |

Fonte: Elaboração própria

Para examinar a veracidade dessa conclusão, foi realizado um teste de hipóteses bilateral (2) para averiguar se essa diferença é estatisticamente significativa ou não. O seguinte teste de hipótese foi então realizado:

$$H_0: \mu_1^j - \mu_2^j = 0 \Leftrightarrow \mu_d^j = 0$$

$$H_A: \mu_1^j - \mu_2^j \neq 0 \Leftrightarrow \mu_d^j \neq 0 \quad (2)$$

Nos seguintes testes, as variáveis i e j indicam o caso e o período de referência, sendo que:

$$i = \begin{cases} 1, & \text{caso I} \\ 2, & \text{caso II} \end{cases} \quad (3)$$

$$j = \begin{cases} 1, & \text{período de investimento} \\ 2, & \text{período de desinvestimento} \end{cases} \quad (4)$$

Novamente, a partir do desvio padrão da diferença das médias dos períodos de investimento e desinvestimento de 0,07%, observa-se que a estatística t observada (1,40) é inferior ao valor crítico (1,74), de acordo com os resultados da Tabela 5. Assim, essa redução observada na média desses dois períodos é estatisticamente insignificante com 95% de confiança. Nota-se também que a mediana para ambos os períodos se mantém constante, havendo mais um indício de que não existe, em média, redução da taxa de administração nos períodos de investimento e desinvestimentos.

Ao analisar cada fundo separadamente, apenas 2 fundos dos 18 apresentaram uma redução da porcentagem de período de investimento para o desinvestimento, correspondendo apenas a 11,11%. São eles: o fundo BR Educacional e o FIP Brasil Energia.

3.1.3 OUTROS ASPECTOS

Uma análise adicional consistiu em verificar se há diferença de taxa de administração após o período de investimento nas seguintes situações:

- Caso I: Gestor e Administrador são a mesma pessoa jurídica
- Caso II: Gestor e Administrador não são a mesma pessoa jurídica

Foram analisados 25 fundos categorizado no caso I e 32 fundos no caso II, sendo que nesse último, somente foi possível analisar 13 regulamentos que haviam discriminado a taxa do gestor isoladamente. Na Tabela 6 estão os resultados dessa análise comparativa.

No caso I, há um maior alinhamento de interesses entre gestores e investidores, visto que a taxa de administração reduziu-se de 1,53% para 1,48%, em média. Enquanto que no caso II, a média da taxa de administração aumentou do período de investimento para o de desinvestimento, de 1,56% para 1,60%, sendo essa uma prática não recomendada pela ILPA.

Ademais, a mediana do caso II também verificou um aumento de 0,05%, enquanto que no caso I, esta permaneceu-se constante.

Tabela 6- Estatísticas sobre a Taxa de Administração Consolidada nos dois casos

| Taxa de Administração Consolidada | Gestor e Administrador é a mesma pessoa jurídica (Caso I) | | Gestor e Administrador não é a mesma pessoa jurídica (Caso II) | |
|-----------------------------------|---|----------------------------|--|----------------------------|
| | Período de Investimento | Período de Desinvestimento | Período de Investimento | Período de Desinvestimento |
| Média | 1,53% | 1,48% | 1,56% | 1,60% |
| Mediana | 1,63% | 1,63% | 1,80% | 1,85% |
| Máximo | 3,00% | 2,65% | 2,50% | 2,50% |
| Mínimo | 0,25% | 0,25% | 0,27% | 0,30% |
| σ | 0,78% | 0,73% | 0,62% | 0,59% |

Fonte: Elaboração própria

Esse aparente alinhamento de interesses observado no caso I e a falta dele no caso II necessitam ser verificado estatisticamente, pelo seguinte teste de hipóteses:

$$\begin{aligned}
 H_0: \mu_j^i &= \mu_j^i \Leftrightarrow \mu_j^i - \mu_j^i = 0 \Leftrightarrow \mu_d^i = 0 \\
 H_A: \mu_j^i &\neq \mu_j^i \Leftrightarrow \mu_j^i - \mu_j^i \neq 0 \Leftrightarrow \mu_d^i \neq 0
 \end{aligned}
 \tag{5}$$

Com base nos resultados desse teste (5) representados na Tabela 7, a estatística t observada para o caso I foi de 1,12, que é inferior ao valor crítico de 1,71, sob o nível de 5% de significância. Logo, a hipótese nula não é rejeitada e assim, há evidência estatística para concluir que a redução das médias observada não é significativa.

A mesma conclusão pode ser derivada para o caso II, cujo valor de 0,07 da estatística t observada também é inferior ao valor crítico de 1,69.

Tabela 7- Resultados do Teste de Hipótese 5

| Taxa de Administração Consolidada | Gestor e Administrador é a mesma pessoa jurídica (Caso I) | | Gestor e Administrador não é a mesma pessoa jurídica (Caso II) | |
|-----------------------------------|---|----------------------------|--|----------------------------|
| | Período de Investimento | Período de Desinvestimento | Período de Investimento | Período de Desinvestimento |
| σ_d | 0,20% | | 0,02% | |
| t obs | 1,1223 | | 0,0777 | |
| t crítico (5%) | 1,7110 | | 1,6960 | |

Fonte: Elaboração própria

De forma a verificar se os fundos não estão seguindo as melhores práticas sugeridas pela ILPA, a remuneração do caso I deveria ser superior à remuneração do caso II, visto que o gestor acumula duas funções (de administrador e de gestor). Logo, a diferença do valor não estaria sendo repassada para os investidores, de forma que o gestor estaria lucrando com essa estrutura.

Para averiguar esses resultados, foram realizados dois testes sobre a diferença entre as médias entre os períodos de investimento e de desinvestimento, tanto para o caso I quando para o caso II.

$$\begin{aligned}
 H_0: \mu_1^j - \mu_2^j \leq 0 &\Leftrightarrow \mu_d^j \leq 0 \\
 H_A: \mu_1^j - \mu_2^j > 0 &\Leftrightarrow \mu_d^j > 0
 \end{aligned}
 \tag{6}$$

No teste (6), a hipótese nula afirma que o gestor referente ao caso I estaria ganhando uma menor remuneração quando comparado ao caso II, ou seja, este não estaria ganhando mais por estar acumulando duas funções, tanto no período de investimento quanto no período de desinvestimento.

Antes de analisar a estatística t observada, primeiro foi feito outro teste para verificar se há diferença entre as médias das dados no caso I e II, discriminando entre os períodos de investimento e de desinvestimento. Assim, foi conduzido o seguinte teste F:

$$\begin{aligned}
 H_0: \sigma_i^2 &= \sigma_i^2 \\
 H_A: \sigma_i^2 &\neq \sigma_i^2
 \end{aligned}
 \tag{7}$$

A estatística F observada, realizada a partir do teste de hipótese (7), para o período de investimento foi de 1,56 e 1,55 para o período seguinte. Com 95% de confiança, a estatística $F_{24,31} \cong 2,195$, de acordo com os resultados da Tabela 8. Ou seja, há evidência para não rejeitar a hipótese nula, logo, as variâncias dos casos I e II são iguais. Conseqüentemente, o número referente aos graus de liberdade para conduzir o teste t seria dado pela soma dos números de observações de ambas amostras subtraído 2, o que gera um valor de 48.

Tabela 8- Resultados do Teste de Hipótese 7

| | Teste de Hipótese (7) | |
|----------------------------|------------------------------|----------------------------|
| | Período de Investimento | Período de Desinvestimento |
| n ₁ | 25 | 25 |
| n ₂ | 32 | 32 |
| σ ₁ | 0,78% | 0,73% |
| σ ₂ | 0,62% | 0,59% |
| F obs | 1,56 | 1,55 |
| F crítico _{24,31} | 2,195 | |
| Graus de liberdade | 48 | |

Fonte: Elaboração própria

Por meio do valor dos graus de liberdade, foi possível calcular a estatística t observada para conduzir o teste (6), cujos valores são 0,16 e 0,65 para os períodos durante e após do período de investimento, respectivamente (vide Tabela 9). Diante de um valor de t crítico de 1,676, foi possível encontrar evidências estatísticas para não rejeitar a hipótese nula com 5% de significância, ou seja, o gestor não ganha maior remuneração por acumular duas funções.

Tabela 9- Resultados do Teste de Hipótese 6

| | Teste de Hipótese (6) | |
|----------------------|------------------------------|----------------------------|
| | Período de Investimento | Período de Desinvestimento |
| σ _d | 0,19% | 0,18% |
| t obs | 0,16 | 0,65 |
| T crítico unilateral | 1,676 | |
| T crítico bilateral | 2,009 | |

Fonte: Elaboração própria

Aprofundando mais o teste de hipóteses (6), ao realizar um teste t emparelhado, nota-se que essas alterações no valor da taxa de administração após o período de investimento não é significativa.

$$\begin{aligned} H_0: \mu_j^i &= \mu_j^d \Leftrightarrow \mu_j^i - \mu_j^d = 0 \Leftrightarrow \mu_d^i = 0 \\ H_A: \mu_j^i &\neq \mu_j^d \Leftrightarrow \mu_j^i - \mu_j^d \neq 0 \Leftrightarrow \mu_d^i \neq 0 \end{aligned} \quad (8)$$

Em ambos os casos, a estatística t observada é inferior ao valor crítico, de forma que com 95% de confiança, a hipótese nula não é rejeitada e, portanto, não há grandes diferenças da taxa nos dois casos.

Diante de um t crítico de 2,009 (vide Tabela 9), notou-se que com 95% de confiança, não rejeita-se a hipótese nula, ou seja, há evidência de que a diferença das médias de remuneração nos períodos de investimento e de desinvestimento é estatisticamente nula. Ou seja, o gestor está sendo remunerado igualmente, tanto no caso I como no caso II.

Outro aspecto bastante interessante acerca das variáveis estudadas é que dos 57 fundos analisados, 40 possuíam Comitê de Investimentos, correspondendo a 70,18%. Cerca de 80% (32 fundos) apresentaram cláusulas que permitem os cotistas indicar membros. Vale ressaltar que 2 fundos, CRP Empreendedor e CRP VII, permitem que o próprio cotista seja membro do Comitê.

A estrutura desses fundos entra em contraponto com o modelo internacional, em que o investidor tem a possibilidade de interferir na carteira do fundo de *Private Equity*. Esse fato permite que investidores diminuam a remuneração do gestor, quando decidirem que não querem mais investir, logo, estabelece-se uma disfunção e descaracterização da relação em comparação aos regulamentos internacionais.

Assim, dos 23 fundos que não tinham nenhuma cláusula a respeito da redução da taxa de administração ou da alteração da base de cálculo, cerca de 20 apresentaram Comitê de Investimentos, sendo que 16 desses permitiam que o cotista indicasse no mínimo um membro para o Comitê. Logo, cerca de 69,56% dos fundos têm ainda maior incentivo de interferir nos negócios, uma vez que

com relação à taxa de administração, os interesses desses investidores não estão sendo alinhados com a dos gestores.

Contudo, dos 52 fundos que não apresentam essa alteração, 11 deles (21,15%) apresentaram cláusulas a respeito do atingimento de metas de investimento. Caso o fundo não atingisse um determinado valor ou percentual de capital comprometido, patrimônio líquido ou capital integralizado, haveria um respectivo coeficiente de redução no valor da taxa de administração, de forma que, esse coeficiente aumentaria, caso o gestor não tivesse se comprometido a encontrar oportunidades de investimentos para o fundo.

Assim, essa cláusula poderia proporcionar um decréscimo no valor da taxa de administração, promovendo maior alinhamento de interesses. Tais fundos são: Avanti (Confrapar), CRP VII (CRP), CRP Empreendedor (CRP), BTG Pactual Real Estate Development Fund I (BTG Pactual), Cambuhy I (Cambuhy), Capital Tech II (Tech), DGF Fipac 2 (DGF), Bioenergia (Artis), Performa Key de Inovação em Meio Ambiente (Performa), Fundo Brasil de Internacionalização de Empresas II (TGC) e Infrabrasil (Mantiq).

Apesar desses 11 fundos não apresentarem uma redução clara da taxa de administração, foi possível alinhar os interesses entre gestores e investidores, por meio da inclusão de cláusulas, que permitiram uma redução de sua remuneração do gestor, compatível com os custos operacionais decrescentes de um fundo.

Dessa maneira, cerca de 28,07% dos fundos apresentaram algum mecanismo que previne uma remuneração livre de risco para o gestor.

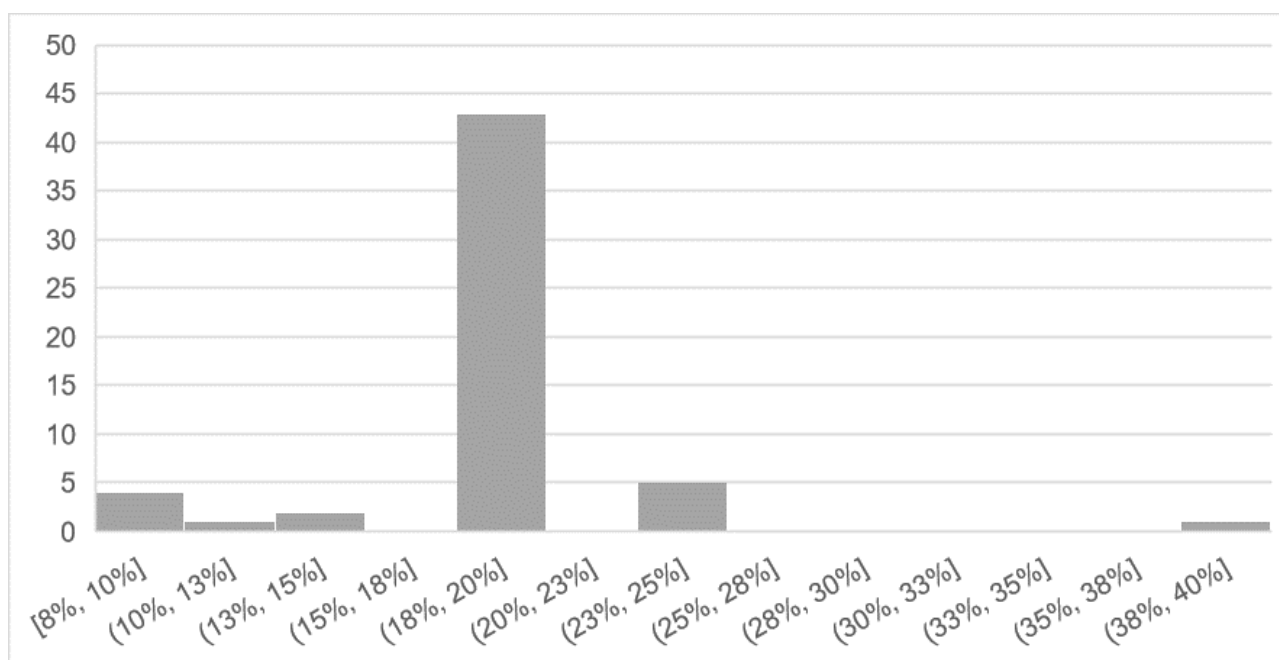
Nesse caso, a taxa de administração não é necessariamente reduzida, mas pode ser sofrer decréscimo, desde que a meta de investimento não seja atingida. Como em 7 desses 11 fundos, há presença do Comitê de Investimento, sendo que 6 deles permitem que o cotista indique pelo menos um membro, o cotista pode interferir nas decisões de investimento e, conseqüentemente interfeirir na remuneração do gestor, configurando-se um conflito de interesses por parte dos cotistas.

3.2 TAXA DE DESEMPENHO

Referente ao *carry*, foi avaliado o nível do seu valor, além de sua respectiva base de cálculo, *hurdle-rate* e indexador, *timing*, possibilidade de *clawback* e presença de *catch-up*. Além disso, foi verificada a presença de cláusulas que permitissem a variação do valor dessa remuneração.

Nessa amostra, 56 fundos (98,24%) apresentaram remuneração via *carry*, com apenas uma exceção, o fundo *Pátria Brazilian Private Equity Fund IV*. No regulamento de tal fundo poderá apenas ser considerado tal remuneração, no caso em que o “detentor das Quotas Classe B deixe de ser administrado e/ou gerido pelo Administrador ou por qualquer Parte Ligada ao Administrador”.

Figura 3- Histograma da remuneração via Taxa de Performance



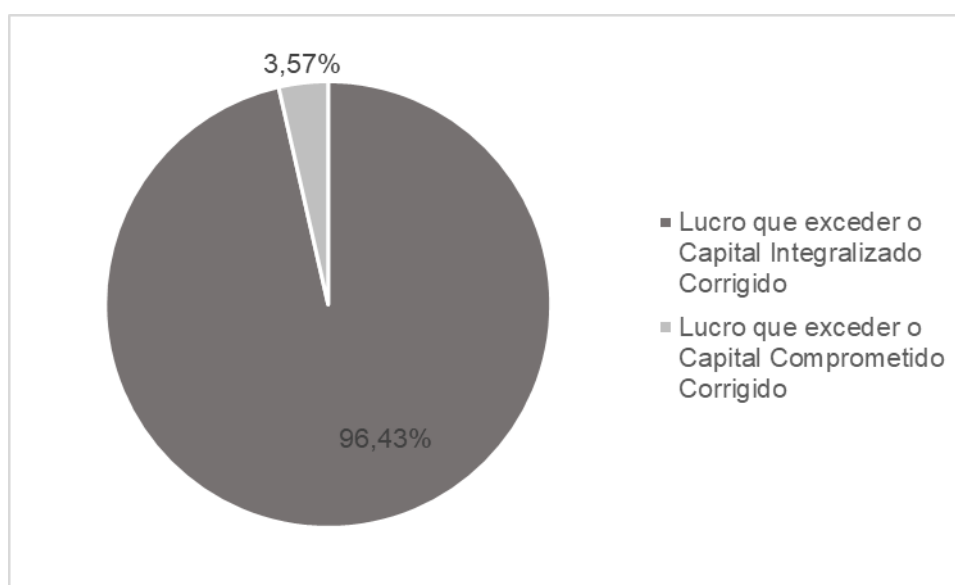
Fonte: Elaboração própria

Nessa amostra, a média do valor da taxa de performance foi de 19,66%, com uma mediana de 20%, valor este bastante próximo dos regulamentos internacionais. Conforme a figura 3, nota-se uma grande concentração entre 18% e 20%. O valor mais alto de *carry* foi de 40% pelo FIP Mezanino Brasil Multisetorial (Diamond Mountain), e o mínimo observado foi de 7,50%, dado pelo fundo Brasil Agronegócio (BRZ).

A base para apuração do *carry* em 54 regulamentos (96,43%) é o capital integralizado corrigido. Enquanto que apenas dois fundos, Cambuhy I e Finvest BSO, correspondendo a 3,57%, realizam o cálculo sobre o lucro que exceder o capital comprometido corrigido (vide Figura 4).

Nessa base, a média do *hurdle-rate* foi de 11,99%, cujo valor não se encontra dentro dos parâmetros internacionais que varia entre 6 e 10%. Entretanto apresenta uma mediana com valor mais aproximado ao esperado, correspondendo a 8%.

Figura 4- Classificação dos fundos com relação à base de cálculo da Taxa de Performance



Fonte: Elaboração própria

De acordo com a Tabela 10, nota-se que dentre os diversos indexadores utilizados, a maioria deles estão atrelados a um *hurdle-rate* que estão em consonância com esse padrão internacional.

O menor valor apresentado de *hurdle-rate* foi de 3% pelo fundo Cambuhy I, enquanto que o máximo foi de 120% pelo FIP Multisetorial Plus I (devido ao uso do DI como Indexador).

Dos fundos analisados, 42 destes (correspondentes a 75,00%) utilizaram o Índice de Preço ao Consumidor Amplo (IPCA) como o indexador de escolha. O segundo indexador mais utilizado foi o Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M), correspondendo a 14,29% dos casos.

Tabela 10- Distribuição do número de veículos segundo a relação entre o Indexador e o Hurdle-Rate

| Indexador | Hurdle-rate | Número de Veículos | % |
|-----------|---------------------|--------------------|--------|
| IPCA | $x \leq 6\%$ | 12 | 21,43% |
| | $6\% < x \leq 8\%$ | 17 | 30,36% |
| | $8\% < x \leq 10\%$ | 11 | 19,64% |
| | $X > 10\%$ | 2 | 3,57% |
| IGP-M | $x \leq 6\%$ | 2 | 3,57% |
| | $6\% < x \leq 8\%$ | 3 | 5,36% |
| | $8\% < x \leq 10\%$ | 3 | 5,36% |
| | $X > 10\%$ | 0 | - |
| CDI | $x \leq 6\%$ | 0 | - |
| | $6\% < x \leq 8\%$ | 2 | 3,57% |
| | $8\% < x \leq 10\%$ | 0 | - |
| | $X > 10\%$ | 2 | 3,57% |
| INPC | $x \leq 6\%$ | 0 | - |
| | $6\% < x \leq 8\%$ | 0 | - |
| | $8\% < x \leq 10\%$ | 1 | 1,79% |
| | $X > 10\%$ | 1 | 1,79% |

Fonte: Elaboração própria

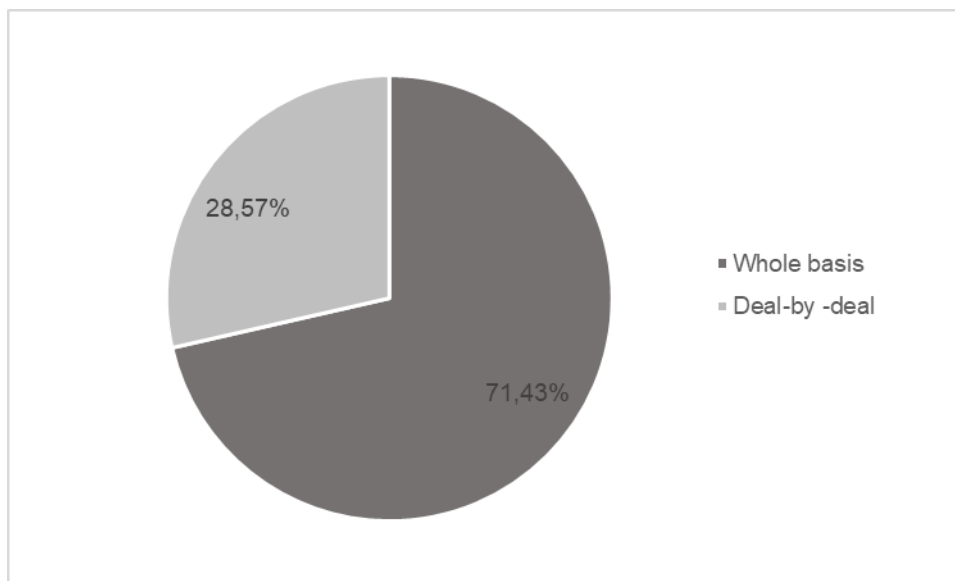
Em mais de 30% dos fundos analisados, foi utilizado um *hurdle-rate* entre 6 e 8% corrigido pelo IPCA, sendo que aproximadamente 20% dos fundos utilizam uma taxa-piso menor que 6% atrelada ao IPCA. Os outros 20%, aproximadamente, utilizam um *spread* entre 8 e 10% com o mesmo indexador, conforme a Tabela 10.

Como a taxa de performance só será paga aos gestores se devolver todo o capital dos investidores, corrigido por um indexador, atrelado a uma taxa-piso ou *hurdle-rate*, um valor elevado de *hurdle* confere como o principal desafio para que o gestor atinja a sua meta.

Referente ao *timing* da taxa de performance, em sua maioria, é feito sob o formato de *fund as a whole* (também chamado de *total return*), ou seja, após a saída de cada um dos investimentos, de forma que o *carry* é apurado com base no desempenho total do fundo. Essa estrutura de pagamento transmite maior segurança ao investidor, uma vez que fornecerá a remuneração ao gestor, contabilizando caso os últimos *deals* não sejam tão rentáveis como os iniciais.

Cerca de 40 fundos (71,43%) apresentam esse formato de pagamento, que de certa maneira atrasa o pagamento da remuneração ao gestor, contudo, promove maior alinhamento de interesses entre gestores e investidores, conforme foi sugerido ILPA (vide Figura 5).

Figura 5 - Proporção dos fundos de *Private Equity* brasileiros com relação ao formato de pagamento da taxa de performance



Fonte: Elaboração própria

Não obstante, 28,57% dos fundos, ou seja, 16 fundos analisados fazem o pagamento da taxa de performance no formato *deal-by-deal*. Apesar desse formato não trazer muita segurança aos investidores, 3 fundos apresentam a cláusula de *clawback*, permitindo que parte do *carry* seja devolvido, caso este tenha excedido o valor assegurado pelo regulamento.

Dessa forma, a respeito do *timing* de taxa de performance, cerca de 43 fundos estão em conformidade com as melhores práticas ditadas pela ILPA, correspondendo a 76,78%.

O fato de haver vários fundos com *hurdle* acima de 8% e sem *catch-up* pode promover um desalinhamento de interesses entre investidores e gestores. Torna-se mais desafiador o atingimento de meta por parte do gestor e, se sua taxa de retorno for próxima de *hurdle*, o valor do *carry* será muito baixo para compensar o esforço.

A cláusula de *catch-up* consegue contornar esse desalinhamento ao permitir que “todos os proventos advindos das saídas de investimento”, após o

cumprimento das metas de remuneração destinadas aos investidores, sejam destinados ao pagamento de gestores, “até que a divisão de retornos pactuada entre gestores e investidores atinja a razão pré-estabelecida no regulamento”, segundo Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006, p. 94).

Logo, o gestor passa a ser remunerado sobre a totalidade dos lucros gerados pelo fundo e não apenas pelo que exceder o indexador, acrescido do hurdle. Assim, tal cláusula promove uma maior alinhamento de interesses, mas também diminui o retorno líquido dos investidores.

Apesar da relativa relutância de investidores de fundos brasileiros em aderirem à essa cláusula muito utilizada no mercado americano, já existem 4 fundos que apresentaram esse mecanismo em seus regulamentos, correspondendo a 7,14% da amostra. Estes fundos são: BTG Real Estate Development Fund I, El Paso, Vinci Real Estate e GPCP 4.

Interessante notar que o fundo El Paso definiu uma porcentagem, de 11,11% de catch-up, enquanto que o restante dos fundos, adotaram a mesma porcentagem que o *carry*, cuja abordagem é a mais usual.

Ademais, em 3 fundos (Brasil Agronegócio, Fundo Brasil de Internacionalização de Empresas II e Infra Saneamento), foi verificado que possuíam em seus respectivos regulamentos, cláusulas que permitiam uma variação quanto à porcentagem da taxa de performance, caso o gestor obtivesse uma rentabilidade do capital integralizado ou rentabilidade do indexador acima do declarado nos regulamentos. Assim essa cláusula permite um maior alinhamento também entre gestores e investidores, tentando de certa forma, imitar a cláusula de *catch-up*.

3.3 EXISTÊNCIA DE OUTRAS TAXAS

Com relação a outras taxas, 1 fundo apresentou taxa de estruturação (Vox Impact Investing I), 3 fundos apresentaram taxa de ingresso (Capital Tech II, Capital Mezanino, DLM Brasil TI 2) e 6 fundos apresentaram taxa de monitoramento. São eles: Investidores Institucionais III, Patria *Brazilian Private Equity Fund IV*, Patria Cartões Corporativos, Patria Economia Real, Patria Fit e

Patria *Private Equity* II. Ou seja, 17,54% dos fundos analisados apresentaram outras taxas.

4. CONCLUSÃO

Os investimentos de *Private Equity* são caracterizados pela sua natureza de longo prazo, envolvendo ativos ilíquidos e permitindo pouca interferência por parte dos investidores na gestão dos fundos. Ademais, os fundos consistem em um relacionamento de elevado grau de assimetria entre gestores e investidores, cuja informação dos últimos agentes é bastante opaca, apresentando dificuldades para monitorar o comportamento dos primeiros agentes.

Essas características da indústria de *Private Equity* geram um potencial problema de agência, decorrente de conflitos de interesses entre gestores (GP) e investidores (LP) que possam surgir.

Como forma de mitigar esse desalinhamento de interesses entre gestores e investidores, a *Institutional Limited Partner Association* (ILPA) se mobilizou para criar um guia sobre melhores práticas, *Private Equity Principles*, onde são recomendadas diretrizes para aprimorar o relacionamento de longo prazo entre investidores, gestores, e outros agentes envolvidos durante o funcionamento de um fundo. Esse guia aponta indicações sobre três pilares: transparência, alinhamento de interesses e governança.

Uma das formas mais eficazes de alinhar o interesses entre gestores e investidores é por meio da remuneração dos primeiros agentes. A partir da base de dados construída por 57 regulamentos de FIPs de *Private Equity*, entre abril de 2004 e dezembro de 2015, foi possível analisar os esforços de tais fundos para implementar as melhores práticas sugeridas pela ILPA.

Uma das diretrizes sugeridas pela ILPA é que a taxa de administração não seja a principal fonte de remuneração do gestor e que este valor esteja alinhado com os custos operacionais que são decrescentes, ou seja, que haja uma redução do seu valor, ou uma mudança da base de cálculo.

A maior parte dos regulamentos proporciona a queda da taxa de administração após o período de investimento pela alteração de sua base de cálculo, e não pela redução do valor. Cerca de 34 fundos (59,65%) utilizaram no mínimo um dos mecanismos sugeridos pela ILPA para alinhar os interesses

entre gestores e investidores, seja por meio da redução do valor da taxa de administração, seja pela alteração da base de cálculo.

Dos 23 fundos que não adotaram nenhuma medida com relação à taxa de administração, 16 (69,56%) têm Comitê de Investimento com membros nomeados pelos cotistas. Nesse caso, os cotistas podem interferir na carteira dos fundos, inclusive vetando investimentos em empresas. Curiosamente, esses 16 fundos têm previsão de queda da taxa de administração, o que parece ser um conflito de interesses por parte do cotistas.

Uma análise adicional realizada é que havia uma desconfiança com relação à remuneração do gestor quando este desempenhasse duas funções, a de gestor e também a de administrador. A base de dados apontou que aproximadamente 40% dos fundos analisados permitem que o gestor acumule também a função de administrador.

Ao comparar o caso em que o gestor desempenha duas funções (caso I) com o caso em que o gestor e o administrador não são a mesma pessoa jurídica (caso II), houve uma redução do valor remunerado ao comparar o caso I com o caso II. No período de investimento houve uma queda de 1,56% para 1,53% e, no período de desinvestimento, de 1,60% para 1,48%. Logo, o gestor não parece estar lucrando por adquirir duas funções, e a diferença do valor está sendo repassada para os investidores, condizente com as práticas recomendadas pela ILPA. Essa diferença, entretanto, não é significativa.

Uma das recomendações mais eficazes da ILPA diz respeito à taxa de performance, a qual deve ser o principal mecanismo de alinhamento de interesses.

Na base de dados levantada, o *carry* possuía uma média de 19,66%, com uma mediana de 20%, o que condiz com o intervalo ditado pelos padrões internacionais, que deve estar entre 18% e 20%. Sendo que cerca de 43 fundos apresentam uma taxa de performance entre tal intervalo, correspondendo a 77%.

Ao analisar a base de cálculo do *carry*, 54 fundos analisados reportaram que a base de cálculo utilizada para *carry* foi o capital integralizado corrigido, correspondendo a 96,43%. Enquanto que os 2 fundos restantes, utilizaram como base o capital comprometido corrigido.

Referente ao *hurdle-rate*, os regulamentos selecionados apresentaram uma média de 11,99% com uma mediana de 8%, em que somente o valor da

mediana que está em conformidade com o padrão internacional intervalar entre 6% e 10%, sendo que 37 fundos apresentam um *hurdle-rate* nesse intervalo, correspondendo a 66% dos fundos analisados.

O nível pré-definido do *hurdle-rate* é um dos principais desafios para a taxa de desempenho do gestor, uma vez que esta só será paga se o capital corrigido dos investidores for devolvido, atrelado à taxa-piso. Assim valores superiores podem desencorajar o desempenho dos gestores, sendo que na base de dados analisada, cerca de 37 fundos (66,10%) apresentaram um valor de *hurdle* entre 6% e 8%.

Consoante ao intervalo do *hurdle-rate* entre 6%- 8%, cerca de 30,36% dos fundos utilizam o IPCA como indexador, seguido por 5,36% que se baseiam no IGP-M e os restantes 3,57% usaram o CDI. A maioria dos fundos utilizam o IPCA como indexador (75,00%).

Referente ao *timing* de remuneração da taxa de performance, dos 56 fundos que apresentam essa remuneração, 40 deles apresentam essa taxa em *whole basis* e 16 no formato *deal-by-deal*. Desses 16 fundos, apenas 3 apresentaram cláusula de *clawback*. Ou seja, da base de dados levantada, 43 fundos seguiram as especificações da ILPA, correspondendo a 76,78%.

Uma das formas de alinhar o interesse entre gestores e investidores é atrelar o pagamento do *carry* aos retornos crescentes dos fundos, que pode ser por meio da cláusula de *catch-up* ou por meio de uma cláusula que permitia uma taxa de performance variável. Ou seja, essa remuneração poderia aumentar conforme o valor obtido da rentabilidade do capital integralizado ou rentabilidade do indexador.

Dos regulamentos coletados, cerca de 4 fundos apresentaram cláusula de *catch-up* e cerca de 3 apresentaram o *carry* sob uma estrutura variável. Em geral, aproximadamente 12,50% dos fundos apresentaram um mecanismo de alinhamento com relação aos retornos crescentes do fundo.

Por fim, cerca de 17,54% dos fundos permitiam ainda a existência de outras taxas como taxa de estruturação, taxa de ingresso, taxa de monitoramento e de transação, as quais permitem maior espaço para conflito de interesses entre gestores e investidores.

Essa base de dados levantada permite notar quais foram os dispositivos contratuais que mais estão de acordo com as diretrizes de melhores práticas

sugeridas pela ILPA, e, portanto, que puderam propiciar um maior alinhamento de interesses entre gestores e investidores.

Dos aspectos analisados, os que mais levaram em conta o alinhamento de interesses foram: timing do carry e possibilidade de clawback (76,78%), alteração da base de cálculo da taxa de administração (50,88%) e nível do *hurdle-rate* (39,29%).

Ao mesmo tempo, os aspectos menos levados com base nas recomendações da ILPA foram: redução da valor da taxa de administração (28,07%), valor do *carry* (37,50%) e cláusulas baseadas na remuneração do *carry* com base em retornos crescentes (*catch-up* e *carry* variável).

De acordo com Preqin (2018), em 2016, cerca de 66% dos investidores entrevistados acreditaram que havia alinhamento de interesse entre gestores e investidores. Em 2017, esse percentual aumentou para 74%. Dentre as mudanças ocorridas, 29% foram a favor dos *limited partners* e 27% dos *general partners*.

Nesse mesmo período de 2017, cerca de 32% dos investidores observaram mudanças com relação à taxa de administração. Já na base de dados analisados, os resultados parecem ser mais promissores, onde cerca de 50,88% dos fundos realizaram alteração da base de cálculo da taxa de administração e 20,07% deles promoveram redução da valor da taxa de administração com relação ao período de investimento para o de desinvestimento. Assim, na totalidade, 59,65% dos fundos seguiram uma das sugestões da ILPA, sendo que foi observado apenas um regulamento que seguiu as duas recomendações.

Há outros aspectos nos quais os investidores ainda percebem a possibilidade de melhora. Cerca de 32% dos investidores acreditam que poderia haver maior alinhamento com relação ao nível do valor do *hurdle-rate*. Dos 56 fundos analisados cerca de 39,29% apresentaram valores que estão entre o intervalo esperado de 6% a 8%.

Aproximadamente 29% acreditam que poderia haver melhorias quanto à forma de cobrança da taxa de performance. Enquanto os 56 fundos analisados, essa preocupação não teria tanto peso, visto que cerca de 76,78% dos fundos realizam o pagamento do *carry* no formato de *total return* ou *deal-by-deal* com *clawback*.

Ademais, cerca de 21% dos investidores entrevistados acreditam que há espaço para alinhar interesses com relação ao montante da taxa de performance. Na base de dados estudada, cerca de 37,50% dos fundos apresentaram uma porcentagem de *carry* entre 18% e 20%, que seria o intervalo esperado.

Vale ressaltar que apesar dos resultados obtidos pela base de dados coletada, tais conclusões não podem abrangida para toda a indústria brasileira de *Private Equity*, pois os regulamentos coletados podem não ser suficientes em número para refletir o ambiente brasileiro. Contudo, os resultados podem servir de espelho para futuras análises mais profundas do mercado.

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABVCAP. **Guia de Venture Capital e Private Equity**. São Paulo, 2013. Disponível em: <<https://www.abvcap.com.br/industria-de-pe-vc/guia-pe-vc.aspx?c=pt-br>>. Acesso em: 07 dez. 2017.
- AGHION, Philippe; BOLTON, Patrick. An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting. **Review of Economics Studies**, v. 59, n. 3, p. 473- 494, jul. 1992. Disponível em: <<https://www2.bc.edu/thomas-chemmanur/phdfincorp/MF891%20papers/Aghion%20and%20Bolton%201992.pdf>>. Acesso em: 23 set. 2017.
- CARVALHO, A. G.; RIBEIRO, L. L.; FURTADO, C. V. **A Indústria de Private Equity, e Venture Capital: Primeiro Censo Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2006. 122p.
- GILLIGAN, J.; WRIGHT, M. **Private equity demystified: An explanatory guide**. 3 ed. UK: ICAEW, 2014. 221 p.
- GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. *The use of covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements*. **Journal of Law and Economics**, Chicago, v.39, n.2, p. 463- 498, out. 1996. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/725713>>. Acesso em: 23 set. 2017.
- ILPA (*Institutional Limited Partners Association*). **Private equity Principles**. ILPA: Toronto, 2011, 20 p. Disponível: <<https://ilpa.org/wp-content/uploads/2015/07/ILPA-Private-Equity-Principles-version-2.pdf>>. Acesso em: 23 set. 2017.
- KALANSKY, Daniel; ROCHA, Fernandes. **Catch-up como nova forma de alinhamento de interesses nos Fundos de Private Equity brasileiros**. Artigo da ABVCAP, 2p. Disponível: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Artigos/2803.pdf>> (acesso: 23/09/2017)
- KAPLAN, S. N., STROMBERG, P. **Venture capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring**. *National Bureau of Economic Research, Working Paper 8202*, 2001, 12 p.
- MEHTA, Vijay. **Principal-Agent Issues in Private Equity and Venture Capital**. 2004. 55 f. Dissertação (Graduação em Business) – Universidade de Pensilvânia, Pensilvânia.
- METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. **Venture capital and the finance of innovation**. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2011. 549 p.

MINARDI, Andrea; ROSSI, José; RAMOS, Ana Carolina. **Relação entre Investidores e Gestores de Fundos de Private Equity no Brasil**. Working Paper – Insper, São Paulo, 2013, 18p.

LEEDS, R.; SUNDERLAND, J. *Private Equity Investing in Emerging Markets*. **Journal of Applied Corporate Finance**, v.15, n. 4, p.111- 120, set. 2003.

Disponível em: <

<https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/500fe4804ab84df391a4df562c06146a/private+equity+investing+in+emerging+markets.pdf?mod=ajperes>>. Acesso em 12 nov. 2017.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, Economia e Mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. 553 p.

PREQIN. **Preqin Investor Outlook: Alternative Assets H2 2018**, 2018.

Disponível: <<http://www.preqin.com/investoroutlook>>. Acesso em: 24 set. 2018.

RAMALHO, C.; Furtado, C. V.; Lara, R. (Org.). **A indústria de Private equity e Venture capital: 2º Censo Brasileiro**. Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011. 420 p.

SZTJAN, Rachel. Função social do contrato e direito de empresa. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 44, p. 29-49, jul. 2005. Disponível em: <

<https://www.passeidireto.com/arquivo/5439306/artigo---funcao-social-dos-contratos/10>>. Acesso em: 23 set. 2017.

ABVCAP e Tozzini Freire, 2017. **Estrutura Legal dos Fundos de Private Equity e Venture Capital**. São Paulo: ABVCAP, 2017. 12p.