

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

PAULA PITOL

A Ascensão da Classe “C” e os Investimentos de *Private
Equity* no Brasil

Evidências da Relação em Negócios no Setor de Educação Superior

Dissertação apresentada à Escola de
Administração de Empresas de São
Paulo, como requisito para a obtenção
do título de Mestre, no curso de
Mestrado Profissional em Gestão
Internacional

Área de concentração: Estratégia

São Paulo

Setembro

2012

Pitol, Paula.

A Ascensão da Classe “C” e os Investimentos de Private Equity no Brasil: Evidências da Relação em Negócios no Setor da Educação Superior / Paula Pitol. - 2012.

114 f.

Orientador: Sérgio Túlio Prado Junior

Dissertação (mestrado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Private Equity. 2. Investimentos. 3. Ensino superior - Brasil. 4. Classe média - Brasil. I. Prado Junior, Sérgio Túlio. II. Dissertação (mestrado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 336.767(81)

PAULA PITOL

A Ascensão da Classe “C” e os Investimentos de *Private Equity*
no Brasil

Evidências da Relação em Negócios no Setor de Educação Superior

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo, como requisito para a obtenção do título de Mestre, no curso de Mestrado Profissional em Gestão Internacional

Área de concentração: Estratégia

Data de Aprovação

____/____/____

Banca Examinadora

Prof. Dr. Sérgio Túlio Prado Júnior (Orientador)
FGV-EAESP

Prof. Dr. Antonio Gelis Filho
FGV-EAESP

Prof. Dr. Ricardo Ratner Rochman
FGV-EESP

Aos meus pais, Eduardo e Celeste e
a minha irmã, Juliana.
Vocês são minha base que formam
meu passado, minha força que rege
meu presente e minha motivação
que guia e inspira meu futuro.

Agradecimentos

Ao professor Dr. Sérgio Túlio Prado Júnior pelo apoio, orientação durante o período de desenvolvimento deste trabalho e por toda contribuição e disponibilidade concedida.

Aos professores Dr. Antonio Gelis Filho e Dr. Ricardo Rochman pela disponibilidade de avaliação deste trabalho e por todas as contribuições para a versão final dele.

A minha família, em especial aos meus pais e a minha irmã por todo o apoio afetivo, emocional, financeiro; por acreditarem em mim e estarem sempre presentes em minha vida; por me motivarem a crescer; e principalmente por transmitir-me muito amor e felicidade.

Aos meus amigos do MPGI/CEMS que tanto ensinaram-se, inspiraram-me durante a minha jornada neste curso de mestrado.

Resumo

Nos últimos anos, os mercados emergentes tornaram-se grande foco dos fundos de investimento em *private equity*. Em 2011, devido as suas regulamentações de mercado, sua economia com força para mitigar os efeitos da crise mundial e seu mercado consumidor em expansão, o Brasil tornou-se o principal foco de investimento dessa indústria. Nesse mesmo contexto, a estrutura socioeconômica brasileira passou por significativo desenvolvimento nos últimos oito anos e a ascensão da classe “C” foi um dos pilares da recuperação econômica brasileira, por meio da expansão de renda e consumo que ela representou. Tal fenômeno impulsionou os negócios com foco nesse público-alvo que passaram a demandar recursos financeiros e capacitação de gestão estratégica para acompanharem o crescimento de sua demanda potencial. Por meio de um modelo analítico proposto e aplicado a dois casos reais, este trabalho utiliza o setor de educação superior como foco para a observação da atratividade e trocas de valor que movem veículos de investimento em *private equity* a investirem em empresas educacionais de ensino superior com foco na classe “C” e dessas mesmas instituições a buscarem investimentos dessa modalidade.

Palavras-chave: Investimento, *Private Equity*, Classe “C”, Setor de Educação Superior.

Abstract

The emerging markets have become the main investment focus of the private equity investment funds in the latest years. In 2011, due to its market regulations, its economic strength, capable to mitigate the effects of the global crisis, and its consumer market in expansion, Brazil became the main investment focus in the *private equity* industry. In such context, the Brazilian socioeconomic structure has undergone a remarkable development. The emergence of the middle class (*classe "C"*) was one of the pillars of the Brazilian economic recovery, through the income and consumption expansion it promoted. Such phenomenon leveraged businesses focused on this target group and, thus, those started to demand financial resources and strategic management capabilities, in order to be able to follow and respond to this growing potential demand. Through an analytic model proposed and applied to two real cases, this dissertation uses the tertiary educational sector as observation focus of the attractiveness and value exchanges that motivate private equity investment vehicles to invest in tertiary educational companies with focus on *classe "C"*, as well as the same motivation of those institutions to seek for this type of investments.

Key words: Investment, Private Equity, Middle Class, Tertiary Educational Sector.

Lista de Ilustrações

GRÁFICO 1: Distribuição Evolutiva das Famílias de Acordo com a Classe Social

GRÁFICO 2: Evolução da Desigualdade através do Índice Gini

GRÁFICO 3: Participação Percentual das Classes Sociais na Massa de Renda

GRÁFICO 4 - Evolução da Renda Disponível da Classe “C”

GRÁFICO 5: Penetração de Consumo da Classe “C” nas Categorias de Produto

GRÁFICO 6: Número de Matriculados em Instituições de Ensino Superior (IES) e Percentual de Matrículas em IES Privada

GRÁFICO 7: Evolução das Matrículas em Ensino à Distância no Brasil (em Mil)

FIGURA 1: Modalidades de Fluxo de Investimentos

FIGURA 2: O modelo de *Private Equity*

FIGURA 3: Estágios do Ciclo de Investimento em *Private Equity*

FIGURA 4: Conversão de Oportunidades de Negócios em Investimentos

FIGURA 5: Distribuição Socioeconômica Brasileira em números absolutos

FIGURA 6: O modelo de transferência de Valor do Investimento

FIGURA 7: Fluxo Histórico Pós Entrada do Fundo de Investimentos

FIGURA 8: Avaliação das demandas de troca de valor entre Anhanguera Educacional e Pátria Investimento

FIGURA 9: Proposta de Valor Pátria Investimentos a empresas investidas

FIGURA 10: Potencial de Valor da Anhanguera Educacional

FIGURA 11: Transferências de Valor - Pátria Investimentos e Anhanguera Educacional

FIGURA 12: Fluxo Histórico da Estácio Pós Entrada do Fundo de Investimentos

FIGURA 13: Avaliação das demandas de troca de valor entre Estácio Participações e GP Investments

FIGURA 14: Transferências de Valor - GP Investments e Estácio Participações

Sumário

1. Introdução.....	9
2. <i>Private Equity</i>	16
2.1 Conceito	16
2.2 Empresas	18
2.3 Investidores	20
2.4 Fundos de Investimento	24
2.5 Modelo de <i>Private Equity</i>	26
2.5.1 O Ciclo do Modelo de <i>Private Equity</i>	29
2.5.1.1 Estágio de Captação de Recursos	30
2.5.1.2 Estágio de Investimento	31
2.5.1.2.1 Due Dilligence Preliminar	32
2.5.1.2.2 Due Dilligence	35
2.5.1.3 Estágio de Administração de Carteira	36
2.5.1.4 Estágio de Colheita.....	37
3. Evolução da Indústria de <i>Private Equity</i>	39
3.1 Histórico da Indústria de <i>Private Equity</i> nos Estados Unidos	39
3.2 Histórico da Indústria de <i>Private Equity</i> no Brasil	44
4. Atual Conjuntura Socioeconômica Brasileira	50
4.1 Classes Sociais no Brasil	50
4.2 A Ascensão da importância da Classe “C”	52
4.2.1 Impactos Socioeconômicos.....	54
4.2.2 Impactos no Consumo.....	56
5. Setor da Educação Superior	60
6. Modelo Analítico Proposto: A Ascensão da Classe “C” e os Investimentos da Indústria de <i>Private Equity</i>	68
6.1 A Estrutura do Modelo Analítico Proposto	69
6.1.1 Oferta dos Veículos de Investimento em <i>Private Equity</i>	71
6.1.2 Busca dos Veículos de Investimento em <i>Private Equity</i>	72
6.1.3 Oferta das Empresas Alvos de Investimento do Setor Educacional com Foco em Classe “C”	75
6.1.4 Busca das Empresas Alvos de Investimento	77
6.2 Análise de Casos	78
6.2.1 Caso Anhanguera Educacional	78
6.2.1.1 Aplicação do Modelo no momento da avaliação de investimento - Pátria Investimentos e Anhanguera Educacional.....	80
6.2.1.1.1 Pátria Investimentos: Transferência de gestão estratégica e recursos financeiros.....	82

__ 6.2.1.1.2 Anhanguera Educacional: Transferência de negócio com potencial de alta geração de valor.....	85
__ 6.2.1.1.3 Anhanguera Educacional e Pátria Investimentos: Transferência Mútua de Valor	88
6.2.2 Caso Estácio Participações.....	89
6.2.2.1 Aplicação do Modelo no momento da avaliação de investimento: GP Investments e Estácio Participações.....	91
__ 6.2.2.1.1 GP Investments: Transferência de gestão estratégica e recursos financeiros.....	93
__ 6.2.2.1.2 Estácio Participações: Transferência de negócio com potencial de alta geração de valor.....	96
__ 6.2.2.1.3 Estácio Participações e GP Investments: Transferência Mútua de Valor	98
6.3 Discussão do Modelo	100
6.3.1 Identificação de casos com potencial de falha	100
6.3.2 Expansão do modelo	101
7. Considerações Finais	104
7.1 Limitação do Trabalho	106
7.2 Sugestões para Futuros Trabalhos	107
8. Referências.....	109

1. Introdução

Atualmente, nota-se o Brasil tornando-se um dos principais focos de investimento da indústria de *private equity*, principalmente pelas suas regulamentações de mercado, sua economia com força para mitigar os efeitos da crise mundial e seu mercado consumidor em expansão. Por outro lado, com o aumento do mercado consumidor da classe “C”, nota-se um grande potencial mercadológico para empresas surgirem ou expandirem seus negócios por meio do foco nesses novos consumidores, o que as leva a demandar recursos financeiros e capacitação de gestão estratégica.

Ademais, a ascensão da classe “C” foi um dos pilares da recuperação econômica brasileira, por meio da expansão de renda e consumo que ela representou. No entanto, tal fenômeno não se limitou a impulsionar a economia de maneira macro, mas também abriu grande espaço para negócios voltados a esses consumidores. Assim, em linhas gerais, busca-se entender como os negócios voltados à classe “C” tornam-se atrativos a investimentos em *private equity* (FECOMERCIO, 2012).

A indústria de *private equity* é um dos grandes impulsionadores do crescimento de empresas por meio de seus aportes financeiros e de sua transferência de gestão estratégica. Em 2007, o capital comprometido em investimentos dessa indústria superava 600 bilhões de dólares em mais de três mil transações. No entanto, com a crise mundial de 2008, assim como toda a economia global, a indústria de *private equity* foi fortemente abalada, reduzindo pela metade seu número de transações e seu capital comprometido a pouco mais de 280 bilhões de dólares no ano de 2009 (Preqin, 2012).

Nesse contexto, as economias desenvolvidas, representadas pelos países G7¹, foram severamente abaladas financeiramente e as economias emergentes, lideradas por China, Índia e Brasil mostraram-se capazes de mitigar os impactos negativos da crise em suas economias. Desse modo, a atratividade de investimento nesses mercados aumentou e as economias emergentes tornaram-se foco de investimento na indústria de *private equity*. Segundo relatório da PWC (2011), em 2011, o Brasil passou a ser o principal destino de investimento internacionalmente, ultrapassando a China e os demais países emergentes.

Internamente, o Brasil havia presenciado uma recuperação da indústria de *private equity*, por meio de uma série de mudanças no setor ocorridas após uma redução dos investimentos em *private equity* no país no início do século XXI. Tal retração do setor foi principalmente motivada por dois fatores: (1) a nova política de câmbio variável em 1999, que desvalorizou a moeda brasileira frente ao dólar e resultou na desvalorização em dólar dos investimentos feitos em Reais e (2) a retração nos negócios *online*, que representavam grande parte do capital comprometido no país (GVcepe, 2010). Em decorrência disso, a indústria de *private equity* brasileira passou por uma série de medidas de reestruturação, visando seu restabelecimento e evolução. Destacam-se:

Criação da instrução da CVM 391: oficializou a constituição, administração e funcionamento dos Fundos de Investimentos em Participações (FPI). Com isso, permitiu maior transparência, reduziu os riscos do investidor e proporcionou uma política eficiente para a tributação dos fundos.

¹ Grupo que reúne os sete países mais industrializados e desenvolvidos economicamente no mundo: Canadá, França, Itália, Alemanha, Estados Unidos da América, Japão e Reino Unido

Fundos de pensão como investidores: fundos de pensão passaram a poder realizar investimentos privados, impulsionando a captação de recursos e elevando os níveis de capital comprometido na indústria.

Revisão da Lei das S.A.s: entrou em vigor em 2003, aumentando sua abrangência e proporcionando melhores condições regulamentares para a indústria de investimentos privados.

Instauração do Novo Mercado na Bolsa de Valores de São Paulo: empresas com um nível superior de governança corporativa passaram a ser listadas separadamente, garantindo padrões mínimos de transparência, melhorando os processos de governança corporativa.

Além de medidas regulamentares que proporcionaram condições de mercado mais favoráveis para a indústria de *private equity*, o momento de alta liquidez financeira no mundo, combinado ao sucesso das organizações gestoras em levar suas empresas à abertura de capital e à forte expansão de indicadores socioeconômicos do Brasil proporcionaram um ambiente favorável tanto externamente como internamente para a expansão do *private equity*, que teve seu capital comprometido apresentando taxas anuais de crescimento de 53,4 por cento de 2004 a 2008 (GVcepe, 2008).

Ademais, o Brasil passou a desfrutar de um momento de estabilização econômica em meados da primeira década do século XXI, com redução da taxa de juros e elevação do *rating* do país a grau de investimento, com isso, houve um aumento da confiança do investidor. Além disso, como apontam Rechtman e Brito (2005), dentre as principais economias emergentes, o Brasil é o país com o sistema financeiro mais sólido tanto pela qualidade das instituições privadas, como pela eficiência de seu Banco Central. Finalmente, nesse período houve uma grande aceleração no consumo brasileiro, motivado principalmente pela ascensão muito significativa da classe média brasileira.

Tal fato contribuiu para o fortalecimento econômico do país e foi um dos pilares que garantiram solidez para que o Brasil mitigasse os efeitos da crise mundial de 2009. Tudo isso, contribuiu para que os investidores mantivessem confiança no país, e para que as atividades em *private equity* atingissem níveis recordes em 2010 com um capital comprometido de 10,5 bilhões de dólares (PREQIN, 2012). Assim, aliado à motivação dos países desenvolvidos de expandirem sua atuação nos países emergentes, o Brasil, internamente também oferecia condições favoráveis de mercado, regulamentares e de desenvolvimento socioeconômico para tornar-se grande foco de investimento da indústria de *private equity*.

No que tange ao desenvolvimento socioeconômico brasileiro anteriormente citado, entre 2005 e 2011, a classe “C” brasileira ganhou mais de 40 milhões de pessoas (IPSOS, 2012), enquanto que as classes “D” e “E” recuaram sua importância em 12 pontos percentuais (IBGE, 2009). Assim, o Brasil viu sua estrutura socioeconômica alterar nos últimos oito anos, passando de um país com predominância populacional em sua base, para um país com 55 por cento de sua população concentrada na classe média.

Políticas governamentais de benefício social e promoção ao desenvolvimento, como o Bolsa Família, aliadas a condições econômicas favoráveis como redução do desemprego, favoreceram para o aumento da renda disponível da classe média. Ademais, a redução da taxa de juros e aumento do crédito e contribuiriam nesse cenário como mais uma alavanca do consumo do país. Dessa maneira, o país ganhou uma grande massa consumidora potencial que passou a penetrar mercados antes não explorados por ela, gerando grandes oportunidades de negócio para empresas com ofertas de produtos e serviços que atendem suas necessidades.

Assim, este trabalho tem por objetivo construir um modelo que proporcione um melhor entendimento sobre a forma como convergem os interesses dos

fundos de investimento em *private equity* e das empresas com foco em classe “C”, ou seja, um modelo que permita explorar a maneira como as demandas de troca de valor de ambos os atores envolvidos se complementam, tornando esse tipo de transação extremamente interessantes para países como o Brasil.

Segundo GVcepe (2011), o setor de educação é uma dos setores da economia que mais se beneficiarão com o aumento do consumo da classe média brasileira. Além disso, o setor de educação superior brasileiro vem apresentando alto crescimento, no entanto, ainda apresenta baixa penetração em relação ao público-alvo potencial, o que leva à inferência da existência de maior potencial de crescimento com o aumento de sua abrangência. Além disso, por meio de medidas regulamentares, como a Lei de Diretrizes e Bases (LDB) de 1996, as instituições de ensino superior (IES) passaram a poder ter fins lucrativos, o que atraiu o investimento privado ao setor.

Desse modo, este estudo irá utilizar o setor de educação superior como foco para a observação da atratividade que move veículos de investimento em *private equity* a investirem em empresas educacionais de ensino superior com foco na classe “C” e dessas mesmas instituições a buscarem investimentos dessa modalidade. Para tal, serão observadas as trocas de valor demandas por cada uma das partes: fundos e IES com foco em classe “C”, para que o investimento ocorra, além do potencial de suprimento da demanda da outra parte por cada um dos envolvidos.

A estrutura deste trabalho foi desenhada para contextualizar o leitor sobre a indústria de *private equity*, a classe “C” e sua ascensão em importância dentro da estrutura socioeconômica brasileira, bem como conseguintes impactos no consumo, explorando-se com detalhamento o setor de educação superior e sua evolução. Em seguida, serão feitos cruzamentos de tais temáticas que visam entender a motivação e atração para a interligação

desses temas por meio do investimento de fundos de investimento em *private equity* em empresas do setor de educação superior com foco na classe “C” e, por fim, será aplicado o modelo analítico proposto a dois casos de empresas com esse perfil.

Assim, o capítulo 2 deste trabalho apresentará uma revisão teórica da indústria de *private equity*, delineando seu conceito, seus participantes, bem como o envolvimento de cada um deles no conceito. Além disso, será explicado o ciclo do modelo de *private equity*, explicando-se cada um de seus estágios, bem como a importância deles no modelo. A seguir, o capítulo 3 irá apresentar o histórico evolutivo da indústria de *private equity* nos Estados Unidos e no Brasil, com o objetivo de mostrar o desenvolvimento dessa indústria e como foi sendo feita sua adaptação até os dias atuais.

No capítulo 4, será feita uma análise das movimentações socioeconômicas no Brasil, com foco nas movimentações da última década que culminaram na alteração da pirâmide socioeconômica brasileira, com predominância de classe média no país. A partir de então, será feita uma análise da ascensão socioeconômica brasileira, buscando-se entender os impactos sociais e de consumo desse fenômeno. A seguir, ainda dentro dos impactos que a ascensão da classe “C” gerou no mercado brasileiro, o capítulo 5 busca mapear o setor de educação superior, mostrando seu desenvolvimento nos últimos anos.

Por fim, o capítulo 6 apresentará um modelo proposto para entendimento da atratividade de investimento dos veículos de *private equity* em negócios voltado à classe “C”, utilizando-se como setor observado o de educação superior. Assim, serão mapeadas as trocas de valor buscadas e oferecidas por cada uma das partes envolvidas nesse processo, bem como os resultados finais esperados por cada uma delas. O modelo será, então, aplicado ao caso das duas maiores instituições de ensino superior privadas no país, que

passaram por esse processo, visando-se validar o modelo nessas situações reais.

2. Private Equity

2.1 Conceito

Essencialmente, o modelo de *private equity* visa angariar recursos financeiros de diversos investidores, unindo seus montantes em um veículo de investimentos que buscará maximizar retornos através do investimento em participações acionárias de empresas de capital fechado que apresentem oportunidade de geração de valor. O conceito de *private equity* possui uma abrangência muito extensiva e é abordado de diferentes maneiras na literatura. A grande amplitude de entendimento emerge pelo fato de alguns autores entenderem o conceito de *private equity* como toda a indústria de participações privadas (Bezerra, 1999).

No entanto, como definido por Metrick (2006), é possível separar-se os investimentos em *private equity* em dois grupos: (1) *venture capital*, que são investimentos, normalmente de participação minoritária, feitos em empresas embrionárias, ou seja, aquelas existentes ainda somente como forma de um plano de negócios ou em início de operação; e (2) *buyout*, que são investimentos feitos em empresas que se encontram em estágio mais maduro em seu ciclo de vida e que normalmente caracterizam-se pela aquisição do controle dessas empresas.

Nessa mesma linha, o Panorama Anual da Indústria Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (2008), elaborado pelo Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da Fundação Getúlio Vargas (Gvcepe) divide as diferentes modalidades de investimento de acordo com a maturidade do empreendimento investido e o tipo de gestão a ser assumido. Desse modo,

nota-se que *venture capital* restringe-se a capital semente para empresas em fase pré-operacional, aporte de capital para *start ups*, que estão estruturando-se, ou ainda para financiamento a empresas em fase inicial.

Nessa mesma classificação, *private equity* é o modelo de investimento aplicado a empresas em expansão, empresas em estágio avançado (*later stage*) ou *buyouts* e, como aponta Cumming e Johan (2007), é um mercado associado com o perfil de alto risco e iliquidez.

Finalmente, o mesmo estudo ainda aponta as modalidades de investimento de Mezanino, que se aplica a empresas que apresentam capacidade para o alcance de altas e estáveis receitas; além da modalidade de investimento denominada de PIPE (*private investment in public equity*), que compreende a aquisição de empresas que já estão listadas em bolsa de valores e que apresentem pouca liquidez além da possibilidade do controle da administração estratégica.

Neste estudo, visto que o objeto de análise busca entender as interrelações de investimento de capital privado em negócios voltados para a classe “C”, independentemente do estágio de maturidade da empresa investida, *private equity* será tratado como veículo de investimento em todos os estágios de maturidade dos empreendimentos investidos, desde empreendimentos embrionários (*seed investments*) e em estágio inicial (*start ups*) até empresas consolidadas (*later stage*), unir-se-á, portanto, os conceitos de investimento em *buyout* e *venture capital* na nomenclatura de *private equity* (FENN, LIANG e PROWSE, 1995).

Essencialmente, nota-se que o conceito de *private equity* sustenta-se como solução aos interesses de três principais grupos de atores: empresas, investidores e fundos de investimento. Cada um desses atores possui motivações e papéis distintos e complementares para participação nesse

modelo. Desse modo, no modelo de *private equity*, investidores institucionais ou *limited partners* possuem recursos e buscam investimentos que possam trazer retornos maximizados em relação aos riscos que estão dispostos a incorrer. Os *general partners* ou GPs, são os fundos de investimento que funcionam como intermediadores entre empreendimentos que necessitam de recursos financeiros para iniciarem suas operações, conduzir planos de crescimento ou novos projetos que demandam importe de capital; e investidores institucionais (*limited partners* ou LPs) que buscam oportunidades de altos retornos e estão dispostos a incorrer com os riscos presentes nesse veículo de investimento.

Nesta seção será feita, primeiramente, uma descrição de cada um desses atores envolvidos como pilares fundamentais do modelo de *private equity*: as empresas investidas, os investidores e os fundos de investimento, explicando-se a estruturação de cada um deles, suas motivações para entrarem no modelo de *private equity* e o papel que desempenham nele. Ademais, será exposto o modelo conceitual de *private equity*, visando proporcionar ao leitor o entendimento sistêmico das dinâmicas existentes nele, através do detalhamento de todas as etapas de seu ciclo.

2.2 Empresas

Em busca da sustentabilidade de negócio no longo prazo, empresas precisam garantir sua constante rentabilidade e, para tal, a manutenção de vantagens competitivas é crucial nesse processo. Assim, empreendimentos que buscam sua competitividade no longo prazo encontram-se frente a constantes demandas por investimentos em infraestrutura, pesquisa e desenvolvimento,

busca por novos mercados, contratação de profissionais capacitados, entre outros.

Nesse sentido, segundo Leeds e Sunderland (2003), as empresas passaram a demandar recursos externos para expansão e manutenção de suas vantagens competitivas. Nota-se, então, a existência de demanda por capital externo desde empresas que necessitam dele para iniciarem suas operações; a empresas que se encontram em dificuldades financeiras, mas apresentam potencial de crescimento; ou ainda empresas que alcançaram um estágio de crescimento que demanda novos investimentos para sustentação de seu novo porte.

Desse modo, repassando parte de suas participações acionárias aos fundos, as empresas investidas passam a ter acesso a financiamentos que não teriam em bancos ou no mercado de capitais, por apresentarem altos riscos ou pouco histórico para obterem-nos. Além disso, fazendo parte da carteira de um fundo de investimentos, as empresas obrigatoriamente fazem toda uma revisão de gestão, estratégia, finanças, aspectos legais o que as deixam em melhores condições competitivas. Ademais, como é de prática deste tipo de investimento, as empresas passam a ter em seu corpo executivo profissionais indicados pelos fundos de investimento que são essencialmente altamente capacitados e com extensa experiência de sucesso. Tudo isso torna a busca por fundos de *private equity* uma alternativa atraente para tais empresas de obterem o crédito que necessitam para iniciarem ou expandirem seus negócios, além de receber grande capacitação de gestão.

2.3 Investidores

Segundo o relatório *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores* elaborado pelo GVcepe da EAESP-FGV (2010), pode-se identificar diversos perfis de investidores atuantes como *limited partners* em *private equity*. A seguir serão descritos os principais grupos de investidores dessa indústria.

- Fundos de pensão: organizações que podem ser uma fundação ou sociedade civil sem fins lucrativos e tem como atividade a gestão de patrimônio de contribuições dos participantes do fundo com o propósito de geração de retornos financeiros. Os fundos de pensão tornaram-se um importante grupo de investidores no mundo e no Brasil. Nos Estados Unidos, os fundos de pensão passaram a formar parte do grupo de investidores em *private equity* a partir da regulamentação de sua participação nesse tipo de investimento com a *Employment Retirement Income Security Act's* (ERISA) em 1979. No Brasil, a indústria de *private equity* também contou com regulamentações que permitiram existência desse tipo de investidor e hoje 22 por cento dos investimentos em *private equity* no país são oriundos desse grupo.
- Empresas e corporações: organizações privadas que realizam investimentos em *private equity*, visando retornos tanto financeiros como estratégicos. Os retornos estratégicos são aqueles que trarão benefícios ao negócio da empresa investidora por meio do desenvolvimento dos negócios investidos, como, por exemplo, negócios relacionados à sua cadeia de suprimentos ou ao seu mercado consumidor.

- Bancos e seguradoras: organizações que possuem altos montantes de capital e aplicam parte de seus recursos em investimentos de longo prazo, como fundos de *private equity*.
- Trusts e Endowments: organizações que unem recursos de instituições sem fins lucrativos como fundações e hospitais, por exemplo, e que aplicam seu capital captado em investimentos de longo prazo e com objetivo de perpetuidade, visando a geração de retornos anuais que permitam o pagamento dos custos operacionais das instituições proprietárias dos fundos, sem a utilização do principal aplicado.
- Funds-of-funds: meios indiretos de um investidor institucional alocar seu capital em um carteira de uma empresa. Como apontam Cendrowski e Wadecki (2012), muitos investidores não conseguem investir diretamente em grandes fundos de *private equity*, visto que esses muitas vezes estabelecem quotas mínimas de investimento com valor elevado. Assim, surgem os fundos de fundos (*funds-of-funds*) que formam suas carteiras para investir em outro fundo. Segundo Grabenwarter e Weidig (2005), 20 por cento da composição de capital fundos de *private equity* vem de aplicações de outros fundos (*funds-of-funds*). No Brasil, esse grupo de investidores representa a origem de 6 por cento do capital comprometido.
- Family offices: organizações que tem como atividade a administração de fortunas familiares de indivíduos ou famílias milionárias. Em geral, possuem sob sua responsabilidade montantes superiores a 100 milhões de dólares.
- Agências de fomento: com o propósito de promoção de desenvolvimento, as agências de fomento são instituições financeiras, sem caráter bancário, que concedem créditos, promovem aquisições,

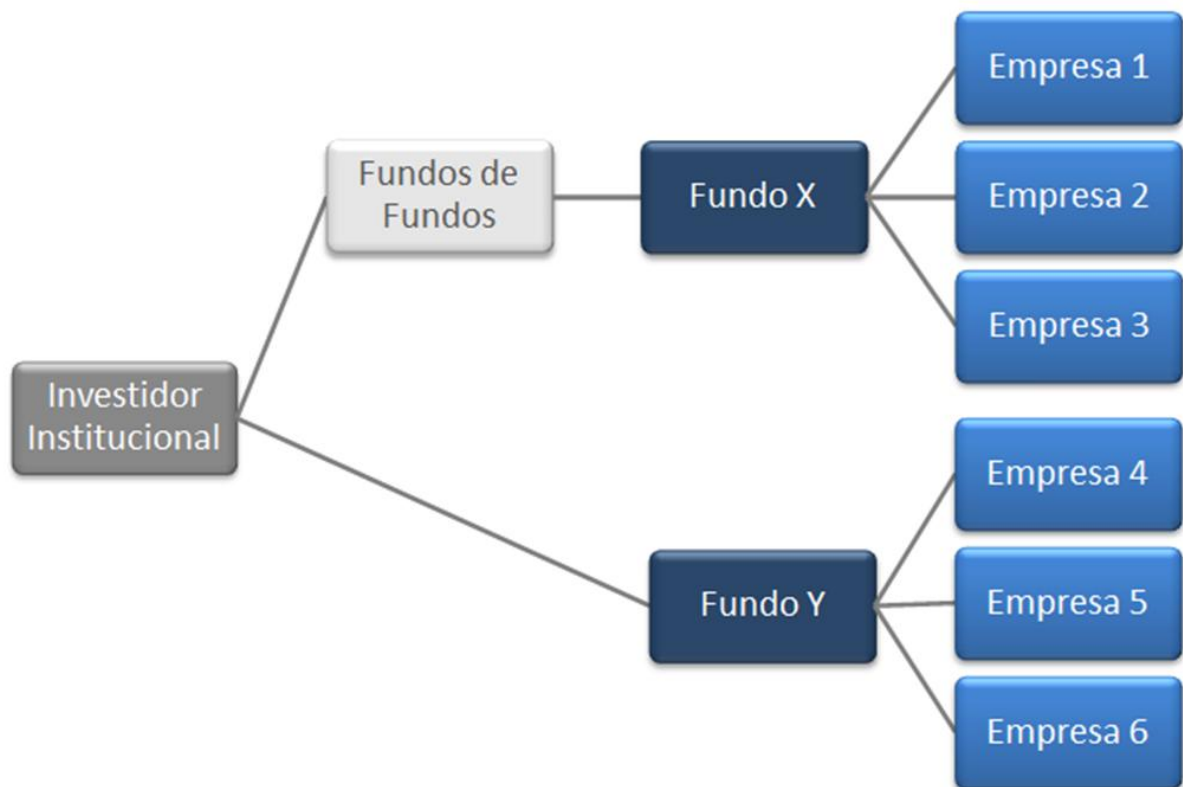
direta ou indiretamente, sempre em investimentos que estejam alinhados com seu objeto social.

- Instituições multilaterais instituições de investimento similares às agências de fomento no que concerne seu foco em desenvolvimento, no entanto assumindo uma perspectiva internacional, coordenando políticas financeiras entre países.

Assim, além da possibilidade que investidor tem de investir diretamente em uma empresa, existem diversos mecanismos indiretos através dos quais investidores institucionais podem alocar seu capital em empresas por meio de fundos de *private equity*. Esses investimentos indiretos por meio dos fundos podem ocorrer com a relação direta entre o investidor e o fundo ou através de fundos de fundos.

A figura 1 mostra como os investimentos indiretos fluem do investidor institucional à empresa investida.

FIGURA 1 - Modalidades de Fluxo de Investimentos



Fonte: adaptado pela autora de (CENDROWSKI; WADECKI, 2012)

O investidor institucional tem diversos mecanismos para aplicar seu capital. Suas escolhas normalmente serão baseadas na relação entre sua aversão ao risco e os retornos que espera realizar em suas aplicações. Como mostra a teoria básica de administração financeira, quanto mais altos forem os riscos assumidos em um investimento, maiores serão as probabilidades da obtenção de prêmios de risco mais elevados portanto, quanto maior o risco do investimento, maiores serão as taxas de retorno esperadas para o mesmo. Além disso, quanto mais o investidor conseguir diversificar seus investimentos em ativos pouco correlacionados, mais seus riscos estarão diluídos (WESTON; BRIGHAM, 2000).

Assim, buscando uma maior diminuição de risco, muitos investidores optam por investimentos em *private equity* que apresentam pouca correlação com seus outros investimentos, como forma de através desses ativos alternativos diminuir os riscos de sua carteira de investimentos.

Além disso, Grabenwarter e Weidig (2005) defendem que os fundos de *private equity* proporcionam um acesso seguro para que os investidores aloquem seu capital em ativos de alta qualidade. Isso porque como eles são especialistas de mercado, conseguem agregar habilidades, experiência e recursos para aplicarem em negócios de maneira bem sucedida.

Finalmente, a responsabilidade do investidor como *limited partner* de *private equity* restringe-se ao montante investido por ele no fundo, ou seja, suas eventuais perdas limitam-se ao valor do capital investido por ele no fundo. Ademais, o papel que ele assume neste modelo é consultivo, não detendo poder de decisão no fundo.

2.4 Fundos de Investimento

De acordo com o relatório Introdução ao *Private Equity* e Venture Capital para Empreendedores (2010), elaborado pelo GVcepe da EAESP-FGV, existem quatro principais grupos de gestores de investimento dentro do conceito de *private equity*. O primeiro deles são os gestores independentes, grupo predominante na indústria de *private equity*. Essas são organizações de capital aberto ou fechado, que atuam desvinculadas de grupos empresariais ou instituições financeiras na gestão de suas carteiras. O segundo grupo são as gestoras denominadas de *corporate ventures*. Como o próprio nome sugere, tais gestoras pertencem a grupos corporativos e têm normalmente como objetivo o financiamento de novas divisões ou departamentos através do investimento em *start ups* ou pequenos empreendimentos altamente inovadores. O terceiro grupo é formado pelas instituições financeiras, que possuem fundos de investimento dentro de sua carteira de negócios. O quarto

grupo é formado por gestores do setor público, que são iniciativas de fundos governamentais que montam carteiras de investimento para fomentar o desenvolvimento de novos empreendimentos (o BNDES é um exemplo brasileiro desse tipo de fundo de investimento).

Os gestores de fundos de investimento tem papel ativo na gestão e administração das empresas inseridas em suas carteiras, apresentando também, dessa maneira, responsabilidade legal pelo negócio e por seus ativos e passivos. Assim, legalmente, os *general partners*, tem responsabilidade ilimitada em seus negócios investidos.

Conforme detalhado na seção “2.5.1” deste trabalho, que explica o ciclo de *private equity*, o envolvimento dos fundos de investimento no modelo deste veículo de investimento é extremamente abrangente e estratégico, visto que ele é o elemento intermediador do fluxo de *private equity*, seu envolvimento nas etapas de captação de recursos, investimento, administração de carteira e colheita demanda a existência de alto conhecimento em diferentes frentes de negócio, como aponta o relatório *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores (2010)*, elaborado pelo GVcepe da EAESP-FGV, torna-se fundamental aos gestores de fundo um domínio em diferentes campos de negócio, como estratégia, finanças, marketing, recursos humanos, entre outros. Assim, no que concerne o perfil profissional dos gestores de fundos de investimento, o setor é caracterizado por apresentar profissionais altamente qualificados, experientes e com uma abrangente rede de relacionamentos.

A remuneração dos fundos de investimento se dá através de dois principais meios, um fixo e outro variável. O primeiro deles é a taxa de administração do fundo (*management fee*) que é cobrada dos investidores com o propósito de pagamento pelos serviços prestados pelo fundo. Normalmente, segundo Cumming (2010), essa taxa representa de um a três por cento do capital

investido no fundo ao ano durante o período de investimento. A segunda taxa cobrada dos fundos apresenta-se em forma de remuneração variável e está diretamente atrelada aos ganhos de capital promovidos pelo fundo em relação à taxa mínima de atratividade por ele comprometida (*hurdle rate*). Assim, a taxa de desempenho (*performance fee*) é um valor derivado dos lucros auferidos pelo fundo que excedem a taxa mínima de retorno comprometida por ele.

No Brasil, segundo o relatório de Introdução ao *Private Equity* e *Venture Capital* para Empreendedores do GVcepe (2010), a remuneração dos fundos de investimentos também se dá através de maneira fixa por meio da taxa de administração que gira em torno de 2 por cento no país; e também de maneira variável, por meio de uma taxa de performance. O relatório ainda aponta que as regras variam de acordo com o regulamento de cada veículo de investimento, mas que a média da participação dos gestores advinda da taxa de performance encontra-se em torno de 20 por cento.

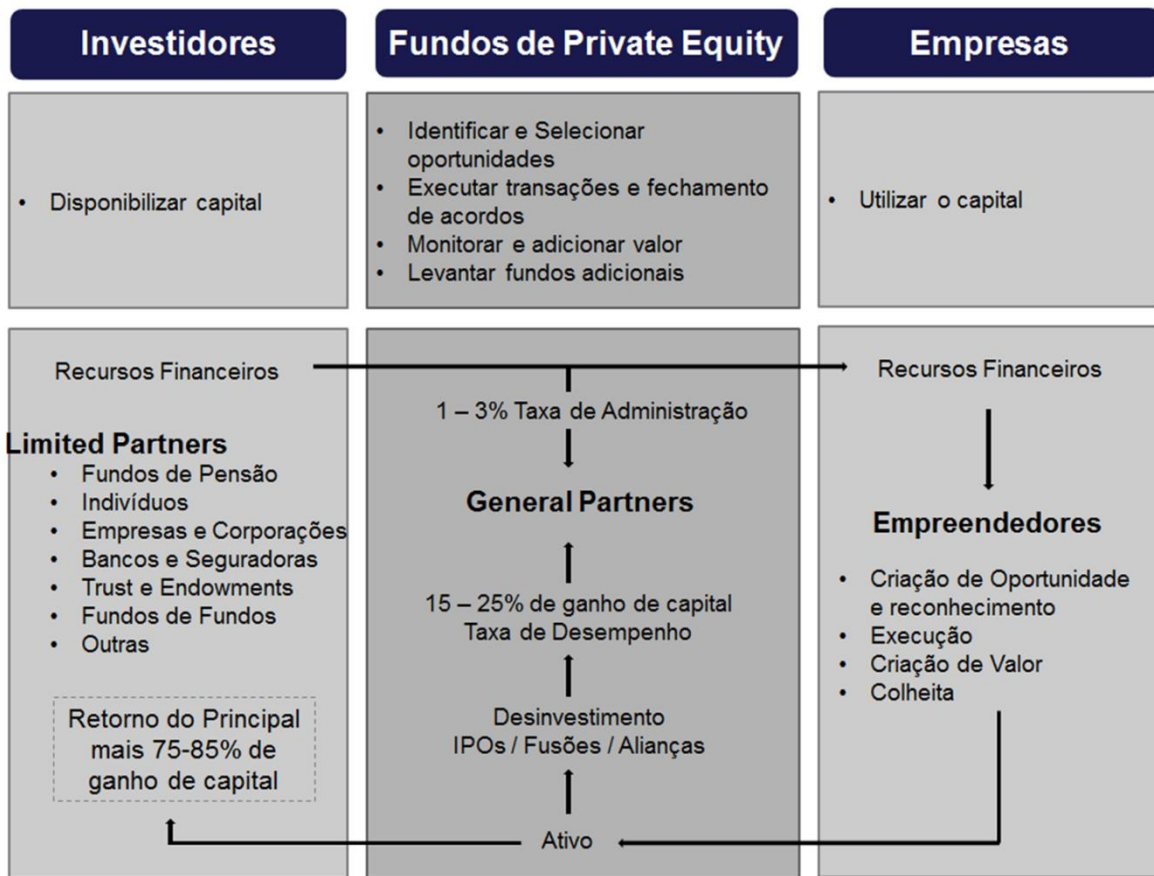
2.5 Modelo de Private Equity

A motivação para o surgimento do *private equity* é oriunda da identificação da necessidade de dois grupos. Por um lado, existem as empresas privadas com necessidade de alavancar capital para um plano de negócios ambicioso, que por apresentarem altos riscos possam enfrentar dificuldades para a obtenção de financiamentos bancários ou podem necessitar de altas quantias além de seus recursos próprios. Por outro lado, existem investidores que buscam elevar suas possibilidades de retorno, ajustados aos seus níveis de aversão ao risco (GRABENWARTER; WEIDIG, 2005).

Além disso, em contraste com outros veículos de financiamento, *private equity* oferece diferenciais, sendo muitas vezes entendido como *competent capital* ou *smart money*. Segundo Zalan (2004), citado por Heckmann (2009), tal denominação refere-se à associação das práticas de *private equity* como uma combinação de atividades de banco de investimento e consultoria. Isso ocorre, pois as empresas de *private equity* não somente oferecem montantes financeiros, mas também todo um suporte de gestão de administração, controle de riscos, marketing, estratégia e relacionamento. Tal fato proporciona um relacionamento mais estreito entre o gestor do fundo de *private equity* e o empreendedor da empresa financiada.

Tendo como foco a interligação de investidores com empresas que buscam investimento, o modelo de *private equity* pode ser descrito como uma atividade de intermediação de relacionamento de partes que apresentam interesses complementares. Por um lado, investidores que buscam promoção de altos retornos ao capital investido e por outro lado, empresas que buscam financiamento para seu crescimento (CUMMING 2010).

Assim, o modelo de *private equity* apresenta diferentes fluxos nos quais cada um dos participantes exerce funções distintas e fundamentais para que ele ocorra. O modelo pode ser resumido como na figura 2.

FIGURA 2: O Modelo de *Private Equity*

Fonte: figura adaptada de (CENDROWSKI; WADECKI, 2012)

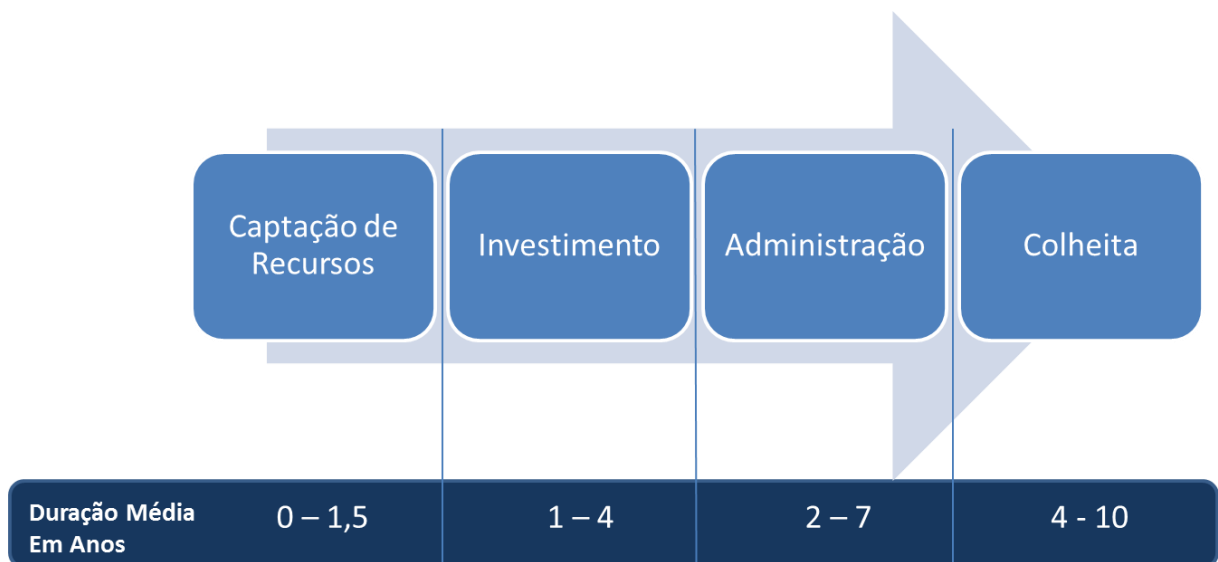
Nota-se, portanto, que por um lado, levanta-se montantes financeiros de investidores que entram no modelo como *limited partners*, sendo os provedores de capital neste fluxo e que mais tarde receberão seu capital somado à 75 a 85 por cento dos ganhos de capital auferidos por meio do valor gerado durante o período de investimento. Além disso, existem as empresas de carteira que necessitam de montantes financeiros e utilizaram do capital fornecido pelos *limited partners* por meio dos *general partners* para a condução de investimentos em projetos que gerarão valor ao negócio. Por fim, existem os fundos de investimento que atuam como intermediadores que tem como principal função a identificação, avaliação e seleção de oportunidades de investimento, condução de transações e fechamento de negócios de investimento, monitoramento da gestão das empresas e adição de valor nos negócios e levantamento de fundos adicionais e desinvestimento

com geração de valor para os investidores com retorno sob o capital, para si com taxas de performance maximizadas e para as empresas com vantagens competitivas e condição de negócio alavancadas.

2.5.1 O Ciclo do Modelo de *Private Equity*

Esta seção explicará cada fase do ciclo do modelo de *private equity*, abordando as principais atividades conduzidas e os objetivos fundamentais de cada um desses estágios. Este ciclo, segundo Cendrowski e Wadecki (2012), passa por quatro estágios: organização e captação de recursos, investimento, gestão e colheita; a duração de cada um desses estágios dependerá da peculiaridade estratégica de cada fundo.

FIGURA 3: Estágios do Ciclo de Investimento em *Private Equity*



Fonte: autora, adaptada de (CENDROWSKI; WADECKI, 2012)

2.5.1.1 Estágio de Captação de Recursos

O estágio de captação de recursos visa recrutar investidores interessados em fazer parte da composição de um fundo, prometendo maiores retornos em comparativo com investimentos individuais. Além disso, é neste estágio que se definem as estratégias e o foco de investimento do fundo, que delineará a indústria, a maturidade e a localidades dos alvos de investimento.

O processo de captação, segundo os mesmos autores, ocorre normalmente dentro da rede de relacionamentos dos profissionais envolvidos no processo, tanto os *limited partners* e dos *general partners*, visto que as regulamentações vigentes não permitem esforços publicitários para recrutamentos desse tipo.

Ademais, a elaboração detalhada de estratégia e foco do fundo, segundo Lossen (2006), idealmente deve ser feita como fase anterior ao início da captação de recursos, visto que as características dos fundos incluindo toda sua estratégia de carteira devem fazer parte das atividades de captação de recursos, já que tais informações serão consideradas pelos potenciais investidores na tomada de decisão de participação no fundo. Segundo o mesmo autor, a estratégia de carteira dos fundos de investimentos deve detalhar o número de empresas investidas a serem incluídas na carteira, o nível de diversificação ao longo do tempo e ao longo dos estágios de financiamento, o nível de diversificação entre indústrias e localidades. Uma vez que a empresa de *private equity* consiga captar sua meta de recursos, o fundo é formado.

Segundo Bocatto (2001), existem ainda dois importantes grupos de *stakeholders* que assumem papéis importantes neste estágio de captação de recursos. O primeiro deles são os *gatekeepers* que são assessores externos que auxiliam os investidores institucionais na seleção de fundos de

investimentos. O segundo grupo são os *fundraisers* que assessoram os fundos na busca e seleção de investidores ou ainda mesmo de *gatekeepers*.

2.5.1.2 Estágio de Investimento

Uma vez que o veículo de investimento em *private equity* é formado, com seu capital comprometido definido, sua tese de investimento delineada para guiar as estratégias de investimento do fundo; inicia-se o processo de busca e seleção das empresas investidas para alocação dos montantes do fundo. Este segundo estágio do modelo de *private equity* é denominado de investimento. Devido ao fato deste estágio do ciclo de *private equity* ser muito extenso e minucioso, alguns autores como Bocatto (2001), separam este estágio em dois: originação das propostas de investimento e seleção dos investimentos. Neste trabalho, utilizar-se-á o estágio de investimento como um dos quatro estágios do ciclo de *private equity*, como aponta a definição de Cendrowski e Wadecki (2012), agregando-se, portanto a fase de originação de investimento e seleção dos investimentos de Bocatto (2001).

De acordo com Talmor e Vasvari (2011), o processo de investimento envolve quatro principais focos de planejamento e execução de investimento: alocação estratégica dos ativos, construção de carteira, seleção do fundo e monitoramento do fundo. É neste estágio que os acordos são realizados, as empresas são selecionadas e as transações são estruturadas. Ademais, segundo Bocatto (2001), no momento de composição de sua carteira por meio da seleção de investimentos, os fundos buscam atingir um alto grau de diversificação, mitigando, assim, os riscos de suas carteiras.

Através da elaboração de um plano de negócios, as empresas alvo de investimento transmitem aos fundos todos os seus aspectos mercadológicos e estratégicos. A partir de então, os fundos analisam os potenciais de negócio, avaliando as oportunidades de geração de valor desejadas, em linha com as estratégias dele, bem como a quantificação de riscos inerentes a operação. Esse processo é extremamente meticuloso e passa por diversas avaliações que funcionam como filtros para definir os empreendimentos que finalmente serão investidos. Pode-se dividir tal processo em dois grandes blocos: *due dilligence* preliminar e *due dilligence*.

2.5.1.2.1 Due Dilligence Preliminar

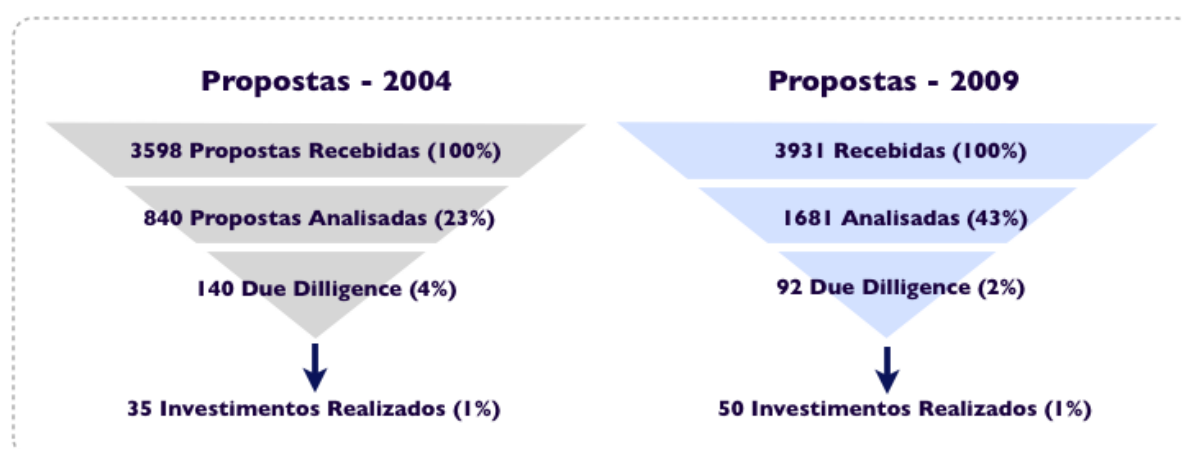
Primeiramente, existe uma avaliação prévia das oportunidades denominada de *due dilligence* preliminar. Nessa avaliação, os GPs analisam aspectos externos à empresa alvo de investimento buscando entender aspectos mercadológicos para validar a competitividade do negócio no mercado em que atua. Assim, busca-se validar a atratividade do mercado em que a empresa irá atuar por meio de uma avaliação de demanda, competição e escala desse mercado. Segundo o estudo de FRIED E HIRSCH (1994), existem cinco critérios genéricos principais utilizados no processo de seleção das empresas a serem investidas: atratividade da indústria e a viabilidade do projeto; experiência e comprometimento da gerência; possibilidade de altos retornos e mecanismos de saída do investimento.

Além disso, nessa avaliação preliminar, existem avaliações internas à empresa que podem ser divididas em três grandes análises e que tem como objetivo avaliar as condições do empreendimento para o sucesso e sustentabilidade do negócio. Primeiramente, tem-se como objetivo a análise

da qualidade da equipe de gestão da empresa, visando mitigar riscos inerentes ao nível de pessoal presente na organização. Isso porque, como aponta o relatório do GVcepe (2010) “um time bem estruturado diminui os riscos de um investimento e fornece maior segurança aos investidores, além de criar maior valor à empresa” (GVcepe, 2010, p. 138). O segundo grupo de análises feitas internamente concerne à existência de clara diferenciação e resposta às necessidades do mercado por meio da tecnologia e dos produtos oferecidos pela empresa. A terceira análise interna à empresa visa entender as condições financeiras da empresa de modo a garantir que sua lucratividade e saúde financeira são sustentáveis no longo prazo.

Segundo o Censo da Indústria de *Private Equity* e Venture Capital do GVcepe (2011), somente um por cento das propostas de investimento que chegam aos fundos são aprovadas em todas as etapas de avaliação de investimento. A figura 4 mostra o fluxo de conversão das oportunidades de negócio que chegaram à 88 fundos de investimento em *private equity* participantes do estudo do GVcepe e que representam 60 por cento do universo de organizações gestoras e o fluxo de seleção das propostas de investimento desde as propostas recebidas até os investimentos realizados.

FIGURA 4: Conversão de Oportunidades de Negócios em Investimentos



Fonte: GVcepe, 2011 e GVcepe 2005

Analisando-se ainda os dados da figura acima, nota-se que o universo de propostas recebidas teve um crescimento relativamente pequeno no período de 2005 a 2009, principalmente levando-se em consideração o crescimento do capital comprometido na indústria de *private equity* no Brasil durante esses anos. No entanto, o número de propostas analisadas dobrou nesses anos, o que mostra que as empresas gestoras conseguiram aumentar suas atividades de avaliação de investimentos. Ademais, nota-se que o percentual de empresas que tiveram suas propostas analisadas que passaram para o estágio de *due diligence* diminuiu significativamente de 2004 a 2009, o que pode levar a inferência de que as análises das propostas puderam realizar um filtro mais minucioso das oportunidades de negócio durante o *due diligence* preliminar. Finalmente, das empresas que foram submetidas ao *due diligence*, nota-se um crescimento de aprovação de investimentos realizados, o que leva à conclusão de que um melhor filtro das propostas analisadas levou ao *due diligence* empresas que estavam mais aptas a ser aprovadas ao investimento final.

Assim, nota-se a grande importância da análise das propostas no processo de avaliação de investimentos, preliminar ao *due diligence*. Segundo o GVcepe (2010), existem quatro principais pontos no processo de análise da oportunidade de investimento nas empresas potenciais: (1) equipe, (2) tecnologia e produto, (3) e modelo de negócio e necessidade de financiamento, que são análises internas à empresa; (4) e demanda, competição e escala de mercado, que são análises externas à empresa.

2.5.1.2.2 Due Dilligence

Após o *due dilligence* preliminar, inicia-se um segundo filtro de avaliação das oportunidades de investimento que busca um profundo entendimento das empresas alvo. Assim, dentro do processo de seleção das empresas investidas, os fundos de investimento realizam um extenso processo analítico de negócios, incluindo avaliações financeira, contábil, fiscal, trabalhista e legal; investigação essa denominada de *due dilligence*.

Através de uma investigação minuciosa e rigorosa, o objetivo principal do *due dilligence*, segundo Talmor e Vasvari (2011), é de proporcionar elementos para a avaliação e seleção de determinada oportunidade de investimento, através da apreciação de diversas dimensões de negócio. Segundo Bocatto (2001), existem três principais frentes no processo de *due dilligence*: negócio, legal e contábil.

O *due dilligence* de negócio envolve análises do ambiente interno e externo da organização, permitindo uma apreciação de mercado da empresa, bem como de sua estruturação. Neste processo serão feitas todas as considerações que concernem o mercado em a empresa está inserido, seus potenciais de crescimento, os produtos oferecidos e suas situações competitivas, as estratégias de mercado da empresa, a capacidade dos recursos humanos, a infraestrutura entre outros aspectos que possam delinear a situação de negócio da empresa.

O *due dilligence* legal envolve uma completa auditoria legal da empresa, buscando-se possíveis litígios presentes e potenciais futuros, além de avaliarem-se todos os contratos e processos judiciais da empresa. Além disso, nesse processo os fundos normalmente elaboram planos de contingências como, por exemplo, ações de garantia ou pacotes de

indenização, para assegurarem-nos legalmente caso as empresas investidas sejam condenadas em processos judiciais referentes a ações anteriores à entrada do fundo.

O *due diligence* contábil envolve uma avaliação profunda das práticas financeiras, contábeis, fiscais e trabalhistas com o objetivo de garantir que as empresas alvo de investimento encontram-se dentro dos parâmetros legais dentro desses aspectos, evitando um atual investimento em empresas que estejam com pendências, como por exemplo, sonegação de impostos e outras práticas ilegais e anti-éticas. Segundo Bocatto (2001), as principais exigências nesta investigação são concernentes à auditoria das demonstrações financeiras, plano de opções de ações da empresa a partir dos níveis gerenciais, garantia de ausência total de práticas ilegais e anti-éticas.

Uma vez feitas todas as avaliações e identificando-se que a empresa alvo tem potencial estratégico para adicionar valor ao fundo em linha com sua estratégia e níveis de risco buscados, além de apresentar todas as condições de negócios, legais e contábeis para entrarem na carteira do fundo, o investimento é realizado.

2.5.1.3 Estágio de Administração de Carteira

O estágio de administração de carteira caracteriza-se pelo período em que as empresas de *private equity* monitoram o desenvolvimento de seus negócios com o objetivo de obter adição de valor e proporcionar retornos a seus investidores.

Deste modo, o foco principal neste período é de obtenção de melhorias operacionais, estratégicas e em grande maioria dos casos financeira. Assim, apesar dos investimentos nas empresas muitas vezes terem caráter minoritário, os fundos tem como prática assegurar o controle de gestão para garantir as melhorias no negócio acima mencionadas. Uma prática comum para tanto, segundo Bocatto (2001), é a elaboração de Acordos de Acionistas. Esses, comumente estabelecem cláusulas que visam garantir o direito ao fundo de indicar profissionais para posições de diretoria e conselho administrativo, o que garante que o controle executivo da empresa investida esteja também nas mãos do fundo de *private equity*.

Ainda, de acordo com Cendrowski e Wadecki (2012), existe neste período a prática denominada de investimento sindicalizado. Essa consiste na atração de capital de outros fundos para alavancar ainda mais a empresa investida e potencializar seu crescimento e geração de valor. Tal prática, segundo os autores, ainda melhora a diversificação de riscos, além de proporcionar potenciais alternativas de desinvestimento.

2.5.1.4 Estágio de Colheita

O estágio de colheita dentro do ciclo de *private equity* é assim denominado, pois ele consiste no período em que o fundo irá fazer seus desinvestimentos e angariar os lucros dos investidores que consistem na geração de valor ocorrida durante o período em que a empresa esteve sob gestão dele.

Em prática, as empresas de *private equity* vendem suas participações nas empresas com o objetivo de obtenção do valor adicional gerado durante o período de investimento. As vendas podem ser feitas tanto por meio de

ofertas públicas com *IPO* na bolsa de valores, ou a outros investidores que tenham interesse no negócio. Os retornos de capital são repassados aos *limited partners* (BYGRAVE; TIMMONS, 1992; GOMPERS; LERNER, 2004).

Talmor e Vasvari (2011) sintetizam as principais rotas de saída para desinvestimento em *private equity* nas seguintes principais alternativas: (1) venda da participação a um investidor público ou privado que passa a deter o controle da empresa; (2) abertura do capital da empresa investida por meio de *IPO* com a oferta de ações da empresa investida na bolsa de valores; (3) *buyout* secundário desinvestimento no qual a participação da empresa investida pertencente ao fundo é vendido a outro fundo de investimentos; (4) recapitalização, método no qual o próprio fundo de investimentos alavanca um novo débito para resgatar parte do ativo investido na empresa em questão; (5) recompra de participação, saída de investimento que consiste na venda da participação pertencente ao fundo de volta aos antigos controladores da empresa.

3. Evolução da Indústria de *Private Equity*

3.1 Histórico da Indústria de *Private Equity* nos Estados Unidos

O desenvolvimento da indústria de *private equity* no mundo apresentou diversos estágios de desenvolvimento com importantes acontecimentos nos cenários macroeconômico, político e legislativo que influenciaram o crescimento dessa indústria bem como os caminhos percorridos por ela ao longo dos anos. Nesta seção, será apresentada a evolução da indústria de *private equity*, delineando-se as principais características dela em cada um de seus momentos, bem como os principais eventos históricos que culminaram nas transformações da indústria e funcionaram como ponto de transição entre seus estágios evolutivos.

A indústria de *private equity* teve seus momentos iniciais no início do século XX, predominantemente nos Estados Unidos, por meio de escritórios que administravam fortunas familiares e passaram realizar investimentos diretos em empresas privadas. Tal fenômeno permaneceu até meados desse mesmo século. A primeira grande iniciativa de investimento em capital privado que mais se assemelha aos moldes de *private equity* hoje aplicados, foi a aquisição da Carnegie Steel Company pelo JP Morgan pela quantia de 480 milhões de dólares em 1901 (GVcepe, 2011).

O segundo estágio de desenvolvimento da indústria de *private equity* ocorreu logo após a Segunda Guerra Mundial. Nesse contexto, existiam grandes incentivos para o desenvolvimento e promoção de inovações tecnológicas, o que promoveu demanda para a presença de investidores externos em

empreendimentos privados. O primeiro grande marco da formalização do *private equity* como veículo de investimento, foi em 1946 com a constituição da primeira empresa dessa indústria a American Research and Development Corporation (ARDC).

A ARDC teve em sua fundação o propósito de fomentar investimentos privados em empreendimentos formados por soldados oriundos da Segunda Guerra Mundial. Assim, essa foi a primeira empresa de *private equity* que expandiu os horizontes da captação de recursos de famílias milionárias. Seus fundadores eram líderes oriundos de instituições de ensino de renome como INSEAD, Harvard e MIT. Além disso, ARDC tem acreditado para si o primeiro grande caso de sucesso nessa indústria com o investimento de 70.000 dólares na Digital Equipment Corporation (DEC) que onze anos depois levantou 355 milhões de dólares em seu *IPO*, o que representou uma taxa de retorno anual de 101%. (BYGRAVE; TIMMONS, 1992; GVcepe, 2010)

O mercado de capitais não estava estruturado para atender às demandas de financiamento de longo prazo para o crescimento de pequenos negócios à época. Nesse mesmo cenário, dentro do contexto histórico da Guerra Fria, havia grandes interesses governamentais norte-americanos para a fomentação do desenvolvimento tecnológico para competir com a União Soviética. Assim, iniciaram-se esforços para a promoção de regulamentações que facilitassem o investimento em *startups*. Um dos principais passos para a profissionalização e maior institucionalização da indústria de *private equity* foi a lei de 1958 “*Small Business Act*”. Essa lei permitiu o surgimento de empresas de investimentos focadas em *Small Business* a promoverem a capitalização e ajuda na profissionalização de pequenos empreendimentos nos EUA. (SMALL BUSINESS ACT, 1958)

Na década de 60, observou-se o surgimento dos fundos de investimento em *private equity*, com estruturas similares as que se têm hoje. Tais empresas

organizavam *limited partnerships* para conduzir seus investimentos. Os profissionais de investimentos tomavam papel de *general partner* os de investidores de *limited partners*. A estrutura de remuneração também assemelha-se a usada nos dias de hoje. Os investidores pagavam uma *management fee anual* de 1 a 2% e um *carried interest* que representava até 20% dos lucros da parceria.

Durante as décadas de 60 e 70, as empresas de *private equity* focavam seus investimentos em *startups* e empresas em expansão. Desenvolvimentos tecnológicos nas áreas de eletrônicos, médica e processamento de dados impulsionaram o surgimento de muitas empresas empreendedoras que necessitavam de capital.

Neste período, o conceito de capital de risco ainda estava pouco difundido e os volumes de investimento ainda muito baixos. No entanto, o primeiro *buyout* alavancado financeiramente (*leveraged buyout* ou LBO) dessa indústria ocorreu com a compra da McLean Industries Inc em janeiro de 1955 com investimento de 49 milhões de dólares, dos quais 42 milhões eram alavancados por empréstimos e os outros 7 milhões de dólares oriundos da emissão de ações preferenciais. Nesse mesmo contexto, a utilização de empresas publicamente negociadas como veículo de investimento para aquisição de carteira de investimentos em ativos corporativos passou a ser uma tendência. (LEVINSON, M., 2006)

Em 1973, notou-se uma movimentação para institucionalização sindical na indústria de *private equity*. Nesse ano, foi fundada a Associação Nacional de *Venture Capital* (NVCA) nos Estados Unidos que tinha como propósito representar os interesses da indústria nos debates governamentais sobre novas regulamentações, bem como promover altos patamares de profissionalização, desenvolvimento profissional, além de fortalecer os laços de interação entre as empresas atuantes nesse setor.

Entre os anos de 1982 e 1993, observou-se importantes acontecimentos na evolução do *private equity*. Nesse período, pode-se observar uma grande ascensão da escala dos investimentos nessa indústria, com grande destaque para a atividade de *buyout* com alta alavancagem financeira. Os investimentos em *private equity* saltaram de 2,4 bilhões de dólares em 1980 para 21,9 bilhões de dólares em 1989. Além disso, nesse período, estima-se que a indústria de investimentos privados presenciou mais de 2000 transações de *buyout* alavancados, com valores excedendo 250 milhões de dólares. Um dos marcos desse processo foi a transação de LBO de compra da RJR Nabisco.

O crescimento observado durante a década de 80 nas transações de *private equity*, principalmente das LBOs, deve-se à abundante disponibilidade de financiamento, particularmente de *high-yield debt*, ou *junk bonds*. No entanto, no final dessa década, houve um colapso no mercado de *junk bonds*, afetando negativamente as transações de LBO e, por conseguinte, em toda indústria de *private equity*. Com isso, o nível de débitos das operações de *private equity* perdeu força na década de 90 que se iniciava. Nesse período, diminuiu-se a alavancagem utilizada nas operações: nos anos 80, a alavancagem média girava em torno de 80 a 95 por cento dos investimentos, já na década de 90, esse número caiu para 20 a 40 por cento (DUTHEL, 2008; CENDROWSKI; WADECKI, 2012).

Ademais, em meio à recessão do início dos anos 90, houve um aumento da institucionalização das empresas de *private equity*, que passaram a intensificar seus esforços de gestão com o objetivo de tornar suas operações mais atrativas tanto para os acionistas como para os executivos das empresas investidas. Os investidores, por sua vez, também caminharam para uma mais profunda institucionalização de sua classe, fundando a Associação de investidores institucionais (ILPA).

A segunda metade da década de 90 presenciou a grande ascensão de empresas voltadas a internet, muitas delas apresentando demanda para investimentos e, por conseguinte, oportunidades para empresas de *private equity*, principalmente com foco em *venture capital* para *startups*. Os investimentos de *venture capital* cresceram muito nesse período, acompanhadas por grandes *IPOs* de desinvestimento que geraram altos retornos para indústria. No entanto, no ano de 2000, houve uma crise na bolsa de Nasdaq e o valor das empresas de tecnologia sofreram forte redução, afetando toda a indústria focada em investimentos em *venture capital* (DUTHEL, 2008; CENDROWSKI; WADECKI, 2012).

Por outro lado, os investimentos em *LBOs* cresceram muito em termos de valor de transações na segunda metade década de 90, principalmente motivados pelas indústrias de telecomunicações e tecnologia. No entanto, devido a uma série de maus resultados na indústria de telecomunicações, muitas das empresas atuantes nela perderam muito valor, culminando em altas taxas de risco atribuídas a esse setor.

Após uma série de perdas nas indústrias de telecomunicações e tecnologia, a indústria de *private equity* começou a recuperar-se a partir de 2002. Nesse período, motivada pela redução de taxas de juros, pela melhoria nas condições de empréstimos e nos padrões regulamentares para as empresas publicamente negociadas (como a legislação de Sarbanes Oxley) os investimentos tradicionais ganharam grande burocracia processual, além de diminuir sua atratividade. Assim, ressaltou-se a atratividade nos investimentos alternativos em *private equity*.

Os anos seguintes apresentaram a volta do crescimento da indústria, muito acelerada pela retomada de investimentos em *LBOs*. De acordo com Samuelson (2007), o valor das transações de *private equity* cresceu 18 vezes

no período de 2003 a 2006, atingindo o valor de 375 bilhões de dólares em 654 transações. Em 2007, de acordo com o relatório da Preqin (Jan, 2012), o capital comprometido de *private equity* no mundo era de 609,6 bilhões de dólares, com 3231 transações anunciadas.

A crise mundial de 2008, iniciada com os títulos podres americanos, rapidamente espalhou-se pelo mundo e afetou seriamente a economia global. A indústria de *private equity* foi fortemente abalada e viu seu capital comprometido reduzir para 281,4 bilhões de dólares por meio de 1796 transações no ano de 2009. As economias desenvolvidas, representadas pelos países G7 foram severamente atingidas pela crise e nesse mesmo cenário, as economias emergentes, lideradas por China, Índia e Brasil mostraram-se capazes de mitigar os impactos da crise em seus desempenhos. Desde então, os mercados emergentes aumentaram sua atratividade na indústria de *private equity* e tornaram-se grande foco de investimento dessa indústria. Na próxima seção, será apresentado um histórico da indústria de *private equity* no Brasil, desde seus primórdios, até o seu desempenho nos dias atuais.

3.2 Histórico da Indústria de Private Equity no Brasil

Assim como nos Estados Unidos, as iniciativas de investimento privado no Brasil ocorreram em vários momentos da história como, por exemplo, os investimentos do Barão de Mauá no momento de industrialização do Brasil no século XIX. No entanto, a formação de três subsidiárias do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) na década de 70, que tinha como propósito fomentar o crescimento do país e sua industrialização,

através do crédito a empresas, foi o primeiro principal passo para a institucionalização da indústria de intermediação financeira brasileira.

Na final da década de 80, houve um segundo grande passo na evolução da indústria de *private equity* no Brasil. Nesse período, com a compra do controle das Lojas Americanas e da Cervejaria Brahma, os sócios do Banco Garantia realizaram investimentos que apesar de não estarem formalmente espelhados em uma estrutura de *General Partner*, foram importantes para a comprovação da existência de oportunidade e atratividade da indústria de *private equity* brasileira que viria a se formar (GVcepe, 2010).

Na primeira metade dos anos 90, o Brasil viveu diversas mudanças em sua organização regulamentar que culminou em um importante desenvolvimento econômico do país. A abertura para o comércio internacional, a desregulamentação dele e as privatizações ocorridas no período foram importantes alavancas nesse processo e abriram espaço para a fundação do primeiro veículo de investimento brasileiro em 1993, o GPI da GP Investments, com uma captação de 500 milhões de dólares comprometidos. Além disso, o Plano Real trouxe maior estabilidade econômica, motivada principalmente pelo controle da inflação no país e a estabilidade cambial. Tudo isso contribuiu para a expansão dos investimentos no Brasil e, por conseguinte, para a expansão da indústria de *private equity* (GVcepe, 2010; PWC;INSEAD, 2011).

Na segunda metade da década de 90, a indústria de *private equity* cresceu muito em dois momentos. Em 1997 e 1998, os investimentos foram impulsionados pelas privatizações ocorridas no país. Em 1999 e 2000, assim como no exterior, houve um grande crescimento da indústria online, fazendo com que o grande incentivador do crescimento dos investimentos fossem os negócios emergentes voltados à internet. Como aponta GVcepe (2010), os investimentos brasileiros passaram de 200 milhões de dólares para 1,1 bilhão

de dólares de 1997 a 2000, por meio de 118 transações das quais 78 eram focadas em negócios do setor online.

No entanto, em 1999, O Banco Central do Brasil viu-se na necessidade de deixar a política de câmbio fixo, o que fez com que a moeda brasileira sofresse grande desvalorização frente ao dólar, passando a taxa de câmbio de Real-Dólar de 1,20 para 2,06 (Banco Central do Brasil), o que culminou na desvalorização em dólar dos investimentos feitos em Reais. Além disso, da mesma maneira como ocorreu no exterior, a bolha dos negócios online sofreu uma retração em 2000, o que afetou seriamente a indústria de *private equity* que tinha grande parte de seus investimentos nesses negócios. Tais fatores levaram a vários grupos de investimento a desinvestirem no país.

Como resposta a esse momento negativo, a indústria de *private equity* passa por uma série de reestruturações, visando o restabelecimento de sua evolução. Em 2003, foi criada a instrução da CVM 391 que oficializou a constituição, administração e funcionamento dos Fundos de Investimentos em Participações (FPI). Tal medida permitiu maior transparência, reduziu os riscos do investidor e proporcionou uma política eficiente para a tributação dos fundos. Ademais, os fundos de pensão passaram a poder realizar investimentos privados, o que impulsionou a captação de recursos para os fundos, elevando os níveis de capital comprometido na indústria. Somado à tal importante avanço na regulamentação da indústria, o governo também revisou a Lei das S.A.s, que entrou em vigor em 2003, aumentando sua abrangência e proporcionando melhores condições regulamentares para a indústria de investimentos privados. Além disso, o Novo Mercado, que passou a listar separadamente empresas com um nível superior de governança corporativa, garantiu uma avaliação com um padrão mínimo de transparência, melhorando os processos de governança corporativa.

A partir de 2005, a indústria de *private equity* volta a crescer tanto no número de *general partners* como nos montantes de capital comprometido. Esse crescimento se deve a uma combinação de fatores de mercado, regulamentações e desenvolvimento econômico. Como aponta o Panorama Anual da Indústria Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (2008), o momento de alta liquidez financeira no mundo, combinado o sucesso das organizações gestoras em levar suas empresas à abertura de capital e a forte expansão de indicadores socioeconômicos do Brasil proporcionaram um ambiente favorável tanto externamente como internamente para a expansão do *private equity* que teve seu capital comprometido apresentando taxas anuais de crescimento de 53,4 por cento de 2004 a 2008, atingindo o valor de 26,65 bilhões de dólares de capital comprometido por 159 veículos de investimento em junho de 2008, o que representou 1,7 por cento do PIB do país. Finalmente, na época, o Brasil enfrentava um momento de estabilização econômica, com redução da taxa de juros e elevação do *rating* do país a grau de investimento, aumentando a confiança do investidor.

Além disso, durante a primeira década do século XIX, houve uma grande aceleração no consumo brasileiro, motivado principalmente pela ascensão muito significativa da classe média brasileira, fenômeno que será melhor explorado no próximo capítulo deste trabalho. Tal fato contribuiu para o fortalecimento econômico do país e foi um dos pilares que garantiram solidez para que o Brasil mitigasse os efeitos da crise mundial de 2009. Tudo isso, contribuiu para que os investidores mantivessem confiança no país, e para que as atividades em *private equity* atingissem níveis recordes em 2010 com um capital comprometido de 10,5 bilhões de dólares (Prequin, 2012).

A indústria de *private equity* brasileira encerrou a primeira década do século XXI com 180 organizações gestoras de fundos, das quais 144 foram mapeadas pelo Censo da Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* do GVcepe (2011), apresentando 252 veículos de investimentos. Da amostra

desse estudo, pôde-se observar um cenário de grande ascensão e desenvolvimento da indústria de *private equity* no Brasil, que será explorado nos próximos parágrafos.

Esse estudo observou que em 2009, o capital comprometido por gestores no Brasil era de 36,1 bilhões de dólares, representando 2,3 por cento do PIB do país. Naquele momento, o capital comprometido ainda apresentava alta concentração, visto que as 10 maiores organizações gestoras representavam 50 por cento de todo o capital comprometido no país. A maior parte dos investimentos era oriunda de investidores nacionais, que somavam 72 por cento do capital comprometido nos veículos de investimento em *private equity* naquele ano. É importante, no entanto, ressaltar-se que a participação dos investimentos estrangeiros cresceu durante essa primeira década do século XXI. Nesse mesmo cenário, os fundos de pensão foram apontados como o principal grupo de investidores em *private equity* no Brasil, representando a origem de 22 por cento do capital comprometido, sendo seguidos pelas organizações mães (18%), *family offices* (9%), fundos de investimentos (6%), bancos (4%), entre outros.

A distribuição dos veículos de investimento no Brasil, encontra-se concentrada em três principais grupos. Os veículos constituídos sob instrução da CVM, incluindo-se os FIPs (Fundos de Investimento em Participações) e os FMIEEs (Fundos Mútuos em Empresas Emergentes), são as estruturas legais por meio das quais a maior parte dos veículos de investimentos são constituídos: em 2009, 46 por cento dos 239 veículos de investimentos brasileiros eram estruturados nesse grupo classificatório. Os fundos de investimentos são a segunda mais importante forma de estruturação legal dos fundos no Brasil. Essas cresceram numericamente de 29 em 2004 para 63 em 2009, no entanto sua participação percentual no total de veículos de investimento caiu de 30 para 26 nesse mesmo período. A terceira mais

importante forma de estruturação legal dos veículos de investimento são as holdings que representavam 13 por cento dessas empresas (GVcepe, 2010).

Ademais, é importante ressaltar que o modelo brasileiro de investimentos em *private equity* é primordialmente focado nos ganhos de capital e tem como característica de capital comprometido os recursos captado de seus investidores, ao contrário do que ocorre em outros locais do mundo onde observa-se alta alavancagem financeira. Segundo o GVcepe (2010), a baixa alavancagem observada no modelo brasileiro pode ser atribuídas às altas taxas de juros presentes no país que inviabilizam o endividamento (GVcepe, 2010; RIBEIRO, 2005).

A crise mundial de 2009 foi um importante sinalizador da força e importância econômica dos países emergentes, sobretudo da China, Índia e Brasil, que conseguiram suavizar os impactos negativos em suas economias. Assim, de maneira geral, assim como outros mercados emergentes, o Brasil tornou-se um dos grandes focos de investimentos em *private equity* na atualidade. Segundo aponta o Relatório da PWC (2011), em 2011, o país passou a ser o principal destino de investimento internacionalmente, ultrapassando a China e os demais países emergentes. Nesse cenário, nota-se que os principais grupos internacionais de investimento tentam estabelecer e fortalecer sua presença no país, tanto abrindo escritórios no Brasil ou comprando participações de grupos nacionais, como o caso do grupo Blackstone que comprou 40 por cento do Pátria Investimentos.

4. Atual Conjuntura Socioeconômica Brasileira

4.1 Classes Sociais no Brasil

A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílio (PNAD) é um estudo realizado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) com o intuito de produzir e fornecer informações atualizadas concernentes à situação socioeconômica e demográfica da população brasileira, tendo um papel especialmente importante nos períodos intercensitários. Ademais, a PNAD também tem como objetivo o estudo complementar de temas com abordagem insuficiente ou inexistente nos censos demográficos do IBGE.

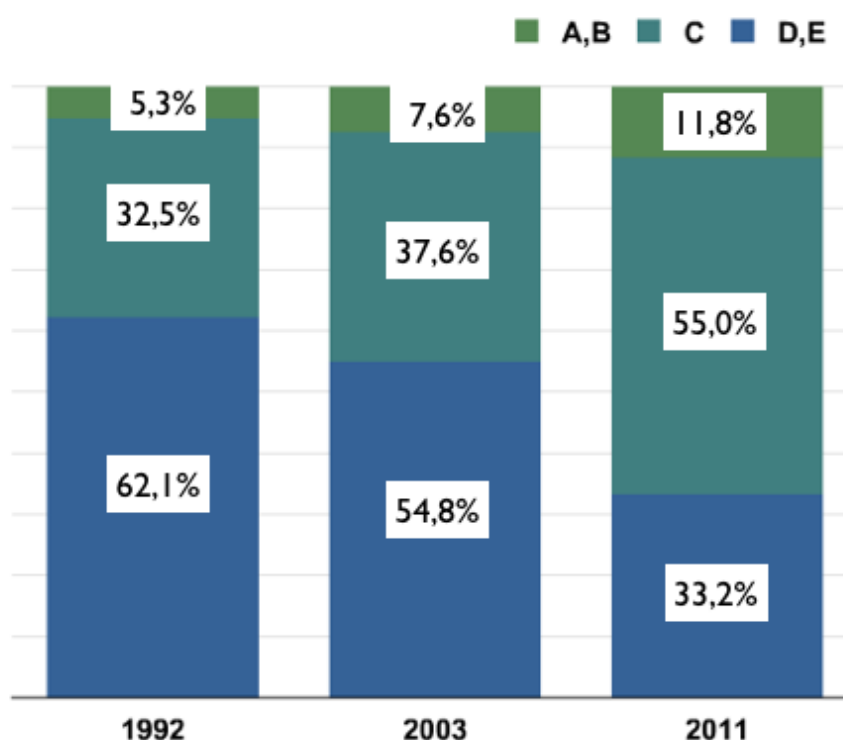
Com periodicidade anual, caráter permanente, e abrangência nacional, a PNAD é uma pesquisa domiciliar que investiga os principais indicadores socioeconômicos brasileiros a partir de uma coleta de dados amostrais representativos dessa população. A pesquisa abrange anualmente temas como habitação, educação, trabalho e rendimento; além disso, a PNAD também aborda outros temas com periodicidade variável que são incluídos em determinado ciclo anual da pesquisa de acordo com as necessidades e demandas de informação no Brasil. Dentre os temas com periodicidade variável, pode-se destacar características sobre saúde, segurança alimentar, fecundidade, nupcialidade, migração, qualificação profissional, programas sociais, trabalho infantil, vitimização e justiça, entre outros.

Desde de sua implantação em 1967, a pesquisa apresentou incremento de abrangência geográfica e de conteúdo, inserindo em seu alcance amostral todas as unidades de federação em 1973 e alcançando uma abrangência nacional completa em 2004, com a inserção das áreas rurais da região norte

do país em sua amostra. No âmbito estrutural de pesquisa, a PNAD passou por uma revisão de sua metodologia em 1992 e em 2007 inseriu coleta eletrônica de dados, melhorando a automação do processo.

No que concerne à divisão de classes sociais, o IBGE classifica através de dados coletados na PNAD as categorias de classe social de acordo com a renda familiar mensal. A população segundo esta classificação é dividida em 5 classes: “A”, “B”, “C”, “D” e “E”; sendo a classe “A” o grupo que engloba as famílias com maior renda e a classe “E” as mesmas com menor renda. O gráfico 1, a seguir, mostra a evolução da distribuição das famílias de acordo com a classe social, definida pela PNAD.

GRÁFICO 1: Distribuição Evolutiva das Famílias de Acordo com a Classe Social



Fonte: Adaptado de FGV em Folha (2011)

As classes “A” e “B”, que representam as classes mais abastadas do Brasil, constituindo o topo da pirâmide socioeconômica do país, apresentaram

grande crescimento percentual nas duas últimas décadas, e hoje apresentam mais que o dobro da participação no total da população em comparativo com o início dos anos 90. A classe “A” é composta por famílias com renda mensal superior a R\$ 6.745, e a classe “B” é formada por pessoas com renda familiar entre R\$ 5.174 e R\$ 6.745. Juntas, essas duas classes representam em 2011 11,8 por cento da população brasileira.

As famílias com renda mensal entre R\$1.200 e R\$ 5.174 compõem a classe “C”, segundo a classificação aqui abordada. Essa é a camada socioeconômica que concentra a maior parte das famílias brasileiras, com 55 por cento das famílias brasileiras em 2011. Ademais, essa é a classe social que vem sendo foco de estudo devido a sua grande ascensão de importância dentro da pirâmide socioeconômica brasileira, assim como pelos conseguintes impactos de sua nova dimensão na economia do país, que será mais profundamente abordado na próxima sub-seção deste trabalho.

As classes “D”, que compreende as famílias com renda mensal entre R\$ 751 e R\$ 1.200, e a classe “E”, que engloba as pessoas pertencentes às famílias com renda familiar mensal inferior a R\$751, representavam a maioria da população brasileira em 1992. No entanto, essa base da pirâmide socioeconômica brasileira viu grande parte de suas famílias ascenderem economicamente, perdendo sua participação no total da população brasileira.

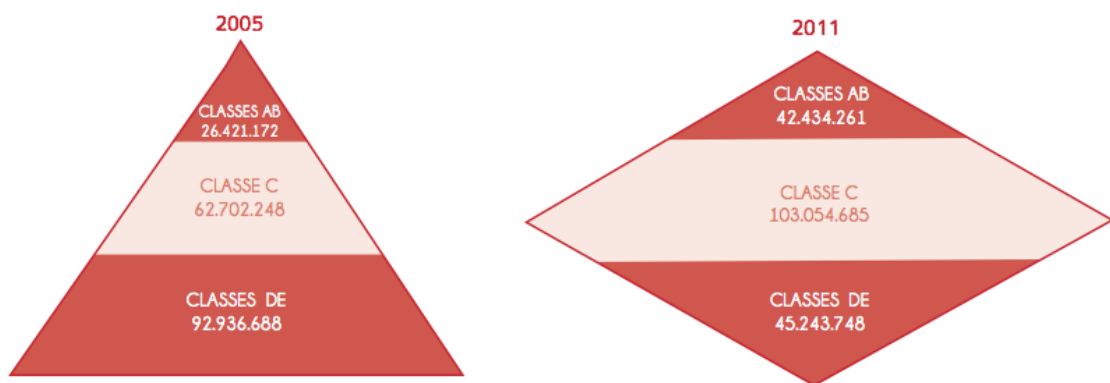
4.2 A Ascensão da importância da Classe “C”

De acordo com o relatório “O Observador” do Instituto de Pesquisa de Mercado IPSOS (2012), entre os anos de 2005 e 2011, a classe “C” brasileira ganhou mais de 40 milhões de pessoas. Ademais, segundos dados da PNAD

(2009), somente entre os anos de 2007 e 2008, as classes “D” e “E” recuaram 12 por cento. Tudo isso leva a uma nova composição da distribuição socioeconômica brasileira, que graficamente passou de uma estrutura piramidal com uma base mais larga e um topo restrito, para uma composição gráfica que se assemelha a um losango, visto que sua concentração está na região central, como aponta a figura 5 do relatório “O Observador” (2012).

Por outro lado, analisando-se a distribuição gráfica de países desenvolvidos, nota-se que eles têm como característica um formato oposto ao que o Brasil apresentara em 2005, ou seja, um triângulo ao contrário, com a base estreita e um topo largo. Tudo isso não se restringe somente a uma alteração gráfica visual, essa pode ser apontada como um símbolo da transição socioeconômica que o país vive, em direção ao desenvolvimento, à menor desigualdade e melhores condições socioeconômicas.

FIGURA 5 - Distribuição Socioeconômica Brasileira em números absolutos



Fonte: Pesquisa Cetelem BGN – IPSOS 2011.

Fonte: O Observador, IPSOS (2011)

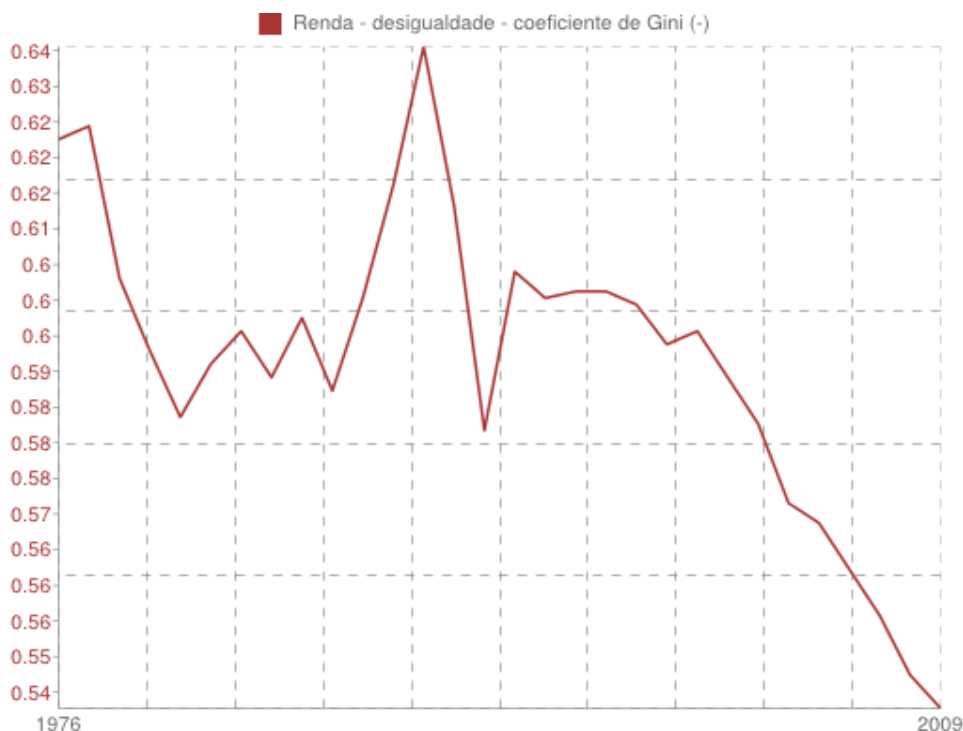
4.2.1 Impactos Socioeconômicos

Como apresentado anteriormente, presenciou-se no Brasil nos últimos oito anos grandes alterações na composição de classes sociais, que fez com que toda a configuração de distribuição de classes no país apresentasse uma alteração positiva, visto que a nação viu seu grupo populacional predominante que no início da década de 90 era pertencente à base da pirâmide social, com 62 por cento da população pertencente às classes “D” e “E”, para um país de predominância populacional na classe média, tendo em 2011 55 por cento de sua população na classe “C”.

Essa migração ascendente de classes sociais no Brasil também contribuiu para mitigar as desigualdades sociais no país. Analisando-se o coeficiente de Gini² brasileiro na última década, nota-se uma grande evolução do país rumo à diminuição das desigualdades presentes nele. Levando-se em consideração o histórico do país nesse coeficiente, as melhorias ficam ainda mais evidentes; como aponta Neri (2008), “o índice de Gini de rendas per capita de todas as fontes fica estagnado em torno de 0,6 entre os censos de 1970 e de 2000”. Assim, desde a segunda metade de 2004, o coeficiente gini brasileiro diminuiu dos patamares históricos de 0,6 e, a partir de então, continuou em uma tendência descendente, reduzindo seu coeficiente ano a ano, e apresentando diminuição da desigualdade no país.

² O coeficiente de Gini é um parâmetro utilizado internacionalmente para medir a taxa de desigualdade de renda nos países. Ele varia entre 0 e 1, sendo que quanto maior o número, maior a desigualdade no país. Ele também pode ser expresso em forma percentual, multiplicando-se o coeficiente por 100, e assim obtendo-se o índice Gini.

GRÁFICO 2: Evolução da Desigualdade através do Índice Gini



Fonte: IPEA , disponível em:

http://www.brasil.gov.br/sobre/economia/indicadores/disoc_rdcg/indicadorview

Ademais, a redução da desigualdade no Brasil também por ser ratificada pela evolução da análise comparativa da diferença da renda entre os 10 por cento mais ricos do país e os 40 por cento mais pobres. No início do século XXI, logo antes do grande movimento de ascensão de classes aqui descrito, tal diferença era de 22,1 pontos percentuais, em 2007, segundo aponta a Síntese de Indicadores Sociais de 2008 do IBGE, esse número havia caído 5 pontos percentuais, atingindo 17,2 por cento. Com essa redução, nota-se que o distanciamento entre o topo e a base da pirâmide socioeconômica brasileira diminuiu.

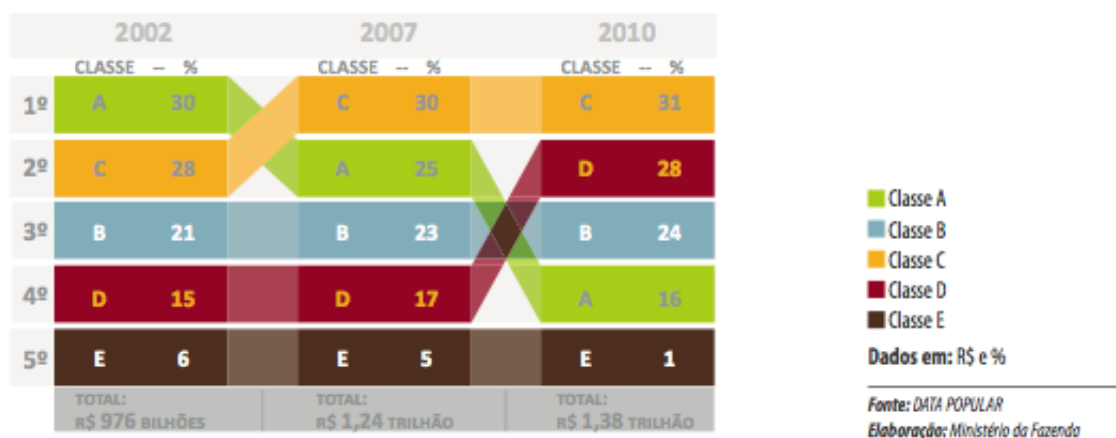
Durante esta primeira década do século XXI, notou-se também um outro importante indicador de impacto da ascensão da classe “C”, dessa vez no mercado de trabalho. Do total de trabalhadores com carteira assinada em 2009, 68 por cento pertence à Classe “C”, representando um aumento de 10 pontos percentuais em uma década, segundo o Ministério da Fazenda (2011).

Tal movimentação é apontada como muito importante também pelo relatório “A Nova Classe Média” da FGV (NERI, 2008) que aponta que “a volta da carteira de trabalho, talvez seja o elemento mais representativo de ressurgimento de uma nova classe média brasileira”. Isso porque como explica o estudo, o avanço de trabalhadores com carteira assinada representa também o aumento do trabalho formal. Assim, pode-se inferir que há um aumento na estabilidade financeira desses indivíduos, bem como na sua capacidade de consumo.

4.2.2 Impactos no Consumo

As condições macroeconômicas de controle inflacionário, aumento do salário mínimo, diminuição da taxa de juros e maior acesso ao crédito, geração de empregos notados desde o início dos anos 2000, somadas a políticas governamentais de benefício social e promoção ao desenvolvimento, como o Bolsa Família, por exemplo, colaboraram para a melhoria da renda das camadas mais pobres da população brasileira. Tudo isso, também contribuiu para o surgimento de uma nova massa consumidora, o que deve resultar na elevação de importância das classes “C” e “D” no universo de potencial de consumo (Ministério da Fazenda, 2010).

GRÁFICO 3: Participação Percentual das Classes Sociais na Massa de Renda



Fonte: Data Popular, em Ministério da Fazenda, 2010

No gráfico 3, pode-se notar que em 2002 a classe “A” liderava a massa de renda com 30 por cento de participação sob o total da renda existente. No entanto, analisando-se a evolução dessa mesma variável ao longo da década, observa-se que as classes “C” e “D” não somente ganharam importância, mas também representam as principais concentrações de renda do país: juntas, o montante da massa de renda dessas duas classes é de 814,2 bilhões de reais.

Além disso, como aponta o relatório “O Observador” (IPSOS, 2012), no ano de 2011, a renda total dos brasileiros aumentou e tal movimentação foi gerada pela elevação da renda da Classe “C”. Essa apresentou um aumento de renda disponível histórico de R\$ 243 em 2010 para R\$ 363 em 2011, atingindo um patamar de elevação de 50 por cento nessa variável. A renda disponível é o montante restante do rendimento total subtraído dos gastos. Assim, uma elevação na renda disponível significa capital excedente que pode ser poupado ou direcionado a novo consumo (IPSOS, 2012).

GRÁFICO 4 - Evolução da Renda Disponível da Classe “C”



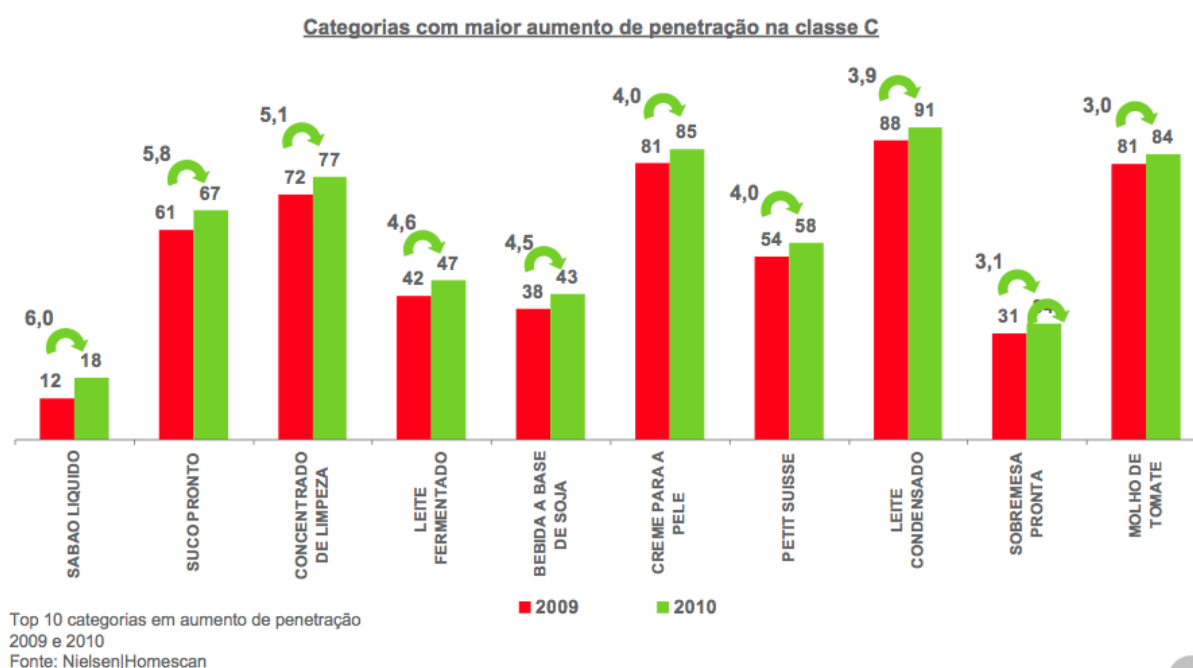
Fonte: O Observador, Pesquisa Cetelem BGN - IPSOS 2012

Do ponto de vista de consumo, segundo relatório da Nielsen (2011), o aumento da renda da classe “C” levou a um aumento do consumo dos indivíduos dessa classe socioeconômica que segundo o mesmo estudo, passa a entender como viável o acesso à “realização dos sonhos de consumo”. Assim, segundo o mesmo instituto de pesquisa, a classe “C” é responsável em 2011 por mais de 40 por cento do consumo de bens e serviços, além de representar 44 por cento dos gastos com as categorias auditadas pela Nielsen.

Dentro da mesma análise de evolução do consumo da classe “C” em categorias de produtos de bens de consumo, a Nielsen aponta que houve um grande aumento observado na penetração de categorias com alto valor agregado nos lares da classe “C”. O gráfico 5 apresenta alguns exemplos fornecidos. Nele, pode-se observar que do ano de 2009 a 2010, a categoria que mais aumentou sua presença nos lares da classe “C” foi a de sabão líquido, passando a estar presente em 18 por cento dos lares desse segmento socioeconômico. Além disso, dentre as 10 categorias de produto que mais tiveram sua penetração elevada dentro dos lares de classe “C”, nota-se que o

aumento percentual de presença foi superior a três por cento, mesmo no caso de leite condensado que já apresentava altos patamares de penetração.

GRÁFICO 5: Penetração de Consumo da Classe “C” nas Categorias de Produto



Fonte: Nielsen, 2011

O aumento no consumo promovido pela classe “C” não se limita a bens de consumo. Segundo dados da Pesquisa do Instituto Data Popular (2012)³, esses consumidores também impulsionaram o aumento no consumo em diversos setores da economia como educação, móveis e decoração, construção, serviços de beleza, alimentação fora do lar. Tudo isso tem atraído muitas oportunidades de negócios voltados a esses consumidores. O setor da educação superior brasileiro é um dos mais influenciados pelos novos consumidores da classe “C” (GVcepe, 2011), assim, o próximo capítulo irá abordar a composição e desenvolvimento evolutivo desse setor.

³ Disponível em “Novo mapa de consumo com a classe C”

<http://www.opovo.com.br/app/colunas/mercadoenegocios/2012/05/22/noticiasmercadoenegocios,2843565/novo-mapa-de-consumo-com-a-classe-c.shtml>

5. Setor da Educação Superior

Acompanhando a tendência explorada no capítulo anterior, o setor da educação superior brasileira também foi altamente impulsionado pela crescente classe “C” com a inserção de uma enorme massa de consumidores em setores da economia onde ainda não haviam penetrado. Segunda análise de Garcia (2005), que fez uma segmentação das instituições de ensino superior distribuindo as em quatro quadrantes em uma análise que cruzava o valor das mensalidades da instituição com o número de alunos da instituição, o quadrante que mais impulsiona o crescimento do setor educacional é justamente aquele denominado pelo autor como “Instituições de Massa”, que são aquelas que possuem maior quantidade de alunos e praticam os menores preços, exatamente quadrante que tem instituições que focam a classe “C”.

No Brasil, o setor de educação superior, também denominado setor de ensino superior ou setor da educação terciária, apresentou grande evolução nos últimos 20 anos. Medidas regulamentares, somadas a diversos programas de incentivo governamentais promoveram espaço para a atração de grandes investimentos, bem como o acesso de uma grande camada da população nesse setor.

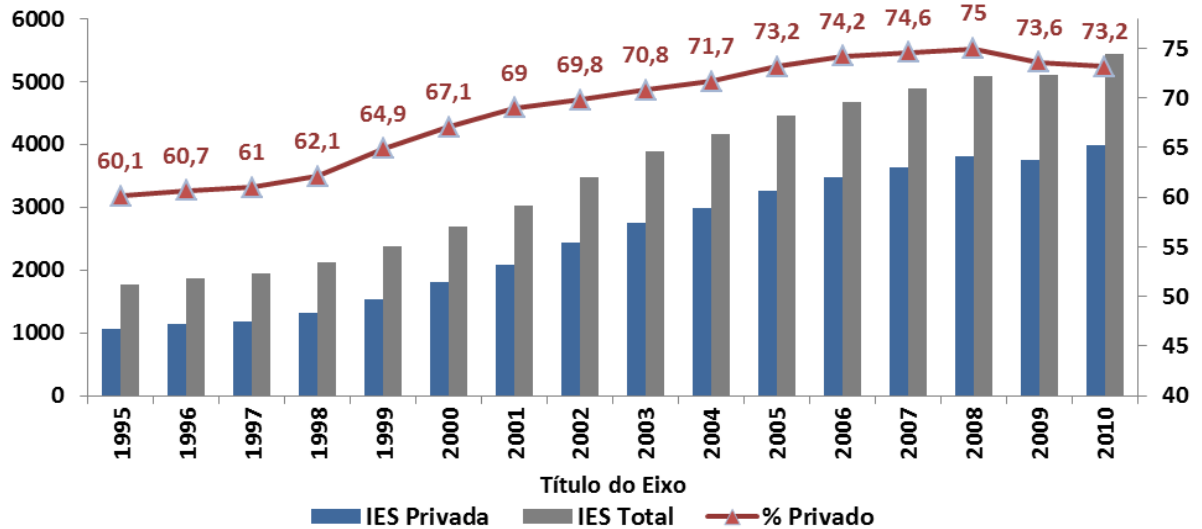
Em dezembro de 1996, o governo federal publicou a nova Lei de Diretrizes e Bases da Educação (LDB), a qual foi um importante marco no desenvolvimento do setor de ensino superior brasileiro, bem como na proliferação do investimento privado nele. Por meio de uma maior flexibilização regulamentar nesse mercado, a LDB estabeleceu diversas medidas que contribuíram para o avanço do setor tal como a criação de centros universitários e cursos sequenciais, criação de cursos de tecnologia, flexibilização das avaliações de seleção dos alunos entrantes com a

permissão de processos seletivos alternativos ao tradicional vestibular, entre outros. Além disso, no que concerne o objeto social das Instituições de Ensino Superior (IES), a LDB tornou legal a existência de IES com fins lucrativos, assim,

“a educação superior continua sendo considerada uma função pública, mas não como monopólio, e o setor privado não é mais percebido como mal necessário, e sim como participante legítimo e importante para o cumprimento desta missão. A busca de lucro nos empreendimentos educacionais não é mais percebida como antagônica, em princípio, aos fins da educação, ainda que possa vir a sê-lo na prática – e daí a necessidade de sistemas públicos de acompanhamento e avaliação de qualidade e resultados.” (SCHWARTZMAN; SCHWARTZMAN, 2002, p.7)

Desse modo, com a possibilidade legal da existência de fins lucrativos nas IES, os investimentos privados passaram a apresentar grande crescimento no setor. De 1996, ano de promulgação da LDB, a 2010, o número total de matriculados no ensino superior brasileiro cresceu 191 por cento, atingindo um patamar de 5,4 milhões de estudantes matriculados em instituições de ensino superior em 2010. Além disso, nota-se nesse mesmo contexto evolutivo um grande ganho de importância das instituições privadas, que em meados da década de 90 acumulavam 60 por cento das matrículas em instituições de ensino superior e no final da primeira década do século XXI passaram a representar 73 por cento dos matriculados em educação terciária.

GRÁFICO 6: Número de Matriculados em Instituições de Ensino Superior (IES) e Percentual de Matrículas em IES Privada



Fonte: Autora, Dados Inep, 2010

Segundo a Síntese de Indicadores Sociais do IBGE (2010), existe uma diminuição na desigualdade de acesso ao sistema educacional no Brasil, no entanto, nota-se que o nível de rendimento familiar ainda é elemento fonte de desigualdade. Muito jovens necessitam ingressar no mercado de trabalho muito cedo para complementar a renda familiar. Segundo o Instituto, em 2009, a maior parte dos jovens em idade de ingresso ao ensino superior, ainda tem como atividade somente o trabalho; dentre os indivíduos com 18 a 24 anos, 46,7 por cento somente trabalhavam, enquanto que 15,6 por cento trabalhavam e estudavam e somente 14,7 por cento declararam somente estudar. Nesse sentido, segundo Barbosa (2000), existe ainda no Brasil uma relação muito grande entre a entrada e permanência de alunos no ensino superior com suas condições socioeconômicas. Isso porque, segundo a autora, para que o aluno estude, ele necessita de tempo, disposição física e emocional e investimentos em material didático e de apoio ao aprendizado. Desse modo, os indivíduos que necessitam de trabalho para compor a renda de suas famílias e garantir sua subsistência, apresentam parte de seu tempo

e disposição física já alocados em suas atividades profissionais, além de necessitarem alocar sua renda na composição de ganhos de sua família.

Assim, no que concerne a condições financeiras para o acesso ao ensino superior, o governo federal promoveu diversas medidas que promoveram distribuição de bolsas de estudo e financiamentos estudantis, além de incentivos fiscais e planos de financiamento para melhoria das IES. Tais medidas foram importantes impulsionadoras tanto do investimento das IES quanto para o acesso ao ensino superior a alunos com restrições financeiras. A seguir encontram-se os principais programas estabelecidos no período.

Projeto Universidade para Todos - PROUNI: Programa do Ministério da Educação (MEC) criado em 2004 para a concessão de bolsas de estudo totais e parciais a alunos de baixa renda, com o intuito de democratizar o acesso ao ensino superior. Desde sua criação, o PROUNI já concedeu bolsas a mais de 1 milhão de alunos, sendo 67 por cento dessas integrais. São elegíveis ao benefício alunos concluintes do ensino médio na rede pública, bem como bolsistas integrais da rede privada. Ademais, o aluno deve apresentar uma renda familiar de até um salário mínimo e meio por pessoa para as bolsas integrais ou de até três salários mínimos por pessoa para as bolsas parciais. As instituições de ensino participantes do programa recebem benefícios por meio de isenções fiscais federais tais como COFINS, PIS, CSLL e IRPJ sobre a receita proporcional aos cursos de graduação e sequenciais de formação específica.

Programa de Financiamento Estudantil (FIES): Programa de concessão de financiamento estudantil com baixas taxas de juros de até 100 por cento da mensalidade do aluno. Criado em 1999, o FIES tem o intuito de promover o acesso a alunos de baixa renda a IES privadas. A concessão é feita somente ao ingresso a IES que obtêm um conceito igual ou superior a 3 no Exame Nacional de Desempenho de Estudantes (ENADE), do MEC. Desde seu

estabelecimento até o final de 2011, o FIES concedeu bolsas de estudos a mais de 500 mil alunos. A partir de 2005, o programa passou também a conceder bolsas complementares a alunos que receberam bolsas inferiores a 50 por cento no PROUNI, servindo assim, como um financiamento complementar.

Programa de Recuperação e Ampliação dos Meios Físicos das Instituições de Ensino Superior: programa do BNDES com vigência entre os anos de 1997 e 2007 que teve como propósito o financiamento público para a melhoria das IES públicas e privadas no país.

Programa de Melhoria do Ensino das Instituições de Educação Superior: programa estabelecido por meio de um acordo entre o BNDES e o MEC em 2009 com o propósito de viabilizar um novo programa de financiamento às IES públicas e privadas, com orçamento de R\$ 1 bilhão, com vigência de cinco anos. Em contrapartida aos investimentos proporcionados pelo programa, ele estabelece metas de melhoria da IES com monitoramento do MEC sobre seu desempenho.

Do lado da demanda, o setor do ensino superior recebeu estímulos diversos para seu crescimento. A elevação do desemprego nos anos 90, bem como a maior participação do país na economia global, tornaram o mercado de trabalho mais competitivo. Além disso, segundo a Consutoria Hoper, citada pela Estacio Participações⁴, “o Brasil é um dos países onde o fato de possuir um diploma superior exerce uma das maiores diferenças salariais no mundo, aumentando em média 171% a renda daqueles que o detém”, sendo assim, a obtenção de em diploma de nível superior passa a ser aspirada por jovens trabalhadores motivados em elevar suas remunerações, bem como em obterem maiores possibilidades de ascensão profissional.

⁴ Disponível em

http://www.estacioparticipacoes.com.br/estacio2010/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=30096&conta=28 - consulta feita em 28 de Agosto de 2012.

Nesse sentido, segundo a pesquisa realizada em 2008 pelo Sindicato das Entidades Mantenedoras de Estabelecimentos de Ensino Superior no Estado de São Paulo (SEMESP):

“não apenas que o ensino superior aumenta a empregabilidade e o desenvolvimento profissional, mas também que as instituições do Ensino Superior Particular, além de contribuir consideravelmente para ampliar o acesso de milhões de brasileiros à educação superior, são também as principais responsáveis pela melhoria na ocupação profissional de seus alunos, propiciando assim mobilidade social e aumento de renda.” (SEMESP, 2008, p.2)

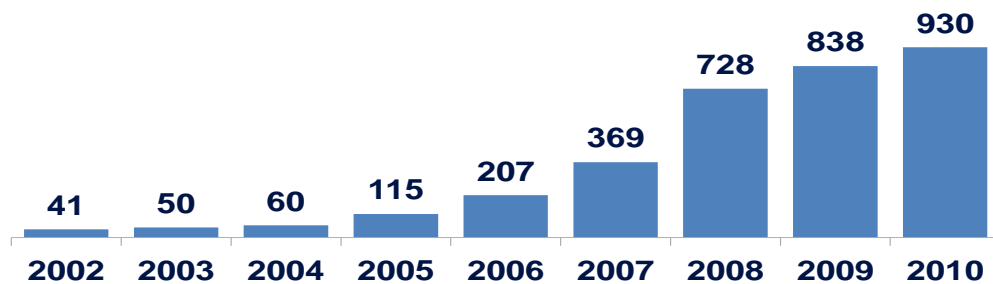
Ainda de acordo com a Consultoria Hoper, citada pela Estácio Participações, “o aumento no número de alunos que trabalham durante o dia e estudam à noite deverá continuar impulsionando o crescimento do setor”. O número de alunos matriculados no ensino superior no período noturno vem apresentando grande crescimento numérico e proporcional. Em 2010, segundo dados do INEP (2010), esses representavam 63,5 por cento dos alunos matriculados nas IES, o que supera o patamar de 3,4 milhões de estudantes e representa um crescimento percentual de mais de 7 por cento da participação do ensino noturno sobre o total de matriculados em 10 anos. Nas instituições privadas, a evidência da importância do ensino noturno é ainda maior, chegando a superar 72 por cento das matrículas nessas instituições.

Assim, segundo a Estácio Participações, “as instituições de ensino superior privadas voltam sua atenção para as exigências profissionais impostas pelo mercado de trabalho e desenvolvem programas flexíveis para atender às necessidades dos trabalhadores”. Nesse sentido, além do incremento da importância dos cursos noturnos, a modalidade de ensino superior à distância

vem apresentando grande crescimento, mostrando-se como grande impulsionadora da evolução do setor de ensino superior.

O ensino à distância no Brasil foi regulamentado em 2008 pelo decreto de lei 5.622 que regulamenta o artigo 80 da LDB de 1996. Assim, essa é uma modalidade nova na educação de ensino superior, mas que no entanto vem apresentando um avanço exponencial em termos de penetração de matrículas. Isso porque como essa modalidade de ensino não é presencial ela proporciona flexibilidade ao aluno que pode adequar seus estudos de acordo com sua disponibilidade de tempo, bem como de localidade. O gráfico abaixo mostra a evolução de alunos matriculados em curso de ensino à distância no Brasil.

GRÁFICO 7: Evolução das Matrículas em Ensino à Distância no Brasil (em Mil)



Fonte: dados do INEP, 2010

Ademais, o ensino à distância também mostra-se muito interessante para as IES, que não somente ampliam seu acesso a uma base maior de alunos que não as alcançaria com os moldes tradicionais, mas também oferece a oportunidade de obtenção de altas margens de lucro, visto que muito dos custos são diminuídos, como de instalações físicas, por exemplo.

De acordo com dados do IBGE, nota-se um aumento na população jovem brasileira desde os anos 90, fruto do aumento da taxa de natalidade nos anos 80. Somado a isso, a progressiva extensão da obrigatoriedade e gratuidade do ensino médio no Brasil estabelecida na LDB em 1996, vem impactando no aumento de alunos concluintes no ensino médio. Isso tudo aumenta a massa potencial de novos entrantes ao ensino superior.

Atualmente, apesar do grande crescimento do setor educacional brasileiro, das medidas incentivadoras e das adaptações que as IES vêm realizando para atingir um maior número de pessoas, a penetração desse setor é ainda baixa, visto que somente 14,4 por cento dos jovens entre 18 e 24 anos encontram-se matriculados em um IES.

Além disso, segundo dados do MEC, 23 por cento das matrículas no ensino superior estão concentradas nas 20 maiores instituições, enquanto que as demais 1996 instituições observadas em 2008 concentram a maior parte dos alunos. Assim, pode-se observar uma alta fragmentação neste setor de mercado educacional brasileiro.

6. Modelo Analítico Proposto: A Ascensão da Classe “C” e os Investimentos da Indústria de *Private Equity*

Conforme analisado anteriormente, a estrutura socioeconômica brasileira passou por significativo desenvolvimento nos últimos oito anos. A base da pirâmide socioeconômica brasileira, constituída pelas classes “D” e “E”, que era predominante nos anos 90 viu grande parte de seus indivíduos ascenderem economicamente. A classe “C” passou, então, a receber ao longo da primeira década do século XIX dezenas de milhões de novos entrantes, passando, assim, a assumir a posição de classe predominante no Brasil com 55 por cento da população do país em 2010.

Aliados a essas alterações na estrutura socioeconômica brasileira, surgiram os impactos nos mercados que atendem essa faixa da população, que viram sua base de consumidores crescer. Assim, produtos e serviços voltados a essa camada da população começaram a despertar cada vez mais interesse das empresas privadas, dado seu potencial de crescimento e penetração ascendente.

Por outro lado, os fundos de investimento em *private equity* voltaram sua atenção aos mercados emergentes no mundo, dado o crescimento potencial apresentado nesses. No Brasil, os investimentos vêm crescendo de maneira exponencial e, atualmente, encontram-se presentes além de grupos de investimentos nacionais, os principais fundos de investimento no mundo.

Uma das alavancas de atração para investimentos no Brasil é a classe “C” emergente que impulsionou o consumo de bens e serviços no país e contribuiu para o crescimento da economia. No entanto, este estudo tem o objetivo de buscar elementos para ilustrar a observação de que a emergência da classe “C” não se limitou somente a atrair investimentos para o Brasil por

meio dos impactos positivos que seu consumo ascendente geraram na economia do país, mas que também os negócios que tem a classe “C” em ascensão como público-alvo tornaram grandes focos de investimento dos veículos de investimento em *private equity*.

6.1 A Estrutura do Modelo Analítico Proposto

O Censo Brasileiro da Indústria de *Private Equity* do GVcepe (2010) apontou que o aumento do consumo da classe média brasileira é considerado o principal fator de estímulo econômico do país nos próximos anos, por meio do estímulo e garantia do crescimento na produção. Nesse sentido, o mesmo relatório destaca oito setores da economia que irão beneficiar-se de tal fenômeno econômico do país: agricultura, alimentação, educação, energia, imobiliário, saúde, tradicionais e varejo.

Como detalhado no capítulo 5 deste trabalho, o setor de educação superior brasileiro possui grande importância e o potencial de crescimento, pois apesar de ter proporções numéricas elevadas, ainda está em estágio de ascensão e pouca penetração e, portanto, possui grande potencial de consolidação. Ademais, o setor vem sendo alvo das principais gestoras de fundos de investimento, como apontou⁵ Eduardo Alcalay, sócio da GP Investments, o setor educacional era foco de investimento da gestora, pois “é um setor com grande potencial de crescimento por conta da situação socioeconômica e demográfica do Brasil”.

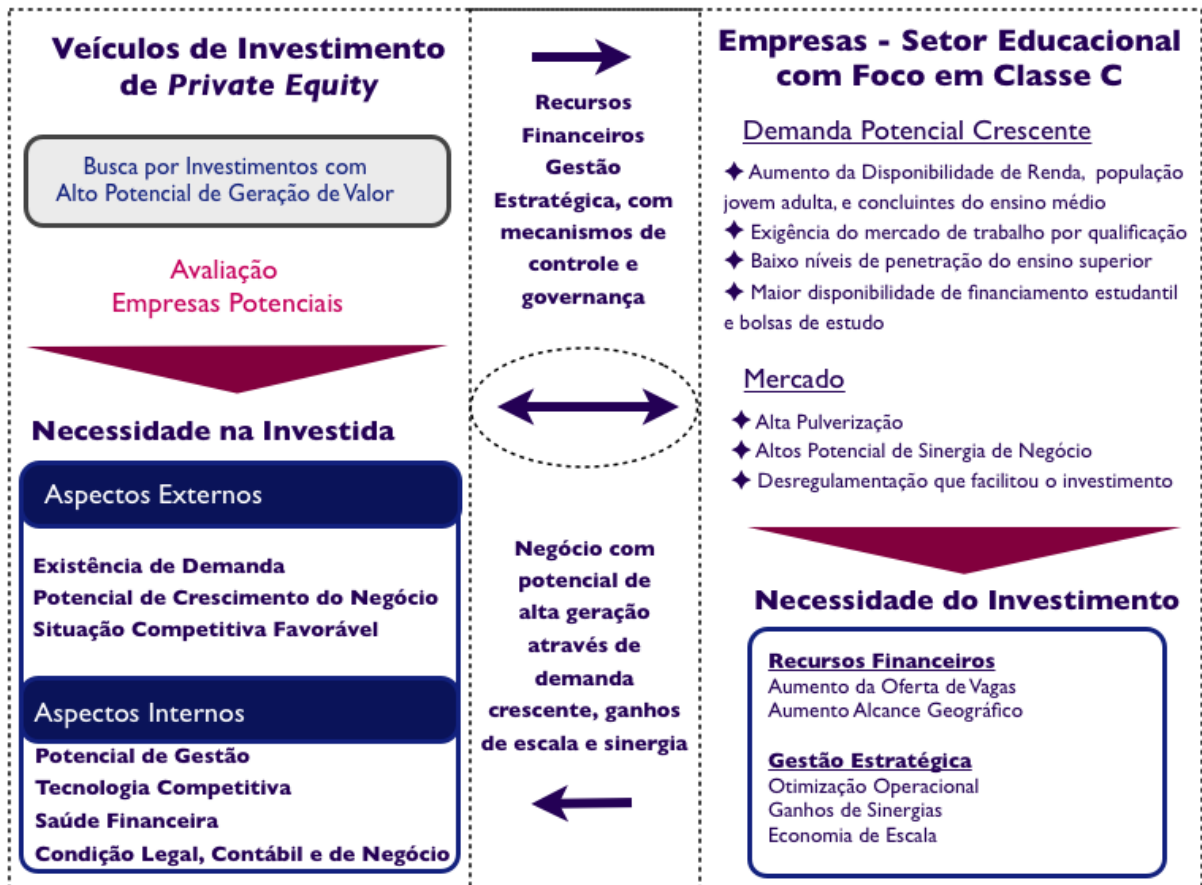
⁵ Declaração feita ao Valor Econômico, divulgada pela Sala de Imprensa da Universidade Metodista de São Paulo em 15/05/2008, disponível em: http://www.metodista.br/sala-de-imprensa/clipping_digital/noticias/maio/dia-12-de-maio/gp-compra-20-do-grupo-estacio-por-r-259-milhoes/ - última consulta em 4 de Setembro de 2012.

Desse modo, este estudo irá utilizar setor de educação superior como foco para a observação da atratividade das empresas educacionais de ensino superior com foco na classe “C” para veículos de investimento em *private equity*. Para tal, serão observadas as trocas de valor demandas por cada uma das partes para que o investimento ocorra, além do potencial de suprimento da demanda da outra parte por cada um dos envolvidos.

A figura 6 demonstra o modelo de transferência de valor na hipótese de um veículo de investimento em *private equity* e uma empresa do setor de educação superior desejarem realizar o acordo. Os sub-capítulos 6.1.1; 6.1.2; 6.1.3, 6.1.4 irão abordar o que cada uma das partes (veículo de investimento e IES com foco em classe “C”) demanda e oferta em termos de troca de valor para que o investimento ocorra.

A seguir serão apresentados dois casos reais das duas maiores IES privadas brasileiras, que têm foco em classe “C” e receberam investimentos de fundos de *private equity* nos últimos anos. A Anhanguera Educacional e a Estácio Participações possuem juntas mais de 600 mil estudantes em todo território nacional. Além disso, as empresas foram escolhidas por seu tamanho e seu evidente foco nesse público-alvo.

FIGURA 6: O modelo de transferência de Valor do Investimento



Fonte: autora

6.1.1 Oferta dos Veículos de Investimento em Private Equity

Este sub-capítulo irá detalhar os elementos que os veículos de investimento em *private equity* têm a oferecer a uma empresa investida como transferência de valor, representados na figura 6 como os fluxos da esquerda para a direita, partindo, então, dos veículos de investimento em *private equity* e sendo entregues às empresas investidas.

Tendo captado recursos de diversos investidores e elaborado estratégias para investimento desses, os GPs possuem dentro de seus veículos de

investimento recursos financeiros para serem investidos em negócios com alto potencial de geração de valor e que tragam ganhos de capital. Desse modo, os veículos de investimento têm capital a ser oferecido a empresas que atendam suas necessidades.

Além disso, conforme detalhado no capítulo 2 deste trabalho, as gestoras de fundos de *private equity* possuem conhecimento de gestão de negócios por meio de seus executivos e pessoal altamente qualificados. Por meio desses, os veículos podem oferecer à empresa investida o conhecimento profissional de negócio para a geração de valor na empresa, além de implementarem ferramentas estratégicas de governança corporativa e mecanismos de controle que permitam à empresa investida uma mais sólida administração e ferramentas de acompanhamento de gestão, ajudando na consistência do negócio (GVcepe, 2010).

6.1.2 Busca dos Veículos de Investimento em Private Equity

Este sub-capítulo irá detalhar os elementos para captação de valor que os veículos de investimento em *private equity* buscam em uma empresa para que ela se torne uma de suas investidas. Na figura 6, tais elementos são apontados dentro das necessidades a serem encontradas na investida dentro do processo de avaliação das potenciais empresas. Estes são elementos avaliados no *due dilligence* preliminar e no *due dilligence* e são fundamentais e pré-requisitos para que as transações ocorram.

Os veículos de investimento em *private equity* assumem compromissos com seus investidores de maximização dos retornos sobre o capital investido em suas carteiras. Assim, visando potencializar os retornos a serem gerados em

seus fundos, a partir de suas estratégias de investimentos, traduzidas na tese de investimento do fundo, os GPs buscam não somente formar uma carteira de investimentos em empresas que atuam em setores não correlatos, diminuindo, assim, os riscos de seu carteira, mas principalmente, passam a buscar oportunidades de investimentos em empresas que tenham alto potencial de geração valor (BOCATTO, 2001; FRIED E HIRSH, 1994).

Assim, uma vez identificadas as oportunidades de investimentos, os GPs passam por processos extremamente minuciosos e abrangentes no que tange à validação das condições da empresa potencial investida ser uma geradora de alto valor ao final do ciclo de investimento de *private equity*, conforme detalhado no capítulo 2 deste trabalho. Desse modo, o veículo de investimento necessita validar as condições internas e externas à empresa alvo de investimento para assegurar que o investimento em questão conseguirá recuperar o capital investido, além de gerar ganhos de capital que se transformarão tanto na remuneração variável dos GPs em forma da taxa de desempenho, como no retorno aos LPs sobre o capital investido (GVcepe, 2010; GVcepe, 2011).

Nesse contexto, portanto, existem dois grandes blocos de demanda por parte dos fundos de investimento às empresas investidas que podem ser separados em dois setores no processo de avaliação do investimento: aspectos internos à empresa e aspectos externos à empresa.

Dentro da avaliação de aspectos externos à empresa, o fundo visa entender as condições mercadológicas e competitivas da empresa alvo, de forma a validar que existem condições potenciais favoráveis para que a empresa gere valor durante o estágio de administração de carteira no ciclo de *private equity*, para que no estágio de colheita alcance-se os ganhos de capital esperados. Desse modo, pode-se destacar três pontos fundamentais nessa avaliação (GVcepe, 2010):

- Existência de Demanda: os fundos necessitam que o negócio da empresa alvo de investimento possua uma demanda de mercado sólida, consistente e sustentável. Assim, é necessário que a oferta de produtos e serviços do negócio em questão satisfaça de maneira eficaz às necessidades de seus consumidores. Ademais, a demanda existente deve apresentar uma escala de tamanho mínima para que o negócio seja sustentável e lucrativo.

- Alto Potencial de Crescimento: além da existência de demanda, como o foco principal do investimento é a geração de valor de negócio para conversão em ganhos de capital, a empresa alvo de investimento precisa apresentar potencial de crescimento, o que pode ser avaliado através de um potencial de aumento da base de consumidores ou por meio do aumento da penetração dentre os consumidores já existente, tanto por frequência de consumo como por intensidade dele.

- Boa Situação Competitiva: dentro da avaliação externa à empresa alvo de investimento, é necessário que se valide a situação competitiva dela no mercado em que atua. Assim, deve-se entender o posicionamento competitivo da empresa frente a seus principais competidores e potenciais substitutos para garantir que o negócio tenha saudabilidade competitiva no mercado em que está inserida.

As análises de aspectos internos à empresa têm como objetivo fundamental a validação de que as condições internas do negócio sejam favoráveis a seu sucesso na obtenção de geração de valor durante o período de investimento. Assim, é necessário que a empresa apresente um potencial de gestão sólido e consistente com recursos humanos capacitados para a administração do negócio. Além disso, será necessário que a empresa apresente solidez financeira de modo a garantir potencial de lucratividade sustentável. Por fim, os veículos de investimentos buscam empresas que sejam aprovadas em

seus processos de *due diligence* legal, contábil e de negócio de modo a mitigar pendências existentes nessas áreas da organização que comprometam seus objetivos de geração de valor.

6.1.3 Oferta das Empresas Alvos de Investimento do Setor Educacional com Foco em Classe “C”

Este sub-capítulo irá detalhar os elementos que as empresas de educação superior que buscam investimentos em *private equity*, aqui utilizadas como caso, têm a oferecer aos fundos de investimento em *private equity* como transferência de valor. Na figura 6, esses são representados como os fluxos da direita para a esquerda, partindo, então, das empresas de ensino superior que são investidas aos veículos de investimento em *private equity*.

Conforme exposto no capítulo 5 deste trabalho, as empresas do setor educacional com foco em classe “C” viram sua demanda potencial crescer desde meados da década de 90. O ensino superior no Brasil possui historicamente níveis de penetração baixos, se comparado a outros países. No entanto, o aumento de alunos concluintes do ensino médio, paralelo ao aumento da população jovem adulta alavancaram o número de pessoas que seriam público-alvo potencial do ensino superior (INEP, 2010; IBGE, 2010)

Aliada ao aumento de pessoas qualificadas a cursarem o ensino superior, houve uma elevação na exigência por maior capacitação profissional oriunda da crescente competitividade no mercado de trabalho no Brasil. Ademais, soma-se a tal contexto, o fato de que no Brasil o profissional qualificado obtém estatisticamente maiores salários e possui maior potencial de ascensão profissional, conforme explicitado no capítulo “Setor Educacional” deste

trabalho. Assim, nota-se que o ensino superior recebeu fatores motivacionais importantes para ser aspirado por jovens brasileiros (HOPER, 2008; SEMESP, 2008).

Além da existência de mais pessoas potenciais a serem alunos das instituições e dos fatores motivacionais oriundos do mercado de trabalho, nota-se que outra importante variável na consideração da demanda desse setor e de seu crescimento potencial é o acesso financeiro a esse mercado. Como explicitado no capítulo dedicado à ascensão da classe “C” deste trabalho, houve uma elevação socioeconômica muito grande no Brasil nos últimos anos. Com isso, indivíduos que outrora não tinham potencial financeiro de consumo passaram a compor a classe “C” que hoje representa mais de 55 por cento da população do país (FOLHA, 2011). Assim, a disponibilidade de renda possibilitou o aumento de pessoas com potencial de desembolso para consumirem serviços oferecidos pelas instituições de ensino superior. Ademais, ainda no aspecto de potencial financeiro do consumo dos serviços de ensino superior, houve no Brasil uma série de programas governamentais que possibilitaram a existência de financiamento estudantil e bolsas de estudo que colaboraram para o aumento da massa consumidora potencial desse setor.

Assim, as empresas do setor educacional com foco na classe “C” possuem demanda existente, bem como grande potencial de crescimento para oferecerem a potenciais investidores.

Além disso, o setor educacional de ensino superior no Brasil é altamente fragmentado, sendo assim, a maior parte das matrículas está distribuída em muitas instituições de pequeno porte. O ambiente competitivo nesse setor é altamente favorável ao ganho de participação de mercado às instituições que tenham recursos financeiros para fazer investimentos para ganhar escala e sinergia (HOPER, 2011).

6.1.4 Busca das Empresas Alvos de Investimento

Este sub-capítulo irá detalhar os elementos de transferência de valor que as empresas do ensino superior que almejam ser investidas buscam nos veículos de investimento em *private equity*. Na figura 6, tais elementos são identificados dentro do quadro de necessidade de investimento.

Com o objetivo de acompanhar o crescimento da demanda tanto no raio de abrangência de suas unidades já existente como em novas localidades ainda não servidas, as instituições de ensino superior que visam aumentar sua competitividade necessitam de recursos financeiros para a realização de investimentos de infraestrutura, aumentando assim sua capacidade de oferta e seu alcance.

Ademais, devido à alta fragmentação do setor educacional no Brasil anteriormente citada, as instituições de ensino superior privadas tem o potencial de através de recursos financeiros, realizar expansões orgânicas e por meio de aquisições, aumentando assim seu potencial competitivo, suas possibilidades de ganhos de escala e sinergia.

No âmbito de negócio, as instituições de ensino superior por meio do investimento de GPs buscam incrementarem sua gestão estratégica melhorando seus mecanismos de controle e práticas de governança corporativa para assim estarem melhor estruturadas frente a demais potenciais investidores, por meio de maior transparência e eficiência de gestão e acompanhamento.

Por fim, busca-se por meio da parceria com um fundo de investimento que o GP traga experiência de otimização de negócio, tornando as operações da empresa maximamente eficientes, com resultado em margens de lucro maximizadas.

6.2 Análise de Casos

6.2.1 Caso Anhanguera Educacional

O grupo Anhanguera Educacional tem suas origens em 1994, com a fundação das Faculdades Integradas Anhanguera, na cidade de Leme, no Estado de São Paulo. Em 2003, o grupo contava com quatro instituições, que juntas possuíam 7 unidades de ensino distribuídas em 6 cidades no Estados de São Paulo e somavam quase 9 mil alunos matriculados.

Nesse mesmo ano de 2003, foi constituída a Anhanguera Educacional S.A. (AESA) com a incorporação das quatro instituições que formavam o grupo Anhanguera Educacional. Nesse contexto, a AESA ganhou um importante acionista com a aquisição de novas ações pelo Instituto Superior de Comunicação Publicitária (ISCP). Além do aporte de recursos financeiros, o ISCP também contribuiu com o conhecimento e experiência de seus controladores no setor de educação superior brasileiro, visto que essa já era entidade mantenedora da Universidade Anhembi Morumbi. Assim, a empresa passou a expandir-se, encerrando o ano de 2005 com 10 Campi no Estado de São Paulo.

Em 2005, houve a entrada do veículo de investimentos em *private equity* FEBR, controlado pelo Pátria Investimentos que passou a ser acionista da AESA, além de passar a ser controlador da empresa. Desde então houve uma

série de mudanças na estrutura societária, financeira e física da Anhanguera Educacional que pode ser acompanhada pelo fluxo apresentado na figura a seguir.

FIGURA 7: Fluxo Histórico Pós Entrada do Fundo de Investimentos

	Estrutura Societária	Estrutura Financeira	Estrutura Física	
2005	Entrada Fundo de Investimento FEBR - Pátria Investimentos FEBR Acionista e Controlador	Aporte de Recursos Linha de Crédito 12 milhões USD		
2006	FEBR passou a deter todas as ações de emissão da AESA		3 Novos Campi - 2 aquisições - 1 Nova Instalação	
2007	Oferta Primária e Secundária das ações da companhia com 20 milhões	Captação de R\$ 360 milhões	18 Novos Campi - 13 aquisições - 5 Novas Instalações	Presença nas Regiões Centro-Oeste, Sul e Sudeste
2008	Nova oferta primária de ações Expansão de portfolio: Aquisição 30% Microlins Aquisição LFG	Captação de R\$ 508 milhões	21 Novos Campi - 15 aquisições - 6 Novas Instalações	
2009	Nova oferta secundária de 33,35 milhões de units FEBR acionista controlador com 63,02% do capital social volante e 24,16% do capital social total		4 Novos Campi - 4 aquisições - Fusão de 4 campi em 2	
2010	Conversão das ações preferenciais em ordinárias Nova Oferta Primária de 23 milhões de ações	Captação de R\$ 844,1 milhões Venda da Microlins R\$ 33,7 milhões	4 Novos Campi - 4 aquisições Fusão de 4 campi em 2	Entrada no Rio de Janeiro
2011			17 Novos Campi - 18 aquisições - 1 fechamento de campus Fusão de 4 campi em 2	

Fonte: Autora Própria, dados da empresa⁶

Atualmente, a Anhanguera Educacional é a maior empresa privada com fins lucrativos e capital aberto em valor de mercado e número de alunos do setor de educação no Brasil. A empresa está listada na bolsa de valores de São Paulo desde 2010, estando presente dentre as empresas que compõem o mercado novo. No final de Setembro de 2011, o valor de mercado das ações da empresa somava 3,5 bilhões de reais.

⁶ Disponível em

http://www.mzweb.com.br/anhanguera2011/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=39269

A instituição de ensino possui 73 campi próprios em 44 cidades brasileiras. Além disso, a Anhanguera Educacional tem mais de 500 pólos de ensino em todos os estados brasileiros e no Distrito Federal. Os campi da empresa podem ser considerados de pequeno e médio portes, comportando de 2 a 7 mil alunos em cada um. Além disso, no que tange à localização das unidades de ensino da Anhanguera Educacional, elas situam-se em regiões que apresentam alta concentração populacional e acesso fácil por meios de transporte público.

No início de 2012, a empresa contava com 400 mil alunos, distribuídos em uma ampla variedade de cursos de graduação, pós-graduação e educação continuada, nas modalidades de curso presencial e à distância. A Anhanguera Educacional tem como público-alvo jovens adultos da classe “C”, que conciliam atividades de estudo e trabalho e que buscam desenvolver-se em suas carreiras profissionais. A estratégia da empresa está pautada na padronização e unificação de seu plano pedagógico implementado por meio de um modelo operacional de múltiplas unidades de ensino situadas em diferentes localidades. Desse modo, a empresa visa oferecer um ensino superior uniformemente adequado e obter ganhos de escala. Ademais, a empresa busca praticar preços inferiores a média do mercado, apresentando, assim, os baixos valores de suas mensalidades como fonte de vantagem competitiva.

6.2.1.1 Aplicação do Modelo no momento da avaliação de investimento - Pátria Investimentos e Anhanguera Educacional

Aplicando-se o modelo proposto de maneira retroativa no caso de investimento do Pátria Investimentos na Anhanguera Educacional em 2005, nota-se que as trocas de valor potencial existentes àquele momento eram

extremamente favoráveis para a ocorrência do investimento, reflexão detalhada na figura 8.

Figura 8: Avaliação das demandas de troca de valor entre Anhanguera Educacional e Pátria Investimento



Fonte: autora.

No momento prévio ao investimento, a Anhanguera Educacional já havia iniciado sua expansão geográfica, mas ainda limitada ao Estado de São Paulo. Além disso, a empresa também já tinha conseguido expandir sua oferta de vagas e, por conseguinte sua base de alunos. No entanto, devido à alta fragmentação da indústria e às suas constantes taxas de crescimento, havia um potencial de crescimento grande da Anhanguera.

Assim, a empresa demandava recursos financeiros que a permitissem executar sua expansão geográfica, atingindo um maior número de alunos.

Além disso, no momento do investimento, a empresa encontrava-se no Nível 2 de governança corporativa na bolsa de valores de São Paulo, apresentando a necessidade potencial de melhoria em suas práticas de controle e governança para tornar-se mais transparente e atraente a investidores e para melhorar a profissionalização de sua gestão.

Em termos operacionais, a empresa encontrava-se com uma estrutura descentralizada e desintegrada, apresentando duplicidade de funções operacionais e falta de padronização de seus materiais e estrutura curricular. Assim, havia potencial para uma centralização que diminuísse custos e potencialmente atingisse ganhos de economia de escala e sinergia.

Os próximos subcapítulos irão detalhar como se deram as transferências de valor que corroboraram para que o investimento do Pátria Investimentos na Anhanguera Educacional conseguisse atingir mutuamente as necessidades das partes envolvidas.

6.2.1.1.1 Pátria Investimentos: Transferência de gestão estratégica e recursos financeiros

A decisão de investimento do Pátria Investimentos de incluir em seu veículo de investimentos a Anhanguera Educacional, trazia consigo não somente os recursos financeiros que a empresa buscava para seus investimentos, mas também um pacote de gestão estratégica que visava melhorar as condições estratégicas, operacionais e de negócios da empresa, visando uma bem

sucedida geração de valor nesse investimento. Assim, a proposta de valor do Pátria Investimentos incluía pacotes de estratégia, modelo de gestão, melhorias operacionais, governança corporativa e expansão de negócios. A figura a seguir resume a proposta de valor em questão.

FIGURA 9: Proposta de Valor Pátria Investimentos a empresas investidas

Proposta de valor Pátria

Visão geral

Principais contribuições do Pátria	
Estratégia	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Condução de processo contínuo de desenvolvimento e revisão da estratégia, expressa através de um Plano de Negócios aprovado pelos Acionistas ▶ Priorização de projetos e focos de crescimento
Modelo de gestão	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Introdução de estrutura de gestão baseada em processos e comitês executivos e implementação de ferramentas de negócio ▶ Alocação de profissionais do Pátria em funções-chave para a empresa
Melhorias operacionais	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Centralização de funções e compartilhamento de serviços entre áreas de negócio ▶ Ganhos de escala com processo de consolidação e otimização de ativos
Governança corporativa	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Condução de processo de relações com o mercado ▶ Total transparência de gestão e resultados para investidores
Expansão do negócio	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Política agressiva de aquisições: velocidade, qualidade e menores riscos ▶ Organização interna para suportar crescimento em múltiplas frentes

Fonte: Pátria Investimentos, Apresentação Institucional, 2009

Dentre as mudanças operacionais a serem destacadas, a Anhanguera Educacional passou a ter uma centralização em seus serviços prestados, diminuindo custos e aproveitando de sinergias para obter ganhos de escala. Além disso, a empresa unificou o material de ensino, padronizando-o, o que resultou em uma diminuição de 80 por cento nos custos com livro texto. Ademais a empresa realizou ajustes operacionais para passar atender sua nova demanda crescente de maneira mais eficiente. Tudo isso fez a margem líquida da empresa crescer 8 por cento.

Além disso, dada a estratégia de expansão de negócios por meio de aquisições, formou-se um time especializado e dedicado a dar suporte no processo de aquisição da empresa. Isso resultou no aumento da capacidade de velocidade de aquisição da empresa, que passou a conseguir realizar múltiplos processos simultaneamente, refinar seus processos de avaliação de compra de novos negócios e, assim, reduzir os riscos e aumentar o sucesso de suas aquisições.

O investimento trazido do Pátria Investimentos para a Anhanguera Educacional trouxe consigo também melhorias de governança corporativa e mecanismos de controle para a empresa. A Anhanguera Educacional passou a seguir o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), visando maximizar a sua transparência e seus níveis de governança. Isso resultou em 2010 na migração da empresa do Nível 2 de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa para o segmento de Novo Mercado, nível mais alto de tais práticas no Brasil.

Além disso, o conselho administrativo da Anhanguera Educacional Participações S.A. que é um órgão com funções deliberativas e que assume responsabilidade por formular e implementar as políticas e diretrizes gerais da empresa, tem gestão controlada pelo Pátria Investimentos e assume também responsabilidade de designação e supervisão da diretoria. Ademais, o órgão também tem sob sua responsabilidade a contratação de auditoria externa à empresa para garantir precisão e transparência de suas práticas e resultados e comunicação desses.

Ainda, como mecanismos de controle, a nova gestão implementou:

- Política de Divulgação de Informações: formalizada em junho de 2009, essa política objetivou o compromisso de transparência, precisão e adequação da divulgação das informações da empresa relevantes ao mercado.
- Política de negociação: aprovada pelo conselho em 2008, essa política determina regras para a negociação de valores mobiliários da empresa, visando garantir a utilização de práticas de boa conduta nesses processos.
- Política de dividendos: acompanhando determinação da Lei das Sociedades por Ações (SAs) e seguindo em linha com o Estatuto social, antes de 30 de Abril de todos os anos, a Anhanguera Educacional, por meio de assembleia geral ordinária de seus acionistas, decide as ações de distribuição de dividendos anuais para o exercício.

6.2.1.1.2 Anhanguera Educacional: Transferência de negócio com potencial de alta geração de valor

Como proposto anteriormente, os veículos de investimento visam encontrar oportunidades de investimento que garantam geração de valor e ganhos de capital e, para isso, conduzem avaliações das empresas alvo de investimento para confirmarem que elas apresentam aspectos internos e externos favoráveis a tal geração de valor.

A Anhanguera Educacional conseguia reunir como empresa alvo potencial todas as condições para que fosse validado seu investimento. A empresa estava inserida em um mercado já sólido e com potencial de grande crescimento por aumento de sua massa consumidora. O cenário competitivo estava fragmentado, o que sinalizava um alto potencial de consolidação

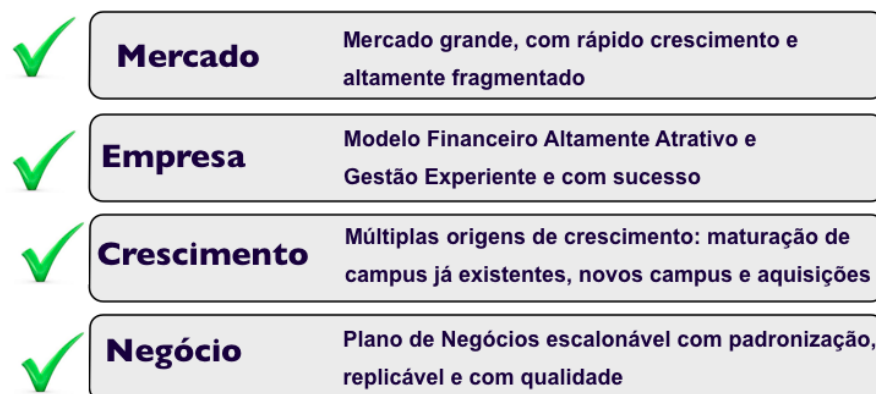
participativa nesse mercado por meio de investimentos. Ademais, a empresa apresentava um modelo financeiro altamente atrativo, além de uma gestão experiente e com histórico de sucesso e conhecimento da indústria.

O crescimento potencial da indústria tinha seus riscos diluídos ao passo que permitia condições favoráveis tanto para o crescimento orgânico, quanto para o crescimento por aquisições.

Por fim, o plano de negócios da empresa era facilmente escalonável. Por meio de padronização, a empresa poderia criar um modelo menos custos e replicar tal modelo de negócios em suas unidades já existentes, bem como em seus novos campi. Assim, havia um potencial muito grande de aumento de margens e otimização do negócio por meio de sinergias e ganhos de escala.

A figura a seguir resume o potencial de valor oferecido pela Anhanguera Educacional no momento de sua avaliação de investimento pelo Pátria Investimentos.

FIGURA 10: Potencial de Valor da Anhanguera Educacional



Fonte: autora, dados da empresa

Analisando-se os pontos de atratividade da Anhanguera Educacional no momento do investimento frente às ações tomadas pela empresa após a

entrada do Pátria como acionista e controlador da empresa, pode-se validar a avaliação feita de que a empresa apresentava aspectos internos e externos favoráveis a geração de valor e ganhos de capital.

Conforme apresentado, o público-alvo principal da Anhanguera Educacional de jovens trabalhadores da classe média que visam alavancar suas carreiras por meio de uma melhor formação educacional posicionava a empresa em um setor da economia que apresentava alta demanda, além de alto potencial de crescimento. Isso resultou após a investida em um crescente número de matrículas. A empresa passou de uma base de 16 mil alunos no momento do investimento para uma base de mais de 400 mil alunos nos dias de hoje.

Além disso, dada a grande fragmentação do setor de ensino superior, com predominância de instituições pequenas concentrando a maior parte da participação de mercado, havia grande potencial de consolidação e crescimento por aquisições. No entanto, o investimento ainda tornava-se atrativo, pois os potenciais de crescimento da empresa não se limitavam à aquisições, a empresa ainda poderia crescer organicamente. Isso pôde ser comprovados nos anos que seguiram o investimento. De 2005 a 2011, a empresa passou de 10 campi para 73 campi, tendo realizado 56 aquisições no período além da abertura de novos campi e do crescimento de suas unidades já existentes.

Por fim, o plano de negócios altamente favorável a ser escalonado e replicado por todas as unidades da empresa permitiu grandes economias e uma redução nos custos totais da empresa, que resultaram em aumento da margem EBTIDA da empresa de 16 a 24 por cento.

6.2.1.1.3 Anhanguera Educacional e Pátria Investimentos: Transferência Mútua de Valor

Nos dois sub-capítulos anteriores, pôde-se notar que tanto o Pátria Investimentos conseguia transferir valor à Anhanguera Educacional por meio de recursos financeiros, gestão estratégica com mecanismos de controle e governança corporativa, quanto a instituição de ensino conseguia apresentar ao veículo de investimento uma oportunidade de entrar em um negócio com alto potencial de geração de valor. A figura abaixo resume as transferências de valor que culminaram do investimento do Pátria Investimentos na Anhanguera Educacional

FIGURA 11: Transferências de Valor - Pátria Investimentos e Anhanguera Educacional



Fonte: autora.

Analisando-se comparativamente a figura 11, que apresentou as trocas de valor ocorridas após o investimento do Pátria Investimentos na Anhanguera Educacional com a figura 8 que apresenta a situação de troca de valor potencial prévia ao investimento, pode-se extrair a diferença entre os cenários pré e pós investimento que representa o valor gerado neste caso. Assim, nota-se que as duas partes conseguiram entregar suas promessas de troca de valor, promovendo o excedente esperado para cada um dos envolvidos.

6.2.2 Caso Estácio Participações

As origens desta instituição estão na fundação da Faculdade de Direito Estácio de Sá em 1970, na Zona Norte da cidade do Rio de Janeiro. Dois anos depois, a empresa iniciou sua primeira expansão de carteira, estendendo seu campo de atuação e oferecendo novos cursos. Em 1988, a instituição passou a ser classificada como Universidade e quatro anos mais tarde abriu seu segundo campus também na cidade do Rio de Janeiro. Em 1996, a Estácio iniciou sua expansão aquém da cidade do Rio de Janeiro, criando os campi de Resende, Niterói e Nova Friburgo, consolidando-se, assim, no Estado do Rio de Janeiro.

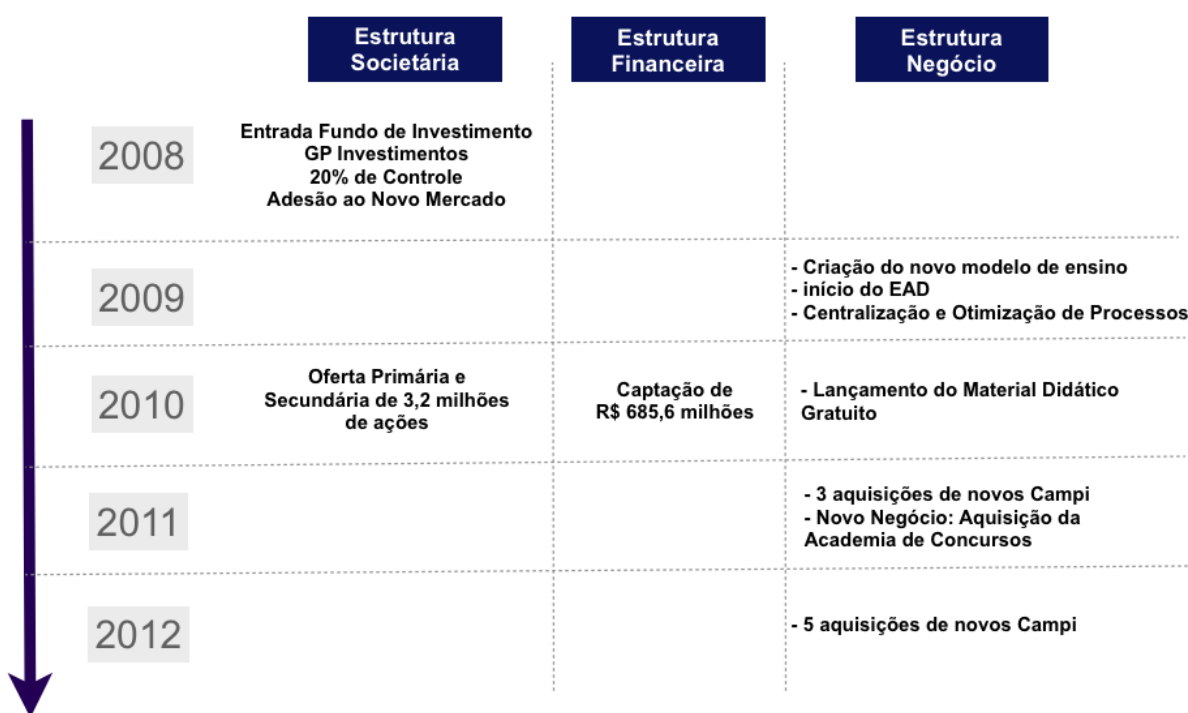
Em 1997, a Estácio criou o primeiro centro de ensino superior com foco na formação para o trabalho, o Instituto Politécnico Universitário. No ano seguinte, a empresa iniciou sua expansão nacional, passando a atuar em São Paulo, Minas Gerais, Espírito Santo, Santa Catarina, Mato Grosso do Sul, Bahia, Pernambuco, Pará e Ceará.

O ano de 2005 marcou o início da transformação de negócio da Estácio, nesse ano, a instituição migrou a estrutura de suas subsidiárias de

sociedades sem fins lucrativos, para sociedades com fins lucrativos. Dois anos mais tarde, a empresa realizou sua abertura de capital com *IPO* na bolsa de valores de São Paulo.

Em 2008, ocorreu a entrada do fundo de *private equity* GP Investments, que passou a deter 20 por cento do controle da companhia e iniciou as mudanças de gestão e estratégicas que podem ser acompanhadas na figura a seguir.

FIGURA 12: Fluxo Histórico da Estácio Pós Entrada do Fundo de Investimentos



Fonte: autora, dados da empresa⁷

Atualmente, a Estácio é a segunda maior instituição de ensino superior privada em número de alunos. Ao final do primeiro semestre de 2012, a Estácio apresentava 260,8 mil alunos matriculados em seus cursos de graduação e pós-graduação, nas modalidades presencial e à distância. A

7

http://www.estacioparticipacoes.com/estacio2010/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=30092&conta=28 acessado em 30 de Agosto de 2012.

instituição oferece 78 cursos de graduação nas áreas de Ciências Exatas, Humanas e Biológicas, em graduação tradicional e tecnológica. Além disso, integram sua carteira cursos de pós-graduação lato sensu, cursos de mestrado e de doutorado, além de diversos cursos de extensão.

O público-alvo principal da Estácio é de jovens trabalhadores da classe “C”, assim seus cursos visam oferecer uma formação profissional contribuindo para melhorar empregabilidade de seus alunos, por meio de um ensino de qualidade diferenciada e preços competitivos.

A Estácio é formada por uma rede que compreende uma universidade, quatro centros universitários, 34 faculdades e 52 pólos de ensino à distância credenciados pelo MEC. As unidades da instituição estão espalhada pelos principais centros urbanos brasileiros, estando presente em 20 estados por meio de 75 campi.

6.2.2.1 Aplicação do Modelo no momento da avaliação de investimento: GP Investments e Estácio Participações

Aplicando-se o modelo proposto de maneira retroativa no caso de investimento da GP Investments na Estácio Participações em 2008, nota-se que as trocas de valor potencial existentes àquele momento eram extremamente favoráveis para a ocorrência do investimento, reflexão detalhada na figura 13.

Figura 13: Avaliação das demandas de troca de valor entre Estácio Participações e GP Investments



Fonte: autora.

No momento prévio ao investimento, a Estácio Participações já havia iniciado sua expansão geográfica, estando presente em 12 Estados brasileiros. Além disso, a empresa também já tinha conseguido expandir sua oferta de vagas e, por conseguinte sua base de alunos. No entanto, devido à alta fragmentação da indústria e às suas constantes taxas de crescimento, havia um potencial de crescimento grande da Estácio, tanto em termos de abrangência geográfica, como em número de alunos atendidos e oferta de cursos como na modalidade EAD.

Em termos operacionais, a empresa encontrava-se com uma estrutura descentralizada e desintegrada, apresentando duplicidade de funções

operacionais e falta de padronização de seus materiais e estrutura curricular. Assim, havia potencial para uma centralização que diminuísse custos e potencialmente atingisse ganhos de economia de escala e sinergia.

Assim, a entrada de recursos financeiros na empresa era muito valiosa para permitir novos investimentos que a permitissem executar novas expansões, além de investir na consolidação de sua estrutura, a fim de centralizar operações, ganhar sinergias e obter economias de escala.

Além disso, no momento do investimento, a empresa encontrava-se no Nível 2 de governança corporativa na bolsa de valores de São Paulo, apresentando a necessidade potencial de melhoria em suas práticas de controle e governança para tornar-se mais transparente e atraente a investidores e para melhorar a profissionalização de sua gestão.

Os próximos subcapítulos irão detalhar como se deram as transferências de valor que corroboraram para que o investimento da GP Investments na Estácio Participações conseguisse atingir mutuamente as necessidades das partes envolvidas.

6.2.2.1.1 GP Investments: Transferência de gestão estratégica e recursos financeiros

Com a expansão que a Estácio vinha realizando nos anos anteriores à entrada da GP Investments, a empresa vinha despendendo altos montantes de capital para aquisição de seus novos campi e expansão territorial. A empresa já contava com 200 mil alunos em 12 Estados e receita líquida de R\$ 640 milhões em 2007. Assim, a empresa tinha interesse em captar recursos

financeiros para sua consolidação no mercado, bem como para sua contínua estruturação para garantir sustentabilidade competitiva no longo prazo.

Assim, com em maio de 2008, foi firmado o contrato entre a Estácio Participações e a GP Investments no qual o fundo de *private equity* adquiriu 47 milhões de ações ordinárias, que representavam 20 por cento do capital da companhia pelo valor de 259 milhões de reais, pagos a vista. Ademais, apesar de sócia minoritária, a GP Investments obteve controle compartilhado com direitos equivalentes:

- No conselho de administração: com quatro membros da gestora presentes nele (50 por cento do conselho);
- Na escolha do quadro de executivos, destacando-se a escolha de um sócio da GP Investments para ocupar o comando diretivo da empresa;
- Na aprovação orçamentária.

Como parte do acordo firmado em 2008, a Estácio passou a adotar medidas de governança corporativa mais apuradas, passando a integrar o Mercado Novo da Bovespa, assumindo maior transparência de governança e alinhando suas práticas com as exigências do patamar mais apurado do mercado.

Em termos de negócio e estrutura organizacional, com o objetivo central de proporcionar um crescimento sustentável à organização, com rentabilidade e qualidade, a empresa expressa que os três principais grupos de contribuições de transferência de valor trazidas com a entrada da GP Investments como acionista da Estácio: na profissionalização da gestão, melhorias operacionais e centralização das atividades de *back office*.

Em termos de profissionalização da gestão, os papéis de liderança gerenciais foram todos redefinidos e redesenhados para voltarem-se a uma linha de

gestão meritocrática focada em resultados além de uma diminuição de níveis hierárquicos. Com tudo isso, a empresa conseguiu atingir maior produtividade e reduzir seu tempo de resposta.

Ademais, houve a implementações de programas de remuneração variável tanto para os níveis de liderança gerencial quanto para o corpo discente. O Programa de Remuneração da liderança avalia e remunera por desempenho medido por meio de indicadores individuais os 220 principais gestores da empresa. Os indicadores são claramente definidos e acompanhados periodicamente, e tem como principais focos de mensuração a rentabilidade da empresa, a qualidade dos serviços prestados e a satisfação dos clientes. O Programa de Remuneração de Professores é uma iniciativa inovadora no setor educacional que premia os professores que estão entre os 20 por cento melhor avaliados, dentre sua base de oito mil professores.

Ainda na perspectiva de melhoria de gestão, a nova gestão trouxe a partir de 2008 uma política orçamento base zero, por meio da inserção de austeridade dentro do plano orçamentário da Estácio aliado a uma gestão de custos matricial que proporcionou melhores mecanismos de controle e monitoramento dos custos, bem como ganhos com a escala de operação da empresa.

Além disso, com o intuito de otimizar a operação da companhia e aumentar sua rentabilidade, a nova diretoria comandada por lideranças apontadas pela GP Investments trouxe para a Estácio uma série de melhorias operacionais que contribuíram para redução de custos e padronização de qualidade com ganhos de escala e sinergia de negócio.

Houve uma atualização dos currículos dos 41 principais cursos, que atinge 90 por cento da base de alunos da Estácio, alinhando os programas com as demandas do mercado de trabalho e integrando nacionalmente de forma

padronizada em todas as unidades da instituição, garantindo, assim, não somente assimetria do padrão de qualidade, mas também economias de escala. Além disso, os materiais didáticos completo passaram a ser oferecidos aos alunos a partir de 2010, com seus custos integrados na mensalidade do aluno.

Houve incrementos tecnológicos operacionais trazidos nessa gestão, com a criação do Portal do Aluno, uma plataforma digital por meio da qual alunos e professores desempenham atividades acadêmicas e tem acesso à Biblioteca Virtual da Estácio. Aliado à isso, a empresa também passou a oferecer materiais didáticos online, além de ferramentas digitais de auto-aprendizagem.

Dentre as melhorias administrativas, destaca-se a centralização das atividades de *back office* da Estácio, com a criação da Central de Serviços Compartilhados (CSC). Com ela a empresa conseguiu centralizar e otimizar suas operações de escritório com seus serviços de suporte como administrativos, financeiros, tecnologia da informação, entre outros. Isso permitiu a criação de um modelo escalonável para expansão com maiores patamares de rentabilidade.

6.2.2.1.2 Estácio Participações: Transferência de negócio com potencial de alta geração de valor

Assim como no caso da Anhanguera Educacional, a Estácio apresentava a seus potenciais investidores uma oportunidade de investimento em uma empresa que estava inserida em um setor da economia com grande atratividade para os investidores. Isso porque assim como sua concorrente, a Estácio tem seus negócios focados em jovens trabalhadores da classe “C”

que buscam melhorar sua empregabilidade por meio da educação superior. Esse exato público-alvo, como expresso anteriormente neste trabalho, vem apresentando grande crescimento numérico, com a ascensão de mais de 40 milhões de pessoas para a classe “C”, passando a compor o número de consumidores potenciais. Aliados a isso, o número de jovens concluintes de ensino médio vem apresentando ascensão no país bem como as exigências do mercado de trabalho vem motivando cada vez mais os indivíduos a buscarem melhor qualificação profissional.

Assim, a Estácio oferecia a seu potencial investidor uma oportunidade de se associar a uma empresa inserida em um mercado com alta escala e grande potencial de crescimento e sustentação desse. Ao mesmo tempo, Eduardo Alcalay, sócio da GP Investments, declarou⁸ na época do investimento da empresa na Estácio que o fundo de investimento vinha buscando entrar no setor de educação havia dois anos dada a atratividade do setor.

Além disso, no momento da avaliação de seu investimento que foi consolidado em 2008, a Estácio já era uma empresa experiente no setor da educação, com quase 40 anos de atuação no setor à época. Além disso, a instituição vinha apresentando um sólido plano de expansão e consolidação no mercado, estando presente em 10 Estados brasileiros e com uma base de cerca de 200 mil alunos.

A Estácio ainda oferecia ao investidor potencial a possibilidade de entrar em um mercado altamente fragmentado por meio de uma empresa que já apresentava uma consolidação em termos de tamanho e escala grandes. Assim, a maior parte dos competidores à época eram muito menores que a empresa alvo, que se destacava como uma das líderes do mercado. Ainda,

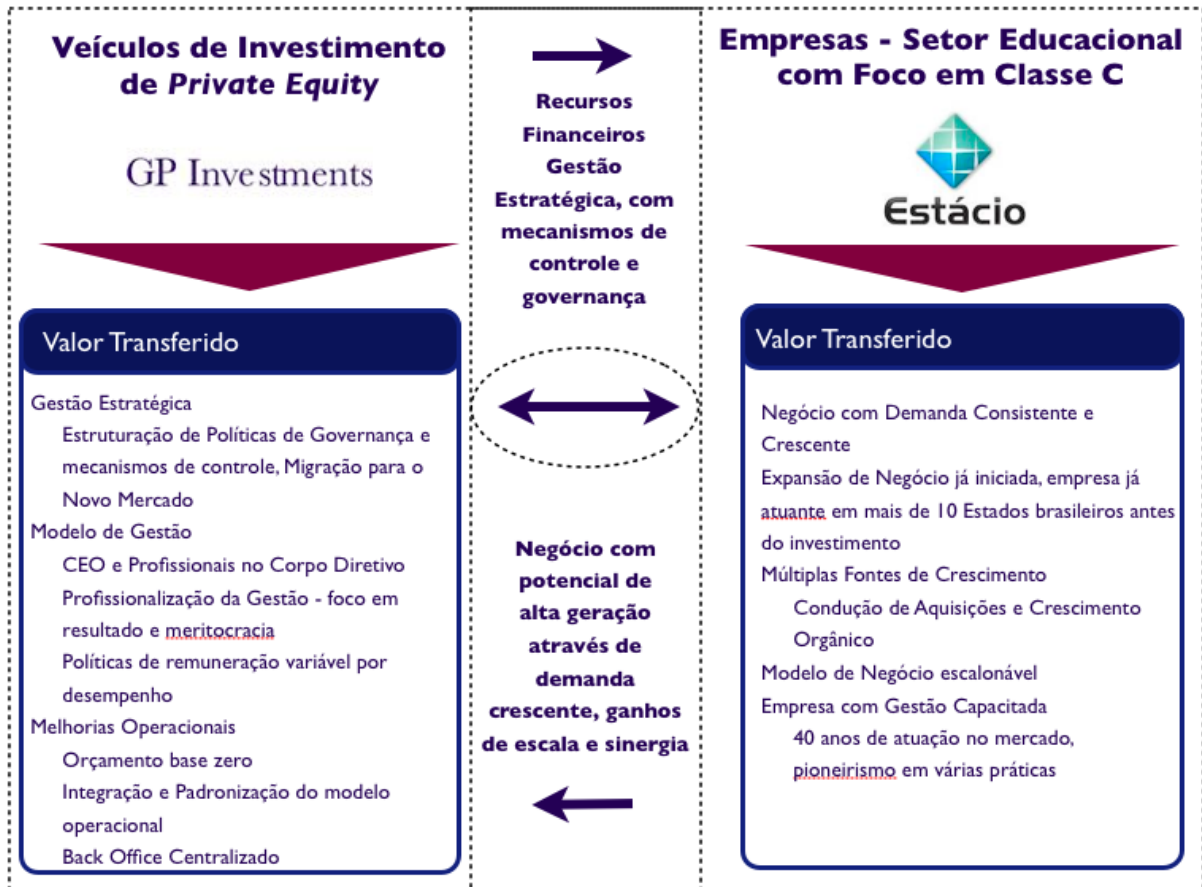
⁸ Declaração feita ao Valor Econômico, divulgada pela Sala de Imprensa da Universidade Metodista de São Paulo em 15/05/2008, disponível em: http://www.metodista.br/sala-de-imprensa/clipping_digital/noticias/maio/dia-12-de-maio/gp-compra-20-do-grupo-estacio-por-r-259-milhoes/ - última consulta em 4 de Setembro de 2012.

nesse mesmo contexto, existia um potencial grande de expansão tanto orgânica quanto por aquisições.

6.2.2.1.3 Estácio Participações e GP Investments: Transferência Mútua de Valor

Nos dois sub-capítulos anteriores, pôde-se notar que tanto a GP Investments conseguia transferir valor à Estácio Participações por meio de recursos financeiros, gestão estratégica com mecanismos de controle e governança corporativa, quanto a instituição de ensino conseguia apresentar ao veículo de investimento uma oportunidade de entrar em um negócio com alto potencial de geração de valor. A figura abaixo resume as transferências de valor que culminaram do investimento da GP Investments na Estácio Participações.

FIGURA 14: Transferências de Valor - GP Investments e Estácio Participações



Fonte: autora

Analisando-se comparativamente a figura 14, que apresentou as trocas de valor ocorridas após o investimento da GP Investments na Estácio Participações, com a figura 13 que apresenta a situação de troca de valor potencial prévia ao investimento, pode-se extrair a diferença entre os cenários pré e pós investimento que representa o valor gerado neste caso. Assim, nota-se que as duas partes conseguiram entregar suas promessas de troca de valor, promovendo o excedente esperado para cada um dos envolvidos.

6.3 Discussão do Modelo

6.3.1 Identificação de casos com potencial de falha

Como visto anteriormente, dentro do modelo proposto, observa-se uma troca mútua e complementar de valor que proporciona elementos para o entendimento da motivação do investimento de veículos de investimento em empresas com foco na classe “C”. Assim, viu-se que é necessário que o veículo de investimento seja capaz de fornecer os recursos financeiros e a gestão estratégica com mecanismos de controle e governança corporativa demandados pela empresa potencial a ser investida em análise; assim como é crucial que a empresa em questão seja capaz de apresentar um negócio com o potencial de geração de valor demandado por esse determinado veículo de investimento em análise.

No entanto, dentro do modelo proposto, é possível também que o potencial investimento em private equity na empresa analisada seja invalidado. Isso porque, é possível que uma das partes envolvidas no processo ou as duas, empresa investida potencial e veículo de investimento, não consiga oferecer o valor buscado pela outra parte para que haja o sucesso de investimento.

Assim, a invalidação do investimento pode se dar por inadequação no atendimento dos critérios por parte da empresa investida, primeiramente, em seus aspectos internos, incluindo-se o potencial de gestão, tecnologia competitiva, saúde financeira ou condição legal, contábil e de negócio para o oferecimento de um negócio que apresente potencial consistente de criação de valor esperado pelo veículo de investimento. Tal avaliação, por sua

natureza interna à empresa, é individual a cada organização a ser avaliada, não podendo ser expandida a outras empresas com perfil similar de atuação.

Além disso, aspectos externos à empresa relativos principalmente à existência de demanda, potencial de crescimento do negócio e situação competitiva favorável podem motivar a inviabilidade do investimento, por também ratificarem a inadequação da empresa para apresentar as condições necessárias para proporcionar um negócio com uma geração potencial de valor desejada pelo veículo de investimento. A invalidação do investimento motivada pelos aspectos externos à empresa no modelo analisados, no entanto, pode ser expandida às empresas com o mesmo perfil que atuam no mesmo micro-setor da economia que a empresa avaliada, visto que essa inadequação para a geração de valor almejada pelo veículo de investimento tem foco na situação mercadológica que se aplica a todo o mesmo micro-setor analisado.

De maneira similar, a inviabilidade do investimento pode ocorrer pelo fato do veículo de investimento não poder fornecer os recursos financeiros desejados pela empresa potencial de investimento, ou ainda por não conseguir fornecer ferramentas de gestão estratégica que adicionem o valor esperado para o tipo de negócio em avaliação.

6.3.2 Expansão do modelo

O modelo proposto proporciona um entendimento analítico das trocas de valor oferecidas e buscadas por veículos de investimento e por empresas de educação superior que procuram investimentos em private equity. Por meio da alocação das variáveis de um determinado veículo de investimento na

coluna esquerda do modelo, pode-se entender o que esses buscam em uma empresa potencial investida para garantir seu objetivo final de investimento em uma empresa que garanta a geração de valor desejada por esse veículo de investimento. Por outro lado, na coluna da direita, encontram-se as informações concernentes à busca e oferta de valor que empresa do setor educacional com foco na Classe “C” que almeja receber investimentos de um veículo de private equity possui. Este modelo pode ser expandido neste contexto de entendimento de elementos que motivam este tipo de modalidade de investimento em empresas com foco na Classe “C” de duas principais maneiras: a outras empresas e a outras indústrias.

Assim como aplicado aos casos estudados, nota-se que o modelo pode ser facilmente utilizado para a avaliação de diferentes empresas do setor de educação superior com foco na classe “C” por meio da inserção das informações de determinada empresa na coluna da direita do modelo, assim como se fez na figura 13, analisando-se a Anhanguera Educacional ou na figura 14, analisando-se a Estácio Participações.

Ademais, a expansão do modelo não se limita às empresas do setor educacional superior com foco na classe “C”. Similarmente, o modelo pode ser expandido para a análise de elementos que motivam o investimento de veículos de investimento em private equity em empresas com foco na classe “C”, mas atuantes em outro setor da economia. Para tal, como as demandas do veículo de investimento permanecem inalteradas, assim como seu objetivo final de encontrar uma empresa com potencial de geração de valor esperada, a avaliação para empresas de outro setor pode ocorrer com a inserção das informações da empresa potencial investida desse outro setor na coluna da direita do modelo.

É importante ressaltar que a expansão para outras empresas do mesmo setor apresenta um nível analítico menos complexo, visto que os aspectos externos

à empresa, por serem aspectos mercadológicos podem ser replicados. No entanto, na expansão analítica para outro setor da economia demandará novas análises não somente internas à nova empresa em avaliação, mas também externas a ela.

7. Considerações Finais

A partir do modelo analítico proposto, puderam-se analisar as inter-relações de interesses existentes na motivação dos fundos de investimentos e das empresas do setor educacional superior com foco na classe “C” para a ocorrência do investimento de tais veículos de investimento nessas empresas.

Por meio da identificação das trocas de valor buscadas por cada uma das partes, e da descoberta da convergência e complementaridade dessas, pôde-se inferir a origem do sucesso dessas transações.

Conforme identificado, as instituições de ensino superior viam sua demanda potencial crescendo, encontravam-se em um mercado altamente fragmentado, e necessitavam de recursos financeiros para realização de investimentos que apoiassem seu crescimento estrutural para atingirem um crescimento organizacional. Além disso, para atingirem crescimentos sustentáveis e consistentes, tais organizações necessitavam de auxílio para melhorarem suas gestões estratégicas e, assim, aumentarem sua profissionalização consistente com sua consolidação no mercado. Oferta de recursos financeiros e gestão estratégica eram justamente valores que os veículos de investimento em *private equity* forneciam.

Por outro lado, com a ascensão socioeconômica apresentada no Brasil nos últimos anos, a classe “C” brasileira ganhou mais de 40 milhões de indivíduos e passou a impulsionar o consumo de diversos produtos e serviços. Assim, negócios voltados a tal público-alvo viram sua demanda potencial crescer e seus negócios aflorarem. Assim, apresentando alta, sólida e crescente demanda potencial, estando em mercados com grau de competitividade favorável ao ganho de participação e apresentando negócios com potencial

de otimização de operações e ganhos de escala e sinergia, as empresas do setor de educação superior com foco na classe “C” possuíam ofertas de transferência de valor de negócios que, durante o período de investimento, possuíam alto potencial de geração de valor; oferta essa que vai totalmente ao encontro dos interesses dos veículos de investimento em *private equity* em uma potencial empresa investida.

Portanto, nota-se que a ascensão da classe “C” alavancou a demanda dos negócios que a tinham como público-alvo e que, por sua vez, passaram a demandar investimentos e gestão estratégica e, tais negócios tornaram-se foco dos fundos de investimento em *private equity*, ao passo que se mostraram com grande potencial de geração de valor.

Em uma perspectiva reflectiva, pode-se extrair deste estudo elementos que corroboram para estudos anteriormente conduzidos no campo de estratégia corporativa que apontam a influência da indústria na lucratividade das empresas inseridas nela. Schmalensee (1985) conclui que efeitos da indústria são elementos que contribuem para a lucratividade dos negócios pertencentes a ela. Ademais, Porter (1997) mensura que o impacto dos efeitos da indústria contribuem 19 por cento na variação agregada das empresas presentes nela.

Neste estudo, pôde-se observar que, como a análise de aspectos externos à empresa abrange primordialmente variáveis mercadológicas e econômicas que são válidas para todas as empresas inseridas em um mesmo setor do mercado, as conclusões de validação de investimentos concernentes aos aspectos externos à empresa alvo de investimento podem ser válidas para todas as empresas inseridas nesse mesmo micro-setor da economia. Em um exemplo prático, se uma empresa do setor educacional que tem foco na classe “C” e atua na Região Sudeste do Brasil é submetida à avaliação por um fundo de investimento, as conclusões de validação do investimento

referentes aos aspectos externos (demanda, potencial de crescimento e situação competitiva) serão válidas para todas as outras empresas atuantes nesse mesmo setor, nessa mesma localidade e com o mesmo público-alvo.

Assim, tal constatação pode ser de grande valia aos fundos de investimento em seus processos de *due dilligence* preliminar. Com a identificação de um micro-setor da economia que está sendo impulsionado pelo aumento do consumo da classe “C” emergente, com dezenas de milhões de novos consumidores para os produtos ou serviços desse determinado micro-setor, conduz-se as avaliações externas à empresa em busca de validação de existência de demanda, potencial de crescimento e situação competitiva favorável. Uma vez feita tal validação de adequação dos aspectos mercadológicos ao investimento, pode-se expandir tal laudo analítico para os negócios com o mesmo perfil atuantes no mesmo micro-setor.

Assim, pode-se inferir que uma vez identificado um setor de mercado que apresente condições favoráveis ao investimento de um fundo de *private equity*, a decisão de investimento ficará determinada pela validação da avaliação dos aspectos internos de cada empresa alvo de investimento. Com isso, reduz-se tempo e custos concernentes às avaliações externas dentro do *due dilligence* preliminar, por meio de ganhos de escala nessa avaliação externa, trazendo benefícios para as partes envolvidas neste modelo de investimento.

7.1 Limitação do Trabalho

Visto que as avaliações das empresas incluem não somente análises externas que consideram fatores mercadológicos, mas também possuem

como componente fundamental análises internas à empresa investida, o modelo analítico proposto deve ser aplicado em cada caso de investimento, no que concerne aos aspectos internos das empresas investidas, pois esses não podem ser replicados a todos os atuantes em um mercado que possuem um mesmo perfil de atuação.

7.2 Sugestões para Futuros Trabalhos

Para melhor entendimento das dimensões dos investimentos dos fundos de investimento em *private equity* em negócios voltados à classe “C”, sugere-se para um estudo futuro, um mapeamento de todos os investimentos dessa modalidade em negócios voltados a esse público-alvo. Esta descoberta pode ajudar o pesquisador, bem como os gestores de fundos a entenderem melhor a evolução da importância do investimento a esse público-alvo, contribuindo para as estratégias dos fundos em sua atuação voltada a investimentos com esse perfil.

Além disso, buscando-se entender a contribuição numérica da ascensão da classe “C” nos diferentes setores da economia, sugere-se um estudo de mensuração do crescimento setorial desmembrado por nível socioeconômico dos consumidores. Proporcionando o entendimento da origem das movimentações de crescimento e retração de cada setor econômico por perfil socioeconômico, as empresas podem ajustar suas táticas e estratégias.

Expandindo-se a inferência proporcionada na conclusão deste estudo de que a análise externa da empresa investida pode ser expandida, tornando-se assim setorial, um estudo futuro pode explorar de maneira quantitativa o

quanto a indústria influencia nas decisões de investimento dos veículos de investimento em private equity.

8. Referências

ANHANGUERA EDUCACIONAL. **Relatório de Resultados Trimestrais. 2012**

BARBOSA, I. M. S. P. **A Demanda do Mercado por Ensino Superior**, Instituto Siegen, São Paulo, 2000 Disponível em: <http://www.institutosiegen.com.br/artigos/DEMANDA_MERCADO_ENSINO_SUP.pdf>. [Acessado em 30 de Agosto de 2012].

BYGRAVE, W. D.; TIMMONS, J. A. **Venture Capital at the Crossroads**. Harvard: Harvard University Press, 1992.

BEZERRA, Júlio C. A. **Introdução à indústria de private equity no Brasil**. EAESP-FGV, São Paulo, 1999.

BOCATTO, Eloisa P. G. **Fundos de private equity no Brasil: análise do modelo de governança e impacto na estratégia das empresas investidas**. EAESP-FGV, São Paulo, 2001.

BNDES Programa de Melhoria das Instituições de Ensino Superior Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Programas_e_Fundos/ies.html>. [Acessado em: 23 de Agosto de 2012].

CENDROWSKI, Harry e WADECKI, Adam A. **Introduction to Private Equity**, em: CENDROWSKI, Harry; PETRO, Louis W.; MARTIN, James P.; WADECKI, Adam A. **Private Equity: History, Governance, and Operations** Wiley Finance, 2nd Ed., Hoboken, 2012.

CUMMING, Douglas **Private Equity: Fund Types, Risks and Return and Regulations**, John Wiley & Sons, Hoboken, 2010.

CUMMING, D. ; JOHAN, S. **Advice and Monitoring in venture capital finance. Financial Markets and Portfolio Management** 21 (1):3-43, 2007.

DUTHEL, Heinz **Global Venture Capital Investors Guide I: 2008-2009 Special Edition over 2000 Venture Capital Investors** Lulu.com, 2008.

ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES **Relatório Anual Estácio**, 2011 Disponível em: <http://www.estacioparticipacoes.com.br/estacio2010/web/arquivos/Estacio_RelatorioAnual_2011_port.pdf>. [Acessado em 17 de Agosto de 2012].

FECOMERCIO. **A Evolução da Classe Média e o seu Impacto no Varejo.** Diagnósticos e Tendências, Fevereiro, 2012.

FENN, LIANG e PROWSE. **The economics of the private equity market.** Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, no. 168, December, 1995.

FOLHA DE SÃO PAULO. **Classe C é a única que continua a crescer, aponta FGV.** 27/06/2011, disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/poder/935502-classe-c-e-a-unica-que-continua-a-crescer-aponta-fgv.shtml>>. [Acessado em 10 de Agosto de 2012].

FRIED, V.; HIRSCH R. **Towards A Model of Venture Capital Investment Decision-making.** Financial Management, 23, n.3, 28-37, 1994.

GARCIA, M. **Três Grandes Tendências para o ensino superior privado.** Revista do Ensino Superior, n.77, p.41-43, São Paulo, 2005.

GAZETA MERCANTIL. **Com GP Investimentos, Estácio migra para o Novo Mercado.** Gazeta Mercantil / SP - 09/07/2008 Disponível em: <http://www.anup.com.br/noticia_detalhe.php?not_id=4246>. [Acessado em 17 de Agosto de 2012].

GRABENWARTER, Ulrich; WEIDIG, Tom. **Exposed to the J-Curve: Understanding and Managing Private Equity Fund Investments.** Euromony Books, London, 2005.

GOMPERS, P.; LERNER, J. **The Venture Capital Cycle.** MIT Press, 2004.

GP INVESTMENTS. **Relatório Anual 2009 GP Investments.** 2009. Disponível em:

< http://www.mzweb.com.br/gp2009/web/arquivos/GP_AR_09.pdf>. [Acessado em 18 de Agosto de 2012].

GP INVESTMENTS. **Relatório Anual 2010 GP Investments**. 2010.

Disponível em:

<http://www.mzweb.com.br/gp2009/web/arquivos/GPIV11_2010_AnnualReport.pdf>. [Acessado em 18 de Agosto de 2012].

GVcepe. **Primeiro Censo da Industria Brasileira de Private Equity e Venture Capital**. EAESP-FGV, 2005.

GVcepe. **Panorama da indústria de Private Equity e Venture Capital**. FGV-EAESP, 2008.

GVcepe. **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**. ABDI e FGV-EAESP, 2010.

GVcepe. **Segundo Censo da Industria Brasileira de Private Equity e Venture Capital**. EAESP-FGV, 2011.

HECKMANN, B. **Private Equity Investments in Emerging Markets**. GRIN Verlag, 2009.

HOPER. **Perfil Socioeconômico do Aluno do Ensino Superior Brasileiro**. Consultoria Hoper, 2008. Disponível em: <<http://p.download.uol.com.br/gd/ensinosuperior.pdf>>. [Acessado em 20 de Agosto de 2012].

HOPER. **Análise Setorial do Ensino Superior Privado**. Consultoria Hoper. Foz do Iguaçu, Brasil, 2011 Disponível em: <<http://www.hoper.com.br/analisesetorial/Analises%20Setoriais/Análise%20Setorial%20Ensino%20Superior%202011%20-%20censo%202009%20-%206.%20AS%20EMPRESAS%20LISTADAS%20NA%20BM&FBOVESP.pdf>>. [Acessado em: 20 de Agosto de 2012].

IBGE. **PNAD - Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios: Síntese de Indicadores**. IBGE, 2009.

IBGE. Síntese de Indicadores Sociais Uma Análise das Condições de Vida da População Brasileira. Rio de Janeiro, 2010 Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/populacao/condicaodevida/indicador_esminimos/sinteseindicsoais2010/SIS_2010.pdf>. [Acessado em 15 de Agosto de 2012].

INEP. Censo da Educação Superior. 2010 Disponível em: <http://download.inep.gov.br/educacao_superior/censo_superior/resumo_tecnico/resumo_tecnico_censo_educacao_superior_2010.pdf>. [Acessado em 15 de Agosto de 2012].

LEEDS, Roger e SUNDERLAND, Julie. **Private Equity Investing in Emerging Markets.** Journal of Applied Corporate Finance Vol. 15, n.4, Johns Hopkins University, 2003.

LEI DE DIRETRIZES E BASES (LDB). 1996 Disponível em: <<http://www6.senado.gov.br/legislacao/ListaPublicacoes.action?id=102480>>. [Acessado em 21 de Agosto de 2012].

LEVINSON, M. **The Box, How the Shipping Container Made the World Smaller and the World Economy Bigger.** pp. 44–47. Princeton University Press, 2006.

LOSSEN, Ulrich. **Portfolio Strategies of Private Equity Firms: Theory and Evidence.** Gabler Edition Wissenschaft University of München, 2006.

McGAHAN, A. M.; PORTER, M. E. **How Much does Industry Matter, really?** Harvard University, Boston, 1997.

METRICK, Andrew. **Venture Capital and the Finance of Innovation.** Wiley, 2006.

MINISTÉRIO DA FAZENDA DO BRASIL. **Economia Brasileira em Perspectiva.** 7a ed, Junho e Julho 2010.

NERI, M. **A Nova Classe Média.** CPS/IBRE/FGV, 2008. Disponível em: <http://www.cps.fgv.br/ibrecps/M3/M3_ANovaClasseMedia_Port_2.pdf>. [Acessado em 15 de Agosto de 2012].

NIELSEN. **O Consumidor da Classe C.** The Nielsen Company, 2011, Disponível em: <http://www.portalapas.org.br/imagens/economia/2011/O_consumidor_da_classe_C_final.pdf>. [Acessado em 18 de Agosto de 2012].

IPSOS. **O Observador 2012.** Pesquisa encomendada pela a Cetelem, em parceria com o Instituto de Pesquisa IPSOS, 2012.

PORTAL TERRA. **Classe C concentra 68% de trabalhadores com carteira em 2009.** Disponível em: <<http://invertia.terra.com.br/novos-consumidores/noticias/0,,OI5285770-EI18402,00-Classe+C+concentra+de+trabalhadores+com+carteira+em.html>>. [Acessado em 28 de Agosto de 2012].

PATRIA INVESTIMENTOS. **Apresentação Institucional.** 2008

PWC. **Private Equity in Brazil: Setting the scene and discussing valuations.** Price Waterhouse Coopers, São Paulo, 2011.

PWC ; INSEAD. **Brazilian Private Equity: Moving Centre Stage.** INSEAD e PWC, 2010.

PREQIN **Global Private Equity Report.** Preqin, 2012

RECHTMAN, M.; BRITO, B. **BRICs and Private Equity.** FINEP. Rio de Janeiro, 2005

RIBEIRO, Leonardo de L. **O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital.** FGV-EAESP, 2005.

SAMUELSON, Robert J. **The Private Equity Boom.** The Washington Post, March 15, 2007.

SCHMALENSEE, R. **Do markets differ much?** American Economic Review. 75 (3), 1985.

SCHWARTZMAN, J., SCHWARTZMAN, S. **O ensino superior privado como setor econômico.** Trabalho solicitado pelo BNDES, 2002.

SEMESP. A Força do Ensino Superior no Mercado de Trabalho. São Paulo, 2008. Disponível em:
<http://www.semesp.org.br/portal/pdfs/2008/pesquisa_mercado_trabalho.pdf>.
[Acessado em 27 de Agosto de 2012].

SMALL BUSINESS ACT. Public Law 85-699, United States of America, 1958.

TALMOR, Eli; VASVARI, Florin. **International Private Equity.** John Wiley & Sons, Sussex, 2011.

WESTON, J. Fred.; BRIGHAM, Eugene F. **Fundamentos da Administração Financeira.** 10a ed. Editora Makron, 2000.

ZALAN, Tatiana. **The Secret Multinationals of the New Millennium: Internationalization of Private Equity Firms.** Journal of International Business Studies, 2004.