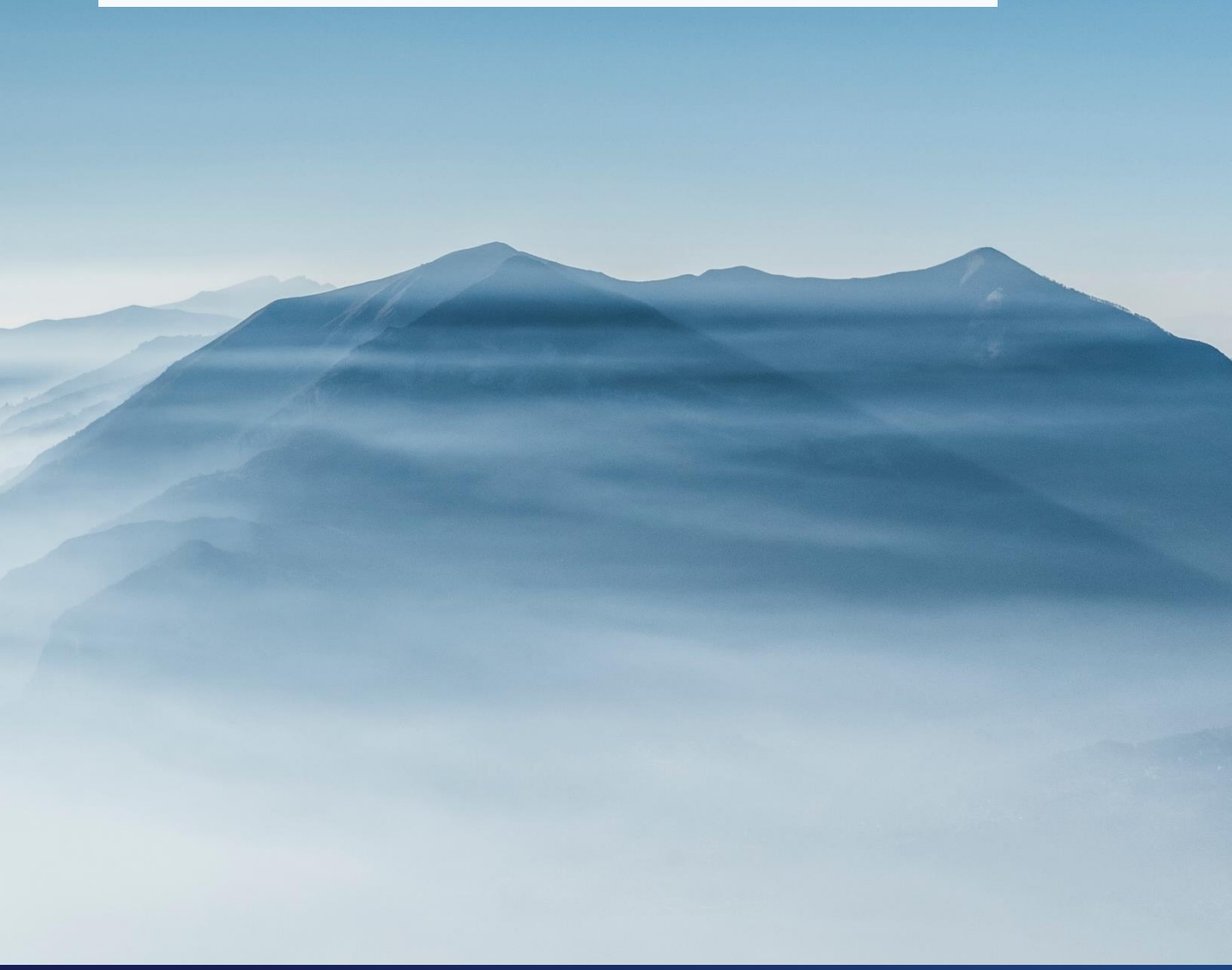
TERMOS E CONDIÇÕES DOS REGULAMENTOS DE FUNDOS DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL BRASILEIROS

Maio 2021



abvcap | Insper | SPECTRA INVESTMENTS

SUMÁRIO EXECUTIVO

Quando os investidores comprometem capital com fundos de *private equity* (PE), assinam um cheque em branco, delegando ao gestor do fundo a seleção das empresas da carteira, a estruturação do investimento, o monitoramento após a aquisição, a venda e a devolução do capital. É uma relação de longo prazo, caracterizada por assimetria de informação, pois os gestores conhecem muito mais sobre os investimentos do que os cotistas, que tem pouca possibilidade de interferência na gestão do fundo. Por isso, é importante entender o que deve constar no regulamento do fundo para promover alinhamento entre gestor e investidor e mitigar potencial conflito de interesses. Como parâmetro de boas práticas, adotamos as recomendações da *Institutional Limited Partner Association* (ILPA), associação comercial de investidores de *private equity*. Os fundos de PE no Brasil são regulados pela Instrução da CVM 578 (I-578), que está alinhada com as boas práticas internacionais ao definir o papel dos administradores e gestores do fundo, enquadrar o tipo de investimento em uma gestão ativa, estabelecer prestação de contas ao cotista e regras de governança entre gestores e investidores. Ao mesmo tempo que exige padrões mínimos que devem ser adotados em todos os regulamentos, há liberdade para adaptações em várias matérias. Esse *whitepaper* analisa 148 regulamentos registrados na CVM como Fundo de Investimento em Participações (FIP) ou Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) entre 1996 e 2019, e discute os principais aspectos que regulam a relação entre gestores e quotistas de fundos de *private equity* no Brasil.

A análise indica que os regulamentos brasileiros estão convergindo para as melhores práticas internacionais, o que indica um aprendizado da indústria. . A porcentagem de fundos com comitê de investimento com participação dos cotistas tem diminuído ao longo dos anos, o *spread* do retorno preferencial também vem diminuindo, aumentando o valor da taxa de performance que potencialmente pode ser distribuída ao gestor, e consequentemente trazendo maior alinhamento. Um número mais elevado de fundos passou a declarar *key-man* em seu regulamento. Os destaques da análise são comentados a seguir

Funcionamento do fundo

Os fundos registrados no Brasil têm prazo de duração médio de 10 anos, com opção de prorrogação de prazo mediante aprovação em assembleia geral de cotistas.

O período médio de investimento dos fundos é de 5 anos (mediana 4 anos), também com opção de prorrogação mediante aprovação em assembleia.

A possibilidade de reinvestir capital resultado de liquidação de posições em novos investimentos está prevista em 47% dos regulamentos e apenas 24% dos FIPs não deixam claro que essa possibilidade está restrita ao período de investimento, que é uma recomendação da ILPA.

Estrutura de cotas e penalidades por inadimplência

27% dos regulamentos preveem a existência de mais de uma cota, com direitos econômicos e financeiros distintos.

Não é comum cobrança de taxa de ingresso nos fundos de *private equity* brasileiros (apenas 9% dos regulamentos).

A I-578 prevê sanção em caso de inadimplência de cotistas na integralização de chamadas de capital, 85% dos FIPs cobram multa com uma taxa média de 9,2% (mediana de 10%) sobre o montante devido pelo cotista ao fundo corrigido pelo IPCA ou outro índice de inflação.

Governança

Na hipótese de os FIPs terem administrador e gestor separados, a I-578 estabelece as obrigações de cada um, separando as funções de gestão da carteira do fundo da responsabilidade pela qualidade das demonstrações financeiras e prestação de contas do fundo. Em 75% dos regulamentos analisados, a administração e a gestão do fundo são exercidas por diferentes pessoas jurídicas. A regulamentação brasileira também atribui à assembleia geral de cotistas a função de deliberar sobre demonstrações financeiras e situações que representem conflitos de interesse. A existência de administrador do fundo aliada ao papel de deliberar sobre situações de conflito pela assembleia de cotistas provavelmente cumpre boa parte do papel de comitês de supervisão e fiscal, e ajuda a entender por que essas figuras são raras nos regulamentos brasileiros. Por um lado, esse modelo é mais democrático do que o

modelo mais usual encontrado em regulamentos internacionais, em que o Comitê de Supervisão é encarregado de julgar conflitos de interesse, porém há uma perda de especialização, uma vez que a decisão não é centralizada em profissionais com experiência na indústria.

Está previsto pela I-578 que a assembleia de cotistas delibere sobre a destituição do gestor e do administrador do fundo. Os regulamentos têm flexibilidade para estipular o quórum e penalidades para destituição sem justa causa e por justa causa. Os regulamentos dos fundos analisados estipulam quórum de 66% na mediana para os dois casos. Há maior benevolência em termos de quórum mínimo e sanções do que a recomendação da ILPA.

A maioria dos FIPs define câmaras de arbitragem para a resolução de conflitos entre gestores, administradores e cotistas, sendo as mais utilizadas a Câmara de Comércio Brasil Canadá e a Câmara de Arbitragem do Mercado - B3.

A maior parte dos regulamentos analisados tem comitês de investimento com membros indicados por cotistas. Isso é uma divergência em relação ao modelo internacional e tem gerado conflitos entre gestores e cotistas. Observa-que nos dois últimos anos há uma grande queda de regulamentos registrados que adotam esse modelo, o que pode significar um aprendizado pelo mercado de que o envolvimento de cotistas com a gestão dos investimentos do fundo é inadequada.

Estratégia de investimento

Embora diversificação seja uma característica desejada, menos da metade (41%) dos regulamentos analisados especificam limites para exposição máxima a uma única empresa.

Próximo de 75% dos regulamentos analisados prevê co-investimento do fundo com cotistas, sendo que a maior parte dos gestores desses fundos tem liberdade para ofertar o co-investimento sem aprovação da assembleia de cotistas.

A maior parte dos fundos é generalista, não especificando preferência por setor ou região. Apenas 8% dos fundos analisados declaram que aquisição de participação via controle acionário é a principal forma de participar e influenciar a gestão das empresas investidas.

A I-578 exige a implementação de diversas práticas de governança nas empresas investidas. Entretanto, não especifica regras em relação a questões socioambientais, dando liberdade para especificarem comprometimento em referência a esses aspectos. Os poucos regulamentos analisados que se comprometem com práticas socioambientais se limitam, na maior parte, a ter restrições de investimento em setores específicos ou empresas com problemas socioambientais.

Remuneração do gestor do fundo

O nível médio de taxa de administração pago a gestores e administradores em conjunto é 1,8% a.a., com mediana de 2% a.a. A maior parte dessa taxa é aplicada sobre o capital comprometido durante o período de investimento e sobre o patrimônio líquido a custo após o período de investimento. Segundo a ILPA, o montante pago como taxa de administração deve cair com o tempo e os FIPs estão em linha com esta visão.

O *carry* (taxa de performance) pago ao gestor corresponde em média a 19% (mediana de 20%) do lucro acima do capital comprometido corrigido pelo retorno prioritário. O retorno prioritário é apurado em média como 7,6% (mediana de 8%) acima de um indicador de inflação, sendo o IPCA o indicador mais utilizado.

O retorno prioritário com *spread* muito alto pode desincentivar os gestores a buscarem o *carry*. Existe uma tendência de queda do spread, que passou de 9,5% em 2006 para 6,5% em 2019, que pode indicar um melhor alinhamento entre gestores e cotistas.

Restrições e exigências aos gestores do fundo

A maior parte dos FIPs nomeia pessoas chaves e prevê aprovação em assembleia de cotistas pela substituição em caso de saída de uma dessas pessoas. O percentual de contratos de gestão com pessoas chave está aumentando com o tempo. Entretanto, são poucos os contratos que preveem liquidação do fundo em caso de não aprovação da nova pessoa chave.

Embora um dos principais fatores de alinhamento entre gestores e cotistas seja que o gestor contribua com uma parcela significante do capital do fundo, são poucos os regulamentos analisados que contém essa cláusula.

São poucos os regulamentos analisados que restringem o levantamento de novos recursos até que tenha sido investido uma parcela estipulada do capital comprometido.

I. INTRODUÇÃO

Os fundos de *private equity* que operam no Brasil e são registrados na CVM são regulados pela I-578, publicada em 2016, em substituição a diversas Instruções, dentre as quais as Instruções 209/94 e 391/03, e alterada quatro vezes até 2020 pelas Instruções CVM 589, 604, 609 e 615. A I-578 consolidou as regras existentes para Fundo de Investimento em Participações (FIP) e Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), e impõe a todos os regulamentos diversas regras que dão segurança ao cotista, como por exemplo, a definição clara do papel do gestor e do administrador do fundo, definição de informações e divulgação da prestação de contas e em que periodicidade, definição sobre periodicidade e regras de convocação, quórum necessário e matérias sujeitas à deliberação pela assembleia de cotistas, principalmente, para mitigar conflitos de interesse, e enquadramento do FIP em termos de tipo de investimento. Os regulamentos têm liberdade para adaptar as regras em diversos assuntos.

Esse relatório analisa os regulamentos de 148 FIPs e FMIEEs registrados entre 1996 e 2019, e tem como objetivo retratar os principais aspectos que regulam o relacionamento entre cotistas e gestores de fundos de *private equity* no Brasil, discutindo se estão atendendo a alinhamento de interesses e mitigando de conflitos de interesse relevantes, além de procurar identificar se há evolução nos regulamentos ao longo do tempo, sinalizando aprendizado da indústria de *private equity* brasileira.

II. METODOLOGIA E DADOS

Para a realização dessa análise, foram selecionados todos os fundos listados como FIP e FMIEE na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que foram classificados como *private equity* ou *venture capital* (VC), pela Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP). Foram excluídos da amostra, veículos de investimentos de fundos *offshore*, co-investimento e *feeders*, pois não representam a relação entre investidores e quotistas. A amostra contempla 148 fundos registrados na CVM entre 1996 e 2019.

O **Exhibit 1 – Painel A** apresenta o número de fundos de *private equity* registrados na CVM ao longo do tempo e o **Painel B** o capital comprometido médio ao longo do tempo. No **Painel A**, são observados picos de captação nos anos 2007, 2012 e entre 2017 e 2019. A amostra é representativa para diferentes maturidades da indústria e permite analisar a evolução dos fundos ao longo do tempo: 25% tem mais de dez anos de prazo de duração e estão na fase de liquidação ou no período de extensão (fundos anteriores a 2010); 37% tem entre 10 e 5 anos de prazo de duração, estando na fase de desinvestimento (fundos registrados entre 2011-2016), e 38% foram captados a menos de 5 anos e, provavelmente, estão em período de investimento (fundos captados após 2017).

As safras mais recentes apresentam um maior número de fundos, porém, houve uma queda de capital comprometido médio. Após 2013, o capital comprometido variou entre R$86 e R$211 milhões, enquanto entre 2007-2012 a variação ficou entre R$219 e R$750 milhões (**Exhibit 1 – Painel B**). Os anos de 2005 e 2011 possuem *outliers* que distorcem o valor médio de capital comprometido; ao retirar tais *outliers* o valor médio é de R$392 e R$280 milhões, respectivamente. A mudança pode indicar dois movimentos: o aumento da captação por gestores menores e focados em capital semente e emergente ou indicar uma dispersão de fontes de captação dos gestores – *feeders*. Os FIPs podem representar apenas uma parcela do que foi captada com os investidores locais, enquanto veículos *offshore* são utilizados para captar junto a investidores estrangeiros.

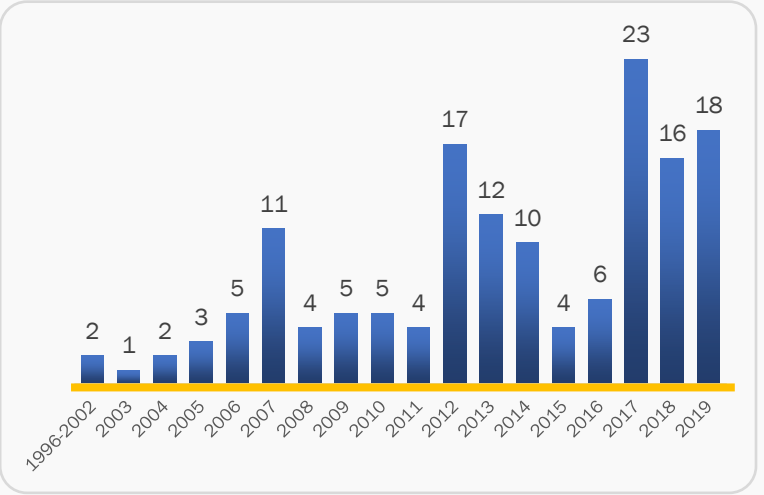
II. METODOLOGIA E DADOS

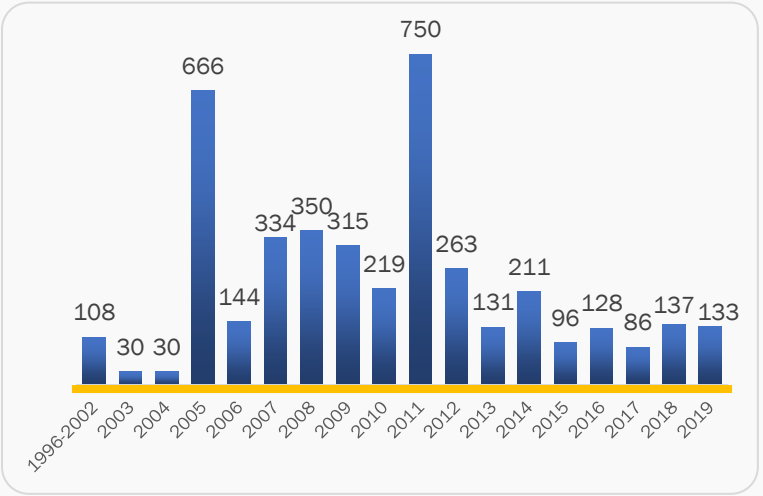
Exhibit 1

Evolução do número de fundos registrados e capital comprometido médio por safra

Painel A

NÚMERO DE FUNDOS DE PE E VC CAPTADOS POR ANO





Painel B

CAPITAL COMPROMETIDO MÉDIO (BRL MILHÕES) POR ANO

III. FUNCIONAMENTO DO FUNDO: PRAZO DE DURAÇÃO E PERÍODO DE INVESTIMENTO

Os fundos de PE e VC diferenciam-se das outras classes de fundos. O cotista compromete capital, porém, não desembolsa todo o recurso de uma única vez, como é comum com fundos líquidos. O desembolso é realizado mediante chamadas de capital que ocorrem nos anos subsequentes ao comprometimento. O fundo é um condomínio fechado e com prazo de duração finito.

O prazo de duração mais comum nos regulamentos dos fundos brasileiros é 10 anos (36% dos fundos) e 81% dos regulamentos da amostra tem um prazo de duração entre 7 e 13 anos (**Exhibit 2 – Painel A**). O prazo médio de duração é 9,8 anos, com um desvio-padrão de 3 anos.

Os regulamentos analisados preveem prorrogação do prazo desde que aprovado em assembleia de cotistas (apenas 3 regulamentos dos analisados não exigem essa aprovação). Em 65% dos FIPs (97 casos), o prazo de prorrogação é explicito e, em 55% da amostra toda dura em torno de 1 e 2 anos (**Exhibit 2 – Painel B**). Em 29 fundos, está prevista prorrogação da prorrogação: 1 ano adicional (19 casos), 2 anos adicionais (8 casos) e 3 anos adicionais (2 casos).

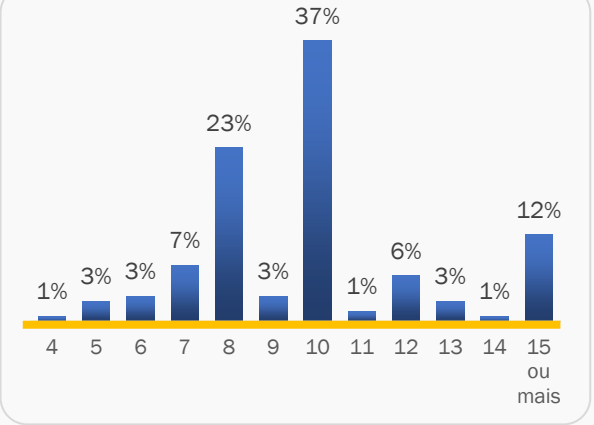
III. FUNCIONAMENTO DO FUNDO: PRAZO DE DURAÇÃO E PERÍODO DE INVESTIMENTO

Exhibit 2

Duração e prorrogação do prazo de duração dos fundos de private equity

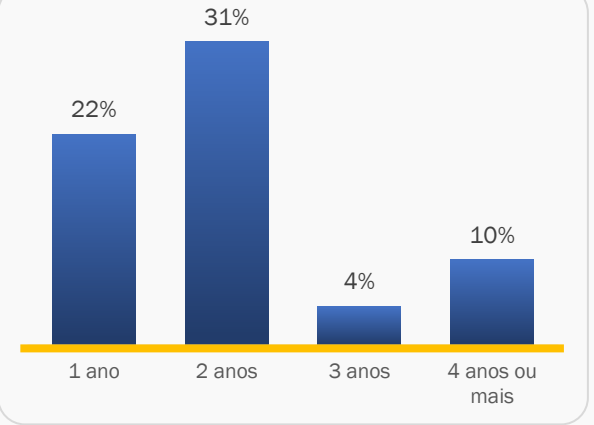
Painel A

PRAZO DE DURAÇÃO DOS FUNDOS DE PRIVATE EQUITY (EM ANOS)



Painel B

DURAÇÃO DA PRORROGAÇÃO DOS FUNDOS DE PRIVATE EQUITY (EM ANOS)



A opção de prorrogação do prazo de duração dá flexibilidade aos gestores para gerenciarem melhor o momento de desinvestimento de acordo com o aquecimento do mercado, evitando a venda de posições quando o mercado está desaquecido e pagando preços baixos. A prorrogação do prazo de duração é contemplada pela ILPA, que recomenda que as extensões de prazo de duração do fundo sejam realizadas em incrementos de um ano e limitadas ao máximo de dois pedidos e aprovados por supermaioria dos cotistas. Os regulamentos dos fundos brasileiros parecem estar em conformidade com essa recomendação.

De acordo com a prática internacional, os regulamentos dos fundos brasileiros preveem um número máximo de anos em que o capital comprometido pode ser chamado e alocado em empresas – o período de investimento. Se o capital comprometido não for todo chamado durante o período de investimento, os cotistas ficam desobrigados de honrar chamadas de capital da parte não integralizada. Alguns regulamentos podem dar a flexibilidade para que os fundos aloquem o capital comprometido em teses de investimento e realizem efetivamente os investimentos após o final do período de investimento]. Observa-se que 66% da amostra de regulamentos tem um período de investimentos entre 3 e 5 anos (**Exhibit 3 – Painel A**), sendo o período médio de investimento de 5 anos (mediana de 4 anos) e desvio-padrão de 2,6 anos. Em 91% dos regulamentos analisados, há previsão de uma extensão do período de investimento desde que aprovada pelo comitê de investimentos ou assembleia. O **Exhibit 3 - Painel B** contém análise descritiva sobre a prorrogação do período de investimento.

Observa-se que 47% dos regulamentos analisados preveem possibilidade de reciclar capital, ou seja, ao invés de distribuir os recursos provenientes da venda de uma empresa para os cotistas, o fundo utiliza-os para novos investimentos. A ILPA recomenda que a possibilidade de reciclagem esteja restrita ao período de investimento e que gestores e investidores combinem um limite máximo de capital que pode ser reciclado. Dos FIPs analisados com previsão de reciclagem, menos da metade (48%) estabelece um período máximo para o reinvestimento (média de 4 anos), geralmente coincidente com o período de investimento, e apenas 3% dos fundos restringe o percentual do capital que pode ser reciclado (média de 60% do capital comprometido, indicando que nem todos os regulamentos brasileiros seguem à risca a recomendação da ILPA nesse aspecto).

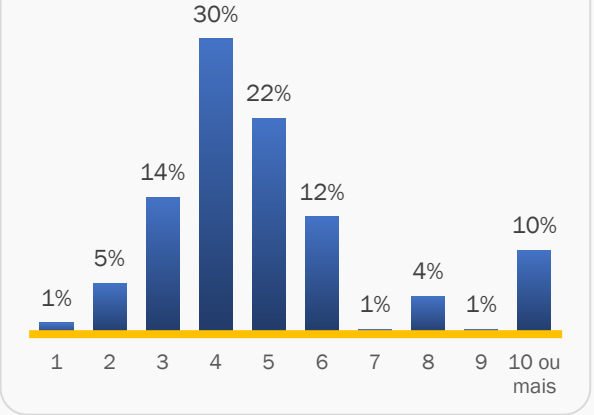
III. FUNCIONAMENTO DO FUNDO: PRAZO DE DURAÇÃO E PERÍODO DE INVESTIMENTO

Exhibit 3

Duração e prorrogação do período de investimento

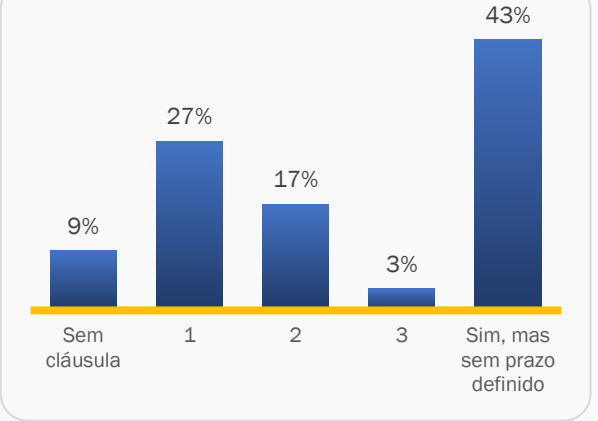
Painel A

PERÍODO DE INVESTIMENTO DE FUNDOS DE PRIVATE EQUITY (EM ANOS)



Painel B

DURAÇÃO DA PRORROGAÇÃO DO PERÍODO DE INVESTIMENTO (EM ANOS)



IV. ESTRUTURA DE COTAS E PENALIDADE POR INADIMPLÊNCIA DO COTISTA

A I-578 restringe o investimento em FIPs a investidores qualificados e permite a existência de uma ou mais classes de cotas, com direitos econômico-financeiros distintos em relação à fixação das taxas de administração e gestão e preferência no pagamento dos rendimentos, das amortizações e saldo de liquidação dos fundos. A existência de mais de uma classe de cotas é o caso de 27% dos FIPs analisados: 16% da amostra, com dois tipos de classe de cotas, e 11%, com três tipos de classe de cotas ou mais. A cobrança de taxa de ingresso não é comum no Brasil e apenas 9% dos fundos analisados cobram essa taxa.

Quando há chamada de capital, os cotistas têm um prazo estabelecido em regulamento para transferir o capital para o fundo. Os regulamentos, via de regra, preveem penalidades em caso de inadimplência: dos FIPs analisados, 85% preveem multa em torno de 10% do valor devido, corrigido pelo IPCA. A média da taxa cobrada foi 9,2% (mediana de 10%) e o indicador mais utilizado foi o IPCA (64% dos fundos que cobram multa). Outros indicadores observados foram IGPM (14%), CDI (3%), INPC (2%) e IPC (2%). Outras penalidades observadas foram perda dos direitos políticos, retenção de distribuições futuras e a possibilidade de liquidação das cotas.

V. GOVERNANÇA

O mercado financeiro e de capitais brasileiro passou por reformas nos últimos trinta anos com o objetivo de proteger o acionista minoritário e aumentar a qualidade e o volume de informações disponibilizadas pelos participantes do mercado. Entre as iniciativas, podemos citar a criação do Novo Mercado da B3, a revisão das regras aplicáveis às ofertas públicas de títulos e valores mobiliários, em 2003, as normas aplicáveis aos fundos de investimento em geral, já revista por 2 vezes desde 2004 e a revisão das regras dos fundos de *private equity* em 2016 com a edição da I-578. A melhoria no ambiente de negócios estimulado por essas mudanças impactou diretamente a indústria de *private equity* no Brasil, afetando as decisões de investimento e as opções de desinvestimento das empresas investidas. A ABVCAP e a Anbima lançaram, em 2011, código de regulação e melhores práticas com objetivo de aumentar a transparência, promover a padronização e compatibilizar as normas do mercado brasileiro com as normas internacionais de *private equity*. A adesão ao código é obrigatória para os membro e associados da ABVCAP, correspondendo a, aproximadamente, 75% dos fundos de *private equity* que atuam no Brasil, de acordo com mapeamento da associação. Esse código divide os fundos de *private equity* em três segmentos: Tipo 1, Tipo 2 e Tipo 3. Fundos classificados como Tipo 1 possuem comitê de investimentos que tem os cotistas como membros; Fundos Tipo 2 tem comitê de investimentos composto apenas por integrantes da gestão do Fundo e prevê a instalação de um conselho de supervisão e Fundos Tipo 3 não precisam ter comitê de investimentos.

O comitê de investimentos tem a função de acompanhar e autorizar as decisões dos gestores, principalmente relativas à aquisição e venda de ativos, e é comumente observado em gestoras internacionais. No Brasil, entretanto, existe a peculiaridade dos cotistas poderem indicar membros para o comitê de investimentos, e, assim, interferir nas decisões da gestão do fundo, o que conflita com a responsabilidade limitada dos investidores e diverge do modelo internacional. Na amostra de fundos pesquisados, 58% (86 casos) possuem comitê de investimentos, sendo 53% (79) da amostra com membros indicados por cotistas, e 45% (67) com comitês de investimentos compostos majoritariamente por membros de cotistas. O **Exhibit 4** ilustra a distribuição de número de membros (**Painel A**), assim como a porcentagem de membros indicados por cotistas (**Painel B**). Um comitê de investimentos típico tem 5 membros (média 5,4), podendo variar de 3 a 8. Os regulamentos dos fundos podem determinar o prazo do mandato de um membro do comitê que, geralmente varia entre um e dois anos em 55% dos casos analisados, ou deixar indeterminado, de acordo com 45% da amostra. Embora seja exigido que os membros indicados por cotistas sejam aprovados em assembleia, é comum que determinados investidores institucionais como fundos de pensão e agências de fomento façam indicações sem a necessidade de aprovação. Essa indicação direta ocorreu em 22 casos.

Exhibit 4

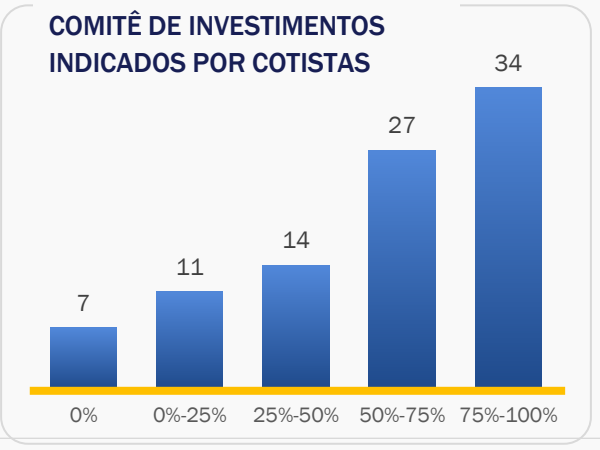
Número de membros no comitê de investimentos, participação de cotistas e evolução dos tipos de governanca

Painel A

NÚMERO DE FUNDOS DE ACORDO COM O NÚMERO DE MEMBROS DO COMITÊ DE INVESTIMENTOS

Painel B

PORCENTAGEM DE MEMBROS DO COMITÊ DE INVESTIMENTOS INDICADOS POR COTISTAS



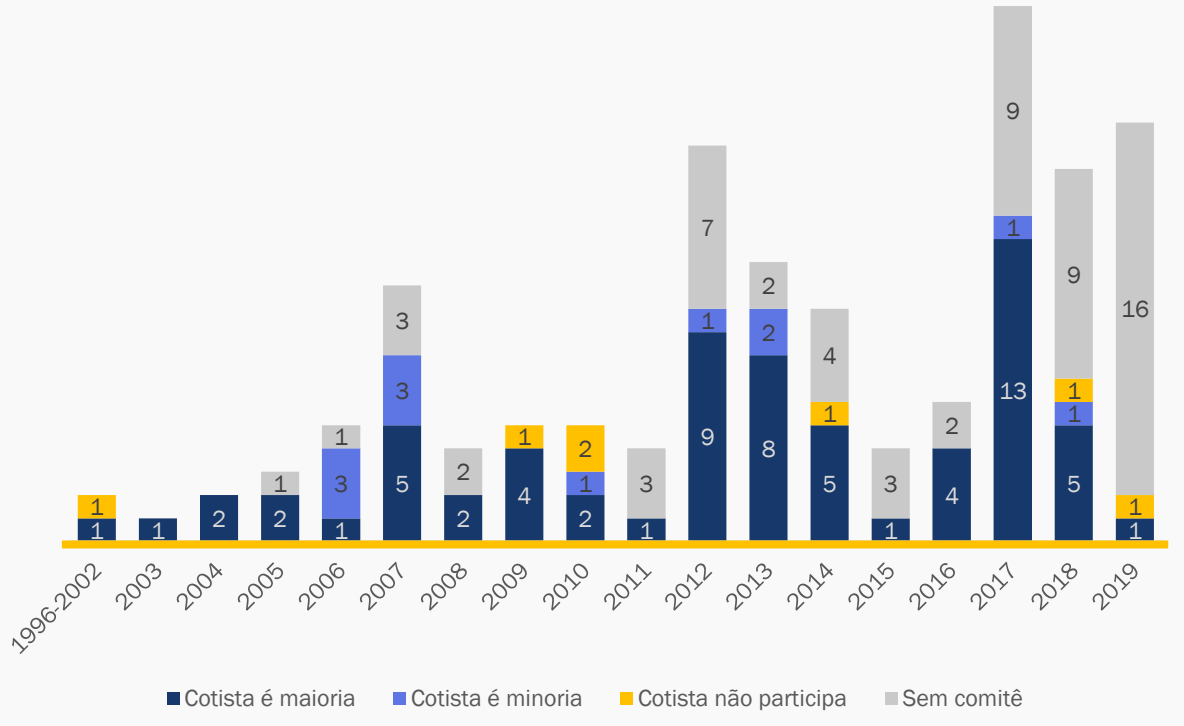
V. GOVERNANÇA

A interferência do cotista na gestão do fundo pode criar diversos conflitos. Os membros que representam os cotistas precisam de aprovação interna do voto antes de manifestá-lo e podem reverter decisões dos gestores, deixando o processo decisório moroso, onde os gestores podem perder o *timing* nas negociações e prejudicar o desempenho do fundo. Fundos que adotam esse modelo também têm maior dificuldade em levantar recursos com investidores internacionais, que podem se recusar a participar de comitês pois não querem colocar em risco sua responsabilidade limitada, como ocorre com membros representando cotistas nacionais, e não querem ficar sujeitos a interferência de outros cotistas que podem ter agenda própria. Entretanto, parece haver um aprendizado e que a interferência do cotista na gestão do fundo não é adequada. O percentual de fundos registrados com comitê de investimentos com membros de cotistas caiu para 37,5% em 2018 e 5,56% em 2019 (**Exhibit 4 – Painel C**).

O modelo Tipo 2 de governança, que é comum em estruturas *offshore*, é aquele cujo comitê de investimentos não possui membro representando o cotista, delegando ao comitê de supervisão a mitigação de riscos de conflitos de interesse. Esse tipo de governança é minoria nos regulamentos dos fundos brasileiros analisados – apenas 4,73% da amostra. O que vem crescendo no Brasil é o Tipo 3 de governança, que não exige criação de Comitê de Investimentos (**Exhibit 4 – Painel C**).

Painel C

COMITÊ DE INVESTIMENTOS COM PARTICIPAÇÃO DE COTISTAS



V. GOVERNANÇA

A I-578 dá poder para a assembleia deliberar sobre as demonstrações de contas apresentadas pelo administrador, alteração do regulamento do fundo, instalação e dissolução de comitês e várias outras matérias que mitigam conflitos de interesse. A CVM também exige que os FIPs tenham um administrador, que pode ou não coincidir com a pessoa do gestor. Na maior parte dos casos analisados (75%), o administrador e o gestor são pessoas diferentes. As principais obrigações do administrador são cumprir as deliberações da assembleia geral, fiscalizar os serviços prestados e fazer cumprir as disposições do regulamento do fundo.

A assembleia geral de cotistas e o administrador do fundo englobam parte das funções que poderiam ser executadas pelo comitê de supervisão e comitê fiscal. Esse fato provavelmente explica o baixo percentual de regulamentos com previsão de comitê de supervisão (apenas 15%), e mais baixo ainda com comitê fiscal (7%). Se, por um lado, a assembleia de cotistas democratiza a governança do fundo, por outro, há perda de especialização nesse exercício. No modelo internacional, é comum convidar para o comitê de supervisão profissionais da indústria com conhecimento reconhecido sobre o assunto.

Um tópico bastante sensível que pode ser deliberado pela assembleia de cotistas é a possibilidade de destituir o gestor do fundo. Essa destituição pode ocorrer com justa causa e sem justa causa. A ILPA recomenda que em destituições sem justa causa o quórum mínimo seja 67%, enquanto para destituições com justa causa o voto da maioria dos cotistas [presentes à assembleia] já seria suficiente para remover os gestores. O **Exhibit 5** apresenta a distribuição dos quóruns para as duas possibilidades de destituição presentes nos fundos registrados no Brasil. A mediana do quórum para os dois eventos, nos fundos brasileiros, é a mesma, de 66%.

Exhibit 5

QUÓRUM MÍNIMO NA ASSEMBLEIA DE COTISTAS PARA DESTITUIÇÃO DO GESTOR

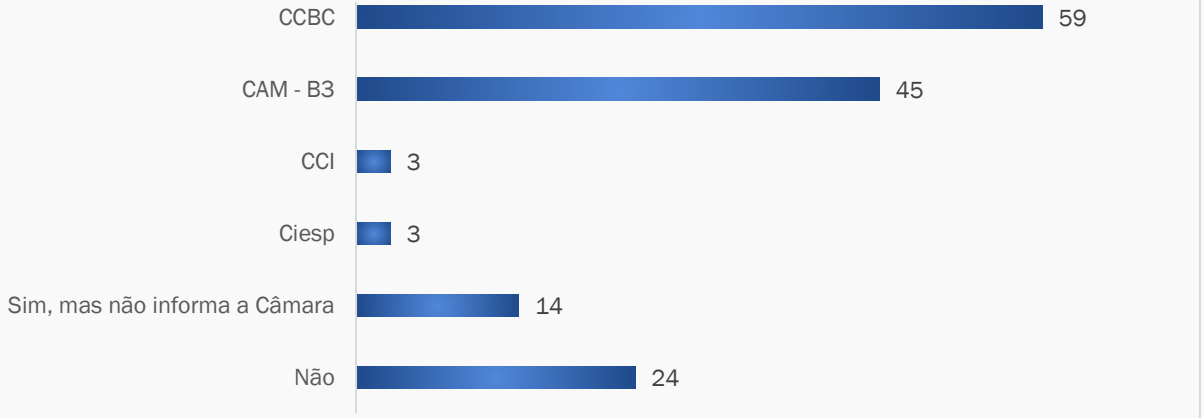
Quando comparamos com as recomendações da ILPA, os regulamentos nacionais têm maior resistência para destituição do gestor com justa causa.

A destituição do gestor tem impacto na respectiva remuneração. No caso da destituição sem justa causa, os gestores recebem a taxa de gestão proporcional ao período de gestão, e se não houver previsão de penalidade, podem receber também a taxa de performance proporcional ao período de gestão. Apenas 4% da amostra (6 fundos) tem previsão de penalidade de perda da taxa de performance em destituição sem justa causa. Quando se trata de destituição com justa causa, 31% dos fundos analisados não têm penalidades previstas no regulamento, 63% têm previsão de penalidades adicionais sobre a perda da taxa de performance devida ao gestor e 6% dos regulamentos aplicam penalidades adicionais na perda da taxa de performance e da taxa de gestão devida ao gestor. A ILPA sugere que nos casos de destituição dos gestores haja ao menos uma redução na taxa de performance devida pelo período contratado (mesmo nos casos sem justa causa), aumentando o percentual de taxa de performance que será recebida pela nova equipe e, assim, preservando os incentivos do novo gestor.

V. GOVERNANÇA

A utilização de arbitragem para resolução de disputas entre gestores e cotistas é prevista em 84% dos regulamentos analisados. Os conflitos são julgados por árbitros especializados e a resolução tende a ser muito mais rápida do que nas cortes judiciais tradicionais. No **Exhibit 6**, observa-se que a Câmara de Comércio Brasil-Canadá (CCBC) e a Câmara de Arbitragem do Mercado da B3 (CAM – B3) são as duas mais citadas nos regulamentos analisados com 59 e 45 observações, respectivamente.

Exhibit 6
CÂMARAS DE ARBITRAGEM DE ACORDO COM O NÚMERO DE ADESÃO DE REGULAMENTOS



VI. ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTO

A I-578 classifica os FIPs de acordo com o tipo de investimento alvo em cinco modalidades: (i) Capital Semente, (ii) Empresas Emergentes, (iii) Infraestrutura (FIP-IE) (iv) Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I) e (v) Multiestratégia. As empresas investidas pelo FIP Capital Semente devem ter até R$ 16 milhões de receita brutal anual no ano anterior ao aporte do fundo, além disso estão dispensadas de seguir práticas de governança mais rigorosas. O FIP Empresas Emergentes investe em empresas com receita bruta anual de R$ 300 milhões no ano anterior ao investimento e estão dispensadas de algumas regras de governança, como proibição de emissão de partes beneficiárias, mandato unificado do conselho de administração e disponibilização para os acionistas de contratos com partes relacionadas. O FIP Infraestrutura e Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação tem benefícios tributários e investem em empresas nos setores: energia, transporte, água e saneamento básico, irrigação e outras áreas prioritárias. Por fim, os fundos que não se enquadram em nenhuma outra definição são classificados como FIP Multiestratégia e podem investir em até 100% do capital no exterior.

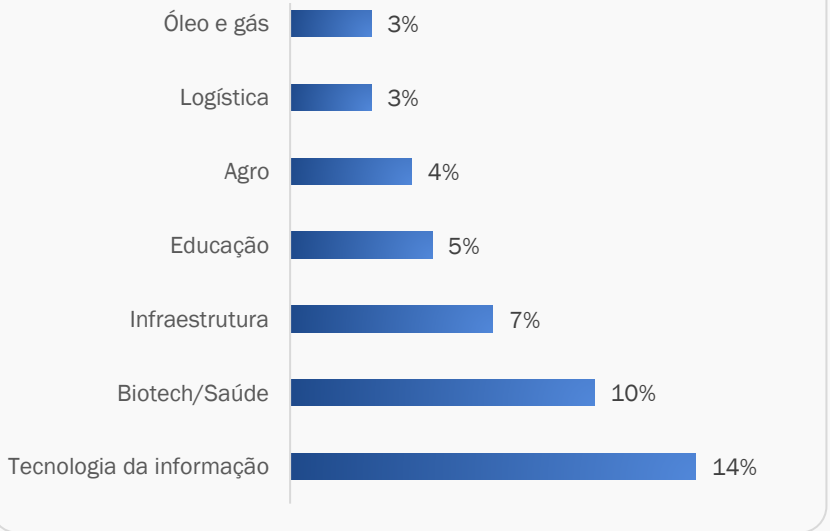
Diversificação é uma característica desejada para um investidor de fundo de *private equity*, e 41% dos regulamentos especificam limite para a exposição máxima a uma empresa no portfólio: em média 23% do capital comprometido máximo do fundo.

VI. ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTO

O co-investimento entre cotistas e fundo é contemplado em 73% dos regulamentos analisados, desde que o fundo já tenha sido completamente comprometido ou que tenha uma concentração muito alta em determinado ativo – extrapolando a concentração máxima em um ativo ou setor. Segundo a ILPA, o regulamento ou PPM deve conter regras claras para o co-investimento e como as oportunidades serão alocadas. Entre os regulamentos analisados que possuem uma cláusula de co-investimento, 21% dos fundos devem aprovar o co-investimento no comitê de investimento ou na assembleia de cotistas, o que pode gerar conflitos entre cotistas e gestores. Enquanto nos outros 79% dos fundos analisados o gestor tem maior liberdade para ofertar um co-investimento, o que não está em conformidade com a recomendação da ILPA.

Exhibit 7

SETORES PREVISTOS PARA INVESTIMENTO NOS REGULAMENTOS ANALISADOS



A maior parte dos fundos de *private equity* é generalista, não especificando preferência por setor ou região. O setor de tecnologia da informação é o que apresenta a maior preferência dos fundos analisados (14%), enquanto saúde (10%), infraestrutura (7%) e educação (5%) são os outros setores mais citados (**Exhibit 7**). As regiões mais populares nos regulamentos analisados continham os estados do Sudeste (4%) e Nordeste (2%).

A aquisição do controle acionário da empresa é a principal forma de aquisição em apenas 8% dos fundos, enquanto nos EUA e Europa a maioria dos fundos é de *buyout*. Os outros fundos buscam participar da gestão através de mecanismos previstos na I-578: por detenção de ações do bloco de controle, acordo de acionistas, participação no conselho, *covenants* nas principais decisões da empresa ou procedimento que assegure ao fundo a efetiva influência na política estratégica da empresa.

A ILPA recomenda que os fundos apresentem um relatório sobre ESG (práticas ambientais, sociais e de governança) nas reuniões da assembleia de cotistas, além de revisar periodicamente os riscos e incidentes nas empresas investidas. A I-578 apresenta as práticas de governança que a empresa investida deve seguir, sendo os principais pontos: proibição de emissão de partes beneficiárias, mandato unificado de até dois anos para todo o conselho de administração, disponibilização para os acionistas de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia investida, adesão à câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários e se a empresa investida obtiver registro de companhia aberta tipo A deve aderir a algum dos segmentos especiais de governança corporativa da B3 que garanta, no mínimo, práticas iguais ao estabelecido na instrução da CVM. Entretanto, a I-578 não apresenta nenhuma recomendação sobre práticas sociais e ambientais O **Exhibit 8** apresenta objetivos e vedações ESG encontrados nos regulamentos brasileiros analisados. Percebe-se destaque para os itens relativos à governança, enquanto os itens para meio ambiente e social ainda estão presentes em poucos regulamentos e, principalmente, sob forma de proibição de investimento em companhias que não tenham políticas ESG.

VI. ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTO

Exhibit 8
VEDAÇÕES E OBJETIVOS ESG DOS FUNDOS

VII. REMUNERAÇÃO DO GESTOR DO FUNDO

O esquema de remuneração do gestor é um fator chave no alinhamento entre gestor e investidor. A taxa de administração, dentro da qual se incluí a taxa de gestão, tem o objetivo de financiar o funcionamento do fundo e as despesas do dia a dia, enquanto a taxa de performance é o prêmio que os gestores recebem pelo desempenho do fundo, incentivando-o a buscar retorno acima do retorno prioritário (*hurdle rate*), que consiste no custo de oportunidade do investidor.

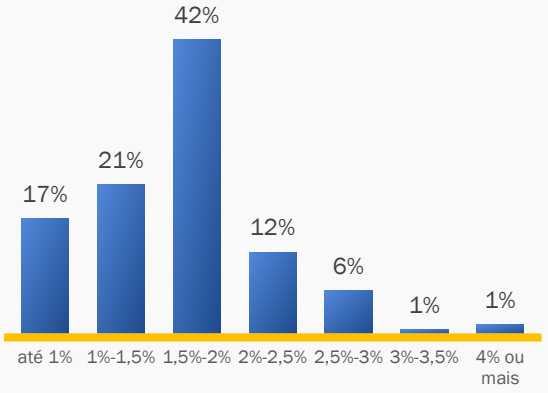
A taxa de administração pode ser separada entre gestão e administração, quando as funções são exercidas de forma separada, mas apenas 30% dos regulamentos analisados realizam esta separação. A taxa de administração consiste numa taxa percentual ao ano apurada em relação a uma base, paga numa determinada periodicidade (mensal, trimestral, semestral, anual). A ILPA recomenda que a taxa de administração seja reduzida após o período de investimento, uma vez que o fundo incorrerá em menos despesas por já ter investido todo o capital comprometido, e a gestora levantará novos fundos, acumulando taxas de administração de diferentes veículos. Essa queda pode ser feita tanto com redução da taxa em si quanto alteração de base.

VII. REMUNERAÇÃO DO GESTOR DO FUNDO

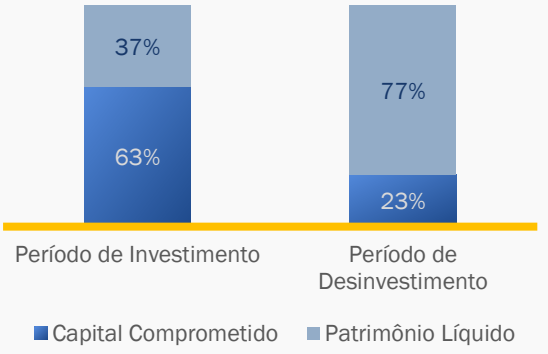
Em 81% dos regulamentos brasileiros analisados, a taxa de administração situa-se entre 1% e 3%, sendo a taxa média 1,8% (mediana de 2%), com desvio-padrão de 0,9% e máximo de 7,7% (**Exhibit 9 – Painel A**). Três fundos cobram taxa de administração fixa em reais. A maior parte dos fundos (63%) tem capital comprometido (integralizado somado com não integralizado) como base durante o período de investimento e o restante (37%) dos regulamentos adota patrimônio líquido. Após o período de investimento, 65% dos fundos que utilizam o capital comprometido como base passam a utilizar o patrimônio líquido (**Exhibit 9 – Painel B**). A I-579, que dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos Fundos de Investimento em Participações, estabelece que os ativos e passivos dos FIPs devem ser reconhecidos pelo seu valor justo, assim a mudança da base da taxa de administração de capital comprometido para patrimônio líquido pode aumentar o valor recebido pelo fundo se os investimentos valorizarem. Uma parte dos fundos utiliza o patrimônio líquido a custo, onde o valor consiste na soma do valor de aquisição das empresas que estão em carteira, evitando essa distorção. Além disso, 13% dos fundos analisados modificam a taxa de administração após o período de investimento, na média, ocorrendo uma diminuição de 0,3% ao ano. A cobrança das taxas é mensal em 90% dos fundos e trimestral em 10% dos fundos.

Exhibit 9
Taxa de administração nos regulamentos brasileiros

Painel A
NÍVEL DA TAXA DE ADMINISTRAÇÃO (EM PORCENTAGEM AO ANO)



Painel B
BASE DA TAXA DE ADMINISTRAÇÃO



O gestor do fundo só é elegível a receber taxa de performance se a carteira do fundo desempenhar acima do retorno prioritário (*hurdle rate*). No Brasil, o mais comum é calcular a taxa de performance como um percentual do ganho acima do capital integralizado corrigido pelo retorno prioritário. Em fundos internacionais, é usual cobrar taxa de performance sobre o ganho acima do capital comprometido sem correção.

VII. REMUNERAÇÃO DO GESTOR DO FUNDO

Em 76% dos regulamentos analisados, o percentual do ganho cobrado como taxa de performance situa-se entre 15% e 20% (**Exhibit 10 – Painel A**). A média cobrada pelos fundos analisados é de 19% (mediana de 20%), com desvio-padrão de 5,4%, e máximo de 50%.

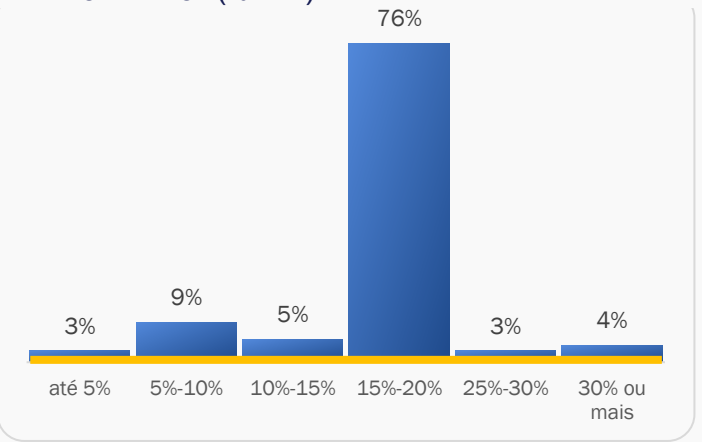
O retorno prioritário mais usual verificado em fundos internacionais é 8% a.a. No Brasil, geralmente, o retorno prioritário é calculado como um *spread* acima de um indicador relacionado à inflação. Em 82% dos regulamentos da amostra, o indicador é o IPCA (**Exhibit 10 – Painel B**). Em 66% dos regulamentos, o *spread* situa-se entre 5%a.a. e 8%a.a., sendo a média do *spread* 7,6% a.a. e a mediana 8% a.a. (**Exhibit 10 – Painel C**).

Exhibit 10

Taxa de performance nos regulamentos brasileiros

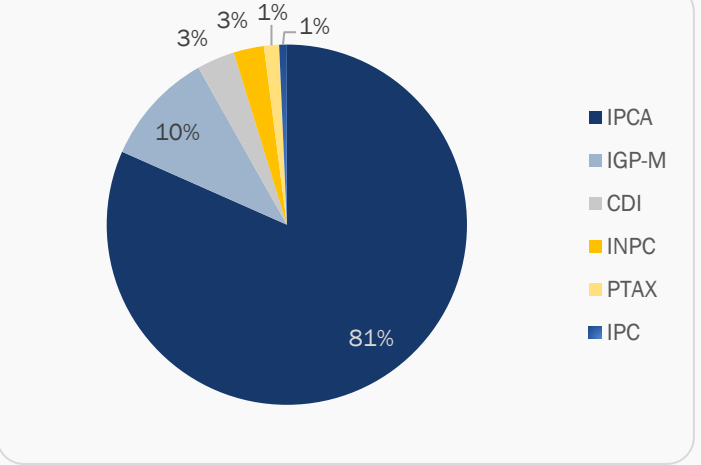
Painel A

PERCENTUAL DE LUCRO COBRADO COMO TAXA DE PERFORMANCE (% A.A.)



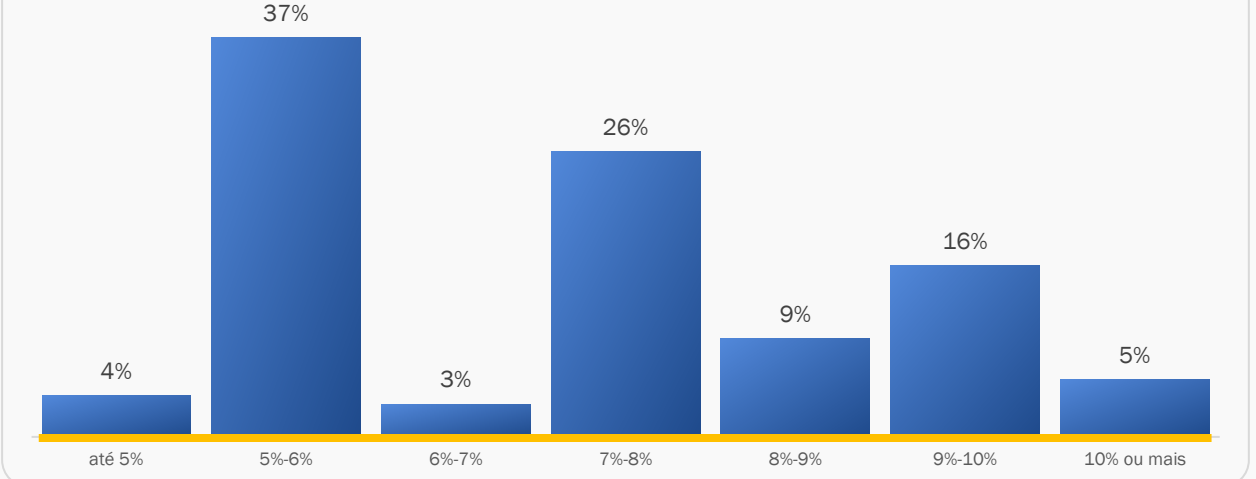
Painel B

INDEXADOR DO HURDLE RATE



Painel C

SPREAD DO HURDLE RATE (% A.A.)

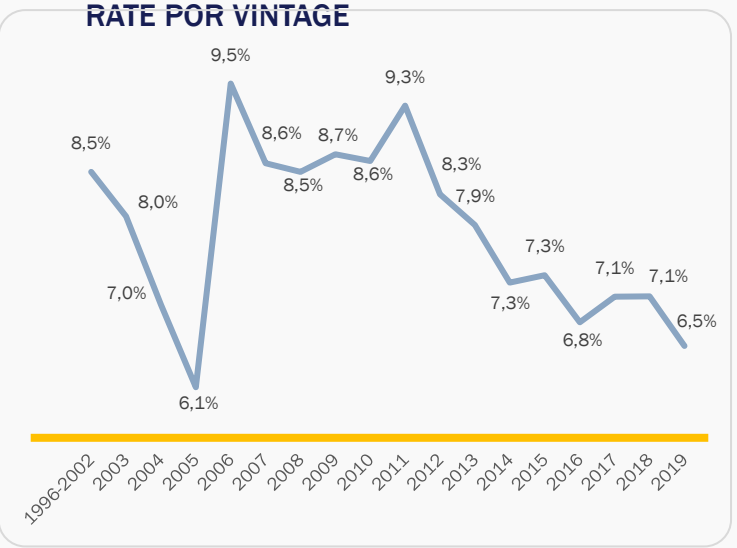


VII. REMUNERAÇÃO DO GESTOR DO FUNDO

O *hurdle rate* é um ponto de atenção, pois, se for muito alto pode desincentivar o gestor a perseguir uma meta irrealista, principalmente porque, se atingida, sobrará pouca taxa de performance, pois o mais usual, no Brasil, é calcular a taxa de performance sobre o ganho que exceder o capital integralizado corrigido pelo retorno prioritário. O **Exhibit 10 – Painel D** mostra a evolução com o tempo do *spread* do *hurdle rate*. Percebe-se uma tendência de queda com o tempo – de 9,5% em 2006 para 6,5% em 2019 – m o que pode sinalizar um aprendizado da indústria brasileira de PE.

Painel D

SPREAD MÉDIO DO HURDLE RATE POR VINTAGE



O timing de cobrança da taxa de performance está refletido em duas formas diferentes de cobrança: fundo como um todo (*fund as a whole*), em que a taxa de performance só é paga após o cotista receber todo capital integralizado, corrigido pelo retorno prioritário, e por cada desinvestimento (*deal by deal*), em que o gestor recebe a taxa de desempenho após cada saída que originar um ganho acima do retorno prioritário, antecipando o recebimento da taxa de performance, mas gerando risco que o cotista pague mais taxa do que a devida ao final . Nesse caso, os regulamentos deveriam ter uma cláusula de *claw back*, que dá direito ao cotista de receber de volta do gestor a parcela da taxa paga indevidamente. No Brasil, 94% dos fundos recebem taxa de performance pelo fundo como um todo e apenas nove fundos são *deal by deal*. Outra forma de alinhamento com o gestor é a cláusula de *catch up*, onde após atingir uma meta pré-estabelecida de performance, o gestor passa a receber performance entre o capital comprometido e o retorno prioritário. Entretanto, apenas doze fundos analisados possuem uma cláusula de *catch up*.

Por último, apenas cinco fundos analisados declaram que os gestores podem receber outras formas de remuneração das empresas investidas, como consultoria prestada para as empresas investidas, prêmio por transação ou por co-investimentos. A ILPA recomenda atenção a outras formas de remuneração, sugerindo que essas taxas sejam recebidas pelo fundo e divididas entre cotistas e gestores na proporção da taxa de performance, e que haja transparência na forma de cobrança.

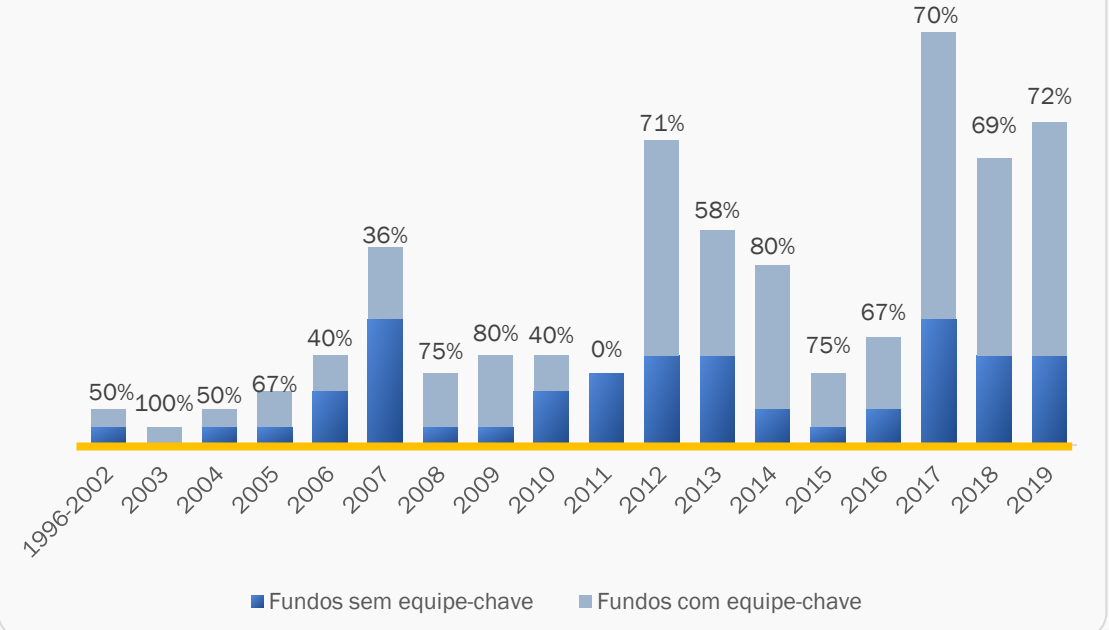
VIII. RESTRIÇÕES E EXIGÊNCIAS AOS GESTORES

A equipe de gestão é um ponto importante na decisão dos investidores, que se preocupam com a permanência de pessoas que julgam importantes para que o fundo seja capaz de implementar a tese de investimento que está vendendo. Também é importante para os gestores que tal referência conste do regulamento, pois, coloca à prova seu prestígio para captar o fundo. Na nossa amostra, 63% dos fundos divulgam os nomes da equipe chave. Segundo a ILPA, qualquer mudança significativa na gestão deveria permitir aos investidores reconsiderar a decisão de comprometer capital e para garantir o sucesso de longo prazo da parceria gestor-investidor deve existir um processo programado e transparente para sucessão.

VIII. RESTRIÇÕES E EXIGÊNCIAS AOS GESTORES

Exhibit 11

Evolução do percentual de fundos com especificação da equipe-chave ao longo dos anos



Nos fundos pesquisados, 94% apresentam o processo de substituição de um *key-man* e 26% dos fundos que apresentam um *key-man* preveem liquidação se os gestores não conseguirem aprovar um substituto (12% de todos os fundos).

O **Exhibit 11** apresenta a evolução do percentual de fundos com cláusula de *key-man* ao longo dos anos. Observamos ao longo do tempo um aumento da valorização na estipulação dos nomes de pessoas chave ligados a fundos de *private equity*: entre 1996 e 2010, 53% dos fundos pesquisados apresentaram a especificação da equipe chave e, após 2010, a porcentagem aumentou para 68%.

Os fundos de pensão podem ser um fator importante na institucionalização das cláusulas de pessoa chave. Nos fundos que possuem fundos de pensão com cadeira no comitê de investimentos, 87% possuem esta cláusula. Fundos com equipe chave passaram a ser a estrutura dominante na última década.

Segundo a ILPA, o gestor deveria contribuir com uma parcela substancial do capital do fundo através de participação em equity e não por waiver de taxas de administração ou gestão, conforme o caso. Esta seria uma das principais formas de alinhamento entre gestor e investidor, além da taxa de performance. Apenas 10% dos fundos analisados apresentam no regulamento este tipo de política e o comprometimento médio dos gestores é de 9,65%, sendo que 5% é o comprometimento mais comum. É provável que a maioria dos fundos tenha este comprometimento mas não o mencionam no regulamento.

É comum em fundos internacionais a proibição para que os gestores levantem novos fundos antes que tenham chamado um percentual significativo do capital comprometido adquirindo empresas para a carteira. Isso se deve ao fato do tempo do gestor ser restrito e, durante o período de investimento, deveria estar majoritariamente concentrado em procurar e investigar empresas potenciais para a carteira do fundo e não dividido com atividades que também demandam muito tempo, como o esforço de *fundraising*. Em nossa amostra, apenas 15% dos regulamentos preocupam-se com essa prática e, nesse caso, estipulam que o gestor só pode levantar um novo fundo após terem investido 80% do capital comprometido.

IX. CONCLUSÃO

Este trabalho apresentou a descrição e a evolução dos regulamentos dos FIPs registrados na CVM entre 1996 e 2019. Os fundos seguem a I-578 da CVM, que está de acordo com as melhores práticas da ILPA. A instrução orienta sobre transparência e divulgação de informações, atribuição do papel do gestor e administrador, função da assembleia de cotistas, descrição da tese de investimento, remuneração dos gestores e sanções previstas.

Numa análise estática, observa-se que o fundo mediano tem duração prevista de 10 anos, com período de investimento de 4 anos. A taxa de administração é de 2% a.a. cobrado sobre o capital comprometido durante o período de investimento e sobre o patrimônio líquido a custo (soma do valor de aquisição das empresas em carteira) após o período de investimento. A taxa de performance é de 20% do ganho que exceder o capital integralizado corrigido pelo retorno prioritário: IPCA+8% a.a., paga somente após o cotista ter recebido o capital comprometido corrigido pelo retorno prioritário (fundo como um todo) e sem cláusula de *catch up*. O administrador e o gestor do fundo podem ser entidades diferentes e não há a obrigação de criação de comitê de supervisão ou fiscal. Existe um comitê de investimentos com participação dos cotistas, que aprova os investimentos e desinvestimentos. Conflitos são decididos por câmara de arbitragem. A estratégia de investimento é generalista, sem a especificação de região ou setor, e nem sobre preferência por controle ou participação minoritária. Poucos fundos declaram objetivos socioambientais.

A governança dos fundos brasileiros difere dos fundos internacionais. São raros os fundos que possuem comitê de investimentos sem membros eleitos por cotistas e com comitê de supervisão. A existência de administrador do fundo aliada ao poder deliberativo da assembleia de cotistas provavelmente cumpre boa parte do papel de comitês de supervisão e fiscal. Outro ponto é relativo ao processo para destituição do gestor e as sanções aplicadas: os quóruns mínimos no Brasil são, em média, mais altos e as sanções mais brandas do que o recomendado pela ILPA.

Por outro lado, o fato da taxa de administração diminuir durante a vida do fundo (mudança de base de capital comprometido para patrimônio líquido a custo após o período de investimento) assim como a taxa de performance ser paga sobre o fundo como um todo, trazendo maior segurança ao cotista, estão de acordo com as recomendações da ILPA.

Numa análise dinâmica, percebe-se a evolução dos regulamentos na direção de uma convergência para as melhores práticas internacionais, indicando um aprendizado da indústria de PE e VC no Brasil. A porcentagem de fundos com comitê de investimentos com participação dos cotistas tem diminuído ao longo dos anos; o *spread* do retorno preferencial também vem diminuindo, aumentando o valor da taxa de performance que potencialmente pode ser distribuída ao gestor e, consequentemente, trazendo maior alinhamento. Um número mais elevado de fundos passou a declarar pessoas chave em seus regulamentos.

Há ainda potencial para melhorias. Em especial, chama a atenção (i) sanções mais brandas aos gestores destituídos e quórum mínimo para destituição mais alto do que o sugerido pela ILPA; (ii) existirem poucos regulamentos com restrições para a captação de novos fundos pelos gestores; (iii) mais da metade dos fundos não imporem um limite sobre o máximo que pode ser investido numa única empresa; e (iv) poucos regulamentos preveem a liquidação do fundo caso uma pessoa chave não seja substituída.

Por último, as orientações sobre integração de práticas ESG ainda são focadas unicamente em governança (G), sendo poucos os regulamentos que abordam o social (S) ou ambiental (E). Os poucos regulamentos que abordam S ou E limitam-se a restringir o investimento a setores ou empresas com práticas ruins, sem um comprometimento com práticas positivas. Isso reflete a novidade do tema, que deve seguir os padrões internacionais e integrar cada vez mais o S e E, além do G no processo de investimento dos fundos.

PESQUISADORES ENVOLVIDOS

Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi
Insper

Fernando Bandeira Maia
Insper

Humberto Gallucci Netto
Spectra

Jamie Katharine Keller
Spectra

João Paulo dos Santos Marques Vieira
Insper

Marcio Sabalo Barea
ABVCAP

Rafael Honório Bassani
Spectra

Ricardo Kanitz
Spectra

Nickolas Ferreira Lobo
Insper

Nicolas Nardy Oliveira
Spectra

Wilian Vaz Moraes
Insper

Youssef Yassine Yassine
Insper

CONTATOS

minardi@insper.edu.br
Insper

estudos@spectrainvest.com
Spectra

mbarea@abvcap.com.br
ABVCAP

SPECTRA INVESTMENTS

abvcap

Insper