Fundos de Pensão em Private Equity no Brasil

Duas Décadas de Ganhos, Perdas e Aprendizados

Novembro 2024



Museu do Amanhã - Praça Mauá
Rio de Janeiro, RJ

PRIVATEEQUITYBAY
inside private equity

Apresentação

Fundos de pensão (FP) possuem horizonte de investimento de longo prazo. Portanto, é natural que estejam melhores posicionados para aproveitar o prêmio de liquidez dos investimentos de private equity e venture capital (PE/VC). Embora no exterior os FPs sejam bastante ativos e consigam obter retornos superiores nessa classe de ativos, no Brasil há uma conjunção de fatores históricos, políticos e econômicos, tal como os juros elevados, que fazem com que os FPs tenham se retraído na última década. Isso apesar do papel relevante que tiveram no desenvolvimento desse mercado na década anterior.

Passados 20 anos de experiências boas e ruins, é oportuno avaliar o resultado e o aprendizado obtido até aqui, tanto pelas EFPCs, quanto pelos RPPSs, dos funcionários públicos, que hoje já possuem a mesma proporção de suas carteiras em PE/VC que as EFPCs.

A Private Equity Bay (Pebay) está bem posicionada para realizar tal investigação pois, além da imparcialidade como provedora de dados e inteligência para o mercado, possui a mais completa base de dados auditados sobre mais de 1.500 fundos de PE/VC lançados no Brasil desde 1995, com cobertura sobre mais de R$700 bilhões de ativos atualmente gerido por esse mercado.

Esperamos que os resultados tragam luz tanto para dirigentes de fundos de pensão que avaliam o papel que o PE/VC deve ter em suas carteiras como para os gestores de recursos e distribuidores, que buscam trazer os melhores produtos para esse público.

Leonardo Ribeiro
CEO e fundador da Pebay

Fundos de Pensão em Private Equity no Brasil

Duas Décadas de Ganhos, Perdas e Aprendizados

Novembro 2024

Há pouco mais de 20 anos os fundos de pensão brasileiros passaram a investir em fundos de private equity e venture capital (PE/VC) de forma consistente. São abundantes os relatos de executivos dessas entidades a respeito dos sucessos e fracassos dos investimentos nessa classe de ativos. No entanto, faltava pesquisa quantitativa que mostrasse o verdadeiro desempenho desses investimentos.

Neste estudo, utilizamos dados da plataforma Pebay.info para analisar como performaram os fundos nos quais os fundos de pensão investiram e compará-los com os demais fundos de PE/VC que não receberam investimentos dos fundos de pensão. Avaliamos o desempenho líquido desses investimentos para identificar se atingiram a rentabilidade prometida a seus cotistas. Finalmente, analisamos as características dos fundos que apresentaram perdas de capital e aqueles que tiveram ganhos iguais ou superiores ao retorno esperado para essa classe de ativos.

Buscamos responder: (i) se houve diferença no desempenho dos investimentos realizados pelos fundos de pensão vis-a-vis outras categorias de investidores que usualmente aplicam nessa classe de ativo, tais como *family offices*, investidores estrangeiros, pessoas físicas e os fundos de fundos (FoFs) que passaram a investir nessa classe de ativos mais recentemente; (ii) se há algo em comum nos erros e acertos dos fundos de pensão, tal como a experiência do gestor, o grau de concentração da carteira ou mesmo a participação de cotistas nos comitês de investimentos (CIs) dos fundos; e (iii) se o desempenho dos fundos de pensão nesse segmento têm evoluído positivamente ao longo do tempo com a experiência acumulada e a evolução natural do próprio mercado.

Dados e Metodologia

Dos mais de 1.500 fundos de PE/VC acompanhados pela Pebay.info, foram identificados 168 fundos, lançados de 2002 a 2021, que receberam recursos de fundos de pensão. Foram considerados apenas fundos lançados até a safra de 2021 para que se pudesse ter ao menos dois exercícios completos para avaliação de desempenho.

Entende-se por fundos de pensão as 115 entidades fechadas de previdência complementar (EFPCs) e os 250 RPPSs que já realizaram algum investimento em fundo de PE/VC, conforme evidenciado por seus balanços e carteiras publicadas. Foram desconsiderados fundos de PE/VC com capital comprometido inferior a R$4 milhões e os fundo-de-fundos de PE/VC (FoFs), uma vez que se buscou avaliar as escolhas feitas pelos fundos de pensão e não por gestores terceirizados que, além de de gerirem recursos de outras fontes de capital, também tiram dos fundos de pensão a discricionariedade pela escolha dos fundos e gestores.

Os fundos de PE/VC que receberam recursos de fundos de pensão locais representaram, juntos, mais de R$97 bilhões de capital comprometido para PE/VC. Caso um fundo seja formado por um veículo principal (master) e outros fundos alimentadores (feeders), sendo um exclusivo para fundos de pensão, o valor considerado foi o do veículo master. Logo, estão incluídos no total capital comprometido por outros investidores que participaram dos mesmos fundos. Assim, para comparação de desempenho desses fundos com o de fundos que receberam recursos de investidores internacionais, e que cobram suas taxas no exterior, foi utilizado os dados de desempenho do veículo master e, quando houve incidência de de taxa de administração/gestão e performance, tais valores foram devolvidos aos fluxos de caixa de contribuição e distribuição, respectivamente (*gross-up*), para se obter resultados brutos de múltiplos e taxas internas de retorno (TIR).

Para fundos encerrados foram considerados fluxos até a data de liquidação. Para os fundos em atividade, foram considerados fluxos até o exercício mais atual, encerrado em dezembro de 2023 ou no início de 2024.

Os fundos de PE/VC foram separados em fundos que tiveram a participação de fundos de pensão (Com FP), mesmo que o investimento tenha sido feito de forma indireta por meio de fundos exclusivos da entidade, e fundos que não tiveram tais investidores entre seus cotistas (Sem FP).

Resumo Histórico

A entrada de fundos de pensão no segmento de PE/VC se iniciou em 1996. Dois anos antes o Brasil havia vencido uma longa batalha contra a inflação. Com o sucesso do Plano Real alterou-se significativamente a dinâmica empresarial no Brasil. Enquanto nos períodos inflacionários empresas ineficientes conseguiam ganhos extraordinários por meio da gestão de seus fluxos de caixa, agora as empresas precisavam buscar excelência operacional para obter lucro e defenderem-se da competição internacional. Afinal, em 1995, o governo Collor abriu o mercado aos produtos importados.

Em paralelo, houve um movimento governamental de privatização de empresas de vários setores, como telefonia, infraestrutura e siderurgia. Havia interesse governamental de que os fundos de pensão nacionais participassem com o capital necessário para viabilizar as operações e, também, participar dos lucros desse importante processo de transformação da economia, da mesma forma que os investidores estrangeiros.

Essa combinação de fatores gerou condições para que o modelo de PE/VC, que vinha demonstrando bons resultados em outros países, fosse importado e adaptado à realidade brasileira. Em 1996 e 1997, banqueiros de investimento e financistas com trânsito internacional lançaram três iniciativas, com distintas abordagens quanto ao tipo de empresa e grau de controle almejado nas empresas. Em comum, todos tomaram o formato de Fundos de Investimento em Ações (FIA), regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), para permitir a entrada dos fundos de pensão. Importante ressaltar que à época um Real (R$) equivalia a um dólar americano (US$).

- **CVC/Opportunity:** Lançado em 1997 pelo Opportunity em parceria com o Citibank. Teve foco nas privatizações e na aquisição de controle de empresas nos segmentos de infraestrutura, incluindo portos, saneamento e telecomunicações. Captou R$900 milhões, principalmente com

fundos de pensão locais em uma estrutura de FIA, paralela ao fundo offshore voltado ao capital estrangeiro. Participaram Previ, Celos, Centrus, Elos, Fachesf, Funcef, Fundação Copel, Fundação CEEE, Sistel, Telos, Forluz e Valia, tendo também participação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). O fundo ainda existe, com o nome atual de Investidores Institucionais e TIR próxima a 12% a.a. Ficou conhecido pelo ruidoso conflito que foi manchete dos principais meios de comunicação;

- **Patrimônio Brasil Private Equity:** Lançado em 1997 pelo Pátria Investimentos. Levantou R$66 milhões por meio de um fundo paralelo no Brasil e atraiu entidades como Ceres, Fapes e Valia. Não exigia o controle da empresa investida. Focou em consumo, varejo e saúde. Teve como um dos principais investimentos a empresa de diagnósticos DASA que ajudou o Pátria a projetar-se como uma casa especializada na consolidação de setores fragmentados no Brasil;
- **Brasil Private Equity:** Lançado em 1996 pelo Banco Garantia. Levantou cerca de R$250 milhões com participação de Petros e Ceres, tendo o BNDES também participado de forma relevante. Buscava realizar investimentos minoritários em empresas com faturamento superior a R$80 milhões. Investiu principalmente em privatização de empresas de infraestrutura (ferrovias), telecomunicações e transportes aéreos. No entanto, o foco era investimentos minoritários. Das três iniciativas, foi a que apresentou maior retorno nesse período, tendo aproveitado a janela de Initial Public Offerings (IPOs) na bolsa de valores, quando listou e vendeu suas participações em empresas como ALL e TAM. O resultado foi uma TIR próxima de 29% a.a.

Além de trazer um importante mecanismo de financiamento de longo prazo ao Brasil, esses fundos também copiaram algumas instâncias de governança dos fundos internacionais, como o “Limited Partner Advisory Committee (LPAC)” e o “Investment Committee (IC)”. Os Limited Partners (LPs), ou investidores, participam apenas do LPAC, sendo o IC um órgão com membros nomeados exclusivamente pelo gestor para blindar os LPs de eventuais perdas que vão além do capital investido.

No Brasil esses órgãos tornaram-se os Conselho Consultivo (CC) e Comitê de Investimentos (CI). Embora os Regulamentos inicialmente previssem que ambos os comitês fossem formados por indicação exclusiva do gestor, alguns fundos passaram a conter em seus regulamentos a inclusão do BNDES em seus CIs. Isso gerou precedentes para que, posteriormente, os fundos de pensão passassem a exigir tal direito.

A partir de 2000 os regulamentos do fundos de PE/VC já passaram a prever, de forma clara, a participação de quotistas em seus CIs. Afinal, o conflito com cotistas no caso CVC/Opportunity havia deixado os fundos de pensão mais propensos a exercer controle. Advogados também apontavam que, no Brasil, os fundos de investimento não possuem personalidade jurídica. E se havia risco de responsabilização dos cotistas por perdas além do capital investido, os mesmos deveriam participar das decisões de investimentos.

O interesse desenvolvimentista de órgãos como bancos e agências de desenvolvimento acabou por gerar outro tipo de produto que acabou tornando-se atrativo para os fundos de pensão, os fundos temáticos, permitindo que o capital fosse direcionado a regiões, setores e empresas específicas. Do ponto de vista dos fundos de pensão era a forma de tomar para si a decisão de diversificação setorial bem como realizar apostas em empresas de setores que, dos seus pontos de vista, apresentavam as melhores oportunidades.

Com a abertura do mercado de IPOs em 2004 e a regulamentação dos Fundos de Investimento em Participação (FIPs) um ano antes, os fundos de PE/VC atraíram mais recursos de fundos de pensão, que passaram a adotar programas de investimento e participar de bancas de seleção de gestores, como as organizadas pela Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP). Teve papel relevante nesse processo as publicações do Centro de Estudos de Private Equity da Fundação Getúlio Vargas e o fortalecimento da Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP).

Os anos de 2004 a 2007 viram a reabertura da bolsa de valores para IPOs que geraram retornos expressivos para fundos que haviam investido nos anos anteriores. A devolução de capital aos fundos de pensão os encorajou a aumentar as alocações nesse segmento.

Em 2009 os RPPSs passaram a investir nessa classe de ativos. Juntos possuem hoje quase o mesmo percentual da carteira em PE/VC que as EFPCs.

Em 2015 o mercado financeiro brasileiro vive uma crise econômico-política e são deflagradas investigações públicas de suspeita de corrupção envolvendo políticos e grandes empresas (e.g. Operação Lava Jato), bem como o uso de FIPs para tal fim (e.g. Operação Greenfield). Tais operações acabaram por responsabilizar executivos de fundos de pensão e prestadores de serviço de FIPs, o que assustou e retraiu a comunidade dos fundos de pensão, tendo alguns fundos de pensão, em particular os maiores, removido de suas políticas de investimento a classe de FIPs. Tais investidores também buscaram vender suas carteiras de FIPs no mercado secundário.

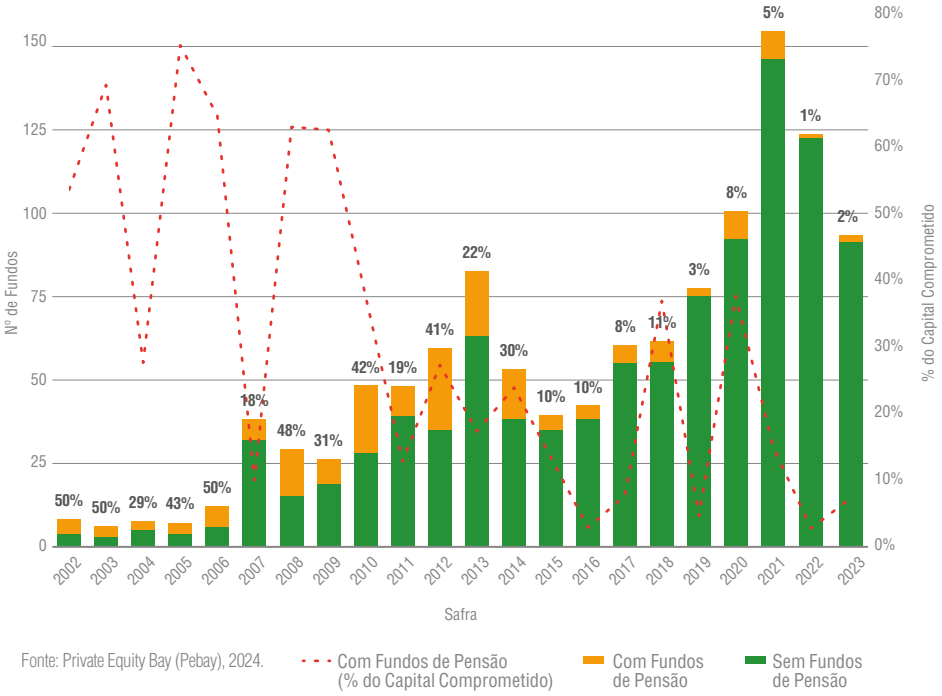
As EFPCs que seguem investindo nesse segmento tornam-se mais seletivas na escolha de fundos ou hoje delegam a gestão dessa classe de ativos para FoFs especializados que, embora já existissem desde 2012, tornaram-se populares a partir de 2018 como uma forma de se criar carteiras diversificadas de investimento nesse segmento. FoFs também tiveram papel fundamental como compradores de FIPs dos fundos de pensão de maior porte, com destaque para a Spectra. Em 2024 ainda há entidades buscando vender seus fundos de PE/VC.

Com a redução dos juros ocorrida por volta de 2020, os fundos de pensão voltaram a demonstrar interesse (e necessidade) por ativos alternativos. Porém a escalada de juros após a pandemia colocou novamente um freio nesse processo, em especial com os juros superando as metas atuariais dos fundos de pensão.

O Gráfico 1 abaixo mostra o número e valor comprometido em fundos com participação de fundos de pensão no total de fundos lançados a cada safra. Nota-se que de início os fundos de pensão tiveram papel relevante, chegando a participar de cerca de metade dos fundos lançados nas safras de 2002, 2003, 2006 e também em 2008 quando os estrangeiros foram especialmente afetados pela crise do *Subprime* e fizeram menos aportes globalmente. Fundos de pensão locais chegaram a representar a maior parte do volume captado em 6 das 8 safras iniciais.

Até 2010 os fundos com FP representavam em torno de 45% do valor captado por safra. De 2011 em diante esse valor cai para algo em torno de 26% do volume captado anualmente. A partir de 2015 aumenta a seletividade dos fundos de pensão, que passaram a participar de menos de 11% dos fundos lançados anualmente. Em 2022 este número cai para menos de 2%, onde está atualmente.

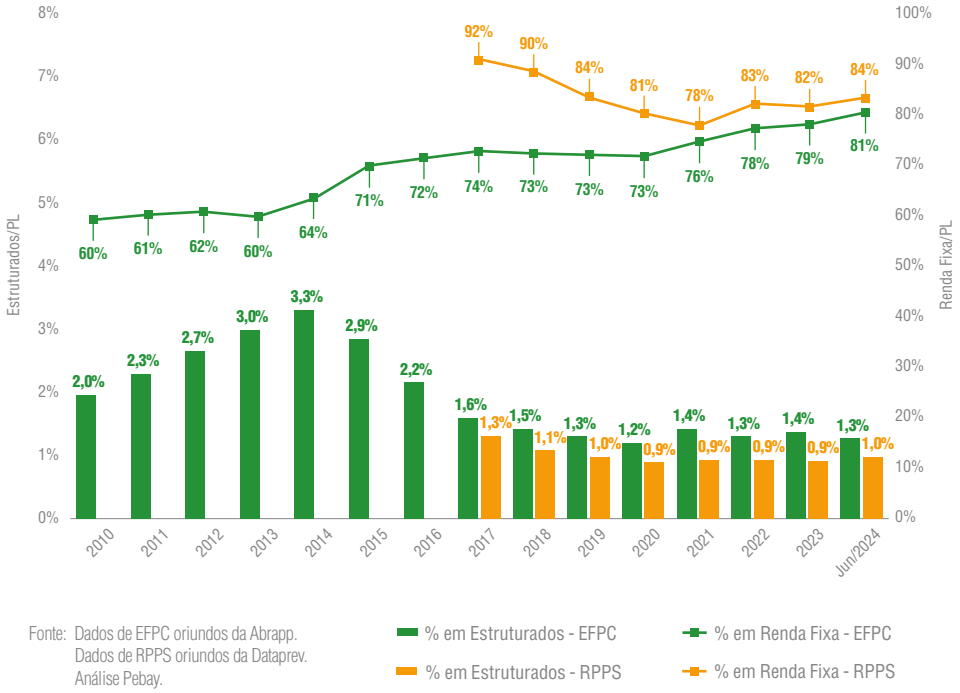
Gráfico 1: **Participação de fundos de pensão em fundos de PE/VC**



Fonte: Private Equity Bay (Pebay), 2024.

A redução no número e valor dos fundos Com FP também pode ser vista na redução da proporção dos investimentos "estruturados", que incluem tanto FIPs quanto Fundos Multimercados (FIMs), na carteira das entidades. Isso pode ser observado no Gráfico 2, abaixo que mostra, para as EFPCs, essa participação avançando de 2% em 2010 para 3,3% em 2014. Porém, a partir de 2015 esse número despenca frente ao crescimento dos investimentos em renda fixa, chegando a apenas 1,3%, com os investimentos de renda fixa representando mais de 80% da carteira. Hoje as EFPCs possuem R$17 bilhões em PE/VC.

Gráfico 2: **Participação dos fundos estruturados nas carteiras dos fundos de pensão**



Fonte: Dados de EFPC oriundos da Abrapp. Dados de RPPS oriundos da Dataprev. Análise Pebay.

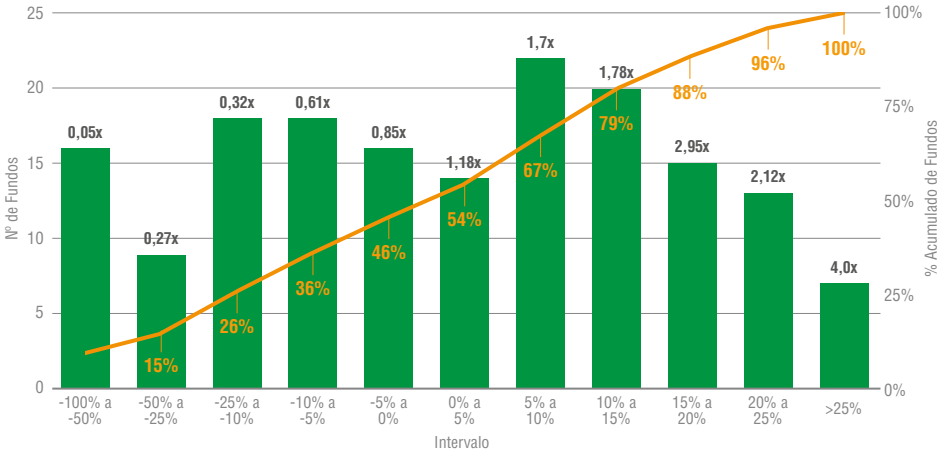
Fundos estruturados incluem FIPs mas também Fundos Multimercados (FIMs) que podem ser voltados para investimentos não relacionados à Private Equity.

Em 2009 os RPPSs começam a investir em PE/VC. Conforme Gráfico 2 acima, hoje possuem 1% de seu patrimônio de cerca de R$300 bilhões alocados em PE/VC. Ou seja, R$3 bilhões alocados. Somados, os dois tipos de fundos de pensão possuem R$20 bilhões nesse segmento. Isso representa pouco menos de 2,7% do mercado de private equity brasileiro, que, conforme dados da plataforma Pebay, soma R$750 bilhões em Agosto de 2024

Retornos

O Gráfico 3 abaixo apresenta o desempenho dos fundos que receberam aportes dos fundos de pensão de acordo com a faixa de TIR líquida para o cotista. Embora 4% dos fundos tenham conseguido, na média, multiplicar o capital por 4x, a distribuição de retornos teve uma assimetria muito acentuada para o lado das perdas. Apenas 12% dos fundos apresentaram um retorno acima de 20% a.a., que é o retorno prometido pelos fundos de PE/VC. Cerca de 46% entregaram resultados negativos, gerando a percepção ruim de muitos dirigentes de entidades de previdência.

Gráfico 3: **Distribuição de retornos líquidos dos fundos de PE/VC escolhidos por fundos de pensão**



Retornos líquidos para os cotistas em Reais (R$)

Inclui apenas fundos lançados de 2002 a 2021 para se considerar fluxos de caixa de no mínimo dois exercícios completos

Múltiplo de capital investido (TVPI) apresentado como média dos fundos de cada faixa

Fonte: Private Equity Bay (Pebay), 2024.

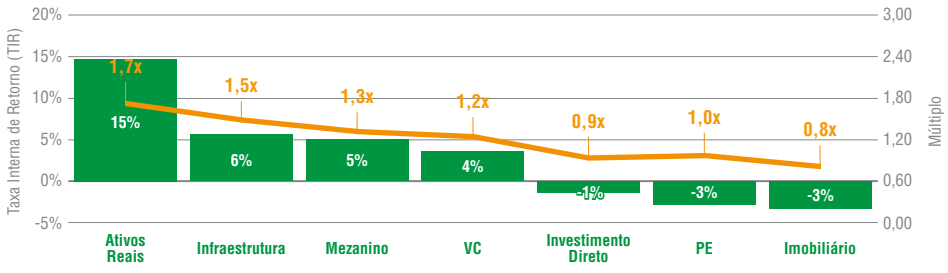
% Acumulado de Fundos | Quantidade de Fundos

x Valores acima das barras: Múltiplos do capital investido

Os fundos de PE/VC possuem distintas estratégias. Há tanto aquelas de menor risco-retorno como os investimentos em ativos reais (e.g. florestas), desenvolvimento imobiliário e infraestrutura, quanto as de maior risco-retorno como os investimentos em empresas (private equity tradicional) e venture capital.

O Gráfico 4 a seguir apresenta a distribuição de retornos de acordo com a estratégia do fundo. Diferentemente do esperado, as melhores taxas de retorno foram geradas por fundos de ativos reais, com TIR líquida mediana de 15% a.a., seguido pelos fundos de infraestrutura com TIR de 6% a.a. Na ponta oposta estão os fundos de private equity tradicional e imobiliário, com mediana de -3% a.a. e os investimentos diretos, feitos em ativos de PE ou infraestrutura, que tiveram mediana de -1% a.a.

Gráfico 4: **Distribuição dos fundos de PE/VC com fundos de pensão por estratégia de investimento**



Retornos líquidos para os cotistas em Reais (R$)

Inclui apenas fundos lançados de 2002 a 2021 para se considerar fluxos de caixa de no mínimo dois exercícios completos

Múltiplo de capital investido (TVPI) apresentado como média dos fundos de cada faixa

Mezanino inclui fundos de crédito privado que atuam de forma similar

Fundos de impacto e de estratégia mista (PE/VC) incluídos em PE

Inclui apenas estratégias com mais de um fundo

Fonte: Private Equity Bay (Pebay), 2024.

Mediana - TIR (Líquido) | Média - Múltiplo (Líquido)

Avaliamos também um dos temas mais polêmicos na indústria de PE/VC no Brasil que é a relação entre desempenho e o direito dos cotistas de participarem do CI, órgão que toma decisões de investimento e desinvestimento do fundo. Mesmo nos fundos mono-ativos, o CI acaba decidindo o momento, preço e forma de venda do ativo, impactando assim no desempenho final do fundo.

No início da indústria, a presença de comitês de investimento era amplamente valorizada pelos cotistas, especialmente por fundos de pensão, como já mencionado. No entanto, o gráfico 5 demonstra, de forma clara, que a grande maioria dos fundos bem sucedidos Com FPs e TIR líquida acima de 20%, não contavam com cotistas em seus CIs. Por outro lado, aqueles que acumularam perdas deram esse direito aos seus cotistas em 71% dos casos. Mesmo que no passado o CI era valorizado pelos investidores institucionais fica evidente que a independência do gestor na tomada de decisão resultou em melhores retornos e menos perdas aos cotistas.

Gráfico 5: **Desempenho dos fundos de PE/VC e CI com indicação de cotistas**



Retornos líquidos para os cotistas em Reais (R$)

Inclui apenas fundos lançados de 2002 a 2021 para se considerar fluxos de caixa de no mínimo dois exercícios completos

CI: Comitê de investimento

Fonte: Private Equity Bay (Pebay), 2024.

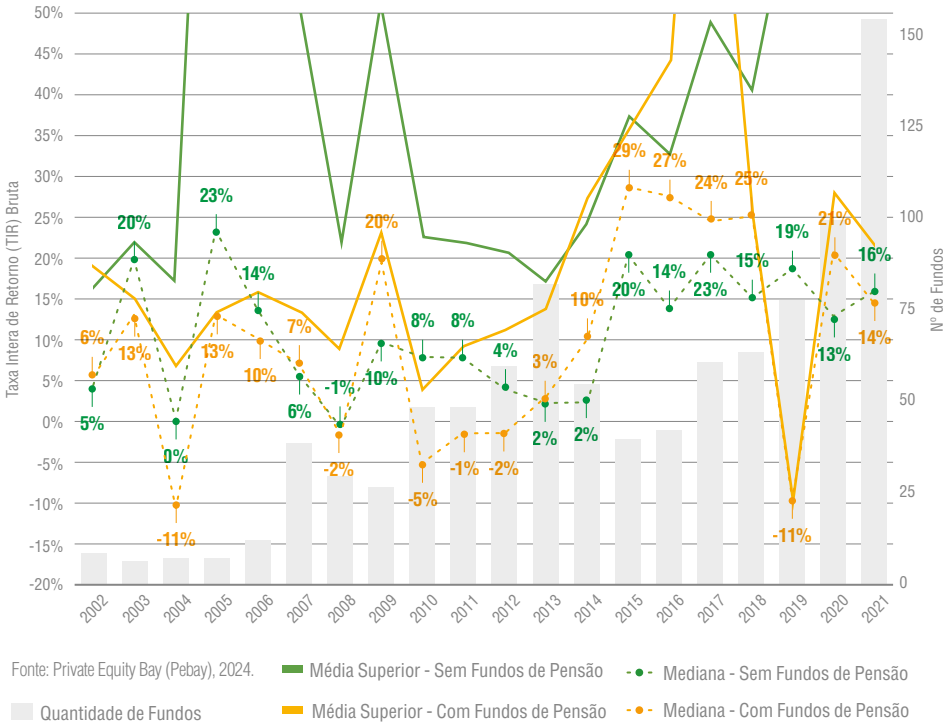
A presença de cotistas no CI é um desafio para a boa gestão de um fundo. Gestores de PE/VC são, em geral, profissionais mais afeitos a risco e mais incentivados a corrê-los do que os executivos de fundos de pensão, que no Brasil, possuem mais experiência com retornos de renda fixa. Além disso, a presença de cotistas institucionais também pode tornar as decisões dos CIs mais lentas, uma vez que cada profissional deverá seguir o rito de sua própria instituição antes de proferir seu voto. Ocorre que a agilidade das decisões é importante para não se perder uma boa oportunidade de compra ou de venda em um mercado tão dinâmico e competitivo.

O Gráfico 6 abaixo apresenta o desempenho dos fundos de PE/VC ao longo das safras desde 2002, mostrando que, embora os fundos de pensão tenham obtido resultados ruins de início, houve uma melhoria significativa na escolha e resultados dos fundos. Na análise, para comparar os fundos locais com fundos que tiveram apenas investidores internacionais, os retornos estão brutos, ou seja, sem taxas de administração e performance.

Até a safra de 2013, exceto por um ano, os fundos de PE/VC com FP tiveram resultado pior do que os fundos sem FP. Nesse sentido, mediana teve diferenças significativas de 2003 a 2006 e também entre 2010 e 2012. Em especial nas safras de 2004 e de 2010 a 2012, fundos com FP acabaram obtendo mediana de TIR bruta negativa, enquanto os fundos sem FP tiveram mediana positiva. Em 2010, a diferença entre as médias foi de 13 pontos percentuais, a maior entre todos os anos, sendo TIR de 8% a.a. (calculada do lançamento do fundo até 2023) para fundos lançados sem FP e -5% a.a. para fundos com FP.

Porém a diferença mais significativa foi na TIR bruta média dos melhores fundos de cada safra (fundos que performaram acima da mediana). Fica claro que os fundos de pensão tiveram dificuldade de investir com os fundos de maior destaque da década de 2003 a 2013. Por exemplo, na safra de 2009, em que os fundos de pensão conseguiram o melhor resultado na escolha de fundos, a média dos melhores com FP foi de 23% a.a. Neste mesmo ano, os melhores fundos lançados sem FP tiveram, na média, TIR bruta de mais de 50% a.a. A dificuldade na seleção dos melhores fundos é perceptível nos anos de 2004, 2005, e 2010, quando mesmo os melhores fundos selecionados pelos fundos de pensão, tiveram, na média, TIR inferior ao fundo mediano sem FP.

Gráfico 6: **TIR bruta dos fundos de PE/VC no Brasil por safra comparando fundos com e sem fundos de pensão**



Taxas Internas de retorno brutas (fluxos de caixa reduzidos das taxas de administração e acrescentados das taxas de performance cobradas em veículos locais), em Reais (R$)

Inclui apenas fundos lançados de 2002 a 2021 para se considerar fluxos de caixa de no mínimo dois exercícios completos

Média superior considera a média geométrica para se evitar o efeito de outliers

Safra (ano) baseada na data da primeira chamada de capital do veículo mais antigo de cada fundo

A partir de 2014, com menor interesse de investidores estrangeiros no Brasil e o surgimento de plataformas de distribuição de fundos para investidores locais, é visível uma expressiva melhoria dos fundos com FP, quando passaram a obter resultados medianos superiores aos dos fundos sem FP. A única exceção foi a safra de 2019, quando os fundos de pensão investiram em apenas dois fundos. Um deles ainda apresenta desempenho fraco e outro viu suas empresas passarem por dificuldades após a pandemia, com o aumento dos juros sobre empréstimos e dos custos de insumos.

O fato de haver poucos fundos de PE/VC selecionados em 2019 é fruto de uma combinação de fatores. FPs maiores como Previ, Petros e Funcef cessaram seus investimentos em PE/VC a partir de 2015. FPs menores, que possuem equipes mais enxutas e menos profissionais especializados, entenderam que seria melhor alocar seus recursos em PE/VC por meio de FoFs, delegando assim a seleção dos fundos e optando por uma maior diversificação da carteira. Conforme mencionado acima, os FoFs não foram incluídos na amostra.

A média dos melhores (linha contínua) mostra que, nos quatro anos que vão de 2014 a 2017, os fundos de pensão conseguiram investir com os melhores fundos lançados no mercado, que tiveram, na média, mais de 25% a.a. de TIR bruta.

Riscos

As oportunidades de investimento devem ser sempre analisadas considerando o retorno mas também o risco que se corre para obter tal resultado. Dessa forma, a Tabela 1 abaixo analisa a incidência de perda parcial ou total do capital investido, sendo considerado como perda total os fundos que perderam mais de 95% do capital investido.

Dos 168 fundos com FP, 69 fundos (41%), apresentaram perdas (antes das taxas de administração e performance). Isso inclui tanto fundos que já se encerraram e que possuem perdas definitivas, como aqueles que ainda estão em operação e que podem, ao longo dos anos reverter o resultado negativo.

Tabela 1: **Perdas de capital antes e após 2014**

Com Fundos de Pensão	**2002-2013**	**2014-2021**	**Δ**	**2002-2021**
Perda	49,6%	21,6%	-56%	41,1%
Perda Total	12,8%	2,0%	-85%	9,5%
Sem Fundos de Pensão				
Perda	34,8%	20,4%	-41%	25,0%
Perda Total	7,5%	3,4%	-55%	4,7%
Total				
Perda	39,5%	20,5%	-48%	27,8%
Perda Total	9,2%	3,2%	-65%	5,5%

Fonte: Private Equity Bay (Pebay), 2024.

Inclui apenas fundos lançados de 2002 a 2021 para se considerar fluxos de caixa de no mínimo dois exercícios completos.

Considerado o patrimônio líquido adicionado de eventuais distribuições e deduzido de contribuições, sendo esses fluxos de caixa reduzidos das taxas de administração e acrescentados das taxas de performance cobradas em veículos locais.

Safra (ano) baseada na data da primeira chamada de capital do veículo mais antigo de cada fundo.

Perda Total inclui fundos com múltiplo inferior a 0,05x o capital investido (TVPI).

Dividimos a amostra em dois grupos, segundo o ano de lançamento (safra). O primeiro período, que vai de 2002 a 2013, teve índice de perdas elevado. Nesse período, 39% de todos os fundos de PE/VC apresentaram alguma perda de capital. No entanto, esse índice foi maior para os fundos com FP, que tiveram quase 50% de índice de perda contra 35% dos demais fundos. Porém, olhando apenas para aqueles que perderam todo o capital (TVPI menor ou igual a 0.05), a incidência foi especialmente elevada para os fundos com FP: 13% contra 7,5% para os fundos sem FP. Ou seja, 73% maior.

A perda total foi um fenômeno especialmente doloroso para os fundos de pensão pois em 11 casos (mais de dois terços de todos os casos de perdas totais), os fundos chegaram à situação de patrimônio líquido negativo. Ou seja, possuem mais dívidas do que ativos para honrá-los, colocando os cotistas na delicada situação de ter de colocar mais capital do que o inicialmente previsto.

No período subsequente (2014-2021) houve melhora importante, com o risco de perda caindo pela metade e o risco de perda total reduzindo em quase 3x. Essa diminuição de risco foi ainda maior para os fundos de pensão: 54% de redução no índice de perda e 85% de redução no índice de perda total, que se tornou inferior ao índice dos fundos sem FP. Essa melhoria parece encontrar origem na depuração do mercado, na experiência acumulada pelos fundos de pensão e na maior seletividade.

Buscamos também analisar os fundos de PE/VC que apresentaram perdas para os fundos de pensão em busca de possíveis características em comum. Após analisar cada um dos 76 casos de perda líquida das safras 2002-2021, dos quais 69 que tiveram perdas antes das taxas e sete que tiveram retorno negativo após cobrar as taxas) identificamos de um lado a importância da experiência do gestor e, de outro, o grau de concentração de riscos da carteira.

Conforme a Tabela 2 abaixo, os 76 fundos que geraram perdas para os fundos de pensão tiveram um prejuízo acumulado de R$12,5 bilhões. Esses fundos foram analisados um a um por meio da plataforma Pebay.info buscando identificar se, no momento do lançamento do fundo era possível identificar riscos ligados à estratégia ou ao gestor.

Do total das perdas, R$5 bilhões (40%) foram gerados por fundos lançados por gestores novatos, ou *first-time-funds*. Foram considerados nessa categoria também gestores que já possuíam experiência na gestão de investimentos (ex. imobiliário) mas que eram novatos investindo em uma categoria distinta (ex. tecnologia). Mais da metade do prejuízo dos gestores novatos ocorreu em fundos que tinham por objetivo investir em um único ativo, ou *Club Deal*, que é o formato normalmente utilizado por novos gestores para se lançar no mercado.

Tabela 2: **Fundos com perdas de capital para os fundos de pensão**

	Risco Tese							
	Fundo Mono-Ativo		Fundo Temático		Fundo Multi-Ativos		Total	
Risco Gestor	Perdas	%	Perdas	%	Perdas	%	Perdas	%
Sem Gestor	-2.421	19,3%					-2.421	19,3%
Gestor Novato	-2.767	22,1%	-582	4,6%	-1.629	12,9%	-4.978	39,7%
Gestor Não Provado	-508	4,1%	-642	5,1%	-1.655	13,2%	-2.805	22,4%
Gestor Experiente	-1.151	9,2%	-337	2,6%	848	6,7%	-2.337	18,6%
Total	-6.847	54,6%	-1.560	12,4%	-4.132	33,0%	-12.540	100%

Fonte: Private Equity Bay (Pebay), 2024.

Valores em milhões de Reais (R$). Considerado o patrimônio líquido adicionado de eventuais distribuições e deduzido de contribuições, sendo esses fluxos de caixa reduzidos das taxas de administração e acrescentados das taxas de performance cobradas em veículos locais.

Inclui apenas fundos lançados de 2002 a 2021 para se considerar fluxos de caixa de no mínimo dois exercícios completos.

Gestores não provados são aqueles que, à data do lançamento possuíam gestor com histórico de desempenho quantitativo que não demonstravam sucesso dos investimentos realizados por fundos anteriores. Gestores novatos são aqueles que estavam na gestão do primeiro fundo lançado daquela estratégia específica.

Foi considerado apenas parte do FIP Sondas (cia. Sete Brasil) detida por fundo de infraestrutura. O FIP foi estruturado de tal forma que o deixou com características mais parecida de project finance do que de private equity. Caso fosse considerado em sua integralidade no quadrante "Sem Gestor" de "Fundo Mono-Ativo" se somaria R$7,5 bilhões às "Perdas".

R$2,8 bilhões de prejuízo foram oriundos de fundos lançados por gestoras que já tinham experiência na gestão de outros fundos, porém, uma *due diligence* quantitativa realizada naquele momento mostraria que nenhum dos fundos anteriores apresentava taxa de retorno atrativa para investimentos ilíquidos (gestores não provados). No entanto, esses gestores conquistaram mandatos para investir fundos multi-ativos, resultando em R$1,7 bilhão de perdas, ou seja, 60% das perdas dessa categoria de gestor.

Houve também um número de FIPs que foram utilizados pelos fundos de pensão como forma de realizar investimentos diretos em ativos não-listados, sem um gestor especializado em PE/VC que

estivesse incentivado com taxa de administração e performance. Tais fundos trouxeram R$2,4 bilhões em perdas (19%). Sabe-se de casos de retornos espetaculares realizados dessa forma, como o investimento no IRB, que gerou múltiplos de 8,7x e TIR de 66,4% até o IPO. Porém com a expressiva queda do preço das ações de mais de 80% em um ano, e a notícia de que os fundos de pensão continuaram como acionistas da cia. após o fim do FIP, é questionável se houve geração de valor com o investimento neste ativo.

É natural que nas fases iniciais de desenvolvimento da indústria houvesse pouca experiência acumulada. Mesmo nos mercados maduros há muitas novas gestoras sendo lançadas. Porém a seleção de gestoras novatas exige certos cuidados que talvez os fundos de pensão à época não tivessem ciência. Há casos no Brasil em que o time de gestão do fundo era formado por grandes nomes do mercado financeiro e corporativo. O alvo dos investimentos eram projetos de infraestrutura, normalmente menos arriscados. Porém o resultado foi catastrófico, com a perda total do capital. Surpreendentemente há diversos casos assim, que investiram em segmentos considerados menos arriscados, como os de geração de energia ou imobiliário, mas perderam todo o capital investido.

Fundos temáticos tiveram pouca representatividade nas perdas, com R$1,6 bilhões (12,4%) De um lado, os fundos temáticos têm a vantagem da especialização. Por outro lado, embora haja alguma diversificação por empresa, há a dificuldade adicional em se encontrar um número adequado de boas oportunidades em alguns setores. No setor de óleo e gás, mais afetado pela volatilidade dos preços do petróleo e dominado por poucos compradores, os fundos temáticos tiveram fracassos retumbantes. Já no setor de educação, os fundos temáticos tiveram retornos excepcionais (Ver Box 1 ao final do texto).

Os dados mostram que as perdas de fundos temáticos são significativamente menores do que as perdas em fundos multi-ativos, principalmente nos casos em que são geridos por gestores experientes. Menos de 3% das perdas vieram dessa combinação. Já gestores experientes tocando fundos multi-ativos tiveram R$850 milhões (6,7%) em perdas.

Ganhos

Dos 168 investimentos realizados pelos FPs, 20 fundos (12% do total), conseguiram gerar ganhos líquidos acima de 20% a.a. A Tabela 3 abaixo apresenta esses fundos separando os ganhos gerados de acordo com a experiência do gestor e o grau de concentração da tese do fundo. Foram considerados os ganhos do fundo como um todo, o que inclui tanto os ganhos gerados para os fundos de pensão quanto aqueles gerados para outras categorias de investidores e até mesmo para os gestores do fundo, uma vez que os eventuais valores pagos a título de taxa de administração e de performance foram "devolvidos" aos fluxo de caixa.

Tais fundos obtiveram R$28 bilhões em ganhos. Fundos temáticos se destacam com 71% do total. Foram R$20 bilhões em ganhos, em fundos como os de educação e de linhas de transmissão. Gestores experientes contribuíram com 88% dos ganhos desse tipo de fundo.

Tabela 3: **Fundos com melhor desempenho para fundos de pensão**

	Risco Tese							
	Fundo Mono-Ativo		Fundo Temático		Fundo Multi-Ativos		Total	
Risco Gestor	Ganhos	%	Ganhos	%	Ganhos	%	Ganhos	%
Gestor Experiente			17.654	63,9%	2.779	10,0%	20.434	72,1%
Gestor Não Provado			2.418	6,92%			2.418	8,5%
Gestor Novato	62	0,2%	30	0,33%	813	1,3%	905	3,2%
Sem Gestor	4.590	15,5%					4.590	16,2%
Total	4.652	15,7%	20.102	71,1%	3.593	11,3%	28.347	100,0%

Fonte: Private Equity Bay (Pebay), 2024.

Valores em milhões de Reais (R$). Considerado o patrimônio líquido adicionado de eventuais distribuições e deduzido de contribuições, sendo esses fluxos de caixa reduzidos das taxas de administração e acrescentados das taxas de performance cobradas em veículos locais

Inclui apenas fundos lançados de 2002 a 2021 para se considerar fluxos de caixa de no mínimo dois exercícios completos

Gestores não provados são aqueles que, à data do lançamento possuíam gestor com histórico de desempenho quantitativo que não demonstravam sucesso dos investimentos realizados por fundos anteriores. Gestores novatos são aqueles que estavam na gestão do primeiro fundo lançado daquela estratégia específica.

Investimentos diretos bem sucedidos colaboraram com quase 5 bilhões em ganhos (aproximadamente 16%). Cerca de R$3 bilhões vieram de fundos multi-ativos lançados por gestores experientes.

Não houve fundos com mais de 20% a.a. de retorno líquido de gestores experientes ou ainda não provados que tinham como estratégia realizar *Club Deals*. Gestores novatos geraram apenas R$62 milhões em ganhos com *Club Deals*.

Também não houve fundos multi-ativos com mais de 20% a.a. de TIR que tivessem por trás gestores ainda não provados. Já os novatos lançando fundos multi-ativos conseguiram algum ganho, mas que representaram apenas 1,3% do total gerado pelos fundos com esse nível de rentabilidade.

Box 1: **Caso BR Educacional - Gerando retornos para fundos de pensão com fundo temático**

Em 2007 foi fundada no Rio de Janeiro a BR Educacional, iniciativa de Jonas Gomes, ex-pesquisador do IMPA e gestor de investimentos egresso do Opportunity e Paulo Guedes, um dos fundadores do Banco Pactual. O plano era lançar um fundo de investimento para adquirir participação em empresas do setor de educação.

À época o Brasil representava o sexto maior mercado de educação superior do mundo e havia entre a população jovem o desejo aspiracional de obter um diploma. No entanto, as instituições de ensino público não tinham como suprir essa demanda. Em 2010 o Governo Lula tomou medidas para ampliar o acesso à educação, aumentando o Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior (FIES) e reduzindo sua taxa de 6,5% para 3,4% a.a. Com isso o setor acelerou seu crescimento.

Além da oportunidade de crescimento, o mercado era muito fragmentado. 81% das instituições privadas tinha menos de 2.000 alunos. Havia condições de crescer por meio de fusões e aquisições, tanto no ensino superior quanto nos demais segmentos de ensino técnico, educação executiva e até mesmo no ensino de línguas.

Diversos fundos de private equity foram atraídos para essa oportunidade, que gerou inúmeros casos de sucesso para o setor, como os das empresas Anhanguera, Kroton, Cruzeiro do Sul, FSG, Estácio, Ânima, Arco, etc.

O FIP BR Educacional permitiu aos fundos de pensão participar dessa oportunidade. Lançado ao final de 2007 o fundo focou sua captação junto aos fundos de pensão, o que se provaria um desafio adicional, visto que levaria 18 meses até concluir o processo e realizar sua primeira chamada de capital, que ocorreu em fevereiro de 2009. Como era praxe à época, os cotistas participavam do Comitê de Investimentos do fundo, que iniciou com R$350 milhões de capital comprometido e investiu em quatro diferentes ativos.

O primeiro deles, a HSM, uma empresa voltada à educação executiva e mais conhecida por trazer grandes nomes do ramo de administração e economia para eventos no Brasil. O investimento de R$62,5 milhões não deu certo, retornando apenas 0,78x em 5 anos. Mas sua saída, mediante troca de ações com a Ânima, permitiria ao fundo participar de seu maior caso de sucesso no setor de ensino superior, multiplicando o capital por 3,3x nos três anos seguintes, ou uma TIR de 117,3% a.a.

O segundo investimento foi na Affero Lab, uma empresa de educação a distância, também voltada ao segmento corporativo, fruto da fusão arquitetada pela BR Educacional que uniu três empresas do setor. Após 5 anos o investimento de R$19 milhões havia sido multiplicado por 1,8x, gerando 14,6% a.a. de TIR.

Em Agosto de 2010 o fundo entraria no capital da Abril Educação, especializada em conteúdo para educação por meio de apostilas e materiais didáticos. Após quatro anos e meio a participação foi vendida para outro fundo com ganho de 2,5x e uma TIR de 30% a.a. Com o sucesso dos investimentos, os investidores, entre eles Banesprev, Previ, Fipecq, Funcef, Infraprev, Petros e Postalis, além do BNDES, veriam um retorno 2.2x o capital e uma TIR de 24,7%. Já o gestor, receberia, além dos R$36 milhões de taxa de administração, outros R$50 milhões a título de performance por ter superado o IPCA + 8,5% a.a.

Tal resultado permitiria à BR Educacional lançar um novo fundo em 2014, o BR Educacional II, de R$800 milhões, que focou na união de três empresas do segmento de educação médica e as transformou na Afya que, após um bem sucedido IPO na Nasdaq gerou um resultado de 4,8x para os cotistas, beneficiando assim Previ, Infraprev, Fipecq e BNDES, que investiram em ambos os fundos.

Curiosamente, após Paulo Guedes se tornar Ministro da Economia do governo Bolsonaro, o fundo BR Educacional seria, em 2019, alvo do escrutínio do Tribunal de Contas da União (TCU) que, no bojo das diversos investigações públicas em curso envolvendo fundos de pensão, buscava compreender se a perda de capital em um dos quatro investimentos feitos pelo fundo seria resultado de fraude aos fundos de pensão. Isso apesar do fundo ter sido o segundo melhor fundo (em termos de TIR líquida) que recebeu fundos de pensão no período de 2002-2013.

Paulo Guedes desde que assumiu como Ministro não faz mais parte da gestora, que após se transformar em BR Investimentos e Bozano Investimentos, atualmente é conhecida por Crescera Capital e está terminando de investir seu quinto fundo. Jonas Gomes fundou uma nova casa, chamada Gama Investimentos, que segue apostando no setor por meio da rede Red House.

Conclusões

Após analisar duas décadas de experiência dos fundos de pensão investindo em PE/VC fica algumas constatações e aprendizados que destacamos a seguir:

- Fundos de pensão passaram a investir em PE/VC na segunda metade dos anos 1990, porém passaram a realizar investimentos de forma consistente nessa classe de ativos apenas a partir de 2002, tendo os 115 EFPCs e 250 RPPSs, em conjunto, investido em cerca de 170 fundos lançados até 2021, que captaram R$97 bilhões desses e demais investidores;

- Na primeira década (2002-2013), fundos de pensão participaram de fundos de PE/VC que chegaram a levantar mais da metade dos recursos captados em determinados anos. Porém tiveram dificuldade de investir com os melhores fundos do mercado. O

desempenho dos fundos por eles escolhidos foi decepcionante. De cada oito fundos, quatro teriam perda do capital investido e um perderia todo o capital, com alguns casos perdendo mais do que o valor investido.

- As perdas de capital e as investigações públicas lançadas a partir de 2014, fizeram com que muitas entidades diminuíssem seus aportes em PE/VC. As maiores entidades de previdência pararam de realizar novos investimentos;

- A participação de cotistas no comitê de investimentos se tornou prática comum após o BNDES adotar tal política nos fundos pioneiros de 1996 e 1997. O uso dessa estratégia acabou se tornando um grande fracasso para os fundos de pensão, uma vez que 71% dos fundos que tiveram perda de capital davam esse poder de ingerência aos FPs, contra apenas 35% daqueles que geraram retornos líquidos acima de 20% a.a.;

- A partir de 2014, com o menor interesse de investidores internacionais e o surgimento de plataformas de distribuição de para investidores locais, os fundos de pensão passam a acessar os melhores fundos do mercado, com os retornos melhorando significativamente. Das oito safras analisadas nesse período, cinco tiveram retorno bruto mediano acima de 20% a.a. O índice de fundos com perda cai pela metade para todo o mercado e o índice de perda total cai 65%, com os fundos de pensão alocando em número menor de fundos com perda total do que outros investidores. Também surgem FoFs de alternativos, que têm ajudado muitas entidades de menor porte a investir de forma diversificada nesse segmento;

- Quanto às estratégias selecionadas, os fundos de ativos reais (e.g. florestas e terras) tiveram melhor resultado mediano, seguidos pelos fundos de infraestrutura, mezanino e venture capital (VC). Já os investimentos de FIPs imobiliários, private equity tradicional (PE) e os investimentos feitos diretamente pelos fundos de pensão, sem gestão terceirizada, tiveram os piores resultados, com mediana negativa;

- A análise dos fundos com melhor resultado para os fundos de pensão mostram que dos R$28 bilhões de ganhos oriundos de

fundos com mais de 20% de TIR líquida, pouco mais de 70% veio de fundos temáticos, como o *Case* ilustrado neste estudo, com mais de 80% disso nas mãos de gestores experientes. Já as perdas estiveram mais concentradas em fundos mono-ativos (*Club Deals*), principalmente de gestores novatos, que junto com gestores com experiência anterior, mas ainda não provados, também representaram o grosso das perdas em fundos multi-ativos;

- Fundos de pensão possuem atualmente cerca de R$20 bilhões investidos em PE/VC, o que representa pouco mais de 1% do cerca de R$1,6 trilhões de patrimônio dessas instituições (EFPCs e RPPSs). Esse número poderia triplicar caso volte ao mesmo patamar de 2014. E com o aprendizado acumulado e existência de mais dados para se escolher fundos, há condições para que as maiores entidades possam regressar a esse segmento de mercado com chances reais de obterem retornos satisfatórios, ainda mais se, dessa vez, limitarem-se aos comitês consultivos (equivalente aos LPACs) dos fundos. As taxas de juros seguem sendo a principal barreira para que isso ocorra, uma vez que estão em níveis acima das metas atuariais dos fundos.

Sobre a Private Equity Bay (Pebay)

A Private Equity Bay (Pebay) é uma plataforma de inteligência especializada em Private Equity, mercado imobiliário, infraestrutura e investimentos similares no Brasil. Acompanha e analisa a performance de mais de 1.500 fundos, de aproximadamente 550 gestores, além de contemplar transações em mais de 4.100 tempresas e projetos investidos, e oferecer informação financeira e de valuation dos principais ativos. Tudo realizado com elevados padrões de qualidade e confiabilidade. Com apoio da Pebay investidores monitoram melhor seus investimentos, comparam desempenho com o mercado e originam melhores oportunidades, reduzindo o tempo dedicado com busca e análise de informação, permitindo assim obter maior retorno e menor risco em ativos alternativos.

PRIVATEEQUITYBAY
inside private equity

São Paulo-SP
www.pebay.com.br
insidepe@pebay.com.br
+55 (11) 3136-0083