



Departamento de Economia

Monografia

“A Entrada de Fundos de *Private Equity* na Gestão de Empresas:
o caso Magnesita”

Pedro Salles Montenegro

Matrícula nº 0512230

Orientador: Fabrício Mello Rodrigues da Silva

Tutor: Márcio Gomes Pinto Garcia

Junho de 2009

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



Departamento de Economia

Monografia

“A Entrada de Fundos de *Private Equity* na Gestão de Empresas:
o caso Magnesita”

Pedro Salles Montenegro

Matrícula nº 0512230

Orientador: Fabrício Mello Rodrigues da Silva

Tutor: Márcio Gomes Pinto Garcia

Junho de 2009

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

1. INTRODUÇÃO	5
2. O SETOR DE PRIVATE EQUITY	7
2.1. O que são Fundos de <i>Private Equity</i> ?	7
2.2. Estratégias de Desinvestimento	7
2.3. Veículos de Investimento	11
2.4. Histórico do Setor no Brasil	13
2.5. Regulação no Brasil	16
2.5.1 Fundos de Investimento em Participações (FIPs).....	16
2.5.2 Outras Estruturas Legais	18
2.5.3 Proposta de Auto-Regulação	20
2.6. Visão Geral do Setor de Private Equity no Brasil	21
2.7. Pilares para a Recente Evolução do Setor	25
3. FUNDOS DE PRIVATE EQUITY E O AUMENTO DE VALOR EM EMPRESAS INVESTIDAS	29
3.1. O Problema da Assimetria Informacional	30
3.2. Eficiência Operacional	36
3.3. Outros Estudos Realizados	41
4. VISÃO GERAL DA MAGNESITA REFRAATÓRIOS S.A.	47
4.1. Setores de Atuação da Magnesita	47
4.1.1 Mineração	47
4.1.2 Refratários	49
4.2. Perfil da Empresa	54
4.3. Histórico da Empresa	55
4.4. A Aquisição pela GP Investimentos	57
4.4.1 Visão Geral da GP Investimentos	57
4.4.2 Aquisição e Reestruturação Societária	60

4.4.3	Aumento de Eficiência Operacional	62
4.5.	A Magnesita no Mercado de Ações	68
5.	CONCLUSÃO	77
6.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	80

1. INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem por objetivo analisar o impacto da entrada dos fundos de *private equity* no capital e, conseqüentemente, na gestão de empresas. Analisaremos quais são as mudanças que a gestão destes fundos provoca e como estas podem alterar o valor das companhias.

Estes fundos têm representado uma importante e crescente alternativa de financiamento para as empresas brasileiras¹. Estas obtêm a oportunidade de crescer mais rapidamente, através de um maior nível de investimentos possibilitado pela injeção de capital recebida.

No início, abordamos a ação dos fundos de *private equity* de um ponto de vista mais amplo. Incluímos uma visão geral do setor no Brasil, com o seu histórico e o ambiente regulatório. Adicionalmente, listamos diversos veículos de investimento que podem ser utilizados pela indústria para realizar seus investimentos.

Estudamos que, principalmente através de uma diminuição do custo de capital e um aumento de eficiência operacional, grandes fundos de *private equity* normalmente trazem benefícios às empresas investidas após a entrada na sua gestão, aumentando seu valor percebido. Neste processo, analisamos quais mudanças são normalmente efetuadas nas companhias sob gestão destes fundos.

Na segunda parte do trabalho, observamos especificamente o caso da Magnesita, empresa líder na produção de refratários na América Latina que teve seu controle adquirido pela GP Investimentos em setembro de 2007.

A GP é uma experiente firma voltada para a atividade de *private equity*, com um bom histórico de resultados. Após a aquisição e a reestruturação societária e administrativa efetuada pelo fundo, a companhia apresentou forte evolução em termos

¹ Segundo a ABVCAP (Associação Brasileira de *Private Equity & Venture Capital*), a indústria brasileira de *private equity* tinha um capital comprometido em investimento de US\$ 26,6 bilhões em junho de 2008, representando aproximadamente 1,7% do PIB brasileiro de 2008. Em 2007, esse valor era de US\$ 16,7 bilhões, enquanto que estes recursos somavam apenas US\$ 5,6 bilhões em 2004.

de eficiência operacional, além de considerável apreciação nas suas ações nos meses subsequentes. Além de analisarmos o que pode ter causado estes efeitos, observamos quais medidas implementadas pela GP podem ter de fato acrescentado valor à Magnesita.

2. O SETOR DE PRIVATE EQUITY

2.1. O que são Fundos de *Private Equity*?

Os fundos de *private equity* efetuam investimentos de médio e longo prazo buscando retornos mais significativos, acima da taxa básica de juros de uma economia. Estes investimentos envolvem a participação em companhias que tenham boas oportunidades de crescimento, seja ele orgânico ou através de aquisições. A entrada no capital das empresas investidas pode ser obtida através da aquisição de ações ou outros valores mobiliários como debêntures conversíveis, bônus de subscrição, entre outros. Normalmente, esta entrada é efetuada em empresas de capital fechado.

Os fundos entram no capital de uma empresa tendo sempre como objetivo o desinvestimento futuro, em um prazo médio de 5 a 10 anos após o momento da compra da participação. Neste intervalo de tempo, a administração busca um crescimento agressivo da companhia de modo a acrescentar valor aos seus acionistas e gerar ganhos expressivos de capital em uma venda posterior.

Os investimentos do setor de *private equity* são vistos como de alto retorno e, conseqüentemente, também de alto risco, além de consideravelmente ilíquidos.

Uma grande diferença entre fundos de *private equity* e fundos de renda variável convencionais, além do prazo dos seus investimentos, é que o primeiro é normalmente estruturado através de “condomínios fechados”. Isto quer dizer que seus investidores subscrevem as cotas do fundo na sua estruturação e, posteriormente, não há possibilidade de resgate intermediário. Os cotistas só recebem o capital quando ocorre o desinvestimento nas empresas investidas, normalmente de 5 a 10 anos após o investimento inicial, conforme já citado.

2.2. Estratégias de Desinvestimento

A venda da participação na empresa por parte do fundo pode acontecer de diversas maneiras, principalmente através de:

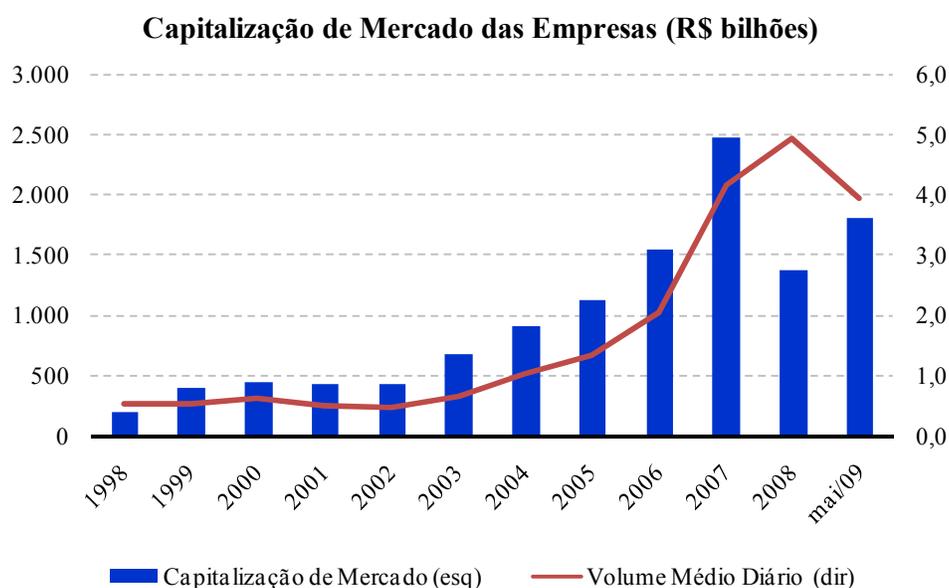
- Abertura de capital: também conhecido como “IPO” (*Initial Public Offering*), consiste na venda de parte do capital da empresa para o público através do mercado de ações. O desinvestimento por parte do fundo de *private equity* ocorre através de uma emissão secundária de ações. Ou seja, não há aumento de capital e o dinheiro da venda vai diretamente para os acionistas que estão oferecendo suas ações ao mercado, sem afetar o caixa da companhia;
- Venda privada, dentre as quais:
 - Venda para outra companhia interessada nos negócios da empresa investida, também conhecida como *trade sale*;
 - Venda para outro fundo de *private equity*, estratégia de saída muito comum também conhecida como *secondary buy-out*;
 - Recompra da participação do fundo por parte da própria empresa investida, também conhecida como *company buy-back*; e
 - Recompra por parte dos gestores da própria empresa investida, também conhecida como *management buy-out*.
- Liquidação: esta estratégia, também conhecida como *write-off*, consiste na liquidação total dos ativos da empresa investida, sendo estes divididos entre os acionistas e os credores.

A existência de um mercado maduro que possibilite ao fundo de investimento opções concretas de desinvestimento de suas participações em empresas é uma pré-condição para o desenvolvimento da indústria de *private equity*.

O mercado de capitais brasileiro evoluiu significativamente nos últimos anos. Não só o número de aberturas de capital cresceu, como também o volume médio diário da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) aumentou consideravelmente, em conjunto com a valorização de mercado de suas empresas.

Este cenário positivo foi beneficiado por uma grande abundância de capital decorrente da elevada liquidez verificada no mercado internacional até meados de 2008, quando a crise imobiliária e financeira se intensificou no exterior.

O gráfico a seguir mostra a evolução da capitalização de mercado das companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, bem como o crescimento do volume negociado. Vale notar que a capitalização refere-se ao dado verificado no último dia do período, enquanto que o volume diário mostra a média observada em todo o período.

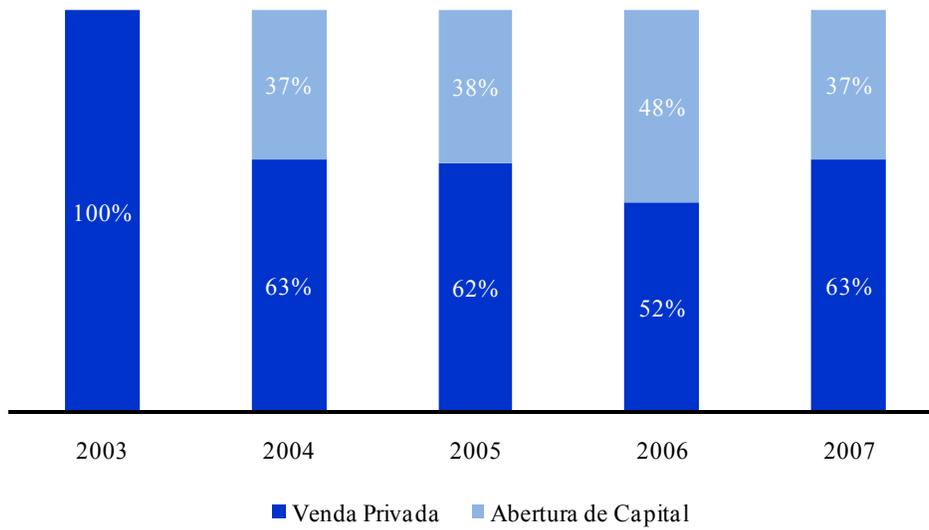


Fonte: Bovespa

Esta rápida evolução iniciada em 2003 e a crescente demanda de diversos investidores por ações de empresas aumentaram consideravelmente a utilização da abertura de capital como estratégia de saída dos fundos de *private equity* no Brasil.

Destacamos no gráfico a seguir a crescente importância dos “IPOs” como veículo de desinvestimento dos fundos de *private equity* no país.

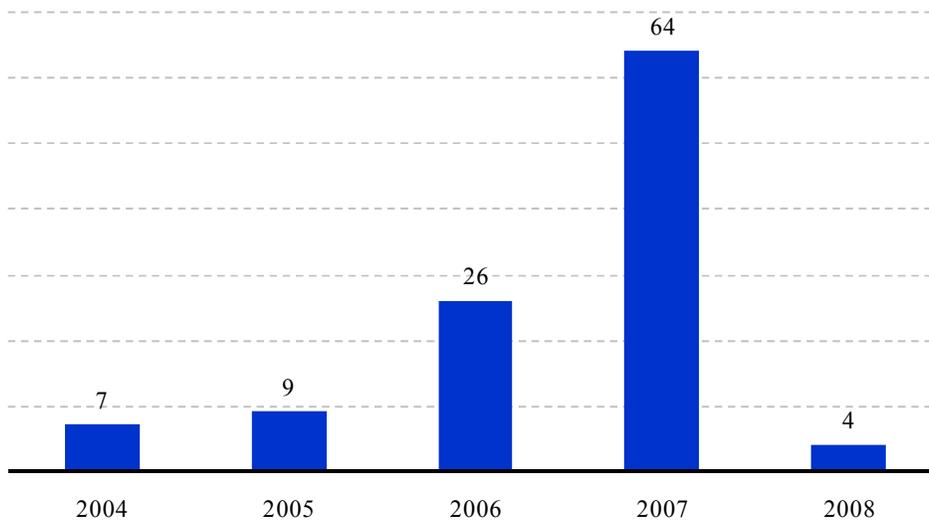
Balanço das Saídas



Fonte: ABVCAP

Entretanto, diante das fortes incertezas geradas pela deterioração do cenário macroeconômico mundial, o ano de 2008 ficou marcado pela paralisação do mercado de “IPOs”. Apenas quatro empresas abriram seu capital na Bovespa, conforme podemos observar abaixo.

Número de Aberturas de Capital na Bovespa



Fonte: Bovespa

Apesar da expressiva queda do número de “IPOs” verificada em 2008, a maior abertura de capital da história brasileira aconteceu justamente neste mesmo ano, com a OGX Petróleo e Gás. Além desta operação da OGX, que movimentou R\$ 6,7 bilhões, a Hypermarchas, a Nutriplant e a varejista Le Lis Blanc também utilizaram o “IPO” como fonte de financiamento. Nenhum destes casos incluiu estratégias de desinvestimentos, visto que todos foram ofertas primárias de ações. Ou seja, as empresas ampliaram seu capital social e venderam as novas ações emitidas ao mercado, de tal modo que os recursos levantados foram diretamente para seu caixa.

2.3. Veículos de Investimento

A definição de um fundo de *private equity* já foi dada anteriormente, porém apenas de forma abrangente. De uma maneira mais específica, estes fundos são voltados principalmente para empresas mais maduras, mas que ainda estejam em um estágio intermediário de desenvolvimento e possuam boas oportunidades de crescimento, seja ele orgânico ou através de consolidação no seu setor (inorgânico). Por estarem voltados para companhias com tais características, normalmente seus investimentos ocorrem em firmas de capital fechado, cujas oportunidades ainda não foram bem avaliadas por outros investidores.

Podemos observar no mercado de capitais a existência de outros veículos de investimento muito semelhantes aos fundos de *private equity*, aos quais também podemos aplicar aquela definição mais geral. Porém, seus objetos de investimento são um pouco diferentes, variando de acordo com o estágio de desenvolvimento das empresas investidas. Dentre eles, podemos citar, principalmente:

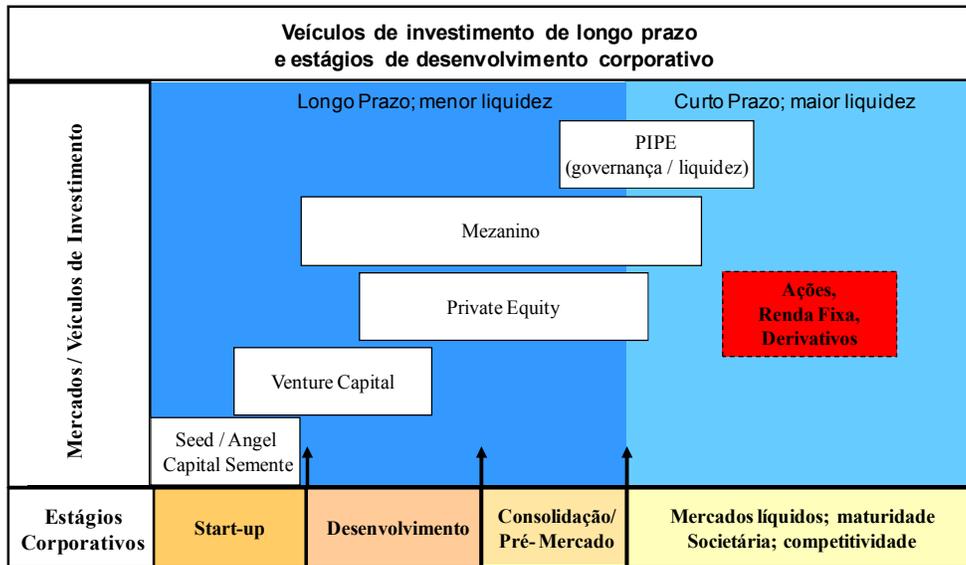
- *Seed Capital* ou Anjos: oferecem o capital inicial necessário para um novo negócio se sustentar sozinho. São voltados para empresas ainda em *start-up*, sem qualquer atividade operacional, e normalmente financiam pesquisas iniciais ou o desenvolvimento de produtos;
- *Venture Capital*: está ligado a empresas embrionárias, em fase inicial de desenvolvimento. Porém, são companhias mais avançadas em relação às

financiadas por *seed capital* e envolvem maiores montantes de investimento;

- Mezanino: é um financiamento misto para empresas já melhor estruturadas que, além de utilizar dívida, também pode envolver o seu capital. Ao conceder o empréstimo para a companhia, o fundo recebe debêntures conversíveis que pagam juros normalmente mais baixos sobre a dívida e lhes dão o direito de participar do capital da empresa no futuro, por um preço previamente estabelecido;
- *PIPE – Private Investment in Public Equity*: são voltados para empresas de capital aberto, de maior porte. Os fundos de investimento adquirem participação em companhias já listadas em bolsa de valores.

Os veículos de investimento acima estão listados em ordem decrescente de risco. Quanto menor for o estágio de desenvolvimento de uma empresa: (i) maior é a assimetria informacional entre investidores e empreendedores; (ii) maior é a dívida quanto à evolução operacional desta no seu mercado; e (iii) menor é a sua liquidez, o que dificulta o desinvestimento. Como contrapartida, as companhias de menor porte também são as que apresentam maiores oportunidades de crescimento e, conseqüentemente, maiores possibilidades de retorno para os fundos.

A seguinte figura exemplifica em quais estágios corporativos estes veículos de investimento atuam, além do grau de liquidez de cada um deles.



Fonte: ABVCAP

2.4. Histórico do Setor no Brasil

O setor de *private equity* brasileiro não tem um histórico muito extenso, dado o seu estágio inicial de desenvolvimento no país. Esta indústria ainda não atingiu no Brasil a maturidade e a importância econômica que tem em países mais desenvolvidos. Adicionalmente, é válido mencionar que o setor não possui estatísticas oficiais e, portanto, números divulgados sobre ele são referentes a estudos feitos por consultorias ou associações.

Os primeiros passos do setor de *venture capital* no Brasil foram dados por iniciativas governamentais, através de três companhias criadas pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) em 1974 para capitalizar empresas brasileiras. Como já observado, a atividade deste setor é muito semelhante à do *private equity*. Estas três companhias hoje integram o BNDESPar, subsidiária voltada para investimento em participações de empresas situadas em setores considerados estratégicos para o desenvolvimento da economia nacional.

Praticamente em conjunto com o BNDES, a Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) também realizou ações que levaram a um maior desenvolvimento desta

indústria, através de financiamentos voltados para a consolidação do setor de tecnologia brasileiro. A FINEP é uma empresa pública, vinculada ao Ministério de Ciência e Tecnologia. Seu principal objetivo é desenvolver a indústria de tecnologia no país, financiando inovações e pesquisas científicas realizadas por empresas, universidades, institutos tecnológicos, entre outros.

A primeira empresa privada de *venture capital* no Brasil foi a Brasilpar. Esta foi fundada em 1976 através de uma parceria entre Unibanco e Paribas. No início dos anos 80, a companhia foi capitalizada por investidores domésticos e internacionais e chegou a totalizar US\$ 200 milhões em investimentos iniciais. Atualmente, a Brasilpar não atua mais como uma gestora de recursos, oferecendo apenas serviços de assessoria financeira.

O cenário para o setor de *private equity* naquela época não era positivo. A década de 80, conhecida como “década perdida”, era marcada pela instabilidade e incerteza econômica, traduzida em baixo crescimento do Produto Interno Bruto, hiperinflação e taxas de juros extremamente elevadas e voláteis.

A situação não melhorou muito no início dos anos 90, que viveu momentos conturbados e incertos com o Plano Collor. Cenários como estes diminuem de forma significativa a disponibilidade de capital para investimentos de médio e longo prazo na economia. Assim sendo, o desenvolvimento do setor de *private equity* foi negativamente afetado neste período, quando investidores locais e principalmente estrangeiros não estavam dispostos a financiar projetos com prazos mais elevados.

O Plano Real trouxe maior estabilidade à economia brasileira, em conjunto com uma maior confiança internacional e um aumento do fluxo externo de capitais. Com ele, o cenário econômico se tornou mais previsível e a incerteza fora consideravelmente reduzida. Por conseguinte, novas oportunidades surgiram para o setor, que ficou mais atrativo para investimentos.

Adicionalmente ao cenário macroeconômico, as atividades de *venture capital* foram reguladas pela primeira vez com a Instrução nº 209 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) de 1994. Esta dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a

administração dos fundos mútuos de investimento em empresas emergentes (FMIEE), e deu maior segurança aos participantes deste mercado.

Diante deste cenário favorável, foi criada a GP Investimentos. Esta atualmente possui uma posição de destaque na indústria de *private equity* da América Latina. Desde sua instituição em 1993, captou mais de US\$ 4 bilhões de investidores estrangeiros e adquiriu 48 companhias de 15 diferentes setores. Com seu “IPO” realizado em 2006, se tornou a primeira companhia de *private equity* da região a ter suas ações listadas em bolsa.

Estudo realizado pela Fundação Getúlio Vargas (1º Censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital*), divulgado em 2005, indica que havia oito gestores de fundos em 1994. Este número subiu para 45 em 2000, evidenciando a forte expansão do setor no Brasil no período posterior ao Plano Real.

Em 2003, a Instrução CVM nº 391, a ser explicada com detalhes mais abaixo, foi criada. Só a partir desta data a atividade dos fundos de *private equity* passou a ser efetivamente regulada, já que ainda não contava com regime próprio previsto na legislação brasileira. Apesar desta evolução, as regras para o setor ainda são consideradas muito amplas, o que tem levantando discussões sobre a necessidade de uma auto-regulação por parte dos participantes desta indústria. Por um lado, este cenário é positivo por dar maior independência e flexibilidade para a atuação dos fundos. Por outro, pode passar maior insegurança e incerteza aos investidores do setor.

O período iniciado em 2004 marcou a abertura do mercado acionário como mecanismo de desinvestimento para os fundos de *private equity*. Conforme já evidenciado mais acima, os “IPOs” foram uma importante estratégia de saída para o setor até 2007, quando a crise internacional reduziu a disponibilidade de capital dos investidores para renda variável.

2.5. Regulação no Brasil

A atividade da indústria de *private equity* no Brasil ainda é relativamente recente e não atingiu sua maturidade. O setor tem crescido consideravelmente nos últimos anos, bastante apoiado pela estabilidade alcançada pela economia brasileira assim como nas grandes oportunidades de crescimento e na maior capacidade para atrair capital externo. Conforme já indicado mais acima, evoluiu de US\$ 5,6 bilhões em capital comprometido no ano de 2004 para US\$ 26,6 bilhões em junho de 2008, resultando em um crescimento de 375% neste período.

Como consequência deste estágio inicial do segmento no Brasil, sua regulação no país ainda está em estado de aperfeiçoamento. É importante mencionar que um fundo de *private equity* pode ser constituído de diferentes formas. Portanto, diversas regras podem ser aplicadas para estes fundos, de acordo com sua constituição.

2.5.1 *Fundos de Investimento em Participações (FIPs)*

Uma das estruturas mais presentes no Brasil é a de fundos constituídos sob instruções da CVM. Os Fundos de Investimento em Participações (FIPs) são os que melhor modelam a atividade dos fundos de *private equity*.

A constituição, a administração e o funcionamento dos FIPs são atualmente regulados pela Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003. Esta foi a primeira regulamentação voltada de forma mais específica para fundos de *private equity*. Desde então, os FIPs se tornaram a principal estrutura utilizada para a realização de investimentos do setor.

Segundo a Instrução, o FIP é um fundo constituído sob a forma de condomínio fechado, que reúne recursos destinados à aquisição de ações ou de qualquer outro instrumento financeiro que seja conversível em ações de companhias, como debêntures, bônus de subscrição, entre outros.

O fundo pode investir tanto em companhias de capital fechado como em companhias de capital aberto e deve participar diretamente de sua gestão, através da

indicação de membros para o Conselho de Administração das companhias investidas. O regulamento do próprio fundo é que deve definir os critérios a serem avaliados para que uma determinada empresa aberta possa ser ou não objeto de investimento do FIP.

As companhias fechadas que tiverem recebido investimentos do fundo devem seguir práticas mínimas de governança corporativa. No caso da companhia ser aberta, a mesma deve aderir a segmentos de mercado que exijam ao menos as práticas mínimas requeridas pela CVM. Vale citar que o mercado brasileiro tem evoluído muito neste sentido, visto que as empresas estão cada vez mais preocupadas em adotar melhores práticas de governança corporativa. A criação do segmento especial Novo Mercado na Bovespa com grande aderência por parte das companhias evidencia este movimento, a ser demonstrado mais abaixo.

Apenas investidores qualificados têm acesso para investir no FIP, com valor mínimo de subscrição de R\$ 100.000. Esta restrição deve-se principalmente ao fato de os fundos de *private equity* serem formados sob “capital fechado”. Assim sendo, é necessário que o investidor seja qualificado para poder manter elevados recursos em um fundo no qual não poderá resgatá-lo dentro de um prazo de, normalmente, cinco a dez anos.

A Instrução CVM n° 391 veda ao fundo a realização de operações com derivativos como forma de investimento e alavancagem. Entretanto, para fins de defesa de seu patrimônio, o FIP pode usar derivativos como proteção, ligados a ativos que componham a carteira do fundo.

Além disso, a CVM determina que o fundo mantenha transparência em relação aos riscos de uma possível concentração de investimentos e falta de liquidez dos ativos de sua carteira, sempre os destacando na divulgação de seus resultados.

A administração do fundo deverá ser feita por pessoa jurídica devidamente cadastrada na CVM para tal tarefa. O administrador pode contratar uma terceira pessoa para a gestão da carteira do fundo, também devidamente autorizada pela CVM para tal função, ou aglutinar ambas as funções.

O administrador do fundo tem diversas obrigações previstas na Instrução. Dentre elas, destaca-se o fornecimento de relatórios de investimento aos cotistas que detiverem mais de 10% das cotas emitidas, com suas devidas análises e estudos elaborados pelo gestor ou administrador para justificar decisões tomadas pela assembléia geral.

2.5.2 Outras Estruturas Legais

Diferentes instruções da CVM também podem ser aplicadas à indústria como um todo. Dentre elas, vale citar: (i) Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE), voltados para *venture capital*; (ii) Instrução CVM nº 409, mais voltados para veículos como o PIPE ou mezanino; e (iii) Fundos de Investimento em Direito Creditório (FIDC), voltados para investimentos via dívida.

As primeiras normas para o setor em geral foram criadas pela CVM, através da Instrução CVM nº 209, de 25 de março de 1994. Esta dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos FMIEEs. Como principal diferença em relação aos FIPs, podemos citar que o último não tem limitação sobre o tamanho da empresa a receber o investimento, podendo esta ser de capital aberto.

Outra estrutura importante no setor é a *limited partnership* (LP). Esta contém duas partes envolvidas: (i) *General Partner*, responsável pela gestão dos investimentos; e (ii) *Limited Partners*, responsáveis por fornecer recursos para a constituição do fundo, ou investidores. De acordo com Ribeiro (2005)², os últimos são protegidos por uma cláusula de responsabilidade limitada que lhes dá a garantia de que não perderão mais do que o capital investido no fundo. O *general partner* é o único que tem obrigação fiduciária pela gestão. Como contrapartida, a segunda parte normalmente não se aproxima das decisões tomadas pelo fundo.

Há poucas restrições nesta estrutura, o que a tornou uma opção popular entre os fundos de *private equity*. Além disto, a *limited partnership* possui uma tributação menos rigorosa, com seus ganhos sendo tributados apenas no fechamento do fundo. Cada

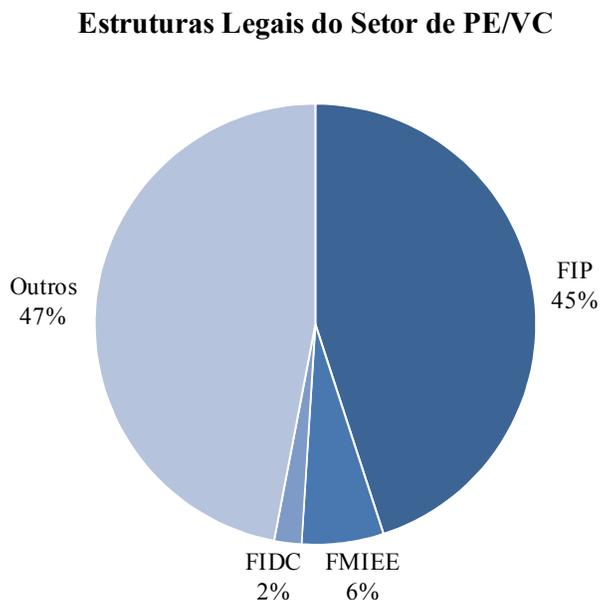
² O autor refere-se à regulamentação das *limited partnerships* nos EUA, especificamente.

investidor paga a alíquota ao qual está sujeito, permitindo que aqueles que possuem maiores benefícios fiscais, como os fundos de pensão, sejam menos tributados.

É importante destacar que a *limited partnership* não está prevista na legislação brasileira. Entretanto, além dos EUA, países como Canadá, Chile e alguns paraísos fiscais a incluíram em seus sistemas jurídicos. Diante deste cenário, todos os fundos de *private equity* que atuam no Brasil sob esta estrutura são sediados fora do país.

Adicionalmente, há também veículos sob a forma de *holdings* como a Bradespar e a Ideiasnet, ambas listadas na Bovespa. Entretanto, estas estão sujeitas às mesmas normas aplicadas para sociedades anônimas. Assim sendo, todas as partes são tributadas sob a mesma alíquota de 34% e não há limite para sua duração. Adicionalmente, apenas as *holdings* com capital aberto podem receber investimentos estrangeiros.

O gráfico abaixo demonstra quais estruturas são mais encontradas nos fundos brasileiros, de acordo com pesquisa da KPMG.



Fonte: KPMG, para o Valor Econômico

2.5.3 Proposta de Auto-Regulação

Apesar de regular diretamente as atividades dos fundos de *private equity*, a Instrução CVM nº 391 e outras relacionadas ao setor ainda são consideradas muito abrangentes pelo próprio mercado financeiro. O funcionamento de um fundo de *private equity* é extremamente complexo, envolvendo essencialmente três participantes: (i) as empresas investidas; (ii) os gestores do fundo; e (iii) os investidores. Existem diversos conflitos que podem ser criados entre as partes envolvidas no decorrer de um investimento, cuja longevidade propicia ainda mais o surgimento de cenários adversos neste sentido.

Um conflito facilmente perceptível provém da assimetria informacional entre os gestores do fundo e os investidores que delegam a gestão de seus recursos ao fundo de *private equity* por um extenso período de tempo. Neste caso, os investidores precisam ser constantemente bem informados de todos os passos e decisões que os gestores tomam, assim como de todos os riscos envolvidos em cada operação. É necessário ter como objetivo que esta assimetria se reduza o máximo possível.

Outro grande conflito pode ocorrer na gestão da empresa investida. Um aporte de capital na empresa por parte do fundo significa a criação de um relacionamento intenso que durará, em média, de cinco a dez anos. Problemas entre os controladores da empresa e os gestores do fundo podem ocorrer quanto à filosofia de administração, estratégia de crescimento, divisão de lucros, remuneração, objetivo da empresa, entre outros. Portanto, as condições iniciais deste processo necessitam ser extremamente transparentes e bem definidas.

Diante das regras ainda genéricas relacionadas ao funcionamento dos fundos de *private equity*, a própria indústria chama a atenção para a importância da auto-regulação. A Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP) está atualmente desenvolvendo esta questão em parceria com a Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID).

Adicionalmente à regulação já existente e ajudadas por ela, as novas regras do setor deverão se basear também nas diversas experiências bem sucedidas de negócios gerados no Brasil desde o início da indústria de *private equity*. Apesar de ainda estar

sendo formulada, a auto-regulação já possui alguns pontos abordados que são quase consenso absoluto dentro do setor: (i) informação periódica e absolutamente transparente aos cotistas sobre o regulamento do fundo; (ii) decisões tomadas e estruturadas pelo comitê de investimento e pelo conselho diretor; (iii) contratação de auditores independentes para emissão de parecer; (iv) gestor como investidor do próprio fundo, como meio de aumentar seu comprometimento com os investimentos; (v) cada cota equivale a um voto; (vi) necessidade de haver representantes do fundo no conselho de administração da empresa investida; e (vii) direção executiva da empresa investida precisa ser profissionalizada.

O principal objetivo destas medidas é criar um código de proteção a todos os participantes do processo, ou seja, investidores, gestores e empresas investidas. Consequentemente, com maior segurança e previsibilidade quanto às regras do fundo, mais recursos devem ser captados.

A indústria brasileira de fundos como um todo alcançou outro nível quando normas mais específicas foram criadas para a elaboração dos seus prospectos. Estes passaram a conter informações mais detalhadas sobre as políticas de investimento, os riscos nele envolvidos, os objetivos do fundo e sua taxa de administração.

Todavia, como em qualquer outro mercado, uma regulação excessiva pode resultar em limitação de crescimento, falta de flexibilidade e elevada burocracia. É preciso ficar alerta tanto com o risco de se criar obstáculos em excesso para os negócios envolvendo fundos de *private equity* como com o risco de se trabalhar em um mercado não regulado que não passe segurança aos investidores. Ambos os fatores podem limitar seu desenvolvimento.

2.6. Visão Geral do Setor de Private Equity no Brasil

Como já citado, o setor é considerado recente no Brasil e ainda não possui estatísticas oficiais sobre sua evolução. Entretanto, tem crescido de forma rápida e consistente, se tornando cada vez mais importante para o mercado de capitais brasileiro

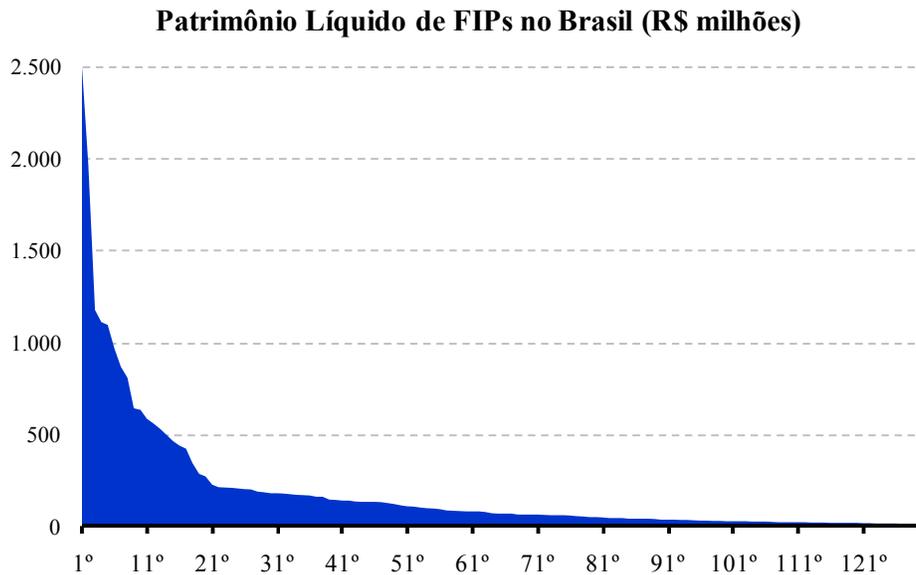
e para o financiamento via capital de diversas empresas com boas oportunidades de crescimento.

Os fundos de pensão têm uma posição de destaque na indústria de *private equity*. De acordo com uma pesquisa realizada pela KPMG, 57% dos recursos captados no mercado doméstico são provenientes de fundos de pensão. É importante frisar que este percentual não inclui recursos gerenciados pela Caixa Econômica Federal, cujas fontes são variadas e afetam significativamente estes resultados.

Ainda há espaço para crescimento desta participação dos institutos de pensão. A ABVCAP estima que estes investidores alocam apenas 3% de seus recursos em fundos de *private equity* ou *venture capital*, enquanto que em países mais desenvolvidos este percentual alcança 10%.

Dados do primeiro trimestre de 2009 fornecidos pela CVM mostram que o patrimônio líquido do FIP da Caixa Econômica Federal (FI-FGTS) representa 32% da soma do patrimônio líquido de todos os FIPs brasileiros. Nesta data, 182 fundos estavam registrados na instituição como fundos de investimento em participações.

Mesmo ao excluirmos este fundo da Caixa, ainda verificamos uma elevada concentração no mercado brasileiro. Os dez FIPs com maior patrimônio líquido respondem por 48% do total observado no final do primeiro trimestre deste ano. O gráfico abaixo destaca o patrimônio líquido de cada FIP em ordem decrescente. Vale lembrar que exclui o FI-FGTS da Caixa, bem como fundos cujo patrimônio líquido situa-se abaixo de R\$ 10 milhões.

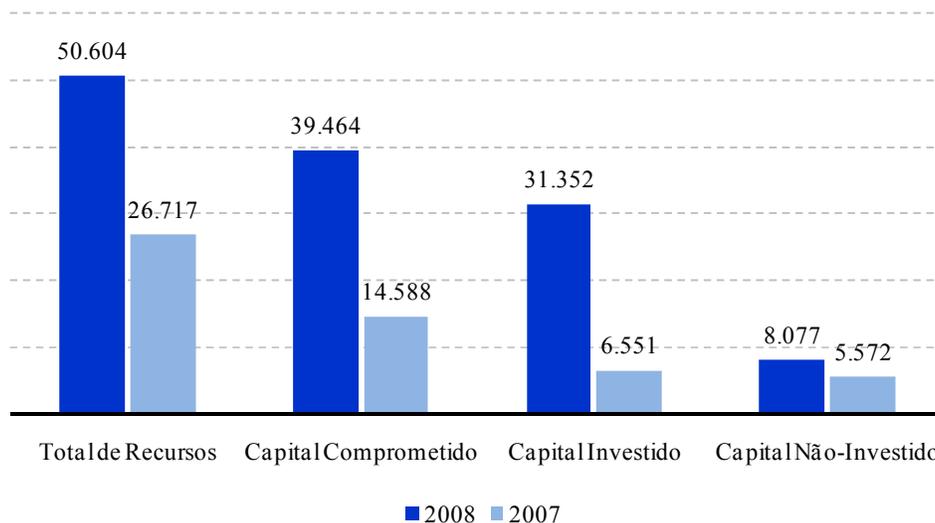


Fonte: CVM

Segundo a ABVCAP, a indústria de *private equity* no Brasil tinha um capital comprometido em investimento de US\$ 26,6 bilhões em junho de 2008. Deste total, aproximadamente 58% eram recursos de investidores estrangeiros. O valor atingido em meados de 2008 representa uma evolução significativa em relação ao ano anterior, quando totalizava US\$ 16,7 bilhões. Segundo o primeiro censo do setor feito pela FGV, esses recursos somavam apenas US\$ 5,6 bilhões em 2004.

Já um levantamento da KPMG com 38 empresas indica que estas tinham um total de R\$ 39,5 bilhões em capital comprometido em agosto de 2008, contra R\$ 14,7 bilhões no mesmo mês de 2007. Em relação ao capital ainda não-investido, observava-se um total de R\$ 8 bilhões no mesmo período de 2008 em relação aos R\$ 5,6 bilhões em agosto de 2007. O gráfico abaixo demonstra alguns números deste estudo.

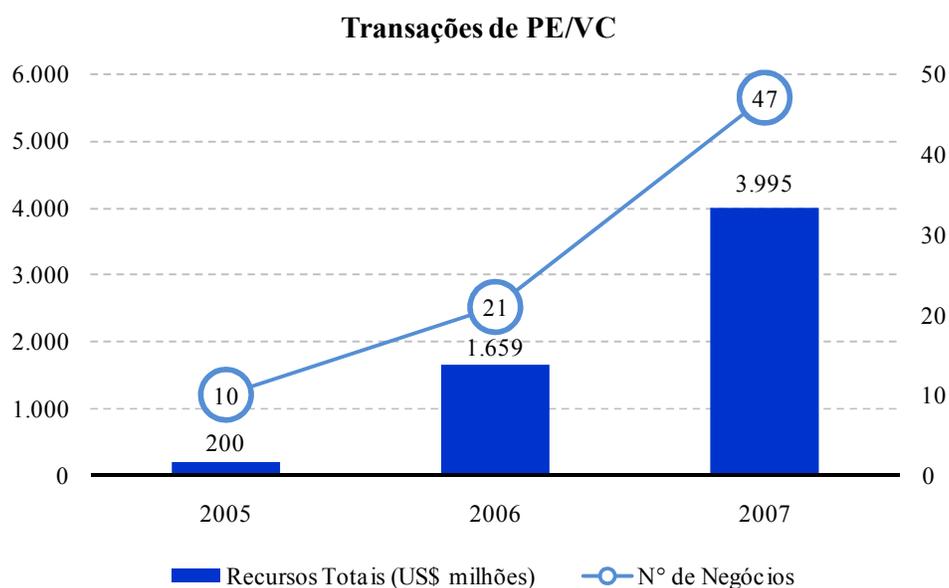
Evolução do Setor de PE/VC (em R\$ milhões)



Fonte: KPMG, para o Valor Econômico

Este cenário da forte evolução recentemente ocorrida também pode ser observado através das transações que foram fechadas de 2005 a 2007. Segundo dados da KPMG, dez negócios foram fechados em 2005, totalizando US\$ 200 milhões e um tíquete médio de US\$ 20 milhões. Já em 2006, 21 transações foram concluídas a um tíquete médio de US\$ 79 milhões e, portanto, US\$ 1.659 milhões foram utilizados. O salto também é significativo em 2007, ano no qual 47 negócios foram registrados com um tíquete médio de US\$ 85 milhões e, conseqüentemente, US\$ 3.995 milhões de recursos totalizados.

O gráfico a seguir evidencia estes números.



Fonte: KPMG, para o Valor Econômico

2.7. Pilares para a Recente Evolução do Setor

Os números acima comprovam a rápida evolução do setor, que atingiu um crescimento de 375% entre 2004 e junho de 2008 no que diz respeito ao seu capital comprometido.

Condições macroeconômicas foram um dos pilares deste crescimento por terem dado mais tranquilidade para os investidores efetuarem investimentos voltados para o longo prazo. Podemos citar: (i) inflação relativamente baixa e estável há mais de uma década; (ii) tendência de queda da taxa básica de juros; (iii) ótimas perspectivas para o PIB brasileiro, que pela primeira vez depois do milagre econômico da década de 1970 vivenciou um forte período de crescimento³; (iv) estabilidade nas contas externas, com grandes superávits na balança comercial e significativo acúmulo de reservas internacionais; (v) taxa de câmbio flutuante; (vi) redução consistente na relação

³ De 2004 a 2008, o PIB do Brasil apresentou uma taxa de crescimento anualizada composta (CAGR, na sigla em inglês) de 5,93%.

dívida/PIB; (vii) melhora no perfil da dívida pública, com mais taxas pré-fixadas; (viii) aumento no prazo médio da dívida pública interna; e (ix) como um resultado de todos os outros itens anteriores, grande expectativa em relação à obtenção do grau de investimento para os títulos soberanos, o que de fato ocorreu em maio de 2008.

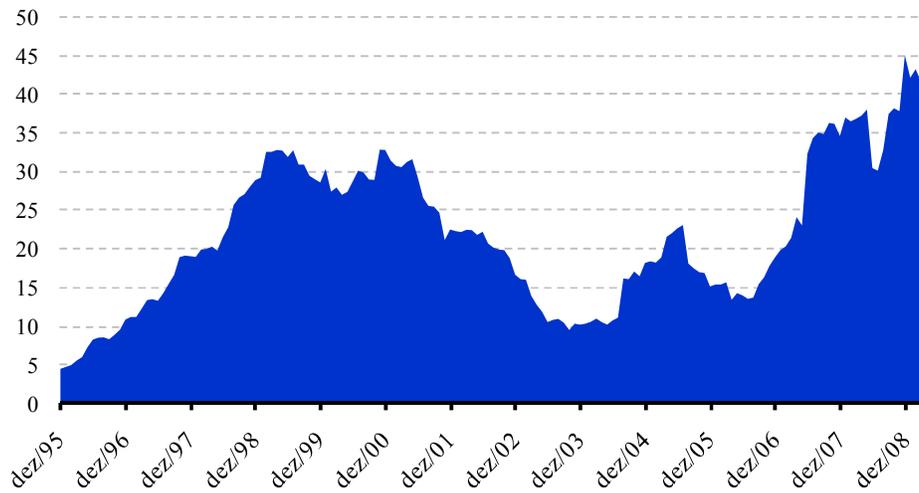
Desde 2003 até meados de 2008, o cenário externo deu um suporte significativo para que a economia brasileira se desenvolvesse de tal forma. Diante de uma recessão no início dos anos 2000, o banco central dos EUA efetuou uma agressiva expansão da política monetária para reaquecer a economia do país, levando a sua taxa básica anual de juros de 6,5% em 2000 para 1,0% em 2003. Como consequência, chegou a praticar taxas de juros reais negativas e derrubou a atratividade dos títulos americanos como investimento. Esta política fez com que o mundo experimentasse um elevado grau de liquidez propiciado pelos grandes volumes de recursos que migravam dos EUA em busca de retornos mais significativos. Com uma maior propensão ao risco por parte destes investidores, havia muito capital disponível para países emergentes, considerados mais arriscados, como Brasil, Rússia, Índia, entre outros.

Assim sendo, o Brasil experimentou um longo período de investimento estrangeiro direto líquido positivo⁴, além de valores crescentes da carteira de investidores estrangeiros⁵. Os gráficos a seguir evidenciam estes movimentos, que acabaram influenciando positivamente a indústria de *private equity* no período, tanto em termos de capital disponível como com maiores alternativas rentáveis de desinvestimento.

⁴ Medido pelo saldo líquido dos últimos 12 meses.

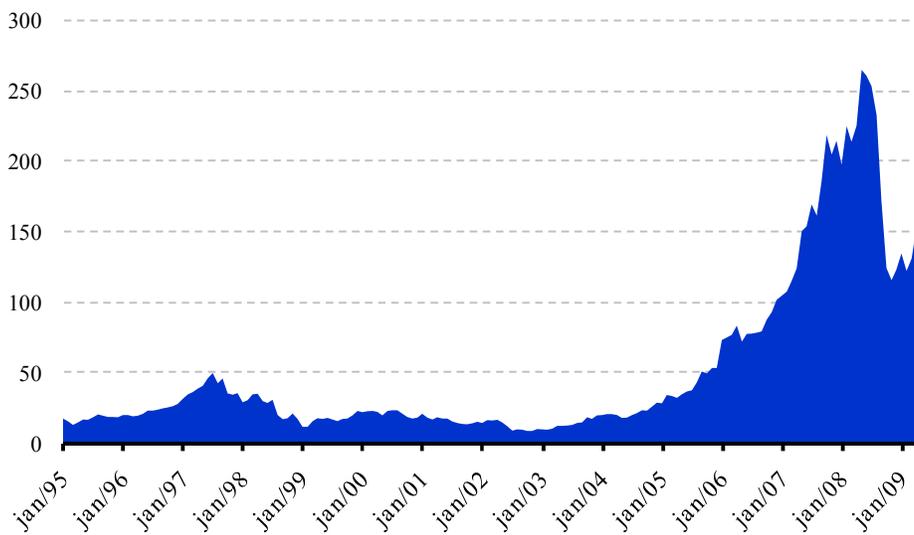
⁵ Estas compreendem investimentos em renda fixa, privatização, ações, derivativos e outros, de acordo com a CVM.

Investimento Estrangeiro Direto Líquido (US\$ bilhões, 12 meses acumulados)



Fonte: CVM e Banco Central do Brasil

Valor da Carteira de Investimento Estrangeiro (US\$ bilhões)

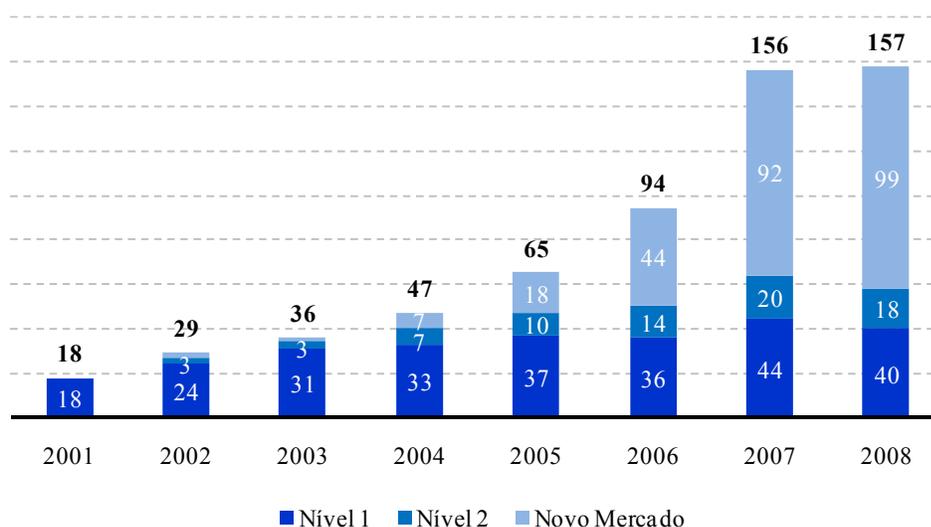


Fonte: CVM

Além da significativa evolução macroeconômica e dos grandes influxos de capital, também podemos citar os seguintes fatores como essenciais para a evolução do setor de *private equity* no Brasil:

- Constantes esforços do mercado e do governo para aumentar a regulação da indústria, ainda sob regras muito abrangentes. Depois da institucionalização das atividades de *venture capital* com a primeira regulação em 1994 através da CVM, a mesma criou em 2003 a Instrução nº 391. Esta foi a primeira regulação voltada para a atuação dos fundos de *private equity*, conforme já explicado anteriormente. Ademais, ajudado pelos ganhos de experiência com a recente evolução em suas operações, o próprio setor atualmente busca a auto-regulação, também já explicado acima.
- Melhorias no ambiente legal do país, incluindo questões referentes à tributação de fundos e confirmação da arbitragem para resolução de conflitos societários.
- Empresas cada vez mais preocupadas em adotar melhores práticas de governança corporativa. Como resultado deste movimento, temos a criação do Novo Mercado, segmento de listagem da Bovespa no qual as companhias seguem práticas de governança mais rígidas do que as previstas na legislação ou em outros segmentos, por iniciativa própria. Este tem se tornado cada vez mais presente na escolha das empresas, conforme podemos observar no gráfico abaixo. Assim, há uma maior qualidade e transparência de informações e práticas contábeis, aumentando a segurança dos acionistas.

Número de Companhias em Cada Nível



Fonte: Bovespa

3. FUNDOS DE PRIVATE EQUITY E O AUMENTO DE VALOR EM EMPRESAS INVESTIDAS

Há dois tipos de financiamento disponíveis para uma empresa: capital e dívida. A escolha de um destes pode ser vista como diferentes opções de uma companhia em relação a estruturas de governança corporativa. A relação desta com um credor é bastante diferente da que pode ser criada com um investidor. No segundo caso, há maior prestação de contas por parte da empresa, maior preocupação em relação ao seu desempenho econômico e ao valor que está sendo gerado para os acionistas.

Se optar por um financiamento via capital, a firma passa por uma nova escolha, que também resultará em diferentes modelos de governança: emissão privada ou pública de ações (*private equity* ou *public equity*). A emissão privada é apenas adquirida por investidores “qualificados”, capazes de manter seus recursos em investimentos mais arriscados por longos períodos de tempo. Estes são considerados melhor capacitados para identificar e medir riscos inerentes a este tipo de aplicação em comparação a menores investidores presentes na bolsa de valores. A prestação de contas no caso do capital privado é maior. Normalmente, fundos de *private equity* estão mais presentes na gestão de suas empresas, acompanham de perto o desenvolvimento de seus investimentos e avaliam minuciosamente uma companhia antes de adquirir parte de seu capital.

Assim sendo, a entrada de um investidor “qualificado” no capital de uma firma sinaliza que esta possui qualidade e boas perspectivas de crescimento, além de um constante monitoramento de suas operações. O fundo de *private equity* acaba atuando como um certificador para a empresa investida, abrindo uma nova janela de oportunidades para a mesma. Mesmo que o mercado não conheça e não possua informações detalhadas sobre ela, normalmente conhece o fundo e seu histórico de transações e administrações. Quanto mais credibilidade um fundo de *private equity* tiver, mais positivo será o efeito deste sobre sua investida. Haverá maior disponibilidade de capital a um custo mais baixo, pois tanto um futuro acionista ou credor passam a ter maior confiança nos fundamentos da empresa, diminuindo o seu risco. Além disso, novas parcerias comerciais ou relacionadas a pesquisas ficam mais propensas a se

materializarem, ajudadas não só pela certificação dada à empresa pelo fundo, como também por sua extensa rede de conhecimentos no mercado.

Adicionalmente, a indústria de fundos de *private equity* tem um bom histórico em executar *turnarounds* nas suas empresas investidas. Com um choque de gestão, buscam implementar relevantes aumentos de eficiência operacional através de maior produtividade e mudanças na estrutura organizacional.

Tanto a redução do custo de capital como um aumento de eficiência operacional aumentam o valor de uma empresa no longo prazo. A seguir, discutimos mais detalhadamente ambos os assuntos.

3.1. O Problema da Assimetria Informacional

A assimetria informacional entre uma firma e seus investidores cria um obstáculo para um maior crescimento da primeira. Diante de um cenário desigual referente às suas informações, agentes capazes de financiar as operações da companhia relutarão a fazê-lo. Os empreendedores podem agir de forma oportunista diante da falta de conhecimento dos investidores sobre a empresa, além de dificultar a transferência integral das especificidades do negócio.

Um dos problemas levantados pela assimetria informacional é a seleção adversa. Diante de um cenário de incertezas, o mercado avaliará as empresas pela “média”. Ou seja, firmas que realmente têm um maior potencial não receberão capital, pois não aceitarão a avaliação feita por justamente estarem acima desta “média”, à qual foram avaliadas. Além disso, um problema é criado para os investidores, visto que todas as empresas que aceitarem seus investimentos estarão subliminarmente indicando que estão sendo sobre-avaliadas. Ao aceitar o preço pago pelo mercado, sinalizam que valem menos do que foi avaliado. Caso contrário, não venderiam suas ações.

Um segundo problema refere-se ao risco moral. Após o aporte, os investidores têm dificuldade para avaliar se os empreendedores da firma investida estão realmente se esforçando pelos mesmos objetivos que os seus. Em diversos momentos, ambas as

partes podem ter diferentes metas. No caso de haver assimetria informacional, o investidor não consegue medir exatamente quais ações foram tomadas, as suas qualidades e para onde estão levando a empresa.

Ou seja, quanto maior for a assimetria informacional em uma empresa, menores serão os incentivos para investirem nela e, conseqüentemente, maiores serão as dificuldades para seu crescimento e até mesmo para sua existência.

Os fundos de *private equity* são reconhecidos pela sua capacidade de melhor resolver problemas provenientes de assimetria informacional entre os empreendedores e os financiadores, sejam eles credores ou investidores.

Antes de comprometer seu capital com a compra de uma emissão privada de ações de determinada empresa, os fundos de *private equity* conduzem uma rigorosa investigação sobre a firma a receber seus investimentos. Esse processo de *due diligence*⁶ realizado pelos investidores pode durar mais de um mês, normalmente incluindo: (i) minuciosa análise de documentos; (ii) revisão das informações disponibilizadas pela firma durante o processo de negociação; (iii) visitas às instalações operacionais e administrativas da companhia; e (iv) diversas reuniões com sócios, diretores, empregados, credores e até mesmo clientes. Este processo nitidamente levanta informações mais completas e detalhadas em comparação às disponíveis sobre uma empresa durante sua oferta pública de ações, especialmente se for do tipo *follow-on*⁷.

Além disso, a competência dos *private equities* para avaliar um processo de compra de ações é muito maior em comparação aos investidores “não-qualificados” presentes na bolsa de valores. Em adição ao fato de normalmente contarem com profissionais especializados no setor de um determinado investimento, os fundos de capital privado também possuem maior: (i) acesso às informações da empresa devido às

⁶ Detalhado processo investigativo realizado por possíveis investidores para analisar as vantagens, os riscos e os potenciais de um investimento próximo de ser efetuado. Além disso, verificam a idoneidade da empresa e a solidez de suas informações.

⁷ Também conhecida como SPO (*Secondary Public Offering*), consiste na venda de ações ao mercado em um período subsequente a um IPO (*Initial Public Offering*). Pode ser tanto uma emissão primária de ações (emissão de novas ações) como uma emissão secundária de ações (venda de ações já existentes).

negociações que executam diretamente com elas; e (ii) tempo exclusivamente destinado à análise da transação em questão.

Assim sendo, o problema de seleção adversa é reduzido visto que a assimetria informacional em transações de *private equity* é menor em relação àquela presente em aquisições públicas de capital. Diante deste cenário, uma empresa de baixa qualidade não consegue atrair recursos privados a um custo competitivo.

Como consequência, o mercado melhor avalia escolhas de financiamento via capital privado em relação a uma venda pública de ações. Em primeiro lugar, é positivo o fato de um investidor “qualificado” estar disposto a comprometer seus fundos com a aquisição de ações de uma empresa depois de ter realizado uma avaliação tão criteriosa sobre ela. Em segundo lugar, ao emitir capital privado em detrimento de público, a empresa sinaliza que o preço que seria pago pelo mercado de ações está abaixo de seu “valor justo”. Ou seja, ela estaria sendo subavaliada.

Além de melhorar problemas relacionados à seleção adversa, a emissão privada de capital também ajuda a mitigar o risco moral proveniente da informação assimétrica encontrada no período pós-contratual, já descrita acima. Ao iniciar a colocação de seu capital em alguma empresa, os investidores normalmente trabalham com acordos formais para: (i) inspecionar regularmente as instalações operacionais e financeiras da firma; (ii) ter livre acesso aos seus livros contábeis e demonstrações financeiras; e (iii) receber frequentemente relatórios e demonstrações financeiras e operacionais. Assim, podem monitorar de forma mais ativa a evolução da companhia, sua produtividade e o esforço de seus empreendedores. Ademais, fundos de *private equity* influenciam diretamente na gestão da investida, regularmente possuindo representantes no seu conselho de administração e ficando mais próximos do seu cotidiano.

Adicionalmente a este forte mecanismo de monitoramento sobre os movimentos da empresa investida, esta sabe que futuras oportunidades de financiamento podem ser criadas pelos fundos. Consequentemente, tem um maior incentivo para atingir metas mais agressivas e agradar a todos os seus acionistas.

Estes fatores levam a uma apreciação de curto prazo do valor de uma empresa que realiza uma emissão privada de capital. Além de não conseguirem atrair recursos

privados, empresas de baixa qualidade não têm intenção e incentivo para passar por tal monitoramento. Portanto, a entrada de um fundo de *private equity* em uma companhia sinaliza ao mercado que esta é de boa qualidade, em adição à indicação de que está sendo subavaliada, conforme já citado acima.

Este assunto foi estudado por Folta e Janney (2002), que tratam sobre os benefícios estratégicos que uma firma obtém ao emitir capital de forma privada. De fato, comprovam através de regressões estatísticas que empresas abertas que fazem uma emissão privada de capital obtêm um retorno positivo de 1,64% no dia do anúncio. Com um desvio padrão de 0,0023, a estatística-t de 7,13 indica um resultado estatisticamente significativo para qualquer nível de significância adotado.

Na direção oposta, anúncios de emissão pública de capital levam as empresas a obter retornos negativos no dia do anúncio, de aproximadamente 1,92%. A estatística-t deste resultado também é alta, de 6,86.

Os autores também encontraram resultados significativos que indicam uma variação positiva no dia subsequente ao anúncio de emissões privadas e retornos negativos um dia após a divulgação de emissões públicas.

Seus testes empíricos se concentram em empresas de biotecnologia de capital aberto, mas podem também ser aplicados em qualquer outra indústria. É importante ressaltar que quanto maior for a assimetria informacional entre a empresa e os investidores, mais significativos serão os resultados.

Outros estudos realizados por Hertzell e Smith (1993) e por Wruck (1989)⁸ em empresas abertas indicam que a emissão privada de capital normalmente leva a reações positivas do mercado no período subsequente, gerando retornos positivos de 1,7% e 4,4%, respectivamente. Enquanto que anúncios de emissão pública de capital levam as empresas a obter retornos negativos no curto prazo, de aproximadamente 3,0% segundo Smith (1986).

Entretanto, os resultados em questão não mostram especificamente que o valor da empresa foi alterado em função de medidas adotadas pelo fundo de *private equity*.

⁸ Evidenciados no trabalho de Folta e Janney (2002).

Um investimento de capital privado apenas sinaliza ao mercado que a empresa investida estava sendo subavaliada e, por isso, suas ações apresentam valorização. Ou seja, dado que a assimetria informacional foi reduzida, o mercado funciona de forma mais eficiente e passa a avaliar a empresa em um patamar mais próximo do seu verdadeiro valor.

Os argumentos e resultados acima evidenciam que o mercado reage positivamente, no curto prazo, a uma emissão privada de capital, levando a empresa a apresentar uma apreciação em seu valor. Apesar deste resultado não ser exatamente o foco do nosso estudo, alguns destes mesmos argumentos serão necessários para entendermos como há criação de valor em uma empresa no longo prazo, decorrente da entrada de um fundo de *private equity* na sua gestão.

O custo e o acesso ao capital para uma empresa é fundamental para a determinação do seu valor. Ao diminuir os problemas citados referentes à assimetria informacional, o fundo de *private equity* assegura à empresa investida futuras fontes de financiamento a custos mais baixos do que se ela não o tivesse como acionista. O fato de ter havido uma emissão privada de capital por parte da empresa sinaliza ao mercado que esta possui características como: (i) alta qualidade; (ii) boas perspectivas de crescimento; e (iii) rigidez em relação à sua governança corporativa. Todos estes fatores, já discutidos anteriormente, aumentam a oferta de capital para a empresa. Portanto, seja através de dívida ou *equity*, a empresa passa a obter acesso a uma maior quantidade de recursos financeiros a um custo mais baixo.

Outras oportunidades também são criadas após a entrada de um fundo de *private equity* no capital de uma empresa e a subsequente redução de assimetria informacional. Recursos não-financeiros essenciais ao seu crescimento se tornam mais acessíveis, como o acesso à pesquisa e, principalmente, a novos parceiros comerciais. A redução de informações assimétricas entre a empresa e investidores a torna mais atraente para futuros parceiros. Além disso, características como uma boa estrutura operacional, experiências anteriores em outros casos de investimento, além de uma vasta rede de conhecimentos, fazem com que o fundo abra estas novas oportunidades para a empresa investida.

O estudo realizado por Folta e Janney (2002), já citado acima, também aborda através de dados empíricos a capacidade de uma firma em atrair estes recursos. Utilizando dados de diversas empresas de biotecnologia de capital aberto, montaram modelos econométricos no qual incluem uma variável *dummy* que assume o valor “1” caso as empresas da amostra tenham realizado ao menos uma emissão privada de capital após o seu “IPO” e “0” caso contrário. A variável dependente destes modelos representa uma taxa de atratividade que as firmas possuem para obter recursos. A única diferença entre os modelos elaborados está justamente na variável dependente, sendo elas: (i) recursos financeiros; (ii) parceiros comerciais; e (iii) parceiros de pesquisa.

Em cada modelo, o coeficiente da variável *dummy* é estatisticamente significativo, com p-valores abaixo de 0,001. O resultado do estudo confirma os argumentos acima, comprovando a importância de uma emissão privada de capital de uma empresa para a atração de recursos no futuro, em especial para recursos financeiros. O fato de uma firma ter realizado uma emissão privada anteriormente leva a sua taxa de atratividade a ser positivamente multiplicada por: (i) 2,17 ($e^{[0,78]}$), no caso de recursos financeiros; (ii) 1,42 ($e^{[0,35]}$), para parceiros comerciais; e (iii) 1,32 ($e^{[0,28]}$), para parceiros de pesquisas.

Ou seja, ao reduzir problemas de seleção adversa e risco moral provenientes de assimetria informacional, emissões privadas de capital levam as empresas a obterem retornos positivos no curto prazo. Além disso, fica comprovado que a entrada de um investidor privado na firma a leva a obter uma maior facilidade para atrair recursos essenciais ao seu crescimento de longo prazo.

É importante ressaltar que estes testes empíricos estão baseados na indústria de biotecnologia, onde há elevada presença de assimetria informacional. Entretanto, a teoria pode ser aplicada a qualquer empresa que enfrente problemas relacionados à informação assimétrica. Quanto maior for o seu grau, maiores serão os benefícios de uma emissão privada de capital para uma companhia. Sob este ponto de vista, entendemos porque os fundos de *private equity* realizam seus investimentos principalmente em empresas de capital fechado ou em estágios não muito avançados de desenvolvimento, além de indústrias onde há naturalmente a presença de informação assimétrica.

3.2. Eficiência Operacional

Diversos estudos têm sido realizados para analisar se um fundo de *private equity* realmente aumenta a eficiência operacional de uma empresa ao investir capital nela e, conseqüentemente, participar de sua gestão.

Por contarem com profissionais especializados em *turnarounds*, acredita-se que os fundos deste setor conseguem, geralmente, melhorar os resultados operacionais de uma empresa investida, através de uma gestão ativa em conjunto com altos níveis de governança corporativa.

Em termos de retorno para seus investidores, Kaplan e Schoar (2005)⁹ observaram que a taxa interna de retorno (TIR) de 746 fundos de *private equity* entre 1985 e 2001 se situou em apenas 90% dos ganhos verificados no índice de ações S&P 500, na média. Analisando a mediana, o mesmo número chega a 80%. Entretanto, ao analisar apenas fundos de maior porte e criados há mais tempo (pelo menos cinco anos), os autores concluem que a média e a mediana da TIR atingem 170% e 150%, respectivamente, na mesma base de comparação. Mais ainda, Kaplan e Schoar observaram que estes retornos eram persistentes. Ou seja, um fundo de *private equity* que obteve bons resultados no passado tende a obter os mesmos resultados no futuro.

Este resultado confirma, conforme esperado, que fundos já estabelecidos e com maior credibilidade no mercado conseguem melhores resultados em seus investimentos, agregando maior valor às empresas nas quais investem. Mais importante, indica que não há aleatoriedade em relação aos altos retornos obtidos. A persistência dos resultados mostra que há de fato maiores benefícios criados para o valor de uma empresa por fundos de *private equity* que estão atuando há mais tempo e possuem mais experiência.

Entretanto, estes retornos não estão necessariamente ligados apenas a uma melhora no desempenho operacional das companhias. Jensen (1989)¹⁰ argumenta que

⁹ Citado no trabalho de Acharya, Hahn e Kehoe (2009).

¹⁰ Citado no trabalho de Acharya, Hahn e Kehoe (2009).

empresas sob gestão de fundos de *private equity* atingem níveis de endividamento mais altos e eficientes, sem se preocupar com o impacto negativo que estes causam no seu fluxo de caixa no curto prazo. Através de maior alavancagem, acabam levando a um maior crescimento da companhia e aumentam a TIR do investimento.

O estudo realizado por Acharya, Hahn e Kehoe (2009) procura identificar quanto dos altos retornos obtidos por fundos de *private equity* é consequência da maior alavancagem financeira e quanto é proveniente da criação de valor na empresa. Além disto, os autores discutem o efeito da gestão do fundo no desempenho operacional da empresa investida. É importante mencionar que o trabalho inclui apenas transações iniciadas no Reino Unido de 1996 a 2004 por 12 empresas de *private equity* mais maduras. Foram observadas 66 transações, todas com um valor da firma (*enterprise value*) acima de € 100 milhões.

Os autores criaram uma variável “alfa” para cada transação acima descrita. Esta mede a diferença entre os retornos desalavancados verificados nas transações observadas e os retornos de referência, também desalavancados, referentes aos pares de mercado durante o mesmo período no qual ocorreu cada transação. Ou seja, esta variável expurga o efeito que a alavancagem financeira tem sobre o retorno dos fundos.

Foi encontrada uma TIR média de 35,5% para os 66 investimentos realizados pelos fundos de *private equity*. Deste total, aproximadamente 20% a 30% são provenientes do “alfa”. Ou seja, os retornos verificados nestas transações, excluindo os efeitos da alavancagem e da evolução do setor das companhias, foram de fato superiores aos observados nos pares de mercado. Outros 25% a 35% da TIR ocorreram devido à alavancagem financeira e o restante deve-se ao desempenho do setor no qual a empresa está presente (não é uma influência direta do fundo *private equity* na gestão da companhia).

O “alfa” médio destas transações é 8,9%, sendo estatisticamente significativo para um nível de significância de 1%. Este resultado confirma que fundos de *private equity* maiores e mais maduros geram melhores retornos em seus investimentos em comparação aos retornos de outras empresas comparáveis. Além disto, fatores como maior alavancagem e exposição ao setor de atuação estão excluídos deste resultado,

evidenciando que este diferencial positivo do retorno ocorre devido a melhoras implementadas pelo fundo de *private equity* na gestão das empresas investidas. Este aumento de valor acima da média do mercado pode ser consequência de uma diminuição do custo de capital, conforme já visto acima, ou de uma maior eficiência operacional, ainda a ser discutida.

É interessante notar que o “alfa” de transações cujos setores apresentaram retornos negativos no período é ainda mais elevado. Neste caso específico, onde 15 das 66 transações se encontram, o “alfa” atinge 17,7% na média. Ou seja, investimentos de fundos de *private equity* que são atingidos por um desaquecimento do seu setor são ainda mais rentáveis em relação aos pares do mercado.

Ao analisar o desempenho operacional das 15 empresas envolvidas nestas transações, observa-se que houve superioridade em relação a empresas comparáveis e até mesmo sobre outros casos dos fundos de *private equity*. Esta amostra, especificamente, apresentou um maior crescimento de receita e de lucro, menor aumento de funcionários, maior lucro por funcionário, além de melhores margens operacionais. Mesmo com crescimento de receita, as companhias reduziram, como porcentagem do faturamento: (i) o CAPEX¹¹; (ii) as despesas com vendas, gerais e administrativas; e (iii) os ativos fixos. Estes resultados indicam uma melhora de eficiência operacional que, obviamente, acabam por levar a uma maior geração de valor da empresa.

Considerando todos os dados disponíveis na amostra completa para realizar a mesma análise, verifica-se que os itens acima citados apresentam crescimento em termos absolutos. Entretanto, ao observarmos a evolução relativamente às vendas, encontramos um crescimento anualizado composto¹² negativo ao longo da transação para os itens (ii) e (iii), enquanto o item (i) apresenta um CAGR levemente positivo. Mais uma vez, estes resultados apontam para ganhos de eficiência operacional durante a gestão dos fundos de *private equity*.

¹¹ *Capital Expenditures*, refere-se a investimentos em ativo imobilizado.

¹² *Compound Annual Growth Rate (CAGR)*, corresponde ao crescimento anualizado composto.

Observando a amostra de 66 transações, os autores calculam que as vendas aumentam em aproximadamente 20% a 30% entre os dois anos anteriores à aquisição e o período após a entrada do fundo de *private equity*. Entretanto, a diferença verificada em relação aos pares de mercado não é estatisticamente significativa.

Já a margem EBITDA¹³ média das empresas aumenta em aproximadamente 4 pontos percentuais após a aquisição do fundo de *private equity* em relação à margem encontrada nos dois anos anteriores. Entretanto, este resultado é obtido após o controle do tempo de duração de permanência do fundo na empresa. A cada ano adicional, há um impacto negativo de 0,7 pontos percentuais. Dada a permanência média de três anos verificada na gestão da empresa, o efeito líquido positivo na margem EBITDA é de aproximadamente 2 pontos percentuais. Os autores acreditam que esta influência negativa na margem média a cada ano adicional não se deve especificamente a uma perda de eficiência nas empresas, mas sim a uma estratégia dos fundos de *private equity* de segurar por mais tempo investimentos menos produtivos à espera de melhores oportunidades de venda. Assim sendo, a média se torna decrescente à medida que a duração da permanência aumenta, visto que as transações mais produtivas já foram desinvestidas.

Ao observar a diferença entre o crescimento da margem EBITDA durante o período anterior e posterior à transação dos fundos de *private equity*, há uma maior evolução após a aquisição, superior em 1,6 pontos percentuais em relação ao período anterior. No caso das empresas comparáveis no mercado, não há diferença entre estes crescimentos de margem. Assim sendo, fica evidente o melhor desempenho das companhias, neste sentido, sob influência dos fundos.

Da mesma forma que o “alfa” cresce no caso de empresas em setores que apresentam redução de atividade, a margem EBITDA também possui o mesmo comportamento. Ou seja, quando a margem do setor está em queda, as transações

¹³ EBITDA: *Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*. Este indicador é uma *proxy* para a capacidade da empresa de gerar caixa exclusivamente através de suas operações. Para chegarmos à margem EBITDA, dividimos o item citado pela Receita Líquida. Quanto maior a margem, mais eficiente é a companhia em termos operacionais.

envolvendo fundos de *private equity* apresentam melhor desempenho em relação às empresas comparáveis.

Outro resultado refere-se à evolução do valor da firma (*enterprise value*) sobre o EBITDA (múltiplo EV/EBITDA). As transações envolvendo fundos de *private equity*, especialmente as inorgânicas, apresentam maior crescimento deste múltiplo em relação aos seus pares do mercado. Enquanto os múltiplos de transações inorgânicas cresceram 2,9 pontos, a média do mercado foi de -0,3 pontos. Este efeito também é negativamente influenciando pelo tempo de duração da gestão do fundo de *private equity*. Excluindo este fator e considerando todas as transações, há um aumento de 11% a 19% no múltiplo destas empresas. Isto indica que as percepções sobre o futuro operacional da empresa investida melhoraram após a entrada dos fundos, já que os novos investidores aceitaram pagar um maior valor pela empresa para cada unidade de EBITDA existente. Isto demonstra uma expectativa de que haja um crescimento operacional mais rápido no futuro que compense este maior investimento inicial e, conseqüentemente, reduza o seu tempo esperado de retorno.

Além disso, há evidências de que o “alfa” tem uma forte e positiva correlação com um melhor desempenho operacional das empresas investidas em relação às suas comparáveis, especialmente com as melhoras de margem e aumento no múltiplo EV/EBITDA: (i) a cada 1 ponto percentual de aumento na margem EBITDA, o “alfa” cresce 1 ponto percentual; e (ii) um incremento de 100% no múltiplo EV/EBITDA de saída em relação ao de entrada leva o “alfa” a crescer 10,3 pontos percentuais.

Dada esta forte influência das margens operacionais e dos múltiplos de uma transação sobre o “alfa”, conclui-se que a evolução destes fatores durante a gestão de um fundo de *private equity* determina se a transação foi eficiente em termos de criação de valor.

Corroborando a idéia de que a gestão dos fundos de *private equity* nas suas empresas investidas causa geração adicional de valor, os autores encontraram que as transações que contaram com níveis mais altos de governança por parte dos fundos apresentaram “alfas” mais elevados. Ou seja, quanto mais ativa for a participação de um

fundo na gestão da empresa, maior será seu retorno em comparação aos obtidos por companhias comparáveis.

Uma gestão ativa do fundo de *private equity* na empresa investida pode ser decomposta em: (i) *due diligence* detalhada no período anterior à aquisição; (ii) elaboração de um plano de criação de valor para os primeiros 100 dias de gestão; (iii) rápidas mudanças no quadro de administração da empresa para trocar funcionários ineficientes por outros que tenham experiência e capacidade para aplicar o plano de criação de valor de forma eficiente; (iv) criação de fortes incentivos como divisão de lucros e programas de *stock-options* para os executivos da empresa e até mesmo para funcionários de menor escalão; (v) investimento substancial de tempo dos gestores do fundo na empresa, tanto no processo de *due diligence* como nos 100 primeiros dias com interação constante com os altos executivos da companhia; e (vi) fornecer ajuda externa para resolver possíveis problemas operacionais da investida.

Portanto, grande parte do trabalho dos fundos de *private equity* para manter uma gestão ativa frente às suas empresas está ligada a um estágio mais próximo do momento da aquisição. Posteriormente, o acompanhamento do desenvolvimento das operações não requer um dispêndio de tempo tão elevado.

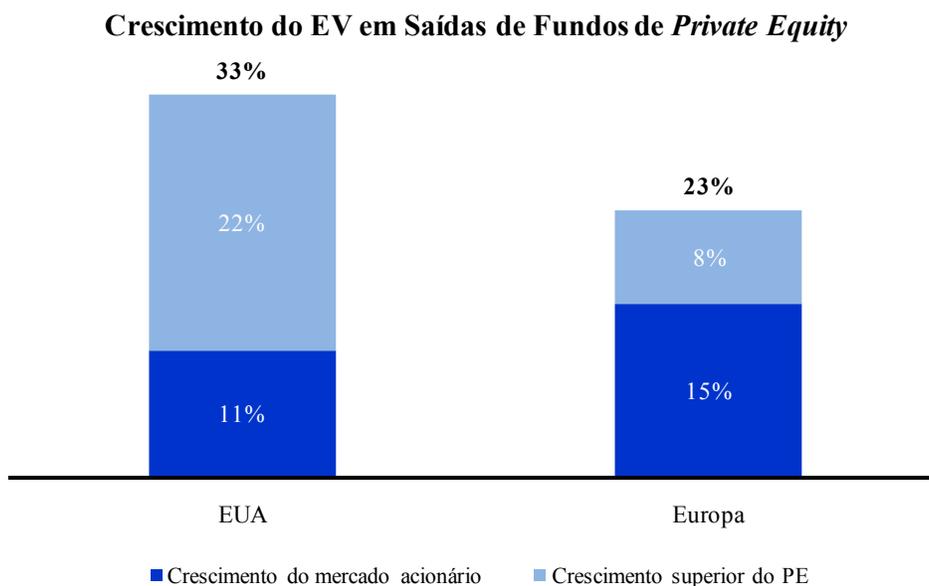
Resumindo, o sucesso na criação de valor de grandes fundos de *private equity* em suas empresas investidas se dá através de medidas relacionadas a uma governança e gestão mais ativa, dentre elas: (i) monitoramento e gerenciamento mais eficiente de subsidiárias; (ii) profissionalização da gestão da companhia através de executivos com maior experiência e qualificação adquiridas em transações anteriores; (iii) aumento de eficiência operacional através de melhores contratos com fornecedores, redução de custos fixos e variáveis, melhor gerenciamento de capital de giro e de CAPEX.

3.3. Outros Estudos Realizados

Estudo realizado pela Ernst & Young em 2006 sobre diversos desinvestimentos de fundos de *private equity* nos Estados Unidos (EUA) e na Europa Ocidental dão mais números interessantes sobre a criação de valor nas empresas investidas. Neste trabalho,

foram observadas as 100 maiores saídas nos EUA e as 100 maiores na Europa Ocidental.

Neste ano, os desinvestimentos realizados no mercado dos EUA apresentaram um crescimento de 83% no *enterprise value* (EV) das companhias, enquanto que na Europa este incremento atingiu 81%. Na média, o EV atingiu US\$ 2,2 bilhões na primeira região e US\$ 1,5 bilhão na segunda. Com uma permanência média de três anos no caso dos EUA e três anos e meio no caso europeu, as taxas médias anuais chegam a 33% e 23%, respectivamente. Em ambos os casos, o desempenho foi superior ao verificado no mercado acionário (considerando apenas empresas comparáveis), conforme pode ser visto abaixo.



Fonte: Thomson Financial, Ernst & Young

Uma razão para o melhor desempenho foi um maior crescimento do múltiplo EV/EBITDA observado nas transações de *private equity* em comparação aos múltiplos de mercado das empresas comparáveis de capital aberto. Nos EUA houve um crescimento de 1,6 pontos contra queda de 0,1 pontos, enquanto que na Europa foi observado um incremento de 2,4 pontos sobre uma redução de 0,3 pontos.

Um segundo motivo está relacionado ao melhor desempenho operacional das companhias sob gestão dos fundos de *private equity* em comparação às comparáveis

listadas, tanto nos EUA como na Europa. Nas transações estudadas, houve um aumento no EBITDA de US\$ 14,6 bilhões para US\$ 20,7 bilhões, significando um incremento médio anual de 15%. Esta taxa foi 17% superior à verificada nas empresas abertas.

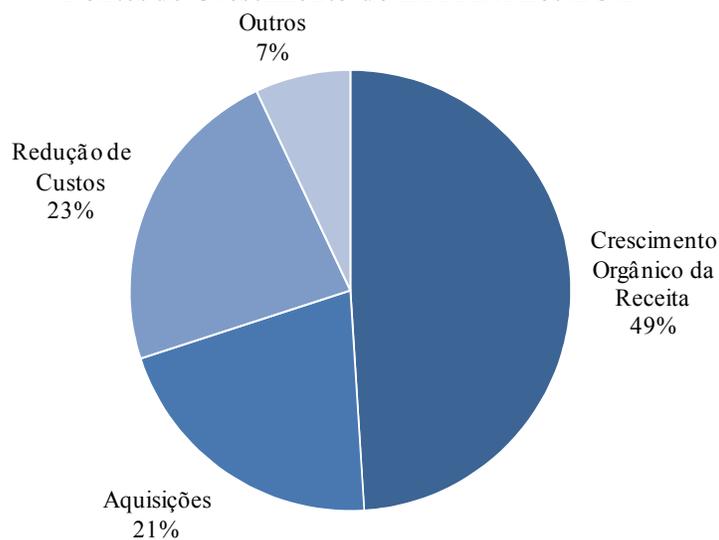
É interessante notar que aproximadamente dois terços do crescimento no EBITDA foram através da expansão dos negócios, com o crescimento orgânico da receita sendo o fator mais importante. Isto inclui resultados de investimentos feitos em *marketing* e no lançamento de novos produtos. Este fator vai ao encontro das evidências de Lerner, Sorensen e Stromberg (2008)¹⁴, que apontam para um aumento de inovações de longo prazo após a entrada de um fundo de *private equity* em determinada empresa. As aquisições também foram importantes para esta expansão, contribuindo com economias geradas por ganhos de sinergias e crescimento em outras linhas de produtos.

Adicionalmente, a redução de custos também teve papel de destaque tanto na Europa como nos EUA, respondendo por 23% e 31%, respectivamente, do crescimento total do EBITDA. Entretanto, o nível de empregos não apresentou redução nestas transações, o que indica uma maior eficiência operacional.

Os gráficos a seguir demonstram as fontes de crescimento do EBITDA tanto nos EUA como na Europa.

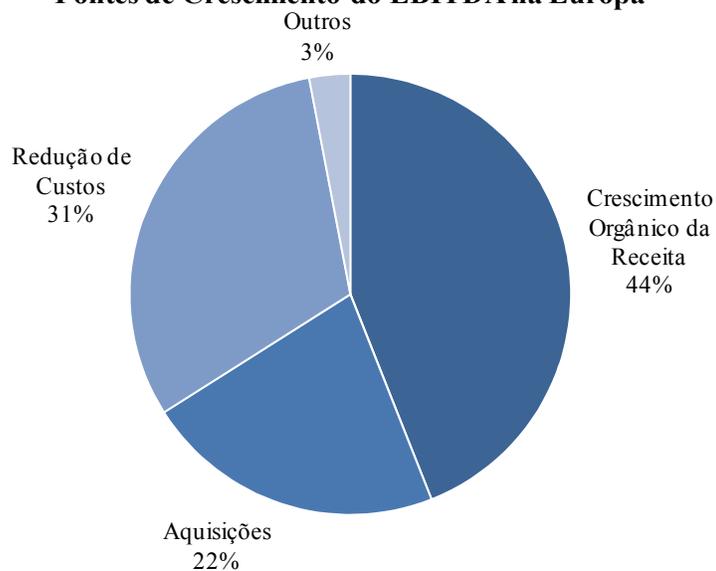
¹⁴ Citado no trabalho Acharya, Hahn e Kehoe (2009).

Fontes de Crescimento do EBITDA nos EUA



Fonte: Ernst & Young

Fontes de Crescimento do EBITDA na Europa



Fonte: Ernst & Young

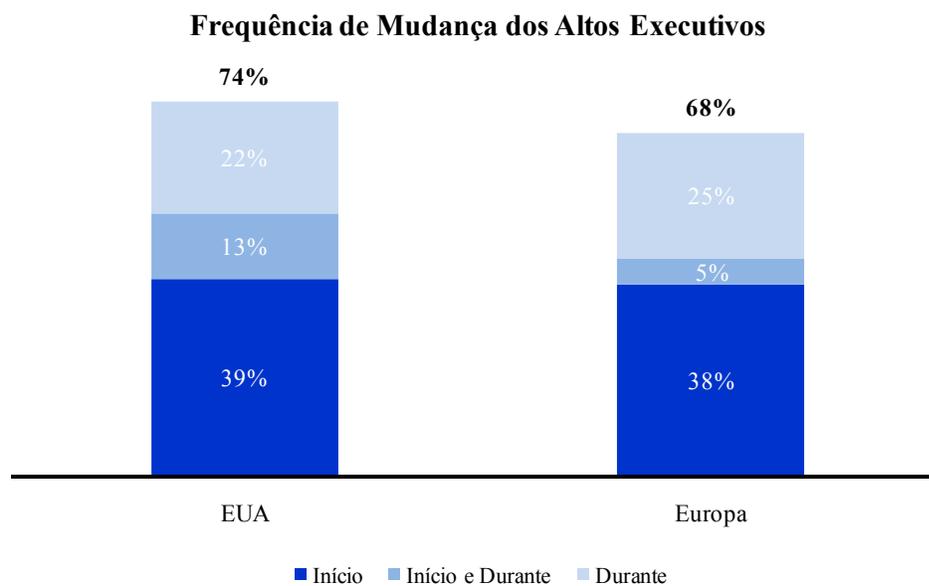
Há também evidência de que os benefícios gerados por fundos de *private equity* às empresas investidas são persistentes. Cao e Lerner (2006)¹⁵ concluíram que

¹⁵ Citado no trabalho da Ernst & Young.

companhias que abriram seu capital após terem um fundo de *private equity* como sócio apresentaram um desempenho superior a outras empresas comparáveis, também de capital aberto. Na Europa, onde grande parte dos desinvestimentos é do tipo *secondary buy-out*, 30% das empresas do estudo que foram previamente adquiridas de fundos de *private equity* obtiveram um crescimento de longo prazo do EBITDA duas vezes acima do que as companhias adquiridas do mercado acionário ou de outras empresas.

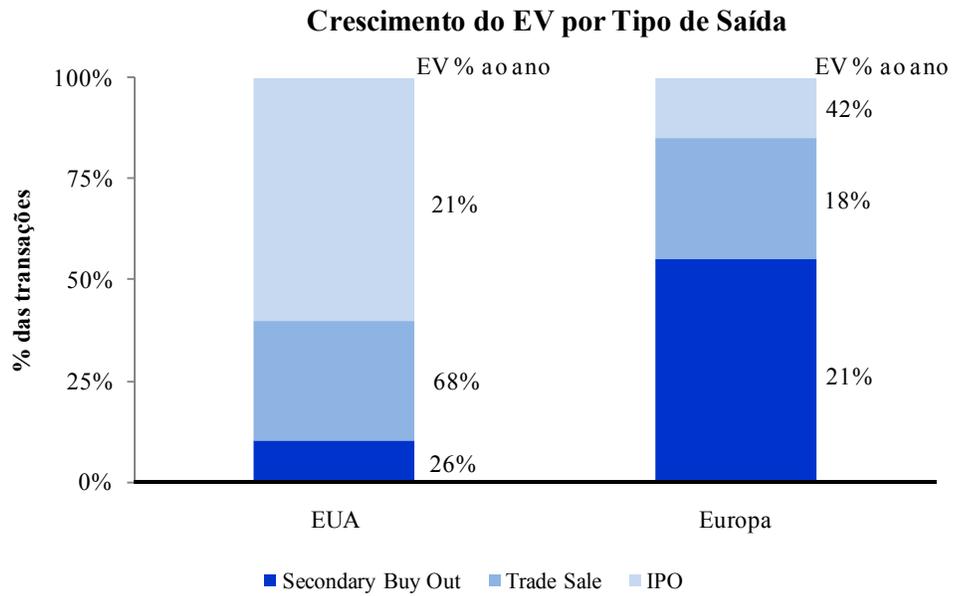
As principais características que o estudo cita pra explicar o bom desempenho da indústria de *private equity* são as seguintes:

- Aquisições cuidadosamente selecionadas: os fundos de *private equity* normalmente realizam profundas pesquisas relacionadas ao setor da empresa e à sua história antes de fazer uma aquisição, cujo processo é consideravelmente longo;
- Rápidas mudanças na gestão das empresas: implementam planos de negócios bem definidos com objetivos bem claros, aumentam os incentivos para os funcionários, efetuam mudanças na direção executiva e oferecem profissionais especializados para áreas específicas das companhias.



Fonte: Ernst & Young

- Planejamento previamente estabelecido para a venda: mais de 80% das transações do estudo no mínimo excederam as expectativas do início do investimento.



Fonte: Ernst & Young

4. VISÃO GERAL DA MAGNESITA REFRAATÓRIOS S.A.

4.1. Setores de Atuação da Magnesita

4.1.1 *Mineração*

O setor de mineração é abrangente, incluindo diversos subsetores: minerais ferrosos, minerais não-ferrosos, minerais não-metálicos, metais preciosos, carvão, entre outros.

O segmento é essencial para o funcionamento da indústria mundial, fornecendo grande parte das matérias-primas necessárias nos mais diversos processos produtivos. No caso brasileiro, especificamente, a mineração exerce ainda uma função importante no equilíbrio no balanço de pagamentos, visto que é grande geradora de divisas internacionais, e na geração de empregos.

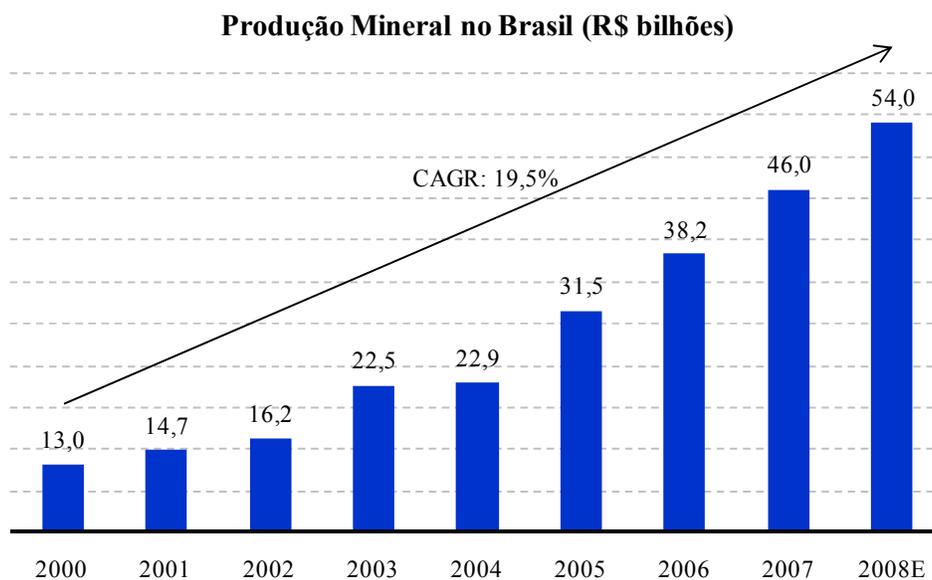
Estimativas do Departamento Nacional de Produção Mineral (DNPM) e do Ministério do Trabalho e Emprego apontam que o setor deve ter gerado diretamente 161 mil empregos em 2008. De acordo com um estudo realizado pelo Serviço Geológico Brasileiro, cada posto de trabalho diretamente gerado pelo setor de mineração implica em outras 13 vagas abertas em outros segmentos da cadeia produtiva. Portanto, podemos considerar que a mineração foi responsável por cerca de 2,1 milhões de empregos em 2008.

No Brasil, o segmento de minerais ferrosos é o que apresenta maior importância econômica, tanto em termos de volume produzido como de receita e lucro líquido gerados. O país destaca-se como o segundo maior produtor de minério de ferro do mundo, atrás apenas da China. Destacamos, porém, que o minério brasileiro possui qualidade muito superior devido ao seu elevado teor de ferro. A produção do Brasil atingiu 350 milhões de toneladas em 2007, sendo estimado um total de 409 milhões para o ano de 2008 ou 19,5% da produção mundial projetada para o mesmo ano¹⁶. Deste total da produção brasileira, aproximadamente 79% teriam sido produzidos pela Vale do Rio Doce, cuja participação sobre os números de 2007 chega a 87%.

¹⁶ Fonte dos dados da produção brasileira e mundial de minério de ferro: Sinferbase, USGS e DNPM.

A evolução da demanda deste mineral, especificamente, está diretamente ligada ao crescimento do setor siderúrgico. Relatório do IBRAM¹⁷ indica que este é responsável por 77% da demanda por minério de ferro, um insumo de vital importância para a produção do aço.

O valor estimado para a produção mineral no Brasil em 2008 atinge R\$ 54 bilhões. Ao considerarmos a indústria da mineração e transformação mineral, este mesmo indicador chega a um valor estimado de R\$ 152 bilhões, de acordo com dados divulgados pelo IBRAM, representando aproximadamente 5,2% do PIB brasileiro. O setor é fortemente dependente de indústrias como: siderúrgica, cimento, fertilizantes, energia elétrica e embalagens.



Fonte: DNPM, AMB e IBRAM

Países como a Austrália, os EUA, o Brasil, o Canadá, a China, a África do Sul e a Rússia despontam como líderes mundiais de produção neste segmento.

Dentre as principais empresas do setor no Brasil, encontramos: Vale do Rio Doce, Magnesita, MMX, Paranapanema, Votorantim Metais, entre outras.

¹⁷ IBRAM: Instituto Brasileiro de Mineração.

Internacionalmente, temos empresas como: Anglo American, BHP Billiton, Rio Tinto, Xstrata, entre outras.

A partir de suas minas de magnesita e dolomita, a Magnesita atua na extração de minerais produzindo sínter, magnesita cáustica (óxido de magnésio) e talco. Estes produtos têm as seguintes utilidades em diferentes setores da economia:

- O sínter é um produto intermediário indispensável para a produção de refratários. Pode ser produzido a partir de diferentes minerais como dolomita (sínter dolomítico) ou magnesita (sínter magnesiano).
- A magnesita cáustica pode ser utilizada em corretivos de dolo e em tratamento de efluentes, por exemplo.
- O óxido de magnésio tem aplicações em diversas áreas como: (i) fertilizantes agrícolas; (ii) siderurgia; (iii) abrasivos; (iv) alimentação animal; (v) indústrias químicas, entre outras.
- O talco é produzido para as indústrias de cosméticos, farmacêutica, plástico, papel e celulose, pisos vinílicos, tintas e arroz.

4.1.2 Refratários

Os materiais refratários resistem a temperaturas extremamente elevadas (acima de 1200°C), sem perder suas propriedades químicas. Estes produtos são essenciais a qualquer indústria cujo processo produtivo envolva muito calor. Podemos destacar, dentre elas, a indústria siderúrgica, de cimento, de metais em geral e de vidro.

Há diversos tipos de produtos refratários, cuja fabricação envolve distintas composições minerais e variados estados físicos de acordo com suas aplicações:

- Quimicamente, podem ser divididos em cinco diferentes categorias: (i) silicosos; (ii) sílico-aluminosos; (iii) aluminosos; (iv) básicos; e (v) especiais.
- Dependendo de suas características físicas, são classificados em moldados ou monolíticos. Enquanto os primeiros são materiais fornecidos com formatos

específicos, os últimos são produtos ainda não formados, que podem ser misturados com água ou aditivos químicos de acordo com seu objetivo de aplicação.

- De acordo com sua massa específica, são densos ou isolantes.

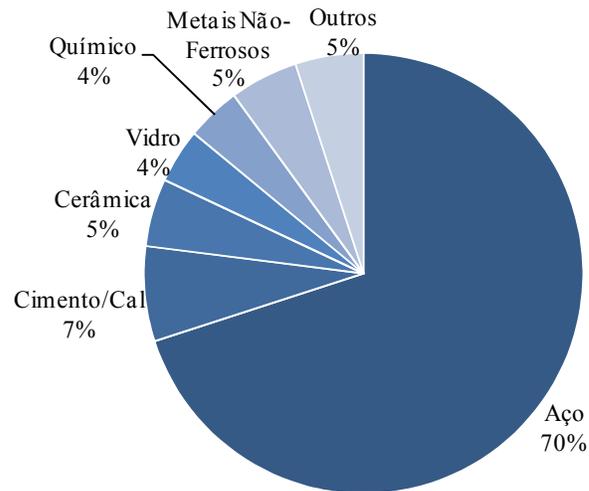
A principal função dos refratários é isolar e proteger a estrutura metálica dos fornos que trabalham sob altas temperaturas, evitando sua deformação e corrosão. Estes produtos mantêm, armazenam e cedem calor; contêm fluídos; resistem a solicitações mecânicas, térmicas e químicas; e suportam tanto cargas sólidas como líquidas, estáticas ou dinâmicas. O grau de um refratário determina quão resistente este é ao calor e quanto tempo durará. Quanto maior o seu grau, melhor suas propriedades.

A indústria de refratários é a base de todas as indústrias cujo processo de produção envolve altas temperaturas. Sem os refratários, a maior parte das indústrias de base não poderia sequer existir e, conseqüentemente, não haveria construção civil, indústria automobilística, petroquímica, armamentista, dentre outras.

Os refratários, por atuarem como um isolante térmico dos fornos, são um insumo tão importante para a produção do aço como o minério de ferro ou o carvão coqueificável e não podem ser substituídos por outros produtos. Apesar da elevada importância, normalmente representam apenas de 3% a 5% dos custos de uma siderúrgica. Estimativas da Magnesita indicam que para cada tonelada de aço produzido, 12 quilos de refratários são consumidos. Contudo, esta relação tende a diminuir com o tempo devido a inovações tecnológicas que têm tornado os refratários cada vez mais produtivos.

O desempenho deste mercado é extremamente dependente da atividade industrial como um todo, mas, especialmente, da evolução da indústria siderúrgica, a maior demandante de produtos refratários. Em segundo lugar está a indústria de cimentos, cujo tamanho no Brasil é significativamente menor em relação ao mercado do aço. Demonstramos a seguir a majoritária importância do setor siderúrgico para o mercado de refratários.

Consumo de Refratários por Setor (por faturamento)

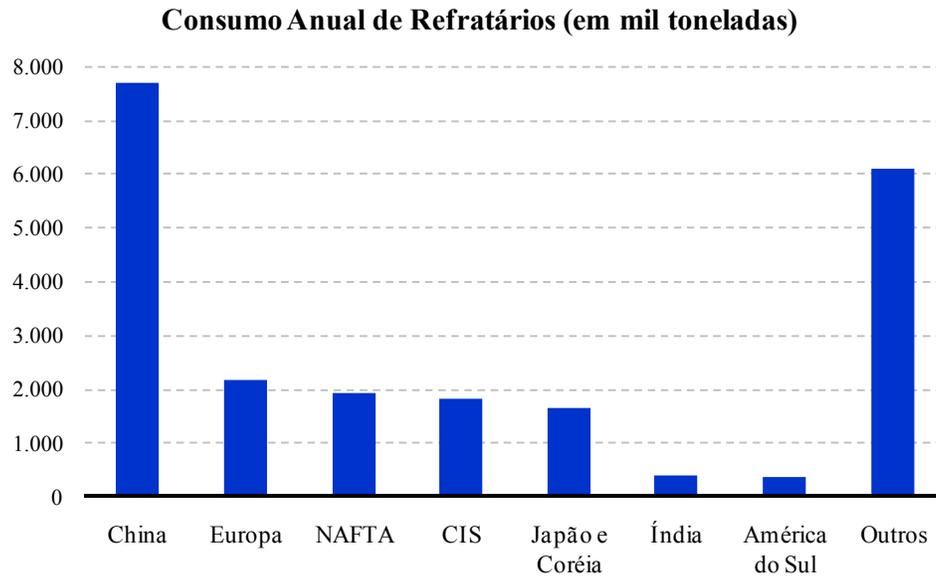


Fonte: Magnesita, Relatórios da Indústria, TAK, JPMorgan

Entretanto, apesar da elevada exposição ao setor de siderurgia, os refratários não apresentam uma volatilidade de preços tão significativa quanto os diversos tipos de aço possuem. Como os refratários estão ligados principalmente ao processo produtivo das siderúrgicas, sua demanda varia de acordo com a produção de aço bruto de seus clientes. Esta, por sua vez, apresenta baixa volatilidade ao longo dos anos.

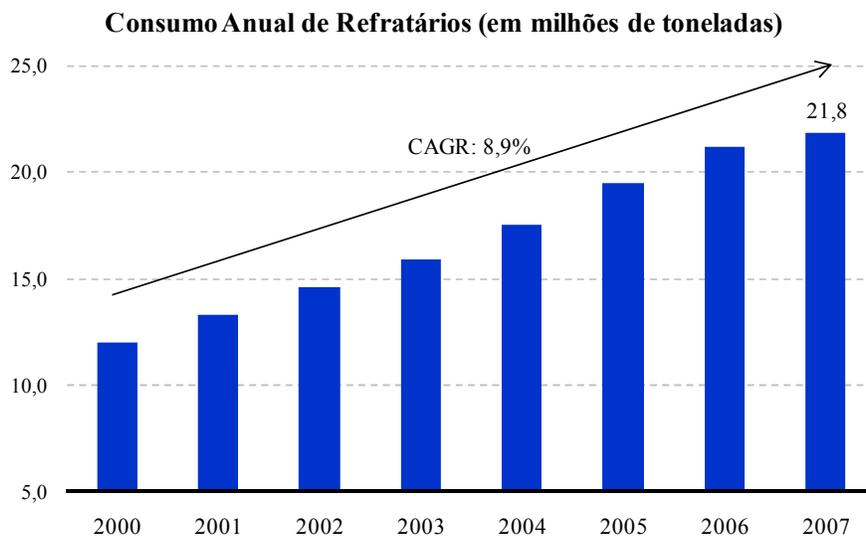
Conforme já citado anteriormente, os sínteres fazem parte do processo produtivo dos refratários. São o principal insumo e chegam a representar até 45% dos seus custos de produção.

Assim como acontece com a maior parte dos materiais básicos, grande parte da demanda global de refratários é proveniente da China. O consumo anual de refratários no país asiático supera o da Europa em mais de três vezes, conforme pode ser observado a seguir.



Fonte: Magnesita e McKinsey

O consumo mundial de refratários cresceu consistentemente nos últimos anos. Segundo dados da McKinsey, este valor atingiu 21,8 milhões de toneladas por ano em 2007 contra aproximadamente 12 milhões em 2000. Isto representa uma taxa de crescimento composta anualizada (CAGR, na sigla em inglês) em torno de 8,9% neste período, conforme evidenciado no gráfico abaixo.

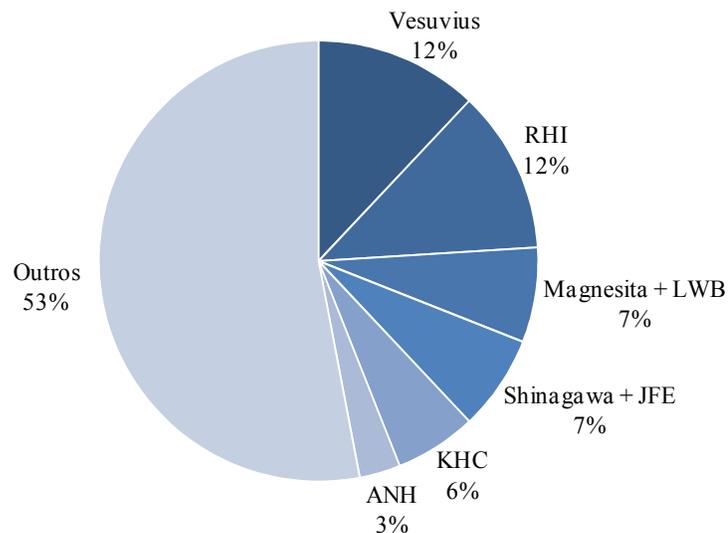


Fonte: Magnesita e McKinsey

Grande parte do comércio de refratários acontece regionalmente, não havendo muita comercialização transoceânica. O setor é considerado fragmentado e ineficiente do ponto de vista global. Como consequência, as empresas deste mercado não têm muito poder de barganha para negociar preços com seus clientes, diferentemente de Vale, BHP e Rio Tinto no caso do minério de ferro. Porém, a alta fragmentação também indica oportunidades de consolidação no setor.

Destacamos a seguir a participação de mercado de diversas empresas globais na indústria como um todo.

Participação de Mercado (por faturamento)



Fonte: Magnesita, Relatórios da Indústria, TAK, JPMorgan

Como pode ser observado acima, as empresas líderes mundiais em termos de receita são RHI, Vesuvius, a própria Magnesita e a Shinagawa (em conjunto com a JFE), as únicas do setor com faturamento superior a um bilhão de dólares. A empresa brasileira entrou para esse grupo após a compra da alemã LWB Refractories, anunciada em setembro de 2008 e concluída no mês de novembro do mesmo ano. A indústria como um todo soma € 14 bilhões de faturamento, segundo indicado no relatório da Magnesita.

4.2. Perfil da Empresa

A Magnesita Refratários S.A. é uma empresa dedicada à extração de minerais, produção e comercialização de refratários, além da prestação de serviços especializados para diversas indústrias, como a siderúrgica e de cimentos.

A companhia detém concessões governamentais para a exploração de grandes reservas de magnesita, dolomita e talco, entre outros minerais. Estes ativos apresentam uma qualidade elevada, além de um tamanho expressivo. Estão geograficamente distribuídos no Brasil, Estados Unidos, países europeus e China.

A empresa possui uma estrutura verticalizada, onde mais de 80% das matérias-primas necessárias para a produção de refratários são provenientes de suas próprias reservas minerais. Isto leva a Magnesita a apresentar um baixo nível de custos quando comparado com empresas do mesmo setor. Além disso, propicia uma boa segurança à empresa em relação à qualidade destas matérias-primas, como citado acima, e ao fluxo de oferta destes insumos, visto que não fica sujeita a fortes variações de preço e a súbitas interrupções de fornecimento.

A Magnesita tem a liderança na produção de refratários dentro da América Latina. Seus principais clientes são empresas do setor siderúrgico e de cimento, que compram não apenas os produtos que a companhia oferta, mas também serviços de maior valor agregado envolvendo questões como manutenção eletromecânica e uma melhor utilização dos produtos refratários nos seus processos de produção. No Brasil, a companhia possuía uma participação de mercado próxima de 75% no mercado de aço e 90% no segmento de cimento em meados de 2008, segundo dados da empresa.

Sediada em Contagem (MG), também possui escritórios em Hilden (Alemanha), York (Estados Unidos) e Shangai (China). Aproximadamente 8.000 funcionários trabalham para empresa, que obteve uma receita líquida de R\$ 1.320,1 milhões e um EBITDA de R\$ 404,9 milhões em 2008.

Apesar de ser uma multinacional com diversas sedes, unidades fabris e escritórios de vendas espalhados pelo mundo, o mercado brasileiro foi responsável por grande parte da receita da companhia em 2008, quando aproximadamente 80% do seu

faturamento foram provenientes do mercado doméstico. Entretanto, este valor deve ficar abaixo dos 50% nos próximos anos devido à aquisição da LWB Refractories, uma empresa alemã, anunciada em setembro de 2008.

O mapa a seguir ilustra a presença da Magnesita pelo mundo.



Fonte: Site da Empresa

4.3. Histórico da Empresa

A Magnesita S.A. foi fundada após a descoberta de minas de magnesita, em Brumado (BA), no ano de 1939. Nos anos 40, a companhia obteve do governo uma autorização para atuar como mineradora, além de ter começado sua produção industrial de refratários em Contagem (MG). No final da década, a empresa possuía capacidade para produzir 60 mil toneladas de sinter magnésiano.

A companhia começou a produzir dolomita sinterizada no início da década de 50. Foi a pioneira na produção de refratários básicos de magnesita e dolomita na

América Latina. Entre o final dos anos 50 e o início dos 60, adquiriu uma empresa fabricante de tijolos isolantes (RISA) e fundou uma subsidiária na Argentina (RASA) para a produção de refratários.

A empresa ingressou cedo no mercado de capitais. Desde os anos 60 suas ações são negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Nesta mesma década, a companhia começou sua expansão através da aquisição de outras empresas envolvidas no processo produtivo de refratários, intensificando sua verticalização.

Com a aquisição da Cerâmica São Caetano na década de 70, a Magnesita começou a atuar também no setor de pisos cerâmicos. Neste mesmo período, foi fechado um acordo com a japonesa Kurosaki Refractories para aprimorar o processo produtivo de refratários através da transferência de tecnologia.

Mais adiante, na década de 90, o terminal portuário da empresa em Aratu (BA) foi finalizado, de onde a companhia executa grande parte de suas exportações atualmente. Neste mesmo período, a Magnesita deu início a um novo modelo de negócios, baseado na provisão de soluções para seus clientes, especialmente para a indústria siderúrgica. Assim, a empresa ficou mais próxima destes, oferecendo serviços e produtos formulados de acordo com a necessidade de cada caso.

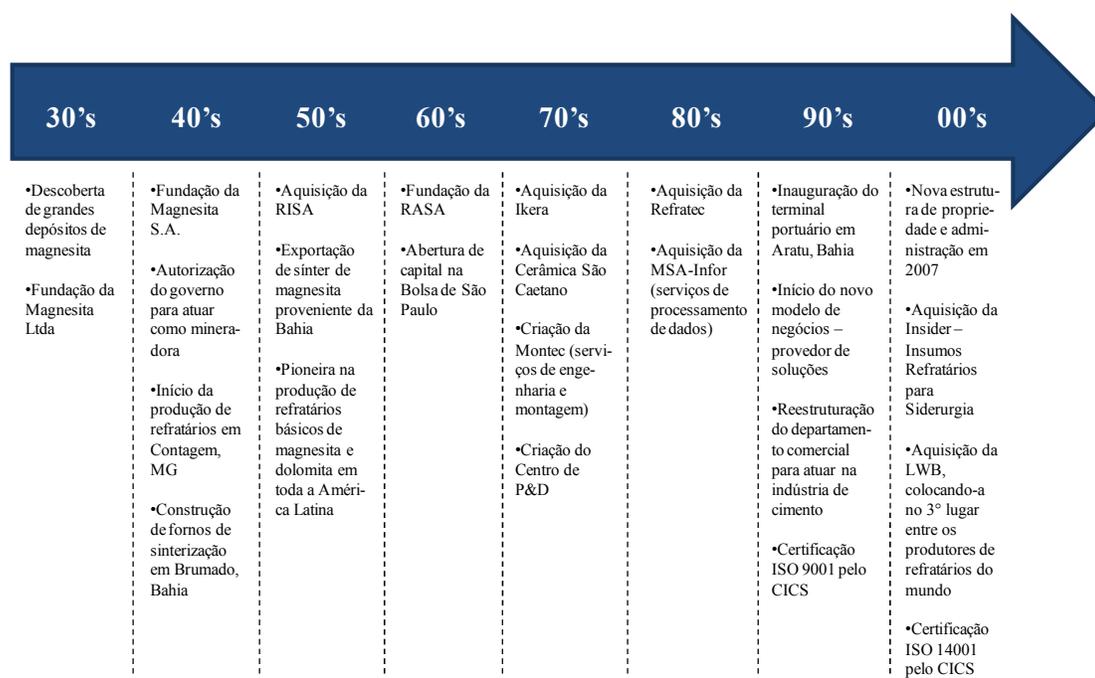
Ainda nos anos 90, foi certificada pela firma britânica CICS, única certificadora no mundo especializada na indústria de cerâmicas e refratários, com a ISO 9001.

Após a aquisição da Magnesita pela GP Investimentos, em setembro de 2007, houve uma reestruturação societária na companhia, levando-a a um novo modelo de administração. Esta reestruturação, a ser explicada com mais detalhes adiante, agrupou diversas empresas em uma única aberta, a Magnesita Refratários S.A.. Esta foi criada com uma estrutura societária mais simplificada e com suas ações listadas no Novo Mercado, um segmento especial da Bovespa onde as empresas participantes adotam práticas de governança corporativa acima das que são requeridas legalmente, por iniciativa própria.

Em 2008, a Magnesita concluiu a aquisição de mais duas empresas. Destacamos a compra da LWB Refractories ocorrida em um período de agravamento da crise

financeira, em setembro de 2008. Esta é uma empresa alemã que atua no mercado de refratários básicos e produtos dolomíticos de alto valor agregado. A aquisição aumentou consideravelmente a importância da Magnesita no mercado internacional, apesar de ter sido fortemente contestada por ter aumentado o seu endividamento de forma expressiva no epicentro de uma crise de crédito e falta de liquidez. A dívida líquida da companhia no 1T09 atingiu 5,9x o EBITDA dos últimos doze meses, um nível de alavancagem elevado que violou cláusulas de empréstimos anteriormente adquiridos.

Destacamos abaixo uma linha do tempo que resume os principais eventos ocorridos na história da empresa.



Fonte: Magnesita

4.4. A Aquisição pela GP Investimentos

4.4.1 *Visão Geral da GP Investimentos*

A GP Investimentos pode ser considerada uma empresa que se encaixa na descrição das companhias de *private equity* presentes no trabalho realizado por Acharya, Hahn e Kehoe (2009), estudado acima.

Constituída em 1993, a GP possui grande credibilidade no mercado financeiro. Desde a sua fundação, já captou mais de US\$ 4,0 bilhões de investidores estrangeiros para seis fundos de *private equity* sob sua gestão. Com estes recursos, já adquiriu 48 companhias de 15 diferentes setores. No final de 2008, a empresa gerenciava quase US\$ 4,5 bilhões distribuídos em três fundos.

Os seus principais fundos de *private equity* são constituídos como *limited partnerships*. Como já observamos anteriormente, esta estrutura legal não está prevista na legislação brasileira. A GP Investimentos encontra-se sediada nas Bermudas.

Em maio de 2006, a GP se tornou a primeira firma de *private equity* na América Latina a abrir seu capital no mercado de ações. Na ocasião, levantou US\$ 307 milhões em BDRs (*Brazilian Depositary Receipts*) que foram registrados para negociação na Bolsa de Luxemburgo. Em fevereiro de 2008, mesmo diante da crise financeira, realizou uma oferta primária adicional de ações na qual captou US\$ 232 milhões para novos investimentos em participações.

Diferentemente de grande parte dos fundos de *private equity*, seus investimentos são voltados para empresas mais maduras, com um faturamento mínimo de US\$ 60 milhões. Com isso, empresas de capital aberto têm forte presença na sua carteira de investimentos. Atualmente, a GP possui participação nas seguintes companhias listadas: (i) BRMalls; (ii) Tempo Participações; (iii) Magnesita Refratários; (iv) Hypermarchas; (v) LA Hotels; e (vi) Estácio de Sá.

É importante mencionar que a GP sempre busca obter controle majoritário ou compartilhado nas empresas adquiridas a fim de implementar uma administração mais ativa. A sua filosofia de gestão, descrita no próprio site da empresa, é “baseada em princípios de rígido controle de custos, estruturas organizacionais enxutas, desenvolvimento de talentos, meritocracia e ética empresarial.”

Anteriormente à fundação da GP Investimentos, seus sócios já haviam obtido sucesso com investimentos pessoais no Banco Garantia, na Ambev e nas Lojas Americanas. Após a criação da GP, diversos desinvestimentos foram efetuados com sucesso em mais de 15 anos de operações. Dentre eles, destacamos:

- Gafisa: após a aquisição da construtora no final de 1997, a GP estabeleceu uma gestão mais profissionalizada, além de fortes incentivos dados através de remuneração variável atrelada a metas explícitas. Adicionalmente, atraiu um grande investidor estrangeiro, especializado no setor, como sócio. O desinvestimento aconteceu através de um IPO em fevereiro de 2006, no qual vendeu suas ações por R\$ 400 milhões. Na ocasião, a receita da Gafisa havia sido multiplicada por 19 desde o início do investimento e foi vendida a quase cinco vezes o valor inicial pago pela GP. A TIR foi de 23,5%.
- América Latina Logística (ALL): o investimento inicial foi feito em julho de 1996. Um dos próprios sócios da GP foi colocado como presidente da empresa, buscando uma cultura de meritocracia e eficiência. Mais uma vez, a GP estabeleceu grande parte da remuneração dos empregados como variável. No IPO, realizado em 2004, R\$ 500 milhões foram captados para a empresa. Em nove anos: (i) a receita líquida subiu de R\$ 174 milhões para R\$ 1,1 bilhão; (ii) o EBITDA aumentou de R\$ 9 milhões para R\$ 458 milhões; e (iii) a margem EBITDA cresceu de 5,2% para 44,3%. Dois anos após o IPO, as ações da ALL já haviam subido mais de 500%. Parte do desinvestimento ocorreu em 2006 e parte em 2007, com uma TIR de 16,8%.
- Equatorial Energia: o investimento inicial foi realizado em abril de 2004 na subsidiária Cemar através de ações da Equatorial. A GP tomou medidas como: (i) instituição de uma nova equipe administrativa; (ii) mudança da estrutura organizacional, com menos níveis de hierarquia; e (iii) remunerações variáveis. O EBITDA da Cemar cresceu 160% entre 2004 e 2006 e sua margem EBITDA passou de 24% para 40%. Em março de 2006, o valor do investimento havia crescido 25 vezes, representando uma TIR de 1.403%.

De 1994 a 2007, a GP Investimentos realizou 33 desinvestimentos referentes a US\$ 2,1 bilhões de recursos captados. Neste período, os fundos da GP atingiram uma TIR anual de 21,9% em dólares e 31,6% em reais.

4.4.2 *Aquisição e Reestruturação Societária*

Em agosto de 2007, a GP Investimentos anunciou um acordo com os acionistas controladores da Magnesita S.A. para a aquisição de 70,7% das ações ordinárias e 3,1% das preferenciais, totalizando 38,6% do capital total da empresa. A transação envolveu um pagamento de R\$ 1,24 bilhão aos controladores. Deste total, R\$ 560 milhões foram financiados via dívida contratada ao ABN Amro e R\$ 680 milhões através de capital, dos quais 79% foram pagos por fundos sob gestão da GP e 21% pela Gávea Investimentos.

A aquisição foi de fato efetuada pela RPAR Holding, companhia controlada pela GP Investimentos, no dia 27 de setembro de 2008. Na data da transação, fundos de *private equity* da Gávea Investimentos detinham uma participação minoritária de 21% no capital da RPAR.

Como a Magnesita S.A. já era listada na Bovespa, a RPAR foi obrigada a realizar uma Oferta Pública de Ações (OPA) para os acionistas minoritários detentores das ações ordinárias. Adicionalmente, a empresa decidiu fazer uma OPA voluntária para os acionistas detentores de ações PNA e PNC.

O leilão da OPA voluntária ocorreu no dia 11 de dezembro de 2007, quando a RPAR adquiriu 17,00% das ações PNA e 0,15% das PNC por R\$ 45,00 para cada lote de mil ações. Esta operação gerou um dispêndio total de aproximadamente R\$ 149 milhões para a RPAR.

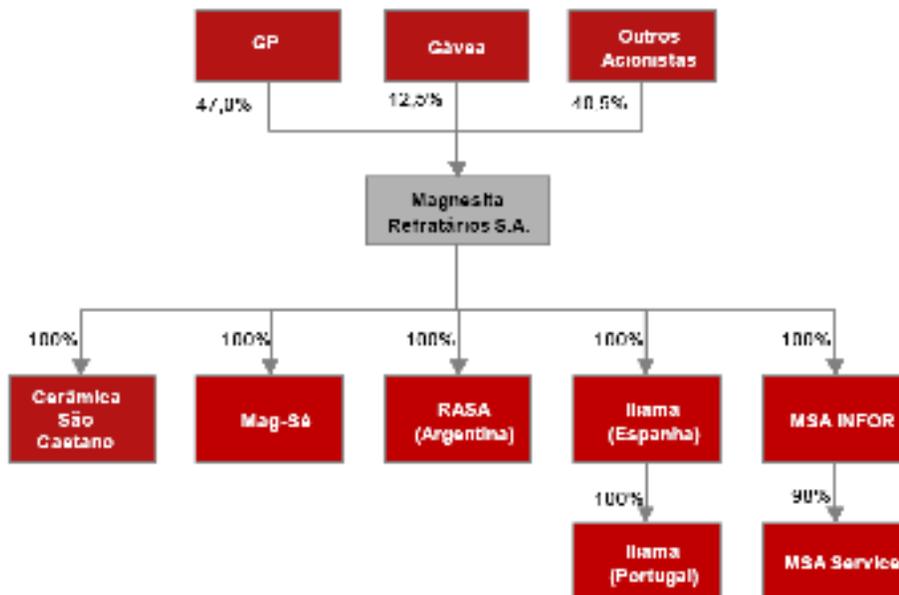
No caso da OPA obrigatória, cujo leilão aconteceu no dia 31 de janeiro de 2008, adquiriu 20,18% das ações ordinárias da Magnesita por R\$ 63,70 para cada lote de mil ações. Este preço representou quase 83% do valor pago aos controladores da empresa em setembro de 2007 e, portanto, acima do mínimo de 80% previsto na legislação. Esta aquisição demandou recursos em torno de R\$ 287 milhões.

Adicionalmente, a RPAR efetuou compra de ações ordinárias e preferenciais no mercado aberto. Após as aquisições de controle e as adicionais, a RPAR atingiu no início de fevereiro de 2008 uma participação de 66,07% do capital total da Magnesita, com 94,90% das ações ordinárias e 34,11% das preferenciais.

Mais à frente, a RPAR realizou uma reestruturação societária na qual incorporou a Partimag¹⁸ e a Magnesita. Esta operação possibilitou uma simplificação da estrutura societária da empresa, com uma consequente redução de custos. Além disto, todo o ágio das aquisições realizadas pela RPAR (tanto referentes ao controle quanto às compras adicionais no mercado aberto) passou a ser contabilizado e amortizado na companhia incorporadora, gerando benefícios fiscais.

As três empresas foram reunidas em uma única companhia aberta, ainda sob o nome de RPAR Holding, com todos os acionistas presentes na mesma base acionária. Foi introduzido um alto nível de governança corporativa e, desta forma, suas ações foram listadas no segmento mais rigoroso da Bovespa, o Novo Mercado.

Em meados de março de 2008, a RPAR mudou sua razão social para Magnesita Refratários S.A.. Esta passou a ser uma empresa com estrutura societária mais simplificada e enxuta, além de contar com elevados benefícios fiscais gerados pela amortização do ágio referente às aquisições realizadas. A estrutura societária da empresa, logo após a reestruturação, está ilustrada abaixo.



Fonte: Magnesita

¹⁸ A RPAR comprou a Magnesita por meio de aquisição direta e indireta. A participação indireta foi adquirida através da Partimag.

Após todas estas mudanças, as ações da Magnesita Refratários S.A. passaram a ser negociadas na Bovespa sob o ticker MAGG3, no segmento Novo Mercado, a partir do dia 02 de abril de 2008.

4.4.3 Aumento de Eficiência Operacional

Antes da entrada da GP Investimentos no seu capital, a Magnesita era uma empresa sob uma estrutura excessivamente familiar, apesar do seu tamanho e de ser listada na Bovespa desde a década de 60.

Consequentemente, a empresa possuía uma estrutura organizacional ineficiente. Havia mais de 20 subsidiárias abaixo da *holding*, cada uma com sua própria equipe administrativa e contábil, replicando cargos semelhantes dentro da Magnesita. Além de manter a folha salarial da empresa mais elevada do que o necessário, esta situação também dificultava um monitoramento efetivo das operações consolidadas.

Do ponto de vista operacional, não havia uma gestão profissionalizada. Até então, em mais de 60 anos, a companhia nunca havia feito um orçamento anual. Grande parte das compras de materiais era realizada em sistema de urgência, sem qualquer tipo de programação ou planejamento antecipado. Além disto, as vendas eram normalmente realizadas sem contratos e não havia muito comprometimento dos funcionários com a empresa, fato evidenciado pelo alto número de faltas em suas fábricas.

A própria família Pentagna Guimarães, antiga controladora da Magnesita, caracterizou a venda como uma oportunidade para a empresa ganhar mercado fora do Brasil, país no qual a empresa já controlava a maior parte do segmento e, portanto, não possuía muito espaço para crescimento. Para tal, altos investimentos e, consequentemente, um maior endividamento seria necessário. A família, além de não contar com capital disponível para realizar estes investimentos, era avessa ao risco no que diz respeito a elevados níveis de endividamento.

A GP Investimentos enxergou este cenário como uma ótima oportunidade para aplicar um choque de gestão na empresa. Assim que concluiu a aquisição, efetuou uma troca em toda sua equipe administrativa, incluindo o presidente. Havia muitos ganhos de

eficiência operacional a serem realizados e até mesmo de sinergias ainda não capturadas entre as subsidiárias. Como sempre costuma fazer, implementou uma política severa de custos e definiu metas de desempenho ligadas a um forte sistema de remuneração variável. Até mesmo funcionários do “chão da fábrica” passaram a trabalhar sob esta filosofia.

Em meados de 2008, a GP já havia demitido 800 dos 7200 funcionários da Magnesita. A maior parte deles estava ligada à área administrativa.

Assim que adquiriu a empresa, a GP de fato anunciou planos de globalização e expansão no mercado externo, o que ocorreu com a compra da empresa alemã LWB Refractories no final de 2008. Após esta aquisição, a Magnesita assumiu a terceira colocação mundial do setor em termos de faturamento. Entretanto, a aquisição gerou protestos e questionamentos por ter aumentado o nível de endividamento da empresa em uma época de menor geração de caixa e baixa liquidez no mercado internacional.

Outra decisão tomada pela GP foi a de vender todos os ativos não operacionais da empresa, a fim de concentrar a totalidade dos recursos em sua área específica de negócios. Já houve venda de terrenos rurais e urbanos.

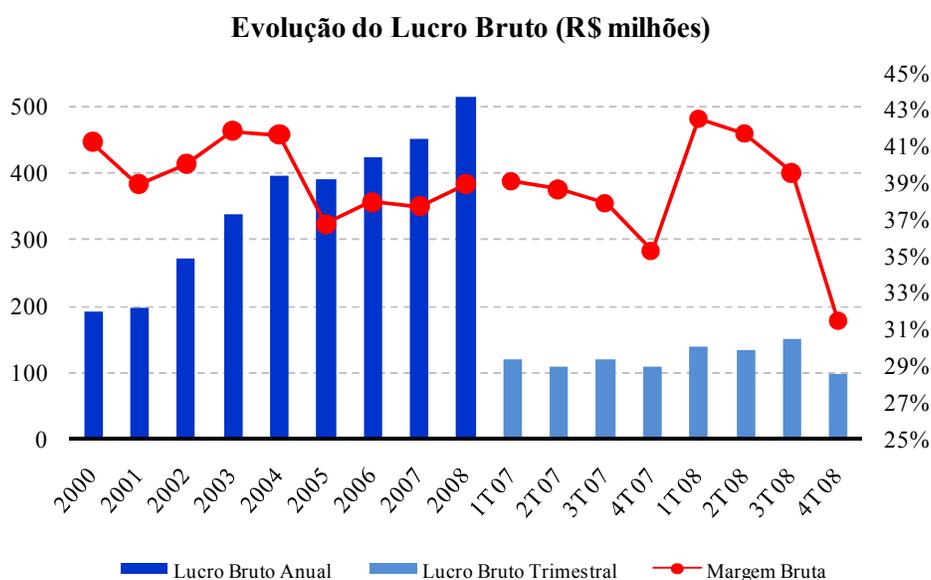
Após a aquisição efetuada no final de setembro de 2007, a Magnesita apresentou um aumento de eficiência nas suas atividades operacionais. Devemos destacar que o ano de 2008 apresentou momentos distintos no que diz respeito à situação da economia brasileira. Nos três primeiros trimestres, o Brasil ainda observava altas taxas de crescimento e não parecia ter sido afetado pela crise internacional. Entretanto, a piora ocorrida no cenário econômico mundial em setembro de 2008 transformou completamente este quadro. No quarto trimestre, o PIB brasileiro apresentou uma redução de 3,65% sobre o período imediatamente anterior, enquanto que a produção de aço bruto caiu 26,6% no país, na mesma base de comparação.

Assim sendo, empresas do Brasil e do mundo enfrentaram um ambiente extremamente adverso acompanhando a recessão da economia global. A Magnesita, por estar fortemente ligada à indústria siderúrgica, respondeu mais rapidamente e apresentou perdas significativas no quarto trimestre de 2008, tanto em termos de volume como em termos relativos.

Diante deste cenário peculiar ocorrido em 2008, uma análise anual fica distorcida para observarmos a evolução operacional da Magnesita após a aquisição da GP Investimentos. Por isso, abrimos os números de 2008 em trimestres para melhor avaliar o impacto da empresa de *private equity* nos resultados de sua investida.

Os gráficos abaixo evidenciam a forte piora operacional da Magnesita no último trimestre, bem como uma melhora significativa nos três primeiros trimestres de 2008 em comparação ao observado no ano anterior.

Observando a margem bruta¹⁹ dos trimestres de 2008, verificamos um aumento de aproximadamente 3 pontos percentuais em cada um dos três primeiros períodos em comparação aos mesmos trimestres de 2007. No último trimestre deste mesmo ano, entretanto, houve uma queda em torno de 4 pontos percentuais em relação ao mesmo período de 2007. Em uma comparação anual, a margem bruta de 2008 encontra-se acima dos níveis praticados desde 2005. Todavia, não supera as margens de 2000 a 2004.

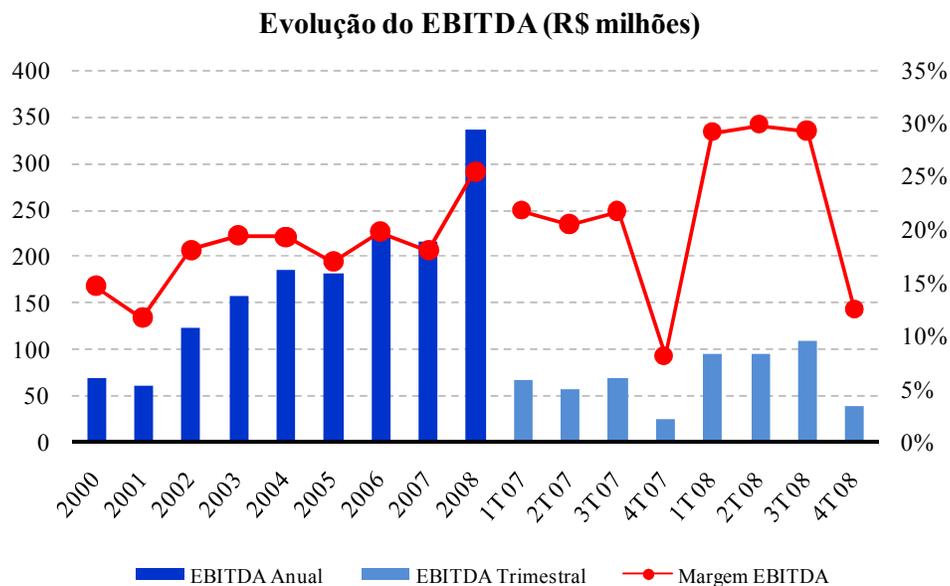


Fonte: Bloomberg, CVM e Relatórios da Empresa

¹⁹ A margem bruta é determinada pela razão entre o lucro bruto e a receita líquida. Quanto maior o seu valor, maior é a eficiência operacional da empresa. O lucro bruto deduz da receita líquida apenas os custos diretamente relacionados ao processo produtivo da companhia. Portanto, as despesas com vendas, gerais e administrativas não são consideradas.

Ao observarmos o EBITDA e a sua margem, verificamos maiores evidências quanto à melhora operacional da Magnesita. Este indicador representa uma melhor medida para a eficiência das operações de uma empresa. Além de incluir os custos dos produtos vendidos, também considera outras despesas operacionais (como com vendas, gerais e administrativas). Os gastos com depreciação e amortização também não entram na conta, por não representarem saída de caixa. Assim sendo, o EBITDA é considerado uma *proxy* para a capacidade de uma companhia gerar caixa através de suas operações. Entretanto, é importante destacar que um possível melhor gerenciamento do capital de giro e investimentos realizados de forma mais eficiente, fatores que aumentam o valor de uma empresa no longo prazo e estão ligados à sua evolução operacional, não são considerados neste indicador.

A Magnesita passou de uma margem EBITDA ponderada de 17,8% de 2000 a 2007 para 25,5% em 2008, incluindo o efeito negativo do quarto trimestre. Em relação a 2007, um aumento de 7,5 pontos percentuais na margem levou o EBITDA a crescer 55,9%, totalizando R\$ 336,1 milhões em 2008. Considerando o acumulado nos três primeiros trimestres de cada ano, chegamos a uma margem de 29,3% em 2008, contra 21,4% no ano anterior.



Fonte: Bloomberg, CVM e Relatórios da Empresa

É necessário fazer duas ressalvas, visto que este resultado pode ser encontrado de formas diferentes no balanço da Magnesita. Os números apresentados: (i) não incorporam o efeito dos novos padrões contábeis adotados no Brasil a partir de 2009, visto que a base histórica não o inclui e, portanto, ficaria distorcida²⁰; e (ii) o EBITDA de 2008 exclui resultados provenientes da alemã LWB Refractories, que distorceu os números consolidados a partir de novembro e dezembro, quando foi incorporada aos resultados.

Além disso, ao analisarmos o balanço da Magnesita verificamos que houve também uma melhora no gerenciamento do seu capital de giro²¹ entre 2007 e 2008, após a entrada da GP. Calculamos quantos dias de vendas (medida pela receita líquida) seriam necessários para liquidar determinadas contas do ativo circulante (contas a receber e estoques) e quantos dias de produção (medida pelo custo dos produtos vendidos) estão sendo financiados por contas do passivo circulante (neste caso, analisamos apenas as contas a pagar).

As contas a receber representavam 77 dias da receita líquida em 2007, enquanto que atingiram 75 dias em 2008. Já os estoques diminuíram de 88 dias para 77 dias. A redução destes números indica uma melhora operacional, visto que, dada uma mesma receita líquida, o capital da empresa empregado em suas operações é menor (há mais capital disponível para outros fins).

Já as contas a pagar (fornecedores) representavam 25 dias do custo dos produtos vendidos em 2007, enquanto que em 2008 alcançavam 31 dias. Este aumento indica que os prazos de pagamento foram ampliados. Ou seja, as condições dos contratos com os

²⁰ Vale ressaltar que, caso considerássemos as mudanças contábeis, a margem EBITDA seria de 30,7% em 2008, com um EBITDA de R\$ 404,9 milhões. A evolução frente a 2007, também sob os novos padrões, seria ainda maior. O EBITDA e a margem EBITDA apresentariam incrementos de 101,8% e 14 pontos percentuais, respectivamente.

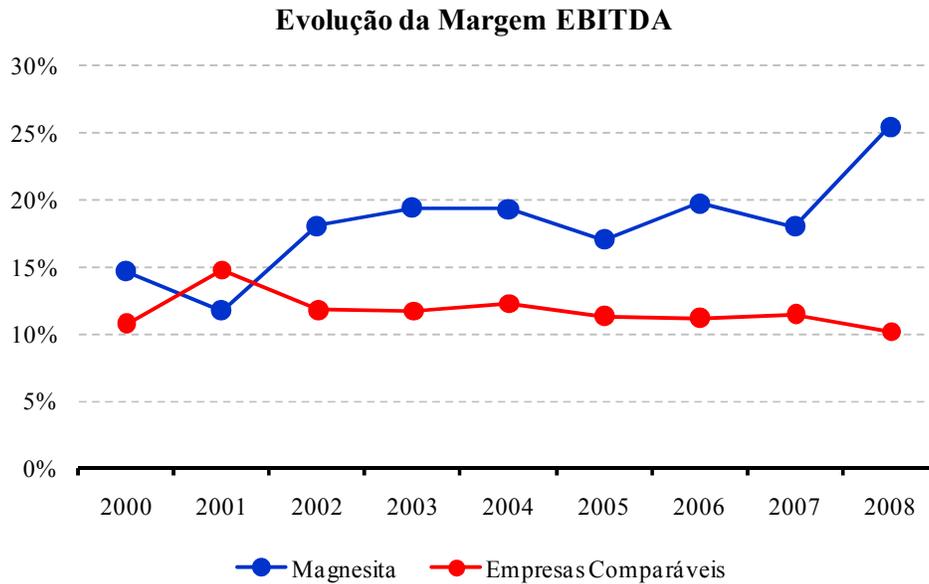
²¹ Para este cálculo, consideramos os balanços patrimoniais do terceiro trimestre de cada ano, além da receita líquida e do custo dos produtos vendidos acumulados nos nove primeiros meses de cada ano. Como o balanço patrimonial do quarto trimestre de 2008 incluía dados referentes à LWB e o balanço patrimonial da mesma data de 2007 já estava influenciado pela GP, achamos que esta é a melhor opção para realizarmos a comparação.

fornecedores passaram a ser mais vantajosas e levaram a uma menor necessidade de investimento em capital de giro por parte da empresa.

Os números apresentados pela Magnesita após sua aquisição pela GP Investimentos apóiam os estudos apresentados mais acima, que indicam que a entrada de fundos de *private equity* na gestão de empresas melhora a eficiência operacional destas. A gestão mais ativa implementada pela GP gera melhores resultados, de acordo com a teoria estudada. Realmente, a evolução observada na margem EBITDA da Magnesita supera os resultados obtidos no trabalho de Acharya, Hahn e Kehoe (2009), visto que em um ano foi observado um aumento de 7,5 pontos percentuais.

Apesar de não podermos precisar quanto desta melhora ocorreu de fato devido a uma gestão mais eficiente por parte da GP, realizamos uma comparação com a evolução operacional de empresas do mesmo setor para verificarmos se a Magnesita foi positivamente influenciada por algum fator comum a todas as produtoras de refratários. O gráfico abaixo ilustra dados consolidados de seis empresas de capital aberto ao redor do mundo²². Como pode ser observado, não houve uma tendência de aumento na eficiência operacional dentro do setor durante o ano de 2008. Pelo contrário, enquanto a margem EBITDA da Magnesita passou de 18,0% em 2007 para 25,5% em 2008, as empresas comparáveis apresentaram uma perda de 1,3 pontos percentuais no mesmo período.

²² Empresas selecionadas: RHI, Shinagawa, Krosaki Harima, Chosun Refractories, Posco Refractories e Yotai Refractories.



Fonte: Bloomberg, CVM e Relatórios da Empresa

Além disso, conforme já observado mais acima, o fato da empresa de *private equity* já possuir um extenso histórico e boa credibilidade no mercado tende a gerar maiores retornos para os investidores. Este parece ser o caso da GP, que apresentou uma TIR média elevada em investimentos efetuados desde 1994. Entretanto, só poderemos observar o retorno que a GP atingirá na Magnesita quando seu desinvestimento for efetuado.

4.5. A Magnesita no Mercado de Ações

Como já citado anteriormente, a empresa abriu seu capital na década de 60, iniciando então suas negociações na Bovespa sob o ticker MAGS5. Como resultado da reestruturação societária e administrativa, a Magnesita passou a ser negociada no segmento de listagem Novo Mercado, onde ingressou no início de abril com o ticker MAGG3.

Atualmente, as ações da companhia compõem diversos índices da Bolsa de São Paulo, como: Índice Brasil (IBrX), Índice do Setor Industrial (INDX), Índice de Ações

com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), Índice de Ações com *Tag Along* Diferenciado (ITAG) e Índice *Small Cap* (SMLL).

Ao compararmos a evolução das ações da Magnesita (MAGG3) com o mercado acionário no período da sua aquisição pela GP Investimentos, fica claro que o papel da empresa obteve um desempenho substancialmente superior nos meses subsequentes ao fechamento da operação.

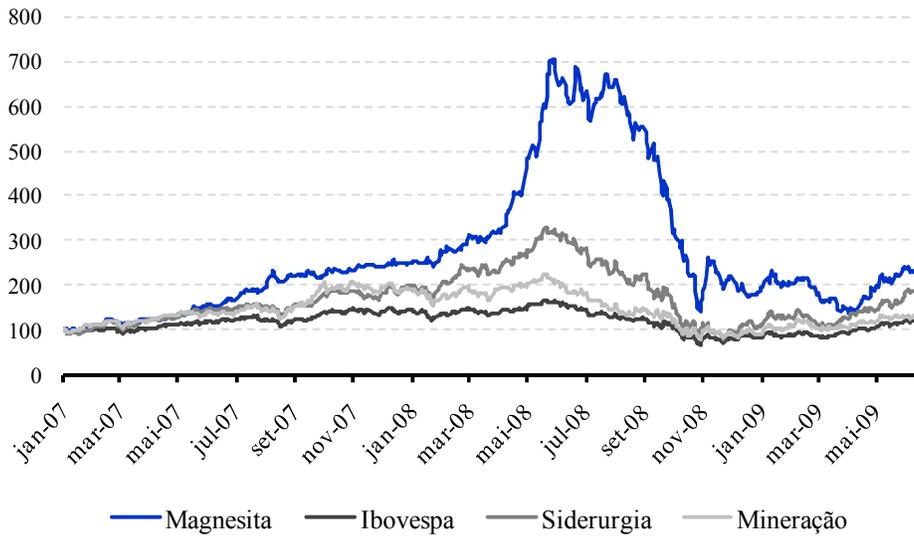
As ações da Magnesita atingiram seu pico no final de maio de 2008, quando apresentavam uma evolução de 603% sobre a cotação do início de 2007. Ao compararmos esta mesma máxima com o preço de 27 de setembro de 2007, dia da conclusão da aquisição pela GP Investimentos, verificava-se uma alta de 222% (contra ganhos de 79% de siderúrgicas, 17% do Ibovespa e 8% de mineradoras) em apenas oito meses.

Todavia, após o agravamento da atual crise econômica mundial um pouco antes do mês de setembro de 2008, a ação Magnesita sofreu uma queda abrupta diante de um cenário de baixa liquidez e grande aversão ao risco. Esta redução foi consideravelmente superior às verificadas nestes mesmos índices, fazendo com que o papel da empresa devolvesse toda a valorização que tinha alcançado em relação a outras empresas, tendo como base o início de 2007 ou a data da aquisição.

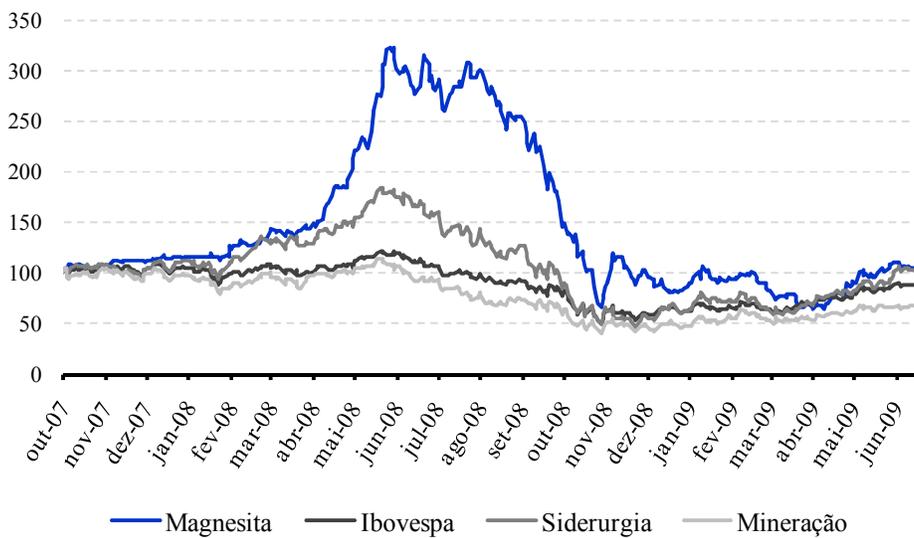
Nos gráficos a seguir evidenciamos o desempenho das ações da produtora de refratários em relação a empresas de siderurgia²³, mineração²⁴ e ao Ibovespa. O primeiro gráfico tem como base o início de 2007, enquanto que o segundo utiliza a data da conclusão da aquisição da empresa pela GP Investimentos.

²³ O índice de siderurgia é composto por Gerdau, Usiminas e CSN. O peso de cada empresa no índice é determinado pelo tamanho do seu valor de mercado em relação às outras empresas.

²⁴ O índice de mineração é composto por Vale do Rio Doce e MMX, sendo o peso de cada uma determinado pelo mesmo critério citado acima.

Evolução do Mercado Acionário (100 = 01/01/2007)

Fonte: Economática

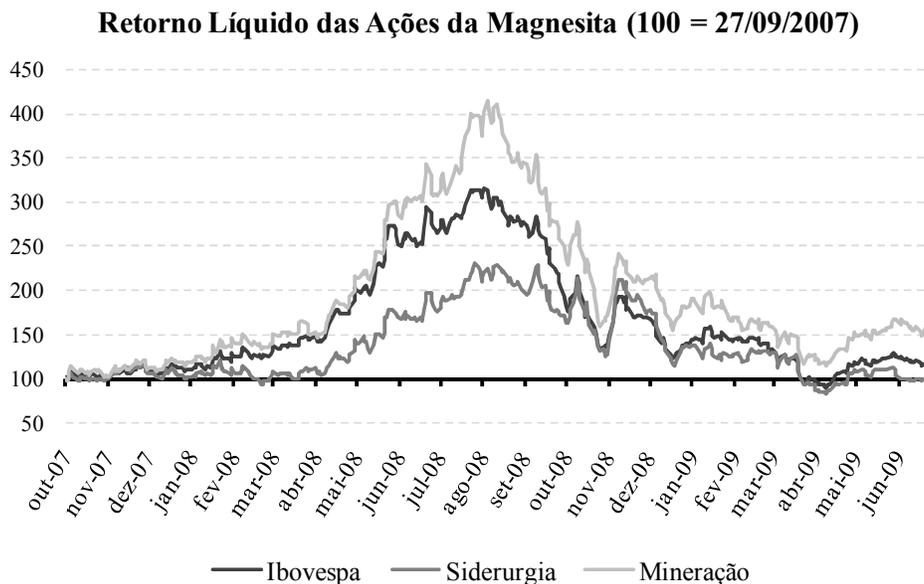
Evolução do Mercado Acionário (100 = 27/09/2007)

Fonte: Economática

Podemos observar que, mesmo após a forte queda iniciada em agosto de 2008, as ações da Magnesita permaneceram com um desempenho superior em relação aos outros índices utilizados como comparação em boa parte do período analisado. Entretanto, o mercado claramente devolveu, após a piora da crise financeira, toda a

valorização ocorrida depois da aquisição pela GP. Para melhor visualizarmos este cenário, montamos o gráfico a seguir com base na data da aquisição, no qual calculamos o retorno líquido das ações da Magnesita em relação ao desempenho das outras empresas. Ou seja, cada série ilustra o quanto a ação da empresa se valorizou (ou desvalorizou) após a “deflacionarmos” pelo retorno dos outros índices.

O gráfico ilustra que, isolando o retorno das demais empresas, o papel da Magnesita apresentou o seu ápice em meados de agosto de 2008 (+314% sobre mineração, +216% sobre o Ibovespa e +131% sobre siderurgia). A partir de então, seu desempenho foi muito inferior, de tal forma que no final de março de 2009 chegou a ficar negativo em relação à siderurgia e ao Ibovespa, utilizando a mesma base de comparação. Apesar da recuperação ocorrida em meados de abril de 2009, o retorno das ações da Magnesita ainda ficou muito distante do patamar alcançado em agosto de 2008.



Fonte: Economática

Durante o período no qual ocorreu esta alta significativa nas ações da Magnesita, diversos eventos importantes ocorreram a respeito da empresa. Obviamente, o desempenho das ações da companhia não respondeu exclusivamente a notícias relacionadas à mesma.

Destacamos a obtenção do grau de investimento para os títulos soberanos do Brasil em maio de 2008. Este evento levou a uma forte apreciação de toda a Bovespa, que atingiu recordes de alta nos dias subsequentes ao fato. Entretanto, como observado acima, o desempenho da Magnesita foi extremamente superior aos índices criados.

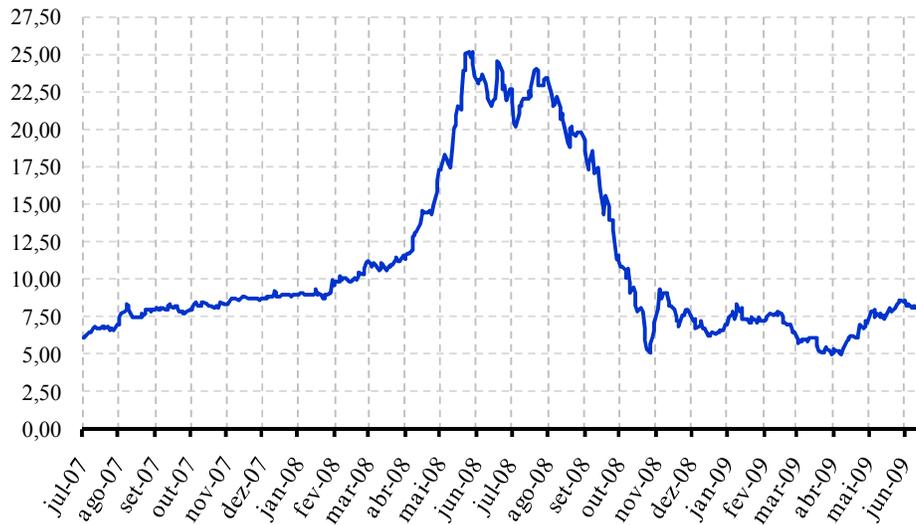
A tabela a seguir ilustra as principais notícias vinculadas à Magnesita que podem explicar o melhor desempenho da empresa em relação às outras companhias da bolsa. Para cada evento, listamos o preço da ação e o seu retorno líquido do desempenho do Ibovespa, nos seguintes períodos: (i) desde a data da aquisição pela GP Investimentos; (ii) nos três dias anteriores; e (iii) nos três dias posteriores.

Data	Fato	Preço	Retorno Líquido em Relação a:		
			27-set-07	3 dias antes	3 dias após
10-jul-07	Diante de especulações, empresa anuncia avaliação de possível alienação do seu controle	6,70	-6,1%	7,5%	-4,2%
13-ago-07	Anúncio da aquisição pela GP Investimentos	7,49	11,9%	-4,9%	7,9%
27-set-07	Conclusão da aquisição pela GP Investimentos	7,79	-	-3,6%	0,9%
01-out-07	Troca dos executivos	7,98	0,3%	-1,1%	7,9%
01-fev-08	Anunciada a Reestruturação Societária	9,77	25,3%	5,6%	6,9%
02-abr-08	Início das negociações da MAGG3 no Novo Mercado	11,53	42,6%	-1,7%	1,8%
14-abr-08	Assinatura de MoU com Krosaki (empresa japonesa de tecnologia em refratários)	13,67	72,3%	7,8%	1,2%
23-abr-08	Venda de terreno em São Caetano por R\$ 171 milhões	14,32	72,7%	-1,0%	8,5%
23-abr-08	Moody's atribui rating Ba1 em escala global e Aa2.br em escala nacional	14,32	72,7%	-1,0%	8,5%
25-abr-08	Aquisição da Insumos Refratários por R\$ 55 milhões	14,91	79,2%	3,4%	11,0%
05-mai-08	Anúncio do Resultado do 1T09: Margem EBITDA atinge 29,1% (+8 p.p. YoY e +20 p.p. QoQ)	18,25	103,7%	0,4%	-2,7%
19-mai-08	Standard & Poors atribui rating BB em escala global e brAA- em escala nacional	21,29	127,1%	0,5%	20,6%
19-mai-08	Plano para triplicar a produção da mina de Brumado	21,29	127,1%	0,5%	20,6%
20-mai-08	Krosaki adquire 3% do capital social	22,04	134,9%	3,0%	16,8%
28-mai-08	Credit-Suisse estima um preço-alvo de R\$ 34 por ação	25,07	168,4%	-2,0%	-6,6%
26-jun-08	Santander estima um preço-alvo de R\$ 35 por ação	21,90	168,3%	-6,8%	4,1%
30-jun-08	UBS estima um preço-alvo de R\$ 35 por ação	22,55	171,7%	-0,2%	-0,8%
01-jul-08	UBS estima crescimento de 10% a.a. para a Magnesita até 2015, devido à forte expansão projetada para o aço	22,60	179,3%	4,1%	-4,8%
12-ago-08	Anúncio do Resultado do 2T09: Margem EBITDA atinge 29,8% (+10 p.p. YoY e +1 p.p. QoQ)	20,59	196,0%	-0,3%	-1,7%
08-set-08	Aquisição da LWB Refractories por € 657 milhões	18,45	185,0%	9,4%	-8,0%
09-set-08	Magnesita estima economias de € 25 milhões ao ano com aquisição da LWB	17,10	176,6%	5,5%	-5,9%

Fonte: Valor Econômico, Bloomberg e Site da Empresa

Para melhor visualizarmos os efeitos das notícias acima, montamos um gráfico apenas com a evolução do preço das ações da Magnesita a partir do início de julho de 2007.

Evolução da Magnesita na Bolsa (R\$ por Ação)



Fonte: Economática

O mercado reagiu positivamente à reestruturação societária realizada na empresa e anunciada no início de fevereiro de 2008. A divulgação de elevados benefícios fiscais decorrentes do ágio da aquisição e a expectativa quanto à melhora operacional diante desta estrutura mais simplificada podem explicar o início deste aumento. Além disso, outro ponto que consideramos importante na formação desta curva refere-se ao início da negociação de suas ações no Novo Mercado no início de abril de 2008. Os meses de maio e junho verificaram as altas mais acentuadas, nos quais destacamos: (i) os *ratings* atribuídos pela S&P e pela Moody's; (ii) os resultados da expressiva melhora operacional do primeiro trimestre; e (iii) a entrada da Krosaki no seu capital.

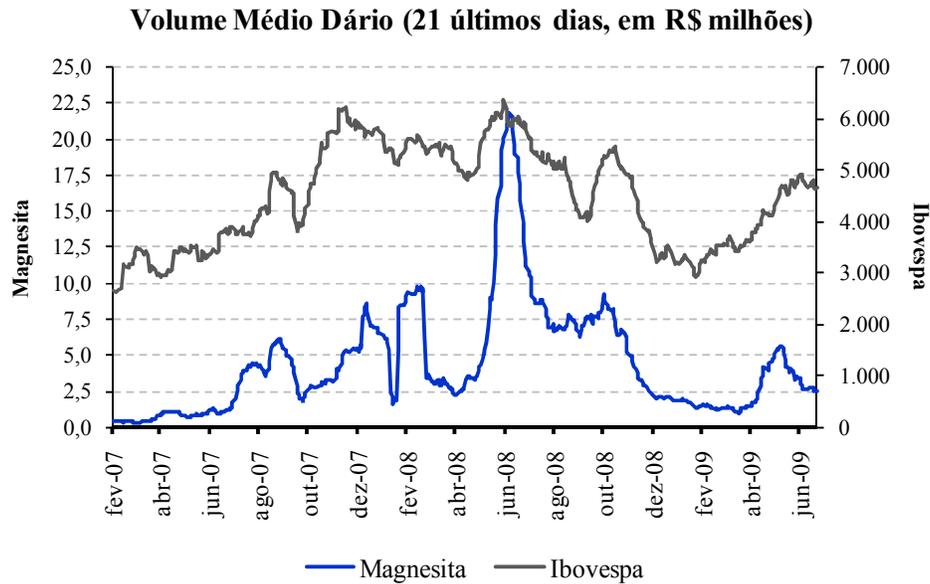
Confirmando a teoria estudada mais acima, a Magnesita atraiu parceiros tecnológicos (Krosaki), diminuiu seu custo de capital com os *ratings* anunciados e aumentou sua eficiência operacional após a entrada da GP Investimentos. *Ceteris paribus*, todos estes fatores aumentam o valor de uma empresa no longo prazo.

No caso do *rating* da Moody's, a agência de risco cita explicitamente como um aspecto positivo a expectativa de que os novos controladores (GP Investimentos) reduzam os custos da Magnesita e aumentem sua rentabilidade, em conjunto com os benefícios gerados pela estrutura societária mais simplificada da nova empresa.

Da mesma forma que o grau de investimento foi um catalisador para a evolução das ações da empresa, a significativa piora do cenário macroeconômico internacional foi essencial para a forte queda verificada a partir de setembro. A Magnesita é uma empresa extremamente dependente do setor siderúrgico. As vendas de aço são muito sensíveis a mudanças na atividade industrial, que sofreu o impacto negativo²⁵ da escassez de crédito ocasionada pela crise econômica mundial. Assim sendo, investimentos no setor foram postergados ou cancelados e usinas passaram a operar com alta capacidade ociosa e alto-fornos paralisados. Estas decisões afetaram diretamente a geração de caixa da Magnesita que, como já citado, atua no isolamento térmico dos alto-fornos das usinas siderúrgicas.

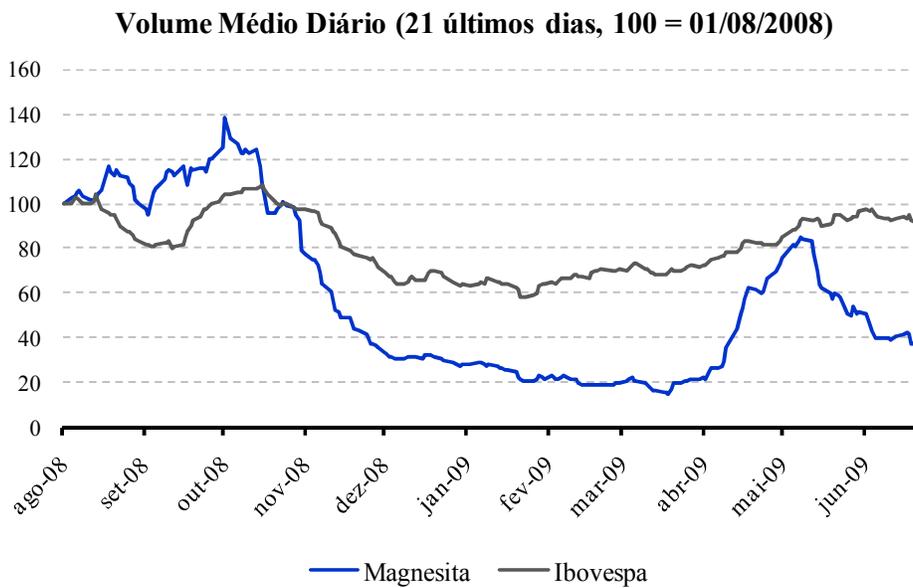
Outro fator que pode explicar a forte queda nas ações da empresa é a diminuição da liquidez internacional. Após o agravamento da atual crise econômica internacional em setembro de 2008, as ações da Magnesita tiveram uma queda significativa em seu volume negociado. Estas acompanharam a tendência de fuga de capital externo do Brasil, além de uma menor demanda por ativos mobiliários devido à súbita elevação da aversão ao risco. Ademais, por ser considerada uma *small cap*, estes efeitos foram mais substanciais nas ações da empresa, como pode ser observado a seguir.

²⁵ Em uma comparação frente ao mês anterior, a produção industrial brasileira apresentou quedas de 1,4% em outubro, 7,1% em novembro e 12,7% em dezembro.



Fonte: Economática

Com o objetivo de melhor observarmos o efeito da crise econômica no volume negociado da empresa em comparação com o efeito no volume do Ibovespa, formulamos o seguinte gráfico em número índice com data base no início do mês de setembro de 2008.



Fonte: Economática

5. CONCLUSÃO

Conforme observamos, uma empresa pode escolher diferentes estruturas de governança corporativa de acordo com o tipo de financiamento levantado. Ao optar por um financiamento via capital privado, há uma sinalização ao mercado de que possui qualidade e boas perspectivas de crescimento, além de estar comprometida com rigorosas práticas de governança corporativa.

Ter um fundo de *private equity* como sócio significa que a companhia lida com uma maior prestação de contas, interferência profissional na sua gestão, cobrança constante de resultados e preocupação em relação ao valor que está sendo criado para os acionistas. Além disso, é positivo o fato da empresa ter passado por uma detalhada análise econômico-financeira e um rigoroso processo de *due diligence* efetuados pelo fundo antes do efetivo aporte de capital.

Diante desta situação, concluímos que o fundo de *private equity* atua como um certificador da empresa investida. Quanto mais bem sucedido tiver sido em outras operações, passa mais credibilidade à nova firma investida e à nova estrutura de gestão, gerando mais benefícios para a mesma. Suportando esta idéia, verificamos que instituições de *private equity* de maior porte e fundadas há mais tempo atingem melhores resultados em seus investimentos. Ou seja, agregam mais valor às empresas nas quais investem.

Através de uma redução na assimetria informacional existente entre companhias e investidores em conjunto com as sinalizações emitidas, o fundo de *private equity* abre novas oportunidades para sua empresa investida. Diante de um cenário considerado mais seguro pelo mercado, futuras fontes de financiamento são asseguradas a um custo mais baixo, seja através de dívida ou *equity*. Além disso, possíveis parceiros comerciais ou relacionados a pesquisas passam a ter mais interesse em se associar à companhia. O trabalho realizado por Folta e Janney (2002) comprova que a capacidade de uma firma em atrair recursos essenciais ao seu crescimento de longo prazo (financeiros, comerciais e de pesquisa) é maior quando esta realizou uma emissão privada de capital anteriormente. Destacamos que o resultado se torna mais forte à medida que há maior assimetria informacional entre a empresa e possíveis investidores.

Além das sinalizações descritas e da redução da informação assimétrica, a estrutura de governança corporativa também pode de fato levar a um aumento da eficiência operacional. Estudamos que fundos de *private equity* normalmente geram uma melhora dos resultados operacionais através de uma gestão ativa em conjunto com altos níveis de governança corporativa. O trabalho realizado por Acharya, Hahn e Kehoe (2009) constata que a margem EBITDA das empresas observadas sofre um impacto positivo após a entrada do fundo de *private equity* na sua gestão. Além disso, um melhor gerenciamento de capital de giro e de CAPEX também são verificados. Observamos que transações de *private equity* possuem um retorno superior ao do mercado mesmo ao excluir efeitos ligados ao setor da empresa e a uma maior alavancagem. Vimos que este retorno acima da média está forte e positivamente correlacionado com uma melhora operacional das companhias analisadas. Como um indicativo de que a gestão do fundo de *private equity* realmente aumenta o valor da empresa, verificamos que transações cujas empresas apresentaram altos níveis de governança e uma gestão mais ativa por parte dos fundos obtiveram retornos mais elevados.

Ou seja, através de uma diminuição no custo de capital, acesso a novas parcerias e melhora de eficiência operacional, constatamos que grandes fundos de *private equity* normalmente aumentam o valor percebido de suas empresas investidas. Em uma análise por fluxo de caixa descontado, o aumento de margens leva a um maior fluxo e a diminuição do custo de capital faz com que a taxa de desconto utilizada para trazer fluxos futuros a valor presente seja menor. Ambos os fatores contribuem para um aumento no valor da empresa através deste método de avaliação.

No caso específico da Magnesita, verificamos diversos pontos em comum com a teoria estudada. Após a aquisição pela GP Investimentos: (i) houve forte melhora de eficiência operacional, evidenciada pelo aumento na margem EBITDA e pelo melhor gerenciamento do capital de giro; (ii) os *ratings* aplicados pela Moody's e pela Standard & Poors indicam uma queda no custo do capital para a empresa; e (iii) a aquisição de 3,0% do seu capital pela Krosaki indica a entrada de um parceiro tecnológico, ligado a pesquisas. Conforme observado, todos estes fatores levam a uma apreciação do valor percebido para a empresa, *ceteris paribus*.

Analisando o mercado acionário, observamos que em um primeiro momento após a aquisição pela GP, as ações da Magnesita responderam com uma considerável valorização em comparação a outros índices do mercado. Neste período, o alto fluxo de investimentos externos, a elevada liquidez no mercado de capitais e a menor aversão ao risco dos investidores acompanharam a forte evolução do papel. Além disto, elevadas expansões eram esperadas para o setor siderúrgico, o que afetaria diretamente o fluxo de caixa da companhia.

Entretanto, a partir de agosto de 2008, a queda do preço do papel da empresa foi tão expressiva quanto a alta anteriormente ocorrida. Nesta época, o cenário era exatamente o oposto, com uma forte escassez de liquidez e uma maior aversão ao risco. Ademais, houve uma súbita piora das expectativas para a economia brasileira e para o setor siderúrgico, cuja deterioração foi ainda pior.

Estes dois cenários tão distintos dificultam uma análise sobre o efeito específico da GP Investimentos na ação da empresa. Os papéis da Magnesita podem ter sido mais afetados por variações destes peculiares cenários macroeconômicos, do que propriamente por um choque de gestão efetuado pela GP. Futuros trabalhos podem procurar isolar cada efeito que pode ter agido sobre as ações da companhia neste período, de tal modo que ficaria mais claro quanto os eventos diretamente associados à GP realmente influenciaram a evolução da Magnesita no mercado acionário.

Ressaltamos que o retorno obtido pela GP Investimentos na Magnesita ainda não pode ser mensurado, visto que a aquisição ocorreu recentemente e ainda não houve qualquer tipo de desinvestimento. Entretanto, seria possível realizar um estudo para avaliar a diferença entre o valor percebido antes e após a entrada da GP, adotando diferentes premissas para cada cenário.

Conforme já discutido, um aumento nas margens operacionais da companhia e uma diminuição no custo de capital levam a um crescimento do valor da empresa, *ceteris paribus*. Seria interessante um novo trabalho que realizasse estudos para mensurar quanto estes efeitos, especificamente, podem ter afetado o valor da Magnesita.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABVCAP, **Overview do Setor de Venture Capital & Private Equity**. Disponível em: <www.abvcap.com.br>.

ACHARYA, Viral V.; HAHN, Moritz; KEHOE, Conor; **Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity**. Publicado em: janeiro de 2009.

Brasilpar, <www.brasilpar.com.br>.

Comissão de Valores Mobiliários, <www.cvm.gov.br>.

Credit Suisse, **Initiation Coverage of Magnesita**. Publicado em: 27/05/2008.

Ernst & Young, **How Do Private Equity Investors Create Value?** Publicado em: outubro de 2007.

FERNANDES, Mel Rodriguez Marques; **Um Estudo sobre o Poder de Certificação dos Fundos de Private Equity e Venture Capital nos IPOs Realizados no Mercado Brasileiro**. Publicado em: maio de 2007.

FOLTA, Timothy B.; JANNEY, Jay J.; **Strategic Benefits to Firms Issuing Private Equity Placements**. Publicado em: maio de 2002.

GP Investimentos, <www.gp-investments.com>

Indústrias Brasileiras de Artigos Refratários, <www.ibar.com.br>.

Instituto Brasileiro de Mineração, <www.ibram.org.br>.

Magnesita Refratários, <www.grupomagnesita.com.br>.

MEIRELLES, Jorge Luís Faria; JÚNIOR, Tabajara Pimenta; REBELATTO, Daisy Aparecida do Nascimento; **Venture Capital e Private Equity no Brasil: Alternativa de Financiamento para Empresas de Base Tecnológica**. Publicado em: jan-abr 2008.

Merrill Lynch, **Initial Opinion: Magnesita Refratários**. Publicado em: 07/10/2008.

Morgan Stanley, **Magnesita Refratários S.A.**. Publicado em: 12/05/2008.

Relatório Lafis, **Brasil – Mineração e Metais: Mineração Geral**. Publicado em: 27/11/2007.

RIBEIRO, Leonardo de Lima; ALMEIDA, Martinho Isnard Ribeiro de; **Estratégia de Saída em Capital de Risco**. Publicado em: jan/fev/mar 2005.

RIBEIRO, Leonardo de Lima; **O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital**. Publicado em: 2005.

TOGNI, Aníbal Camillo; **A Indústria de Refratários no Brasil**. Disponível em: <www.abceram.org.br/asp/togni.htm?cd_noti=201>.

Valor Econômico, **Valor Financeiro**. Publicado em: Novembro de 2008.

Valor Econômico, <www.valoronline.com.br>.