

Aumenta a negociação de ativos entre gestoras de private equity

Estratégia Escassez de IPOs e amadurecimento estimulam negociações entre gestoras

Cresce venda de ativos entre fundos de private equity

Fernanda Guimarães e Mônica Scaramuzza De São Paulo

As negociações de ativos entre fundos de private equity (especializados em compra de empresas) estão em alta neste ano, em um cenário fraco para o mercado de capitais, que enfrenta uma seca de ofertas iniciais de ações (IPO, na sigla em inglês). Ainda incipiente no Brasil, esse tipo de operação representa cerca de um terço dos negócios nos Estados Unidos e é frequente na Europa, segundo gestores ouvidos pelo Valor.

Números da Associação Brasileira de Private Equity (Abvcp), entidade que reúne as gestoras que fazem parte desse mercado, comprovam a procura por esse tipo de transação. As chamadas compras secundárias alcançaram 11,1% das transações no segundo trimestre, dado mais recente disponível. Nos primeiros três meses do ano foi de 8,7%, ante uma média histórica de 4,2%.

Mesmo que ainda em desenvolvimento, operações entre fundos têm sido cada vez mais vistas no mercado local. Há duas semanas, a gestora K4 vendeu a empresa de hospitais Opt Health para um fundo do BTG Pactual. Em julho, a gestora Starboard comprou 38% da fatia do fundo americano EIG na Gás TransBoliviano (GTB). Outro negócio de peso foi a venda da administradora de consórcios Ademicon, da Treccorp, para a 23S Capital.

Foram oito transações realizadas neste ano até agosto, alcançando todo o volume de 2022, de acordo com dados de mercado compilados pelo Pátria. As operações realizadas do ano passado para cá somam cerca de US\$ 3 bilhões, num período mais fraco para fusões e aquisições, quando muitos fundos decidiram postergar compras de empresas e até desinvestimentos.

Tradicionalmente, um fundo de private equity busca saída de um investimento em estágio de maturação do negócio entre cinco e sete anos. No Brasil, as estratégias de saída mais utilizadas são por meio de uma oferta de ações ou venda privada, diz Piero Minardi, diretor da Warburg Pincus, uma das principais gestoras com atuação no Brasil, e vice-presidente da Abvcp.

"Uma empresa que já tem um fundo como investidor em teoria está com a casa arrumada. Outro fundo de private equity pode adquirir o negócio por entender que essa empresa investida ainda tem maior potencial de crescimento porque acredita no projeto", diz Minardi. "Nem sempre um fundo de private oferece o melhor preço pelo ativo, uma vez que as gestoras são mais conservadoras em fazer a

precificação se comparado a um comprador estratégico." No entanto, no mercado de private equity o número de operações do tipo cresce. O responsável pelo banco de investimento do Bank America no Brasil, Hans Lin, explica que a venda de ativos entre fundos ocorre cada vez mais à medida que essa indústria se desenvolve em um determinado mercado.

"Com o mercado se desenvolvendo, esse tipo de transação vai ficando mais frequente", comenta. Isso porque, explica, vão surgindo mais fundos, com diferentes tamanhos de empresas, e, por isso, com "cheques" de valores distintos. Isso torna lógica a mudança de mãos entre fundos após o crescimento das empresas investidas. Mas o maior crescimento, de acordo com Lin, também é em parte explicado pela falta do desinvestimento via IPOs, uma das saídas preferidas dos private equities localmente.

Carlos Eduardo Martins, sócio da Vinci, vê o Brasil começando a ficar maduro para esse tipo de operação. Kadu, como é conhecido no setor, ressalta que, no país, o mercado de capitais fraco e a alta taxa de juros no país favorecem as negociações de ativos entre fundos de private equity. "Esse volume só não é maior porque há poucas gestoras com atuação no Brasil."

Nos últimos anos, o número de casas caiu, afirma o executivo, citando dados da Abvcp. "Lá fora, esse tipo de transação de 'sponsor to sponsor' [fundo para fundo] chega a ser quase 30% dos negócios. Aqui no Bra-



"Outro fundo de private equity pode adquirir o negócio por entender que essa empresa ainda tem maior potencial"
Piero Minardi



Bassani, da Spectra: Investidores estão acostumados com prazos longos, mas secundário é importante para situações em que faz sentido sair antes do prazo

sil, os gestores saem via bolsa ou venda para estratégico."

Levantamento feito pela plataforma Pitchbook mostra que no segundo trimestre deste ano as vendas entre fundos somaram US\$ 26,2 bilhões, ou 30% do volume movimentado pela indústria no período. Uma das transações que entraram para a estatística americana do terceiro trimestre envolve a rede de churrascarias Fogo de Chão, da Rhône Capital para a Bain, em um negócio muito bem-sucedido para o fundo norte-americano.

Em 2016, a própria Vinci vendeu uma fatia da Burger King para a gestora americana Capital Group. A gestora avalia outros negócios nesse sentido para uma de suas investidas. "Essa forma de saída vai ter um maior protagonismo à medida em que o mercado de private equity amadurecer e ganhar ainda mais profundidade", afirma Martins.

Outra modalidade de venda com esse racional de negócio é quando uma determinada gestora vende um ativo para um outro fundo de seu portfólio, como forma de dar liquidez ao fundo mais antigo e transferir a empresa para um com prazo mais longo. Foi o caso da venda da empresa de alimentação fora do lar Dely's para a gigante CVC. Nessa operação, o Pátria migrou seu investimento do fundo V para o fundo VII, levantado no ano passado.

Ricardo Scavazza, gestor de private equity do Pátria, diz que a gestora aposta no ativo e vê crescimento desse negócio, que ainda não está em estágio maduro para fazer um IPO no curto prazo. A gestora Prisma também fez aporte na Elfa Medicamentos. "É comum ter esse processo para renovar a base de acionistas. É um movimento tão natural como vender [para um estratégico], por exemplo. Aqui no Brasil no volume de transações não é tão grande como nos EUA."

A especialista em private equity e professora do Inspere Andrea Minardi afirma que, na indústria de venture capital, que investe em startups, a venda para um outro fundo já se trata do desinvestimento mais rentável. "Há muitos fundos que atuam em mercados diferentes e em estágios diferentes", comenta. De acordo com ela, as vendas entre fundos costumam ser feitas a valores atraentes, já que o comprador é de um novo gestor que enxerga na empresa novos potenciais de ganhos.

Mercado secundário de cotas começa a engrenar

De São Paulo

O Brasil começa a tirar do papel um mercado secundário de cotas de fundos de private equity, que compram participação em companhias. Esse tipo de negociação é comum nos Estados Unidos, onde a indústria é madura, mas só agora começa a aparecer por aqui.

Apesar de o investimento em private equity ser alternativo e ilíquido por natureza, as operações no mercado secundário abrem uma porta de saída para os investidores e para os próximos gestores antes do fim do prazo de duração do fundo, que pode chegar a uma década.

Estudo sobre esse mercado conduzido pelo Inspere em parceria com a gestora Spectra aponta que as transações atingiram na América Latina um valor total de R\$ 4 bilhões entre 2014 e 2022. Ao longo desse período, a Spectra identificou 86 transações secundárias na região, envolvendo participações de 52 fundos. O Brasil representou grande parte, com 88% do volume total.

No mundo, esse mercado vem crescendo rapidamente, segundo o tamanho da indústria de compra de participação de empresas por fundos. Globalmente, os volumes foram de US\$ 37 bilhões em 2016 para US\$ 108 bilhões em 2022. Os fundos americanos representaram 70% do volume total de transações secundárias do ano passado, ainda segundo dados do levantamento enviado ao Valor.

O sócio da Spectra Rafael Bassani afirma que, por definição, os investidores do private equity estão acostumados com o longo prazo inerente a esse tipo de produto financeiro. No entanto, observa, há situações em que uma alternativa de saída antes do vencimento pode trazer uma solução para alguns casos, como, por exemplo, um rebalanceamento de uma carteira frente a uma situação não prevista antes da decisão do investimento. "Com isso são possíveis mudanças estratégicas não previsíveis." Com essa flexibilidade, uma

das leituras é que investidores mais "ariscos" a esse mercado, caso dos fundos de pensão, bastante distantes dessa modalidade, sintam-se mais confortáveis para fazer o investimento. "Isso traz uma solução para aqueles com medo dessa iliquidez", diz Bassani.

Com a expansão do mercado de private equity no Brasil nos últimos anos, segundo o executivo da Spectra, a expectativa é que o mercado secundário de cotas desses fundos também se expanda com um efeito colateral. Nos Estados Unidos, afirma, as transações do secundário representam 10% do total da indústria, o que fez com que um novo mercado se abrisse, com a criação de fundos especializados nesse tipo de negociação.

Na América Latina, onde o mercado é novo, os descontos cobrados na compra de cotas são ainda altos, de cerca de 40%. Globalmente, o desconto médio é de 19%. "Em dez a 15 anos deveremos ter esse mercado mais maduro por aqui", diz Bassani.

Professora do Inspere e uma das responsáveis pelo estudo, Andrea Minardi afirma que o desconto elevado decorre exatamente do fato de o mercado estar no início. Segundo ela, os preços tendem a ficar mais justos com o aumento da demanda pelas cotas no secundário.

A Signal é uma gestora, que de forma estruturada, faz compras de cotas de private equity no mercado secundário local. Lançada em 2020 e com o BTG Pactual como sócio, a asset nasceu de uma operação da gestora americana Hamilton Lane, uma das precursoras desse mercado nos Estados Unidos. A transação foi realizada para dar saída a um cotista, que precisava de recursos naquele momento e teve de se desfazer da posição antes do fim do prazo do fundo. Outro negócio de peso, lembra o executivo, já como Signal, foi a compra

de um portfólio da gestora Vinci, para dar saída a um investidor. "Somos provedores de liquidez para investidores e gestores", define Fernandez. Segundo o executivo, são muitos motivos que faz um cotista buscar liquidez antes do fim do prazo. Algumas vezes ele simplesmente quer realocar capital em outra classe de ativos ou possui alguma necessidade de capital. "Mas já vi também a necessidade de liquidez por conta de questões de sucesso e até por briga com o gestor do fundo. Já vi de tudo", conta.

Fernandez afirma que o mercado secundário de cotas também pode abrir a porta para investidores que perderam boas safras dos fundos feitos há alguns anos. Por meio dessa ferramenta, eles podem acessar fundos com bom histórico e, ao mesmo tempo, fazer uma alocação em que o prazo de término será menor, visto que o fundo em executivo já não é novo. Para o executivo, essa também pode ser uma boa porta de entrada para fundos de pensão, que teriam nesse caminho mais visibilidade sobre os investimentos e um prazo mais curto de exposição.

Minardi, do Inspere, resume que o mercado secundário pode atrair, com isso, investidores com um perfil mais conservador. "Ao comprar no mercado secundário, o investidor já tem uma visibilidade de das empresas do portfólio e já existe já tem um histórico. Se trata assim de um risco menor e com um tempo de retorno mais rápido", afirma.

Ele observa que, embora nos Estados Unidos esse mercado seja maduro, o salto em termos de volume foi uma decorrência da crise financeira de 2008.

"Naquele momento, fundos de pensão ficaram desequilibrados e tiveram que vender cotas de private equity", afirma. Na outra ponta, um mercado secundário de fundos pode também auxiliar as gestoras, por exemplo, quando o fundo está perto do prazo, mas ainda há ativos no portfólio. "É um custo alto de manter o fundo, e essa é uma forma de se gerar liquidez no fim de vida de um fundo", diz. (FG)