

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

GABRIEL PINHEIRO DOS SANTOS

A INDÚSTRIA DE PRIVATE EQUITY – UM ESTUDO DO CASO 3G CAPITAL

CURITIBA

2018

GABRIEL PINHEIRO DOS SANTOS

A INDÚSTRIA DE PRIVATE EQUITY – UM ESTUDO DO CASO 3G CAPITAL

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Paraná como requisito à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira

CURITIBA

2018

TERMO DE APROVAÇÃO

GABRIEL PINHEIRO DOS SANTOS

A INDÚSTRIA DE PRIVATE EQUITY – UM ESTUDO DO CASO 3G CAPITAL

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Paraná como requisito à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador:

Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira
Departamento de Ciências Econômicas UFPR

Prof^a Ma. Dayane Rocha de Pauli
Departamento de Ciências Econômicas UFPR

Prof. Dr. Adalto Acir Althaus Junior
Departamento de Ciências Econômicas UFPR

Curitiba, 05 de junho de 2018.

AGRADECIMENTO

À minha família, por ser sempre exemplo de dedicação e humildade. Aos colegas e amigos pelo incentivo e apoio constante. E a UFPR e meus Professores, em especial ao meu orientador Prof. Dr. José Guilherme da Silva, por todos os ensinamentos.

RESUMO

O presente trabalho se propõe a contextualizar a formação e o desenvolvimento da indústria de Private equity brasileira. Para este fim, pretende-se estudar a evolução do mercado de Fusões e Aquisições sob uma perspectiva global. Além disso, será feita uma apresentação a respeito da trajetória, fundação e principais investimentos realizados e geridos pela firma de investimento Private Equity brasileira-estadunidense 3G Capital, fundada por investidores brasileiros que conquistaram grande influência no mercado financeiro global.

Palavras-chave: Private equity. Fusões e aquisições. 3G Capital.

ABSTRACT

This study proposes to contextualize the formation and development of the Brazilian private equity industry. Therefore, it is intended to study the evolution of the Mergers and Acquisitions market from a global perspective. In addition, a presentation will be made on the trajectory, foundation and main investments made and managed by the Private Equity firm 3G Capital, a company founded by Brazilian investors that have gained great influence in the global financial market.

Keywords: Private equity. Mergers and Acquisitions. 3G Capital.

LISTA DE ABREVIATURAS

ABDI	-	Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial
ABVCAP	-	Associação Brasileira de Venture Capital e Private equity
ADR	-	American Depositary Receipt
ANBIMA	-	Associação Brasileira do Mercados Financeiro e de Capitais
BM&F	-	Bolsa de Mercadorias e Futuros
BNDES	-	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA	-	Bolsa de Valores de São Paulo
CAPM	-	Capital Asset Pricing Model
CDI	-	Certificado de Depósito Interbancário
CEO	-	Chief Executive Officer
CFO	-	Chief Financial Officer
CVM	-	Comissões de Valores Imobiliários
EBITDA	-	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EMEA	-	Europe, Middle East and Africa
EMPEA	-	Emerging Markets Private Equity Association
EUA	-	Estados Unidos da América
EUR	-	Euros
FCD	-	Fluxo de Caixa Descontado
FCFE	-	Free Cash Flow to Equity
FCFF	-	Free Cash Flow to Firm
FGV	-	Fundação Getúlio Vargas
FINEP	-	Financiadora de Estudos e Projeto
FIP	-	Fundos de Investimentos em Participações
GBB	-	Global Business Brokers
GVcepe	-	Centro de Estudos em PE/VC da FGV-EAESP
IMAA	-	Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances
IOF	-	Impostos sobre Operações Financeiras
IPEA	-	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
IPO	-	Initial Public Offering
LAJIDA	-	Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações
LAJIR	-	Lucro antes de Juros e Imposto de Renda

M&A	-	Mergers & Acquisitions
NYSE	-	The New York Stock Exchange
PE	-	Private Equity
P&D	-	Pesquisa e Desenvolvimento
PIB	-	Produto Interno Bruto
QSR	-	Quick Service Restaurants
RBI	-	Restaurant Brands International
SEBRAE	-	Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
S&P	-	Standard & Poor's
S&P 500	-	Standard & Poor's 500
TIR	-	Taxa Interna de Retorno
TSX	-	Toronto Stock Exchange
USD	-	United States Dollar
WACC	-	Weighted Average Capital Cost
VC	-	Venture Capital

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Fluxo das origens e aplicações de recursos em Private equity	35
Figura 2 - Típica estrutura de um fundo Private equity.....	38
Figura 3 - Etapas do Ciclo de Private equity	40
Figura 4 - Ciclo de vida padrão de empresa hipotética	41
Figura 5 - Processo de seleção de investimentos de um Private equity	42
Figura 6 - Diagrama típico de fundo de Private equity	43
Figura 7 - Linha do Tempo – do Garantia à 3G Capital.....	56
Figura 8 - Marcas pertencentes a ABInBev e SabMiller.....	59
Figura 9 - Empresas Restaurant Brands International	65
Figura 10 - Empresas Kraft Heinz.....	69

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Número de operações e valor negociado em operações de M&A	20
Gráfico 2 - Número de operações e valor negociado em operações de M&A no Brasil.....	26
Gráfico 3 - Distribuição da Carteira no Brasil por Tipo de Estratégia de Fundo	27
Gráfico 4 - Formas de financiamento mais atrativas para as Empresas - 2016.....	29
Gráfico 5 - Percentual de capital comprometido por tipo de investidor - 2015	39
Gráfico 6 - Evolução preço ação AB InBev	61
Gráfico 7 - Evolução das receitas e valor de mercado AB InBev	62
Gráfico 8 - Evolução das receitas e valor de mercado RBI.....	66
Gráfico 9 - Evolução preço ações RBI	67
Gráfico 10 - Evolução preço ações Kraft Heinz.....	71
Gráfico 11 - Comparação margem EBITDA Kraft Heinz e Concorrentes.....	71

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Principais categorias de FIP e suas características.....	32
---	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - As maiores Fusões e aquisições entre os anos de 1981 e 1989.....	17
Tabela 2 - As 15 maiores operações de M&A realizadas por Private equity.....	19
Tabela 3 - As 15 maiores firmas de Private equity do mundo	20
Tabela 4 - Taxa interna de Retorno (TIR) de Portfólio Índices – em %	50
Tabela 5 - Evolução dos indicadores financeiros e operacionais AB InBev.....	61
Tabela 6 - Evolução dos indicadores financeiros e operacionais RBI	66
Tabela 7 - Evolução dos indicadores financeiros e operacionais Kraft Heinz.....	70

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
2 CONTEXTUALIZAÇÃO	15
3 A INDÚSTRIA DE PRIVATE EQUITY NO BRASIL	21
3.1 O HISTÓRICO DA INDÚSTRIA DE PRIVATE EQUITY BRASILEIRA	22
3.2 A REGULAMENTAÇÃO DO SETOR	30
3.3 OS PARTICIPANTES DA INDÚSTRIA	34
4 O CICLO PRIVATE EQUITY	39
4.1 A CAPTAÇÃO E A SELEÇÃO DO INVESTIMENTO	41
4.2 A AVALIAÇÃO DO INVESTIMENTO	44
4.3 O MONITORAMENTO DO ATIVO E O DESINVESTIMENTO	47
5 A 3G CAPITAL	51
5.1 DO BANCO GARANTIA À 3G CAPITAL	52
5.2 OS INVESTIMENTOS REALIZADOS	57
5.2.1 Anheuser-Busch InBev	57
5.2.2 Restaurant Brands International.....	63
5.2.3 The Kraft Heinz Company.....	68
5.3 UMA ANÁLISE DOS PRÓXIMOS PASSOS POSSÍVEIS	73
6 CONCLUSÃO	79
REFERÊNCIAS	81

1 INTRODUÇÃO

A indústria moderna de Private Equity esteve, desde o seu princípio em 1946, diretamente ligada ao mercado de Fusões e Aquisição, que, por sua vez, está relacionado ao desenvolvimento econômico global. Isto ocorre, visto que a estrutura de investimento de uma firma de Private equity é realizada através de Fusões e Aquisições, operação esta, que esteve presente durante todas as alterações da sociedade moderna, evidenciando o comportamento dos empreendedores de cada período.

Esta indústria Private Equity, também denominada como indústria PE, é caracterizada pelo investimento em empresas privadas, e tem como características: altos riscos, baixa liquidez, elevados retornos futuros e informações assimétricas. Sendo este, um mercado que tem passado por um processo de difusão ao redor do mundo, com destaque para seu crescimento em economias emergentes, como o Brasil.

O propósito deste trabalho será contextualizar a indústria de Private equity e o mercado de Fusões e aquisições, apresentando o desenvolvimento destes dois mercados. No caso das Fusões e aquisições a análise será feita com base nas ondas de M&A. Já para a indústria de Private equity, o estudo se baseia nas épocas de ouro (Golden age) deste mercado.

Posteriormente, o trabalho irá apresentar o mercado de Private equity brasileiro, e seu desenvolvimento, destacando algumas características desta indústria, como: regulamentação, participantes e o ciclo de Private equity, que se refere ao processo que se inicia na originação e formação de uma tese de investimento, sendo seguido pela definição do investimento a ser realizado, captação de recursos, efetivação do investimento, acompanhamento/monitoramento e, por fim, o desinvestimento, que caracteriza o encerramento do ciclo.

Além disso, será feita uma apresentação da firma de Private equity 3G Capital. Para isso, pretende-se apresentar a trajetória dos fundadores da firma de PE, desde a criação do banco garantia e depois da GP Investimentos, que dariam origem a 3G Capital, fundada em 2004, com sede em Nova Iorque, nos Estados Unidos, e escritório no Rio de Janeiro/Brasil. Também será realizado um estudo das principais operações realizadas por este fundo de investimento Private equity, sendo elas: Restaurant Brands International e Kraft-Heinz, além da AB InBev, empresa na qual os fundadores da 3G Capital são sócios.

Por fim, será feita uma apresentação das previsões de operações futuras que poderão ser realizadas pela 3G Capital.

2 CONTEXTUALIZAÇÃO

Desde a Revolução Industrial em 1760, investidores têm adquirido empresas e realizado investimentos em participações minoritárias e majoritárias em diversos negócios ao redor do mundo. A partir da década de 1890 já é possível observar investidores que utilizaram das fusões e aquisições de empresas como uma forma de expandir seus negócios. Um exemplo destas transações foi a aquisição realizada em 1901 pelo banco J.P Morgan que adquiriu a empresa norte americana Carnegie Steel pelo valor de USD 480 milhões, sendo esta considerada a primeira aquisição no formato em que se tornaria o que é conhecido atualmente como Private Equity (CARNEGIE, 2017).

A palavra Private Equity em sua definição estrita, segundo Otaki (2015), refere-se a investimentos em ações de empresas não listadas em bolsas de valores. As principais características dessa indústria, onde existem elevados riscos, baixa liquidez, elevados retornos futuros e informações assimétricas, foram alguns dos motivos que fizeram com que essa forma essa forma de investimento se difundisse ao redor do mundo rapidamente.

A estrutura de investimento de uma firma de PE, é realizada através de Fusões e Aquisições, descrita como M&A que se refere ao termo Mergers and Acquisitions, operação esta, que esteve presente durante todas as alterações da sociedade moderna, evidenciando o comportamento dos empreendedores de cada período.

A evolução da indústria de PE está relacionada com o desenvolvimento do mercado de fusões e aquisições. Segundo AYTAÇ (2016), é possível observar cinco momentos de grande crescimento no mercado de fusões e aquisições global, sendo estas, denominadas como “ondas de M&A”.

De acordo com ANGWIN (2015), a primeira onda de M&A ocorreu entre os anos de 1893 e 1904, esse período foi marcado pela pós-depressão econômica de 1890 e foi reflexo da revolução industrial que passou a oferecer para empreendedores ganhos de escala. Neste período, grandes empresas buscavam realizar transações para se consolidarem em seu, e assim, diminuir a competitividade, reduzir custos e estabelecer monopólio.

Diversas grandes empresas participaram desta onda de M&A, como: Standard Oil, American Tobacco e General Electric. Essa primeira onda acabou sem sucesso para as empresas que buscavam se tornarem monopólios. Isto ocorreu, pois durante este período o congresso norte americano aprovou a primeira lei antitruste de 1890, “The Sherman Act”, que buscava liberdade econômica ao proibir injusta competição nos mercados. Além desta lei, em 1914 foi aprovada a lei “Clayton Act”, que proibia transações que pudesse gerar monopólio.

Durante os anos de 1916 e 1929, ocorreu a segunda onda de Fusões e Aquisições. Como resultado da Primeira Guerra Mundial, empresas buscavam operações de M&A que trouxessem desenvolvimento industrial. Além disso, os avanços tecnológicos da época influenciavam as empresas a buscarem consolidação em seus setores. Devido às leis antitrustes que proibiam a criação de monopólios, essa onda de operações foi caracterizada por empresas oligopolistas. O final deste período foi marcado pela grande depressão de 1929.

As operações deste período ocorreram principalmente nos Estados Unidos e foram marcadas, especialmente, por empresas dos setores de indústria pesada, química, alimentos e petróleo, conforme descrito por LIPTON (2006).

O início da moderna indústria de Private equity se deu em 1946, após a segunda onda de Fusões e aquisições, as primeiras firmas de PE eram inicialmente reconhecidas pelo nome: Leveraged Buy-Out (LBO) que em português se traduz para “compra alavancada”. Essa operação é caracterizada pela captação de dívida para financiar os investimentos das empresas. As firmas de PE realizavam aquisições de empresas em estágios avançados de desenvolvimento, com atuação em diferentes segmentos da economia, buscando maximização do retorno futuro.

Devido à grande depressão e à Segunda Guerra Mundial, as atividades de M&A reduziram drasticamente e, dessa forma, a terceira onda de Fusões e aquisições ocorreu entre os anos de 1955 e 1975. Diferentemente da primeira onda, na qual as operações se davam de forma horizontal e da segunda, que aconteciam de maneira vertical, na terceira onda os movimentos de M&A ocorriam visando diversificação, sendo o capital próprio a principal forma de financiamento das empresas.

A diversificação se caracterizava pela aquisição de empresas com atuação em diversos negócios dentro de diferentes setores, que não necessariamente têm relação direta com a atuação principal da empresa adquirente. Um grande exemplo é o caso da General Eletric que, neste período, realizava aquisições nos setores de saúde, energia e transportes, com o objetivo de mitigar os riscos de operação, não concentrando a maior parte do faturamento da empresa em apenas um setor.

O processo de diversificação mudou a estrutura de mercado, pois, as empresas não buscavam mais criar monopólios ou oligopólios, como na primeira e na segunda onda. Na terceira onda, as empresas estavam adquirindo participações menores em diferentes setores, e não havia leis que proibissem essas atividades, resultando em diversos conglomerados.

Segundo SUDARSANAM (2003), durante o período da terceira onda de M&A, a porcentagem de corporações envolvidas em negócios diversificados aumentou de 9% para 21% entre as empresas da Fortune 500, ranking composto pelas 500 maiores empresas do EUA. As operações de M&A começaram a perder força ao final da década de 1970 até o grande colapso em 1981, com a crise do petróleo.

Com a retomada econômica, após a crise do petróleo, a quarta onda de Fusões e aquisições ocorreu entre os anos de 1984 e 1989, e teve duas importantes diferenças em relação às ondas anteriores.

De acordo com STEGER (2007), a primeira diferença foi que nesta onda as operações eram dadas de forma hostil, ou seja, elas eram apresentadas diretamente aos acionistas da empresa. A segunda diferença foi que os tamanhos das operações passaram a ser maiores, as empresas passaram a buscar aquisições de companhias com significativa participação de mercado para incrementar suas operações. Algumas das principais transações que ocorreram neste período são apresentados na tabela 1.

Tabela 1 - As maiores Fusões e aquisições entre os anos de 1981 e 1989

Ano	Comprador	Empresa Adquirida	Segmento - Empresa Adquirida	Preço (USD Bi)
1988	Kohlberg Kravis	RJR Nabisco	Alimentos e Tabaco	25,1
1984	Chevron	Gulf Oil	Óleo e Gás	13,3
1988	Philip Morris	Kraft	Alimentos	13,1
1989	Bristol Myers	Squibb	Farmacêutica	12,5
1984	Texaco	Getty Oil	Óleo e Gás	10,1
1981	DuPoint	Conoco	Óleo e Gás	8,0
1987	British Petroleum	Standard Oil	Óleo e Gás	7,8
1981	U.S Steel	Marathon Oil	Óleo e Gás	6,6
1988	Campeau	Federated Store	Varejo	6,5
1986	Kohlberg Kravis	Beatrice	Alimentos	6,2

Fonte: Gaughan (2010, p.60).

Foi durante esta onda, que as firmas de Private equity passaram a participar mais ativamente da economia norte-americana. Sendo a década de 1980 conhecida como a primeira era de ouro da indústria de PE, com firmas como a pioneira Kohlberg Kravis & Roberts (KKR), a histórica Golder Thoma & Co e novas empresas que estavam iniciando no setor, como a Bain Capital, Blackstone Group, Carlyle, entre outras.

Neste período, as firmas de PE realizavam grandes operações com retornos superiores aos meios de investimentos tradicionais da época. Foi durante este período que ocorreu a aquisição da RJR Nabisco pela KKR por USD 25,1 bilhões em 1988, que é considerada a maior operação em valor realizada por uma firma PE na história (MARINO, 2015).

Como consequência da expansão das firmas de Private equity, além do aumento no número de investidores internacional, houve neste período uma forte expansão no número de operações de M&A. As principais operações neste período ocorreram nos setores farmacêuticos, óleo e gás, financeiro e aéreo. Ao final da quarta onda, no ano de 1989, as atividades de Fusões e aquisições passaram a se reduzir gradualmente e a recessão de 1990 dos EUA levou ao fim deste período.

A última onda de M&A considerada por AYTAÇ (2016), numerada como a quinta, ocorreu entre os anos de 1993 e 2000, mesmo período que ficou conhecido como a segunda era de ouro da indústria de Private equity. Esta década é conhecida como a era de grande prosperidade econômica, com o mercado financeiro em alta e o processo de globalização em pleno desenvolvimento. Devido a esses fatores, as operações de Fusões e aquisições internacionais passaram a se tornar mais frequentes, ocorrendo entre empresas que buscavam o crescimento econômico, como: Citibank e Travelers, Chrysler e Daimler Benz e a fusão entre Exxon e Mobil.

A quinta onda se iniciou devido às inovações tecnológicas do período e ao fato de as empresas estarem constantemente em busca de vantagens competitivas. Durante este período, a maior parte dos financiamentos dos investimentos era proveniente de capital próprio. O final deste período foi marcado pela recessão econômica causada pela bolha da internet, resultando no ano de 2000 em mais uma quebra da bolsa de valores de Nova York que impactou as principais economias do mundo, gerando, como consequência, estagnação no mercado de Private equity.

Segundo GILLIGAN (2010) o terceiro período de forte expansão da indústria de Private equity ocorreu entre os anos de 2003 e 2007, durante este período ocorreram algumas das maiores transações já realizadas por firmas de PE na história. Sendo um momento marcado pelo decréscimo na taxa de juros americana e redução na regulação para negociação de empresas listadas na bolsa de valores. Neste período, pela primeira vez na história, diversas grandes empresas de diferentes setores passaram a considerar que adquirir financiamento por meio de venda de participação para uma firma de Private equity poderia ser mais atrativo do que tornar a empresa pública.

Na tabela 2 abaixo são apresentadas as 14 maiores transações de Fusões e aquisições realizadas por firmas de Private equity na história.

Tabela 2 - As 14 maiores operações de M&A realizadas por Private equity

Ranking	Ano	Private Equity	Empresa adquirida	Segmento - Empresa Adquirida	Valor ajustado em USD Bi
1	1989	KKR	RJR Nabisco	Alimentos e Tabaco	59,60
2	2007	KKR, TPG e Goldman Sachs	Energy Future Holdings	Energia	50,90
3	2007	Blackstone	Equity Office Properties	Imobiliário	44,6
4	2006	Bain Capital, KKR e Merrill Lynch	Hospital Corp. of America	Saúde	38,60
5	2007	KKR e TPG	First Data	Tecnologia	33,30
6	2006	Apollo Global Management e TPG	Harrah's Entertainment	Entreterimento	32,40
7	2007	Goldman Sach e TPG	Alltel	Tecnologia	31,00
8	2006	KKR, Bain Capital e Thomas H. Lee	ClearChannel	Tecnologia	30,30
9	2007	Blackstone	Hilton Hotels	Imobiliário	29,80
10	2007	KKR	Alliance Boots	Saúde	28,40
11	2006	Carlyle, Goldman Sachs e Riverstone	Kinder Morgan	Energia	25,40
12	2006	Silvar Lake, MSD Partners	Dell	Tecnologia	25,40
13	2006	Blackstone, Carlyle, Permira e TPG	Freescale Semiconductor	Tecnologia	20,80
14	2005	Cerberus Capital Management	Albertson's	Alimentos	20,50

Fonte: Business Insider, 2015.

Além das transações apresentadas, durante o terceiro período de crescimento acelerado da indústria de Private equity ocorreram outras grandes aquisições de empresas de diversos setores, como: Dollarama, Toys R Us, Sungard, Metro-Goldwyn-Mayer, Chrysler, Travelport, Biomet, GMAC, entre outras.

Após um período de ajustes das firmas PE visando se enquadrar nas regulamentações vigentes, em maio de 2006, a pioneira KKR levantou USD 5 bilhões em sua oferta pública inicial, valor três vezes superior ao que era inicialmente esperado, dessa forma a KKR foi pioneira mais uma vez ao se tornar um veículo permanente de investimento listado na bolsa de valores. Em março de 2007, após sete meses de preparação com os órgãos regulamentadores, a Blackstone Group realizou a sua oferta inicial de ações, levantando USD 4 bilhões (NEW YORK TIMES, 2007).

No mesmo ano, firmas como a Apollo Management, American Capital Strategies e Allied Capital Corp fizeram IPO em diversas bolsas de valores ao redor do mundo. A tabela 3 a seguir apresenta as maiores firmas de Private equity de acordo com o total de capital levantado entre 1997 e 2007.

Tabela 3 - As 15 maiores firmas de Private equity do mundo

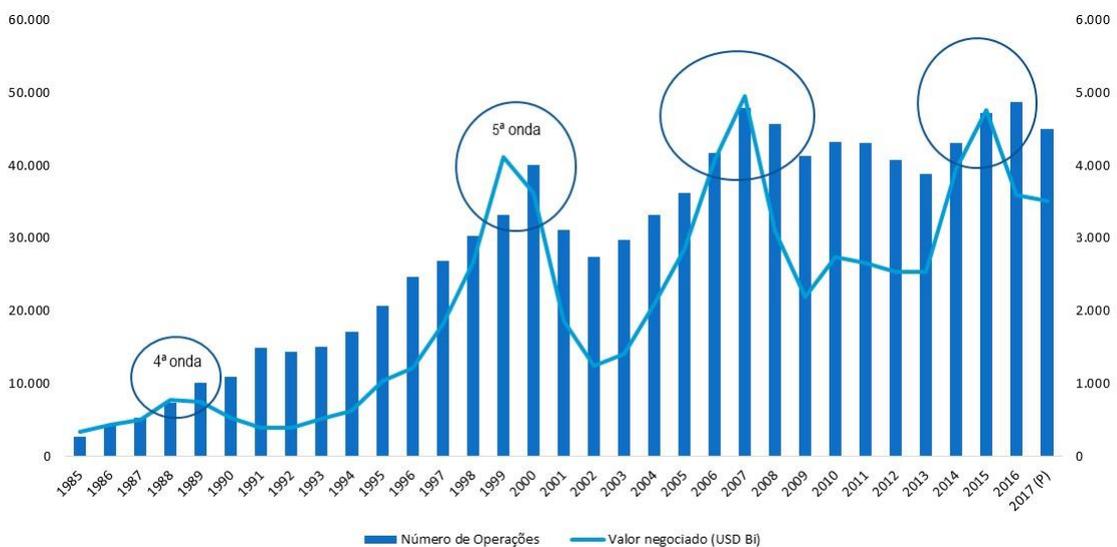
Ranking	Firma	Sede	Capital últimos 10 anos (USD Bi)	Dry Power* (USD Bi)
1	Carlyle Group	Washington - EUA	66,70	15,8
2	Blackstone Group	Nova York - EUA	62,20	31,9
3	KKR	Nova York - EUA	57,9	17,6
4	Goldman Sachs	Nova York - EUA	55,60	16
5	Ardian	Paris - França	53,40	22,3
6	TPG	Fort Worth - EUA	47,00	12,9
7	CVC Capital Partners	London - Inglaterra	42,20	10,6
8	Warburg Pincus	Nova York - EUA	41,60	12,9
9	Advent International	Boston - EUA	40,90	14,4
10	Bain Capital	Boston - EUA	37,70	10
11	Apax Partners	London - Inglaterra	35,80	8,6
12	Apollo Global Management	Nova York - EUA	33,10	7,2
13	Hellman & Friedman	San Francisco - EUA	28,20	10,2
14	HarbourVest Partners	Boston - EUA	26,20	7,6
15	Silver Lake	Menlo Park - EUA	21,50	5,1

* O termo Dry Power se refere ao resultado da diferença entre o total de capital comprometido menos o capital investido.

Fonte: Prequin Special Report, 2017.

No gráfico a seguir serão apresentadas as evoluções dos valores totais negociados e dos números de operações de Fusões e aquisições realizadas por investidores financeiros em todo o mundo. A partir da análise dos dados é possível evidenciar os períodos de expansão e retração econômica, que, como consequência, impactaram fortemente as atividades de Fusões e aquisições e a indústria Private equity. Essas duas indústrias são marcadas por períodos de forte expansão como nos anos de 1999, 2000, 2007 e 2015, em que houve significativo aumento no número de operações realizadas, no valor total negociado e períodos de retração global e crises econômicas generalizadas, como nos anos de 2002, 2003, 2009 e 2013.

Gráfico 1 - Número de operações e valor negociado em operações de M&A



Fonte: IMAA, 2017.

A partir da análise do histórico das ondas de Fusões e aquisições e os “períodos de ouro” da indústria Private equity global, é possível perceber a evolução e o desenvolvimento das estratégias de expansão entre as empresas de diferentes setores e regiões de atuação. As primeiras três ondas ocorreram durante um período de crescimento econômico e desenvolvimento do mercado de capitais e da indústria de investimentos em Private equity, sendo que os finais de cada uma das ondas foram marcados por recessões econômicas, normalmente marcados pela queda da bolsa de valores dos Estados Unidos, que teve impacto na economia global.

A quarta e a quinta onda foram marcadas por políticas antitrustes e de defesa da concorrência, além de um período com grande desenvolvimento tecnológico e científico. Segundo SUDARNSANAM (2003), as ondas de Fusões e aquisições e as eras de ouro do Private equity são geralmente acompanhadas por períodos de crescimento econômico, inovação tecnológica, recuperação de recessões econômicas e valorização dos mercados de capitais e da indústria de investimentos como um todo.

3 A INDÚSTRIA DE PRIVATE EQUITY NO BRASIL

A recente indústria de PE brasileira apresentou um comportamento cíclico ao longo de seu desenvolvimento, marcado por períodos de forte expansão econômica, com o mercado de capitais em alta, atraindo investidores internacionais ao país e períodos de recessão econômica, reflexos de momentos de instabilidade e crise política e econômica. Os tópicos a seguir se propõem a detalhar o histórico desta indústria, evidenciando as razões que influenciaram cada um de seus ciclos. Além disso, será apresentado as principais características da indústria PE, a regulamentação do setor, os principais participantes e o ciclo Private equity composto pelas etapas de seleção dos investimentos, captação dos recursos, realização do investimento, monitoramento das atividades e, por fim, desinvestimento.

3.1 O HISTÓRICO DA INDÚSTRIA DE PRIVATE EQUITY BRASILEIRA

Segundo RAMALHO (2010) a primeira tentativa de implementar a indústria de Private equity no Brasil ocorreu em 1964, pela Adela Investment Company (AIC) que buscava apoiar o desenvolvimento econômico da América Latina. A AIC buscava adquirir participações minoritárias em startups no Brasil vendendo suas participações quando as empresas estivessem maduras possibilitando assim o reinvestimento em novos empreendimentos.

Com esse modelo de operação, a firma de investimento levantou USD 16 milhões para serem investidos em diversos países da América Latina, incluindo o Brasil. Porém, com pouco sucesso em seus investimentos, o que resultou em problemas financeiros, a AIC fechou suas operações poucos anos após sua entrada no país.

Conforme descrito em relatório da ABDI, (2010) foi apenas durante o período entre as décadas de 1970 e 1990 que o país teve contato com a indústria de Private equity, com a criação realizada pelo BNDES, em 1974, de subsidiárias para investir em pequenas e médias empresas no país e em 1976 com a criação da Brasilpar fundada pelo Banco Itaú e Banco Paribas para realizar investimentos de PE no Brasil. Sendo estas as primeiras instituições criadas no país para fortalecer as atividades de Private equity.

De acordo com IFC (1981), existiam seis gestoras privadas e três públicas no Brasil em 1981 e conforme publicado por Costa (1989), em 1988 havia quinze gestoras de Private equity no país com um total comprometido de USD 150 milhões.

Este período foi marcado, também, pelas agressivas aquisições de Jorge Paulo Lemann, Carlos Alberto Sicupira e Marcel Hermann Telles, sócios fundadores do Banco Garantia, que realizaram a aquisição das Lojas Americanas em 1982 e da Cervejaria Brahma, em 1989, ambas com capital próprio e com uma inovadora tese de investimento. Sendo este o passo inicial do que se tornaria a GP Investimentos em 1993 e a 3G Capital em 2004.

Conforme descrito por Carvalho (2006), o ciclo de PE no país passou a ocorrer de forma mais expressiva após a estabilização econômica de 1994 sendo que, neste período, a maior parte do capital comprometido era de origem estrangeira que se dividia entre diversas estruturas legais de investimentos, sendo as principais o limited partnership e o Fundo de Investimento em Participações “FIP”. Neste período, a indústria Private equity apresentava forte concentração geográfica e a cidade de São Paulo era o principal centro de atuação com o comprometimento de um total de 80% do capital.

Neste mesmo ano, a GP Investimentos foi a primeira organização gestora de PE a criar um grande veículo de investimentos dedicado ao Brasil, o GPCP I com USD 500 milhões de capital (GP INVESTIMENTOS, 2017).

Com a criação do Plano Real, em 1994, o plano econômico brasileiro passou a focar na estabilização da moeda, controlando as taxas de inflação a partir de políticas monetárias de controle da taxa de juros e câmbio passando, dessa forma, a atrair investidores ao país, que tinham se afastado durante o período de hiperinflação e instabilidade política da década de 1980. Além disso, no início da década de 1990, o governo incentivou a indústria de Private equity ao privatizar empresas estatais que atuavam de maneira ineficiente, o que atraiu investimentos privados ao país. Alguns exemplos de aquisições que ocorreram por Private equity neste período foram as das grandes empresas nacionais ALL e Telemar, sendo estes dois investimentos realizados pela GP Investimentos. De acordo com Furtado (2006), o capital comprometido da indústria brasileira de PE/VC em 1993 era de USD 732 milhões.

Os primeiros anos de forte atuação da indústria PE no país foram marcados pela atuação de fundos de investimentos¹ internacionais que investiam em empresas de diferentes setores e estágios de desenvolvimento, atraídos pelos preços baixos da maioria das empresas brasileiras, o que trazia um grande potencial de retorno futuro aos investimentos realizados por estas firmas.

Entre os anos de 1995 e 1998 diversas gestoras internacionais como a Advent International, AIG Capital e a WestSphere criaram veículos de investimentos destinados à América Latina e ao Brasil, gerando forte expansão na indústria brasileira, fazendo com que no ano de 1998 a indústria movimentasse USD 3,7 bilhões em investimentos no país, valor cinco vezes superior ao registrado apenas cinco anos antes (INSEAD, 2017).

Com a crise financeira da Ásia e da Rússia, investidores internacionais diminuíram a propensão ao risco e, dessa forma, retiraram grande parte do capital investido em economias emergentes para aplicarem em países desenvolvidos. Com isso, em 1999, a economia brasileira passou por um período de forte desvalorização do real e aumento da inflação, resultando em um baixo desempenho dos fundos de investimentos, o que levou uma série de gestoras a tomarem a decisão de desinvestimento e encerramento de suas operações no país. Dessa forma, em 1999 o total de capital no Brasil e na América Latina se reduziu em mais de 50% em comparação com o ano anterior, conforme demonstrado em relatório da Reuters (2013).

¹ A principal diferença entre firma PE e fundos de investimentos PE, reside no fato que a primeira é uma instituição (Exemplo: GP Investimentos e 3G Capital) e a segunda é o veículo de investimento utilizado por essas firmas. Desta forma, as firmas de PE realizam suas transações via seus fundos de investimentos.

No início da década de 2000, o Brasil ainda sofria de um período de incerteza econômica, com pouca atratividade de capital estrangeiro. Como consequência da bolha da internet e dos ataques terroristas de 11 de setembro de 2001, o mercado financeiro e a propensão por investimentos de risco diminuíram globalmente, gerando grande impacto na economia brasileira e nas principais economias do mundo. No ano de 2002, o candidato do Partido dos Trabalhadores Luiz Inácio Lula da Silva foi eleito para a Presidência, aumentando ainda mais a desconfiança dos investidores em relação ao Brasil.

Devido ao cenário macroeconômico conturbado, a quantidade captada por fundos PE se reduziu drasticamente, chegando a USD 407 milhões em 2002, valor 89% menor do que o registrado quatro anos antes, conforme publicado pela Reuters (2013).

Diante do cenário de dificuldade para captação de recursos, uma série de fundos de investimentos estrangeiros deixou o país e outros pararam de fazer investimentos. Dessa forma, diversos pequenos fundos de Private equity locais começaram a atuar com maior presença no país, incentivados por políticas regulatórias como a que permitiu que fundos de pensões alocassem parte de seus recursos em investimentos PE.

Além disso, durante este período ocorreu a criação de um veículo de investimento que beneficiava a atuação dos fundos de Private equity, sendo este veículo denominado como Fundos de Investimentos em Participações (FIP). Os FIP traziam facilidade para a captação de recursos, menor risco para as operações, maior transparência e eficiência fiscal para as firmas atuantes neste mercado.

Devido a essas medidas, além da criação do novo mercado, que trouxe grande desenvolvimento ao mercado de capitais do país, o cenário financeiro passou a retomar o crescimento modestamente entre os anos de 2003 e 2005.

A melhoria do cenário econômico do Brasil ocorreu a partir de 2005, com taxas de juros menores, inflação controlada e baixa instabilidade política com a reeleição de Luiz Inácio Lula da Silva, em 2006, levou o país a experimentar um momento de retomada do crescimento econômico. Esse período foi marcado também pela elevação na nota de crédito do Brasil, pelas principais agências de crédito do mundo (S&P, Fitch e Moody's), resultando em um clima que beneficiou o ciclo Private Equity como um todo, criando oportunidades de entrada e de saída de investimentos, intensificando a atuação das gestoras locais e atraindo novas firmas internacionais ao país.

Com a crise financeira global de 2008 e 2009 todo o mercado financeiro entrou em alerta. A indústria de Private equity brasileira e a economia brasileira, como um todo, porém, sofreram pouco impacto dessa crise, quando comparadas com outras economias emergentes. Isso ocorreu devido a boa situação macroeconômica que o país enfrentava no período. Após o período de crise, com baixas taxas de crescimento, em 2010, a indústria de PE brasileira alcançou seu topo histórico, com uma captação líquida da indústria de fundos de R\$ 113 bilhões, valor superior ao registrado três anos antes, conforme apresentado no relatório da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA, 2015).

O período de crescimento da indústria de Private equity brasileira, marcado pelo seu topo em 2010, foi encerrado a partir de 2011. O momento de recessão internacional com a queda na demanda de matérias-primas, principalmente na China, teve grande impacto no balanço de pagamento brasileiro, trazendo instabilidade ao real. Além deste fato, a flexibilização quantitativa americana em 2013 aumentou a incerteza no mercado de investimentos, principalmente nos países emergentes. Por fim, a melhoria na situação econômica dos países desenvolvidos atraiu diversos investidores, que não estavam propensos aos riscos das economias emergentes, como o Brasil.

Conforme apresentado no 2º Censo da Indústria Private equity (2011), diante do cenário interno de escassez de investimentos e crise macroeconômica, a recém-eleita presidente, também do Partido dos Trabalhadores, Dilma Rousseff, reagiu com medidas intervencionistas, principalmente nos setores de energia e financeiro, prejudicando a imagem de estabilidade macroeconômica que atraía investidores ao país entre os anos de 2005 e 2011. Estas políticas intervencionistas fizeram com que investidores, principalmente estrangeiros, suspendessem seus investimentos no país e se deslocassem para outras economias emergentes e países desenvolvidos.

O conjunto dos fatores de instabilidade teve grande impacto no mercado financeiro e, conseqüentemente, no mercado de capitais do país, e como corolário deste cenário, em março de 2014, a agência de risco Standard & Poor's reduziu a classificação de risco do Brasil apresentando então como um país com maior risco de crédito.

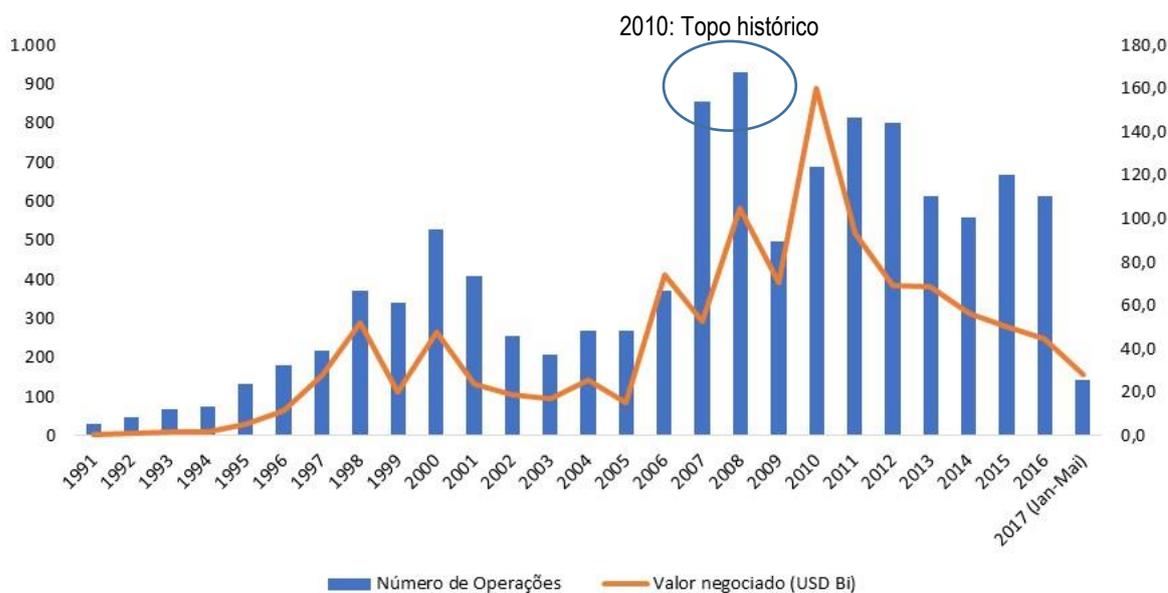
De acordo com o IBGE (2015), apesar do recente momento de crise econômica, principalmente no setor industrial, que cresceu 0,5% ao ano entre 2013 e 2016, comparado com uma taxa de expansão de 13,5% entre 2009 e 2013, o mercado brasileiro de Private equity apresenta boas perspectivas, principalmente pelo potencial de crescimento e retornos futuros para os acionistas.

Conforme estudo da Emerging Markets Private equity Association (EMPEA, 2016) apesar de o Brasil concentrar apenas 33% da população da América Latina, o país atraiu 46% dos USD 56 bilhões que foram captados nesta região entre os anos de 2008 e 2015. Segundo a Associação Brasileira de Venture Capital e Private equity (ABVCAP,2017) o Brasil possui grande espaço para expansão, visto que investimentos em PE representam apenas 0,31% do PIB, enquanto que em países como EUA e Inglaterra, este índice é de 1,41% e 1,95%, respectivamente. A maior dificuldade enfrentada pelo país é o cenário observado desde o ano de 2015, de intensa instabilidade política e econômica, o que gera desconfiança de investidores e tem impactado o mercado financeiro do país.

No gráfico a seguir é possível verificar o número de operações de Fusões e aquisições realizadas e o valor total negociado no Brasil. A partir dos dados é possível verificar uma grande expansão no número de transações e no valor negociado nos anos de 2007 e 2008. Além, disso, em 2010 se observa o topo histórico no valor negociado, como resultado da forte presença de investidores financeiros no país e grandes movimentos de M&A.

A partir do ano de 2010 se verifica a redução gradual no número de operações e no valor total negociado, sendo resultado de instabilidades econômica e política enfrentadas pelo país, marcadas por políticas intervencionistas e recessão econômica que levaram investidores nacionais e internacionais a retirarem ou paralisarem seus investimentos no Brasil e focarem suas atuações em outras regiões.

Gráfico 2 - Número de operações e valor negociado em operações de M&A no Brasil

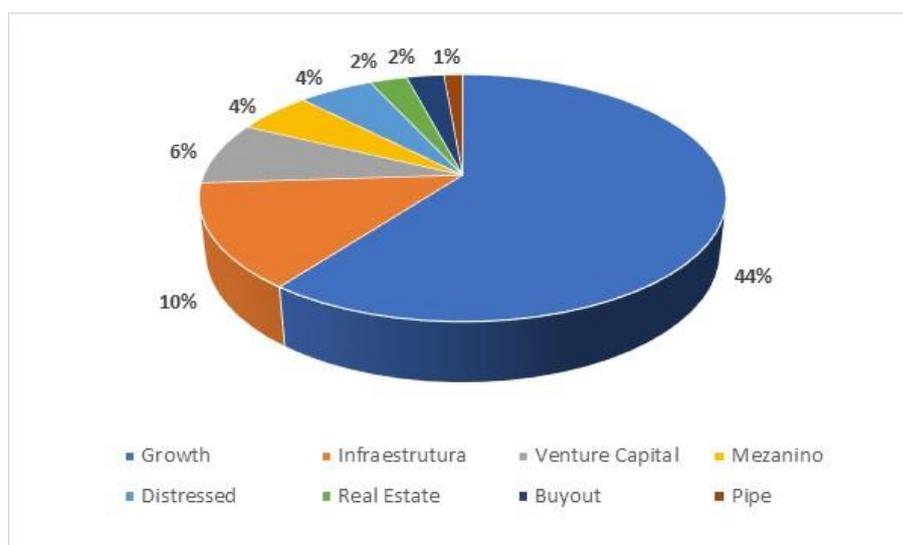


Fonte: IMAA, 2017.

Conforme apresentado no gráfico 3 a seguir, com base no total das carteiras de PE no Brasil em 2016, as estratégias de investimentos mais comuns são: i) Growth: caracterizado pela expansão e crescimento, ou seja, é feito um aporte de capital em uma empresa já consolidada no mercado, visando ampliação e desenvolvimento da companhia, e ii) Infraestrutura: estratégia de investimento direcionado a área de infraestrutura, principalmente nos setores de energia e transportes.

Outros modelos de investimentos têm apresentado crescimento no país durante a última década, alguns desses modelos são: Distressed: categoria de investimento que busca realizar a reestruturação de ativos desvalorizados no mercado, ou seja, que se encontram em situação de dificuldade financeira, e o Venture Capital: caracterizado pela compra de participação acionária, normalmente minoritária, de empresas em estágios iniciais. (ABVCAP, 2016).

Gráfico 3 - Distribuição da Carteira no Brasil por Tipo de Estratégia de Fundo



Fonte: ABVCAP, 2016.

Além das modalidades de investimentos apresentadas, existem outras estratégias de atuação que são comuns no Brasil, sendo elas: i) Pipe: investimento privado em empresas públicas, que normalmente englobam negociação de contratos de subscrição, ii) Mezanino: investimentos em empresas com potencial de alta geração de caixa por meio de dívidas subordinadas, instrumentos híbridos de financiamento e direitos de subscrição, iii) Real Estate: investimentos direcionado ao mercado imobiliário, podendo investir em hotéis, shoppings, residências, entre outros, e iv) Buyout, que se refere a compra do controle acionário da empresa investida, sendo o fundo adquirente responsável pela gestão do investimento após a aquisição.

Em uma conjuntura econômica de aumento da competitividade e de inovações tecnológicas, uma condição necessária para a evolução de qualquer empresa é a capacidade de realizar investimentos de forma a se manter atualizada diante dos avanços de seu setor de atuação. Com o objetivo de suportar esses investimentos, grande parte das empresas recorre ao financiamento de terceiros, podendo estes serem instituições financeiras privadas, instituições públicas ou fontes alternativas, como os fundos de investimentos. Dessa forma, diversas empresas buscam realizar um movimento junto a um PE com o objetivo de adquirir uma forma alternativa de financiamento.

Os principais motivos que inviabilizam a captação de recursos financeiros por parte das empresas são: i) altas taxas de juros cobradas pelas instituições financeiras, ii) falta de garantias para oferecerem aos credores e iii) desconhecimento dos empreendedores de formas alternativas de financiamentos. Por estes motivos, a quantidade de empresas que efetivamente conseguem captar recursos é muito baixa, sendo os recursos de capital próprio e de pessoas próximas, ou do caixa gerado, a principal forma de financiamento dos negócios, principalmente para as pequenas e médias empresas (SEBRAE, 2015).

Conforme descrito pelo Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE, 2015) existem três formas principais de financiamentos no Brasil:

1) As linhas de créditos: caracterizadas por uma quantidade de dinheiro pré-determinada e liberada ao consumidor quando o mesmo precisa de recursos financeiros imediatos. Caso a necessidade deste recurso seja para ampliação de capacidade produtiva, as linhas de créditos dos fundos constitucionais e do BNDES tendem a ser as mais atraentes, devido as menores taxas de juros quando em relação as instituições financeiras convencionais.

2) As fontes alternativas: as opções disponíveis para captação variam de acordo com as necessidades e negociações de cada empresa com as instituições disponíveis. No caso de investimentos financiados a longo prazo, o BNDES e os fundos constitucionais são importantes opções, se o empreendimento se adequar as características solicitadas para a liberação do empréstimo. Já as linhas de crédito para pesquisa e inovação são comumente disponibilizadas por agências de fomento e subvenção.

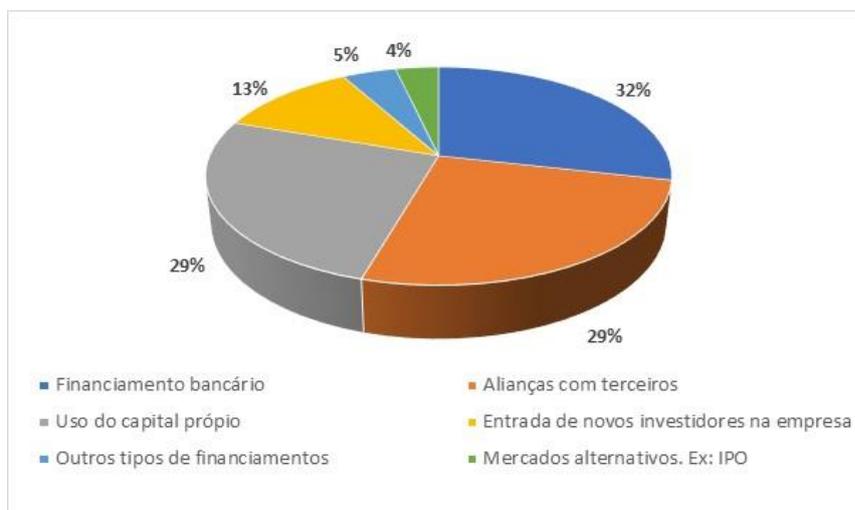
3) Por fim, ainda existe o modelo de captação por participações acionárias: nesta forma de financiamento, o empresário vende uma parte do seu negócio para um

sócio investidor, que normalmente é caracterizado por: fundos de investimentos, sendo este sócio investidor uma instituição jurídica que acredita no potencial de retorno da empresa investida ou investidores anjos, que são pessoas físicas interessadas em investir na empresa, buscando retorno futuro.

Conforme gráfico a seguir, baseado em informações do relatório da ABVCAP (2016), as formas de financiamento mais procurada pelos empreendedores são os financiamentos bancários, o uso do capital próprio e outros tipos de financiamentos, envolvendo captações com instituições governamentais e agências de fomento. O estudo mostra que 13% das empresas consideram a entrada de novos investidores, normalmente caracterizado por um Private equity, como a forma mais atrativa de financiamento para suas operações.

Segundo estudos da ABVCAP (2016), a tendência é que as participações de fundos de investimento nas empresas brasileiras sigam uma trajetória de crescimento, enquanto o financiamento bancário continue em uma tendência de queda.

Gráfico 4 - Formas de financiamento mais atrativas para as Empresas - 2016



Fonte: ABVCAP, 2016.

O investimento PE é caracterizado como uma forma de investimento que se refere a um aporte temporário de capital por meio de participação em empresas com potencial de crescimento e de valorização, o que permitirá ao fundo obter retorno no momento de seu desinvestimento no médio ou longo prazo. No caso do fundo de investimento, busca-se a maximização dos retornos de forma que superem os juros que este capital poderia estar rendendo caso fosse realizado um empréstimo ou investido em algum instrumento tradicional de renda, o que varia de acordo com o custo de oportunidade de cada investidor.

A partir da perspectiva da empresa investida, ao receber o investimento do fundo, em troca de uma participação societária, a empresa recebe um financiamento de longo prazo em que não são exigidas garantias e não há pagamentos de juros e amortização, como ocorre nos instrumentos tradicionais de financiamento.

3.2 A REGULAMENTAÇÃO DO SETOR

A regulamentação do setor de Private equity brasileiro é determinada pela legislação brasileira que prevê que a participação de um investidor sobre seu investimento ocorre por meio de quotas, possuindo direito proporcional ao número de quotas sobre a carteira de investimento do fundo. Dessa forma, os investidores de um fundo de investimento são titulares das quotas que representam.

Os administradores de um fundo são pessoas jurídicas que atendem as exigências da CVM, de acordo com a legislação brasileira.

Os administradores dos fundos de investimentos são pessoas jurídicas que atendem as exigências da instrução CVM 558, promulgada em 26 de março de 2015 pela comissão de valores imobiliários. Conforme alterada: instrução CVM 558/15, e que estão devidamente autorizadas pela CVM a prestarem serviços de administração de carteira de valores imobiliários, de acordo com a lei nº 6.385 promulgada em 7 de dezembro de 1976 (ABVCAP, 2017, pág. 5).

Conforme apresentado no 2º Censo da Indústria Private equity (2011), até 1994, as empresas holdings eram os veículos mais apropriados para serem utilizados no Brasil para os investimentos no modelo PE; no entanto, quando ocorrem investimentos por esse veículo, os investidores tornam-se acionistas e, portanto, ficam sujeitos às leis e regulamentos aplicáveis às sociedades anônimas. Dessa forma, inexistente a separação entre investidor e administrador.

Além disso, os investimentos realizados por empresas holdings possuem uma série de limitações como, por exemplo: todos os investidores pagam a mesma alíquota de imposto que a empresa, não existe duração limitada dos investimentos, existem dificuldades para apropriação de créditos tributários, só podem receber investimentos de investidores estrangeiros qualificados se forem constituídos como empresas de capital aberto, entre outras limitações que inexistem no caso dos veículos de investimentos denominados “sociedades limitadas”.

Os fundos de investimentos que são focados em aquisições de participações societárias passaram a ser regulados em 1994 pela CVM por meio da figura do Fundo Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE), devido a inexistência de veículos

regulatórios amplamente adequados para a indústria de Private equity. Porém, esta lei, com propósitos limitados, tratou apenas os investimentos em empresas emergentes e prejudicou os investidores que buscavam investir em empresas com outras características. Desta forma, em 2003 a CVM regulamentou o FIP – Fundo de Investimentos em Participações, por meio da instrução 391, sendo um importante marco para a indústria de PE brasileira.

Além disso, com a aprovação da reforma da Lei das S.A. em 2001, por meio da lei número 10.303/01, foram implementadas novas medidas buscando proteger e assegurar mais direitos aos acionistas minoritários o que impactou o funcionamento dos FIP.

Segundo relatório da ABDI (2011), as principais medidas desta reforma foram: i) Fechamento de Capital: proteção aos acionistas minoritários na hipótese de fechamento de capital ao condicioná-lo à realização de oferta pública para aquisição das ações em circulação por preço justo, ii) Representatividade no Conselho de Administração: prerrogativa dos acionistas minoritários e acionistas preferenciais de companhia aberta elegerem membros do conselho de administração em eleição em separado e iii) Direito de Tag Along: mecanismo de proteção aos acionistas minoritários de uma companhia que garante a eles o direito de deixarem uma sociedade, caso o controle da companhia seja adquirido por um investidor que até então não fazia parte da mesma.

Além dessas alterações, foram aprovadas novas medidas no que se refere aos acordos de acionistas e introdução da arbitragem como mecanismo de solução de conflitos. Neste mesmo período, no ano 2000, buscando maior transparência nas operações, a BM&FBOVESPA estabeleceu níveis diferenciados para as empresas de acordo com seu nível de governança corporativa. Com essas medidas houve o fortalecimento do mercado de capitais atraindo acionistas estrangeiros e impactando a indústria Private equity do país.

Baseada nas políticas de melhor regulação do mercado de capitais brasileiro, em dezembro de 2010 a ABVCAP e a ANBIMA instituíram um código ABVCAP/ANBIMA de regulação e melhores práticas para o mercado de fundo de investimentos em participações e fundos de investimentos em empresas emergentes. Esse código visava aprimorar e desenvolver práticas de gestão e de informação supervisionadas por um conselho de regulação com o objetivo de se orientar as atividades das organizações de PE e seus gestores.

Conforme explica o relatório de estrutura legal dos fundos PE publicado pela ABVCAP (2017), a estrutura legal dos FIP sofreu uma profunda alteração, com a instrução 578, publicada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 2016, que consolida as diferentes categorias existentes de FIP, e regula a constituição, operação e liquidação de cada fundo.

De acordo com a regulamentação do setor, um FIP deve seguir a norma estabelecida de acordo com suas características, sendo que este veículo de investimento deve manter ao menos 90% do seu patrimônio nos seguintes investimentos: aquisição de ações, debêntures simples, bônus de subscrição ou outro títulos ou valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações por empresas brasileiras que possuam capital fechado ou aberto, além de títulos e valores mobiliários representativos de participações em sociedades limitadas (ABVCAP, 2017). A seguir são apresentadas as principais características das diversas categorias de FIP.

Quadro 1 - Principais categorias de FIP e suas características

Categoria do FIP	Principal Característica
Capital Semente	As companhias ou sociedades investidas devem ter receita bruta anual de até R\$ 16.000.000,00 apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte do fundo, sem que tenha apresentado receita superior a esse limite nos últimos 3 exercícios sociais.
Empresas Emergentes	As companhias investidas devem ter receita bruta anual de até R\$ 300.000.000,00 apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte do fundo, sem que tenha apresentado receita superior a esse limite nos últimos 3 exercícios sociais.
FIP-IE e FIP-PD&I	As companhias investidas devem desenvolver novos projetos de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação no território nacional, nos setores de (i) energia; (ii) transporte; (iii) água e saneamento básico; (iv) irrigação; e (v) outras áreas tidas como prioritárias pelo Poder Executivo Federal.
Multiestratégia	É aquele fundo que não se classifica nas demais categorias por admitir o investimento em diferentes tipos e portes de sociedades investidas.

Fonte: ABVCAP, 2017.

Segundo relatório da ABVCAP (2017), o período de investimento do FIP é determinado pelo seu regulamento e pode ser reduzido ou estendido pelos quotistas do fundo. Além disso, a data de liquidação deve ser prevista no regulamento e decisões de antecipação da liquidação deve ser aprovada na assembleia geral de quotistas. As quotas deveram ser ofertadas a investidores qualificados de acordo com instrução da CVM.

As quotas do FIP deverão ser ofertadas a investidores qualificados, os quais, de acordo com a Instrução CVM 554, promulgada em 17 de dezembro de 2014 pela CVM e entrando em vigor no dia 1º de julho de 2015, são (i) os “investidores profissionais”, (ii) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 e que atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, (iii) pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores

mobiliários, em relação a seus recursos próprios e, ainda, (iv) clubes de investimento cuja carteira seja gerida por um ou mais cotistas que sejam investidores qualificados. Por sua vez, são classificados pela Instrução CVM nº 554/14 como investidores profissionais (i) as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização, (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar, (iv) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, (v) fundos de investimento, (vi) clubes de investimento cuja carteira seja gerida por administrador de carteira autorizado pela CVM, (vii) agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios e (viii) investidores não residentes (ABVMCAP, 2017, págs. 5 e 6.).

Em caso de investimentos em empresas fechadas, os estatutos das companhias investidas deverão ser ajustados conforme necessidade, de forma a se adequarem às exigências de governança corporativa previstas pela instrução CVM 578/16. Conforme previsto no regulamento da CVM, o administrador do fundo é responsável pela divulgação aos cotistas e à CVM de qualquer ato relevante. Além disso, todos os ativos e passivos do fundo devem ser precificados a valor justo de mercado.

Conforme instrução da CVM, os FIP podem investir até 35% do seu patrimônio líquido sem necessidade de exercer influência significativa na tomada de decisão das empresas investidas, podendo este limite chegar em até 100% durante o prazo de aplicação de recursos e de desinvestimento do fundo. Os FIP também são autorizados a investir até 20% do seu capital em ativos no exterior, desde que esses investimentos possuam a mesma característica econômica dos investimentos permitidos pelo fundo, esse limite pode aumentar caso haja previsão expressa e explícita em seu regulamento quanto a possibilidade de investimento no exterior.

Segundo relatório de Estrutura Legal dos Fundos de Private equity, publicado pela ABVMCAP (2017), em relação a tributação dos FIP, devido as suas características gerais, esses veículos são geralmente isentos de tributação. Desta forma, os ganhos são geralmente isentos de tributos retidos na fonte, sendo que a tributação variando de acordo com três características principais: a residência do investidor (nacional ou estrangeiro), a qualidade do investidor (pessoa física ou jurídica) e o ambiente em que o investimento é alienado (na bolsa ou fora).

Por outro lado, qualquer ganho decorrente da venda ou resgate das quotas, está sujeito a uma retenção de imposto de renda na fonte a uma alíquota de 15%, podendo variar até 22,5%, dependendo das características de investimentos do fundo, que são influenciados por fatores como: composição da carteira, localização dos investimentos, capital investido, entre outros fatores. Além disso, as aquisições de quotas de fundos de investimentos no Brasil geralmente

estão sujeitas ao IOF/Títulos (imposto sobre operações com títulos e valores mobiliários), se tais investimentos durarem menos de 30 dias. Caso o prazo seja maior não há tributação do IOF.

Conforme descrito pela ABVCAP (2015), os fundos de Private equity tendem a melhorar as práticas de governança corporativa nas empresas investidas, resultando no aprimoramento da gestão e no consequente aumento dos lucros e do valor de mercado da empresa. As boas práticas de governança corporativa beneficiam os acionistas e a administração da companhia, visto que melhoram a qualidade da informação disponível, diminuem o custo do endividamento e reduzem os riscos.

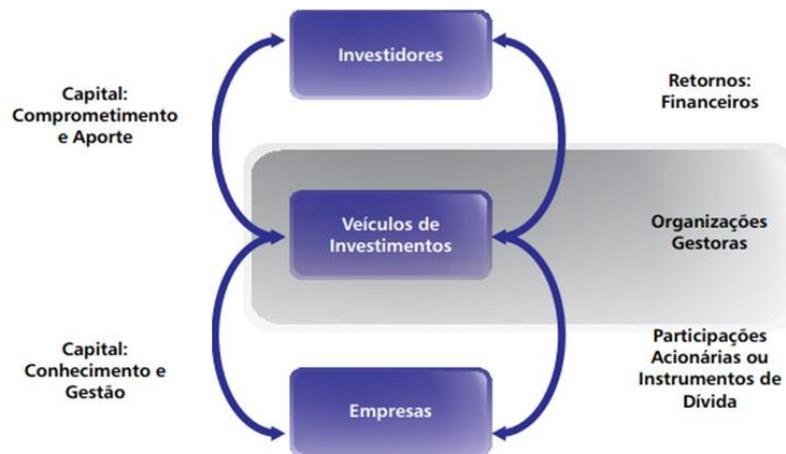
De acordo com informações da BM&FBOVESPA (2017), as principais vantagens para os investidores que aplicam seus recursos em fundos de investimentos PE, são: i) a gestão do fundo é realizado por um profissional especializado com condições técnicas de análise, ii) o investidor participa do crescimento dos negócios das companhias em carteira, independentemente de serem de capital aberto ou fechado, iii) os fundos de investimentos em participações possuem altos potenciais de retorno, o que gera oportunidade de ganhos relevantes para o investidor e iv) permite a participação do investidor em diferentes investimentos, possibilitando um amplo portfólio o que gera redução do risco de carteira por causa da diversificação.

3.3 OS PARTICIPANTES DA INDÚSTRIA

A indústria de Private equity é inicialmente composta por fundos e firmas de PE, sendo: i) Firma de Private equity: oferecem aos acionistas a oportunidade de obter exposição às taxas de administração e aos juros negociados pelos profissionais de investimento e gerentes da firma e ii) Fundo de Private equity: permite que investidores, pessoas físicas e jurídicas com alta quantidade de capital disponível, que, de outra forma, não poderiam investir em uma aquisição de participação de uma empresa de capital privado tradicional possam obter exposição a uma carteira de investimentos PE.

Por outro lado, segundo a ABDI (2011), a indústria de Private equity é composta por quatro participantes: as organizações gestoras, os veículos de investimentos, os investidores e as empresas investidas. As organizações gestoras são as responsáveis por administrarem os veículos de investimentos, já os investidores realizam aportes de capital nos veículos de investimentos que por sua vez são aplicados nas empresas investidas. A Figura a seguir exemplifica o fluxo de recursos no mercado de Private equity.

Figura 1 - Fluxo das origens e aplicações de recursos em Private equity



Fonte: Fundação Getúlio Vargas, 2015.

No Brasil, existem diversas estruturas em que as firmas de Private equity podem operar, sendo as mais comuns, segundo a ABDI (2015):

1. Empresas limitadas (limited partnership): a organização gestora assume um papel de sócio administrador. Modalidade que prevalece nos Estados Unidos e tem apresentado bastante relevância no Brasil.
2. CVM – FIP: Fundos de investimentos em participações, sendo constituídos na forma de um condomínio fechado, os recursos sob suas administrações são destinados para diversas modalidades de investimentos.
3. Investimento direto: o gestor de investimentos atua com as normas definidas de um gestor de PE, porém ele não administra recursos de terceiros. Também sendo conhecido como family offices.
4. Empresas de participações (Holding): a organização gestora realiza seus investimentos por meio de uma empresa de participações e pode ter na sua estrutura acionária vários investidores distintos.

Os recursos captados pelos veículos de investimentos podem ser destinados para diversas operações, como: i) investimentos em participações acionárias: método mais comum nos fundos Private equity no Brasil, que se refere a uma aquisição acionária podendo ser minoritária ou majoritária, ii) dívida: nesta operação o capital é contabilizado como um exigível de longo prazo, tendo como financiador o veículo que realizou o investimento e iii) dívidas conversíveis: que são aquisições de debêntures com opção de conversão.

As estruturas dos veículos de investimentos no Brasil são influenciadas pelas seguintes condições, conforme apresentado no 2º Censo Brasileiro de Private equity (2011):

1. Impostos: no Brasil, existem impostos que incidem diretamente sobre a indústria de Private equity, como o IOF e impostos de renda sobre ganhos de capitais, que variam de acordo com cada modalidade e tempo de investimento.
2. Governança Corporativa: as organizações gestoras exercem controle sobre as empresas investidas a partir de um conselho de administração que é implementado com princípios de governança corporativa.
3. Liquidez: quanto maior a liquidez dos investimentos em uma economia, mais propensos os investidores estarão a realizarem.
4. Apetite de risco do investidor: a indústria de Private equity sofre forte influência da predisposição dos investidores a correrem riscos. Em economias mais estáveis com baixo risco, os investidores tendem a aplicar em instrumentos mais arriscados buscando retornos de capital maiores.

O mercado de Private equity brasileiro, considerado recente quando comparado com os Estados Unidos e alguns países europeus, possui um ecossistema da indústria de PE que não conta com uma quantidade significativa de agentes. Os principais agentes que atuam, juntamente com as firmas de Private equity brasileiro são: Prestadores de serviços: incluem bancos de investimentos nacionais e estrangeiros, consultorias especializadas, escritórios de advocacia, escritórios de contabilidade, boutiques de assessorias em fusões e aquisições, entre outros agentes. Entidade de representação de apoio e fomento não governamentais: são entidades que têm como objetivo desenvolver a indústria brasileira de PE, como por exemplo a ABVCAP, a GVcepe e instituições de apoio e fomento governamentais - instituições que desenvolvem iniciativas ligadas a investimentos e ao Private equity - ABDI, BNDES, SEBRAE, FINEP, entre outras.

Segundo relatório da ABVCAP (2016), os principais agentes de investimentos no Brasil são as gestoras independentes, ou seja, gestoras que não são subsidiárias de uma instituição financeira ou grupo empresarial e, dessa forma, operam os recursos captados, normalmente de terceiros, de forma independente. Estas gestoras também podem operar com capital próprio.

No mercado de Private equity também atuam os Corporate Venture que são estrutura de corporações que alocam recursos para um departamento relacionado às atividades de Private

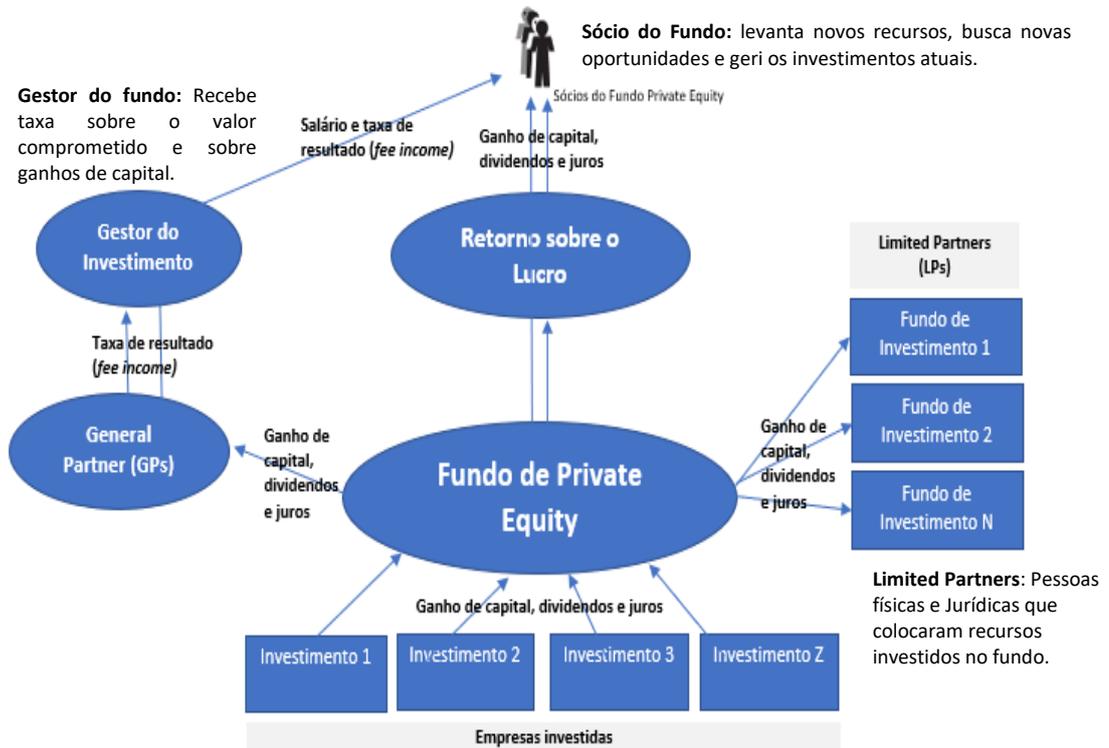
equity. Além destes, também existem as subsidiárias de PE ligadas às instituições financeiras e os gestores de Private equity do setor público, como o caso do SEBRAE.

A estrutura de fluxo de capital de um fundo de Private equity é tipicamente composta por três figuras principais, conforme explica GILLIGAN (2010), sendo: i) Gestor do fundo, que recebe como remuneração pelos seus serviços uma taxa sobre o valor comprometido no fundo, além de uma taxa sobre os ganhos de capital, ii) General Manager, que é a empresa gestora que administra o fundo de investimento e iii) Limited Partners: sendo estes as pessoas físicas e jurídicas que colocaram seus recursos investidos no fundo de investimento.

As principais funções dos gestores dos fundos de investimentos são: levantar recursos com pessoas físicas e jurídicas para que haja fundos suficientes para realizar os investimentos, buscar novas oportunidades de investimentos que se enquadrem ao perfil de atuação e ao escopo do fundo e gerir os investimentos atuais de forma que maximize o retorno dos investidores.

Apesar desta forma de investimento ter um grande potencial de retorno futuro, ela tem uma barreira a entrada, principalmente para investidores pessoas físicas, que é a alta necessidade de capital para investimento. Visto que em um processo de captação de um fundo de Private equity, o investimento mínimo exigido pode variar entre R\$ 1 milhão e R\$ 100 milhões, dependendo das características de cada PE. A Figura a seguir exemplifica a estrutura de relacionamentos e remuneração de um típico fundo Private equity.

Figura 2 - Típica estrutura de um fundo Private equity



Fonte: Gilligan, 2010, pág. 38.

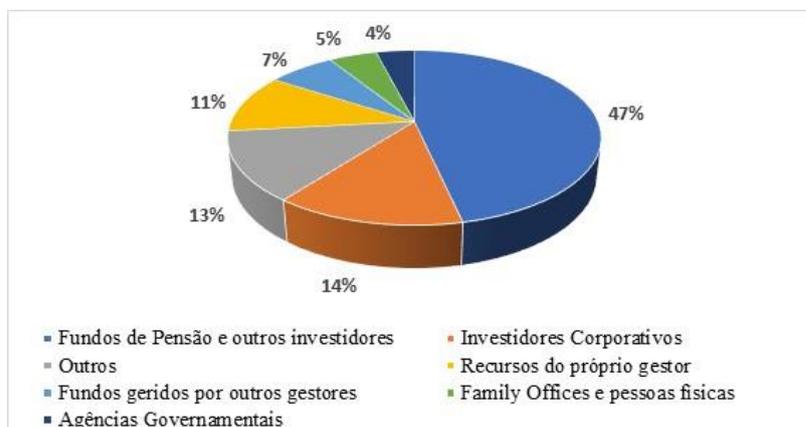
O retorno sobre o lucro, denominado por Gillian (2010, pág. 29 a 31) como carried interest em inglês, se refere à participação que o gestor do fundo recebe sobre o lucro do fundo de investimento em determinado período. Esta compensação tem como objetivo motivar os gestores a continuarem trabalhando visando a maximização da performance do fundo no longo prazo, o que conseqüentemente trará maiores retornos aos acionistas.

A compensação dos gestores do fundo normalmente é dada no modelo 2/20, ou seja, uma taxa de 2% sobre o capital investido no fundo, adicionados de 20% sobre o valor que superar a taxa de retorno previamente acordada em contrato, sendo normalmente baseada na rentabilidade do CDI, a segunda taxa é denominada como taxa de desempenho ou taxa de performance (ABVCAP, 2016).

Devido às características dos investimentos em Private equity, que são de baixa liquidez, alto risco, alta expectativa de retorno e longo período de capital comprometido, estes veículos de investimentos são atrativos, principalmente, para investidores que podem ser pessoas físicas qualificadas com grande quantidade de capital disponível ou pessoas jurídicas com significativas quantidades de capitais para investimento ou sob gestão, como o caso dos fundos de pensão.

No gráfico a seguir é apresentado o percentual de capital comprometido no Brasil por tipo de investidor. Conforme relatório da ABVCAP (2016).

Gráfico 5 - Percentual de capital comprometido por tipo de investidor - 2015



Fonte: ABVCAP, 2015.

A partir dos dados apresentados no gráfico é possível perceber que aproximadamente metade do total comprometido é proveniente de fundos de pensões e outros investidores, enquanto que recursos do próprio gestor e investidores corporativos somam 25% do total.

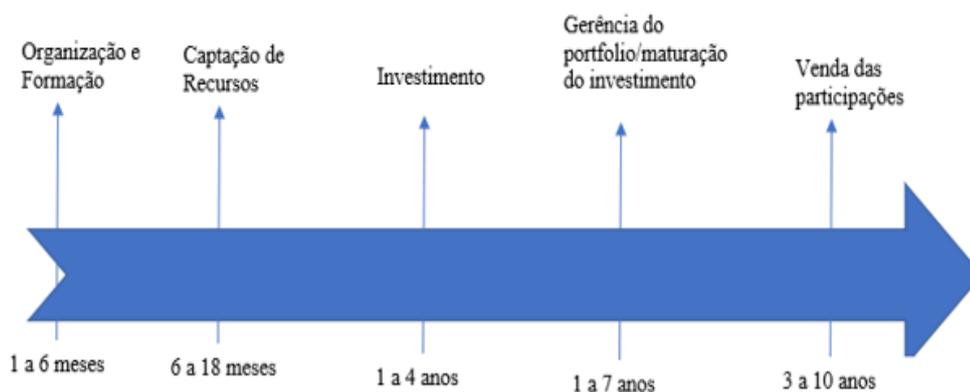
4 O CICLO PRIVATE EQUITY

O Ciclo de Private equity é composto por cinco etapas principais, sendo a primeira a originação, que é a etapa onde os gestores identificam oportunidades de investimentos ou desenvolvem negócios que poderão receber recursos dos fundos administrados. As principais formas de originação são: i) candidatura espontânea: ocorre quando os empreendedores entram em contato diretamente com a firma de PE, ii) indicação: é caracterizado pelo movimento onde as redes de contatos da organização indicam projetos com boas chances de receberem investimentos, iii) prospecção: ocorre por meio de pesquisas e monitoramentos realizados pelos gestores da instituição para identificar potenciais oportunidades e iv) desenvolvimento de negócio: em alguns casos, os gestores podem desenvolver seus próprios negócios, por meio de sua experiência profissional.

Segundo KAMEYAMA (2001), após a etapa de originação, o processo do fundo Private equity é caracterizado pela escolha dos ativos e pela captação de recursos para a realização do investimento. Após a realização do investimento é feita a manutenção do portfólio por meio do

monitoramento do ativo, o que pode englobar a participação ativa do fundo na gestão da empresa investida ou apenas o controle via reuniões do comitê de administração. Após a maturação do investimento que usualmente dura em torno de três e dez anos, é realizada a venda das participações do fundo no empreendimento, o que pode ser feito via IPO – oferta pública de ações na bolsa de valores, fusão e aquisição, reinvestimento, entre outras formas.

Figura 3 - Etapas do Ciclo de Private equity



Fonte: Kameyama, 2001.

De acordo com DEMARIA (2010), para que o ciclo Private equity tenha sucesso, é fundamental que a empresa investida possua forte potencial de desenvolvimento nacional e internacional, atuação em setores com fortes barreiras para a entrada de outras empresas ou um diferencial competitivo, o que normalmente é caracterizado por uma tecnologia que a diferencie de seus concorrentes.

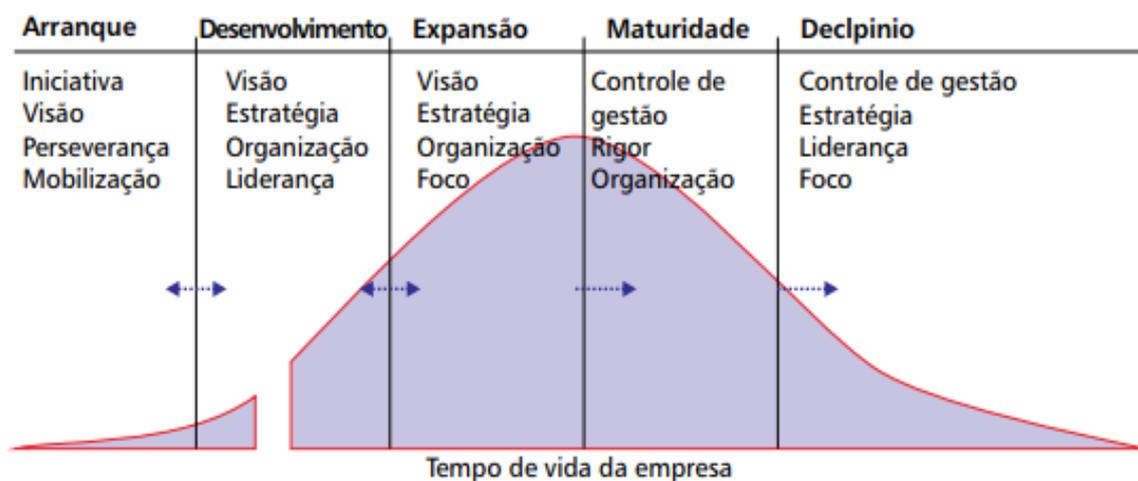
Além disso, é necessário que os gerentes e diretores da empresa investida sejam capazes de lidar com a maior cobrança e necessidade de compartilhamento de informações que serão solicitadas pela gestão do fundo e entendam as expectativas do Private equity, que busca a expansão das operações e a maximização do retorno, para realizar o desinvestimento em determinado momento. Por fim, o investimento deve possuir um objetivo claro, e o desinvestimento deve respeitar as expectativas e ambições dos investidores, da gestora e da empresa investida.

O presente capítulo tem como objetivo apresentar o ciclo da indústria de Private equity, destacando as principais características de cada etapa do processo de investimento típico de uma firma PE, detalhando o processo desde a seleção do investimento até o desinvestimento da firma e a distribuição dos resultados.

4.1 A CAPTAÇÃO E A SELEÇÃO DO INVESTIMENTO

Após a etapa de originação, o processo de um fundo Private equity é caracterizado pela escolha dos ativos, sendo a atuação desta indústria, principalmente, em empresas nas etapas de expansão (“Growth”) e maturidade (“Later-stage”).

Figura 4 - Ciclo de vida padrão de empresa hipotética



Fonte: GBB, 2010.

O processo de escolha dos ativos ocorre de forma que inicialmente é realizado o enquadramento. Essa etapa é caracterizada por um filtro que seleciona as empresas que possuem as características desejadas pelo fundo de investimento e pelo gestor, que podem ser restrições em relação a setores, tamanhos, estágio de desenvolvimento, localização geográfica, tese de investimento, entre outras.

Caso o investimento se enquadre nos critérios da firma, ele passa para a fase de análise preliminar e análise detalhada. Nestas etapas são analisadas as informações contábeis, financeiras, operacionais e mercadológicas das empresas, sendo que o fornecimento do material é de responsabilidade da empresa após a assinatura de um acordo de confidencialidade entre as partes, prevendo a não divulgação das informações.

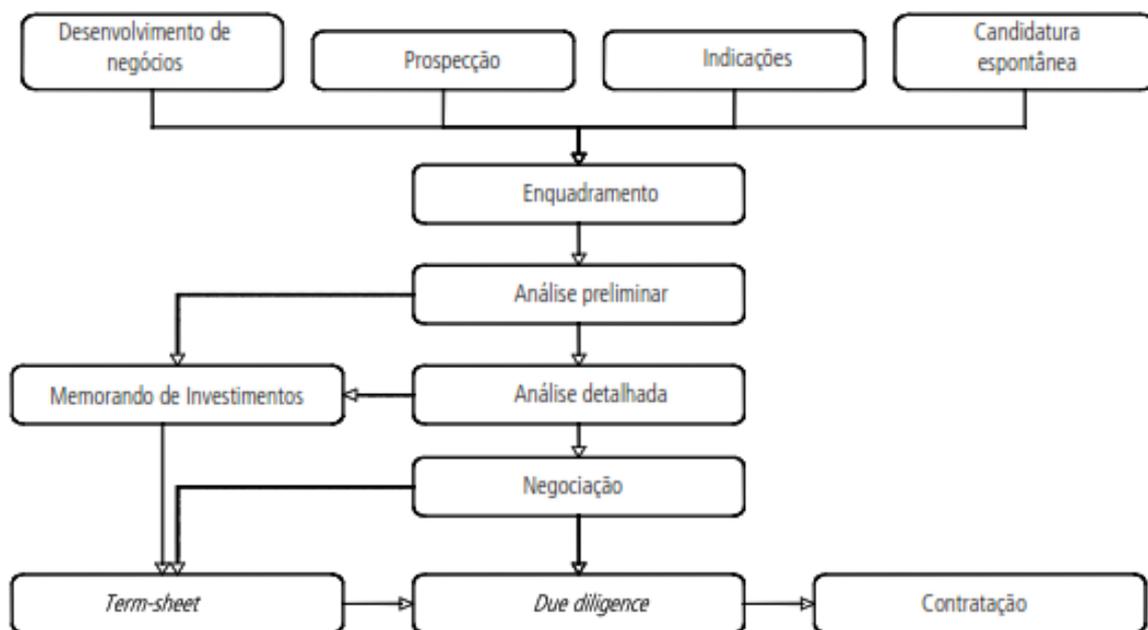
Segundo relatório da GVCEPE (2010), os principais fatores de análise de um investimento Private equity são: modelo de negócios, tamanho de mercado, demanda do consumidor, vantagens competitivas, modelo de distribuição, desenvolvimento do produto e tecnologia, gerenciamento de operações e recursos humanos, aspectos financeiros, aspectos legais, riscos, dependência de suprimentos e acesso a fornecedores e condição de uso dos equipamentos e instalações.

Após as análises do potencial investimento, os gestores decidem se a proposta será ou não levada ao comitê de investimento para deliberação.

Tendo recebido a aprovação para a realização do aporte e realizado a negociação com o empreendedor para definir os termos do investimento é realizada uma due-dilligence, que é um processo normalmente realizado por empresas de auditoria, que avaliam todos os passivos e contingências da empresa nos âmbitos contábil, fiscal, legal, trabalhista e ambiental. Além disso, existem empresas que realizam due-dilligence especializadas em diversas áreas avaliando questões tecnológicas, aspectos culturais, recursos humanos, entre outras áreas.

Após a realização desta avaliação de informações, quando não são encontradas irregularidades ou novos passivos que prejudiquem a negociação, é realizada a negociação final entre as partes e, por fim, assinado o contrato. Segundo LIMA (2007) apenas 1% das propostas recebidas por organizações gestoras conseguem passar por todas as etapas da seleção e tornar-se um investimento do fundo. A Figura abaixo apresenta o processo de seleção do investimento de acordo com relatório publicado pelo IPEA (LIMA, 2007).

Figura 5 - Processo de seleção de investimentos de um Private equity



Fonte: LIMA, 2007, pág. 21

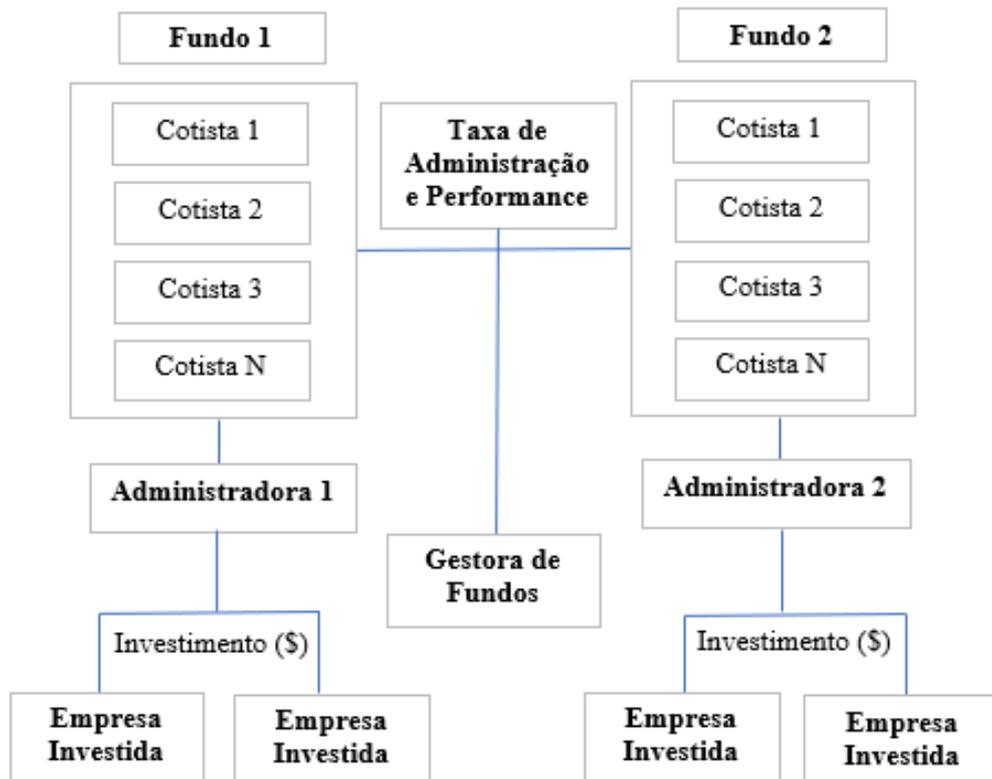
De acordo com caracterização do SEBRAE (2015), a indústria de Private equity brasileira tende a realizar investimentos acima de R\$ 30 milhões em empresas com relevante participação de mercado e potencial de crescimento.

No Private equity, exige-se uma capacidade de gestão elevada e uma visão apurada a respeito dos mercados onde a companhia atua. Para receber um aporte de um fundo de PE, a empresa já precisa ser um ator relevante em um mercado grande. Busca dinheiro para uma estratégia de consolidação dentro desse mercado, atingindo uma maturidade inédita por meio de integração vertical ou horizontal, inclusive com possíveis Aquisições de outras empresas (SEBRAE, 2010).

A tese de investimento varia de acordo com cada fundo de Private equity, ou seja, as suas características que refletem o setor de atuação, o perfil das empresas investidas, o volume de recursos, o número de investimentos, entre outras informações que caracterizam o perfil dos investimentos desejados.

No Brasil, todos os fundos de investimentos possuem uma gestora, que é a empresa responsável pela gestão do investimento. Esta empresa é responsável pela captação dos recursos e pela realização das operações, recebendo por isto uma taxa de administração, que é um percentual do montante total do fundo, e uma taxa de performance, que depende do resultado do fundo após o desinvestimento. A Figura 6 demonstra como é feita a captação e a remuneração dos investimentos. Neste caso, foram considerados dois fundos geridos por uma mesma gestora, que possuem alguns cotistas em comum e administradores diferentes.

Figura 6 - Diagrama típico de fundo de Private equity



Fonte: ABVCAP, 2015

Após a etapa de escolha do ativo é realizada a captação dos recursos necessários para o investimento, termo denominado como fundraising. Nesta fase as gestoras buscam atrair investidores potenciais, que podem ser empresas, pessoas físicas e investidores institucionais: fundos de pensão, entidades de fomento e bancos de desenvolvimento.

O contato com o potencial investidor é realizado por meio de apresentações da respectiva oportunidade de investimento. Os investidores tomam a decisão de investimento com base em uma série de fatores, como: rentabilidade histórica da organização, experiência dos gestores, fluxo de negócios já apresentados, tese de investimento, entre outros dados.

Caso seja decidido pela realização do investimento, os investidores subscrevem as quotas do veículo de investimento e disponibilizam um determinado montante para que seja realizado o investimento. Um aspecto importante dos investimentos realizados por fundos é que a diluição ocorre na estrutura acionária da empresa investida. Ou seja, ao receber investimentos de um fundo, a empresa necessariamente se transforma em uma sociedade anônima (S.A.), o que faz com que todos os sócios passem a deter ações da empresa investida.

4.2 A AVALIAÇÃO DO INVESTIMENTO

Os métodos de avaliação de empresas são utilizados pelas organizações gestoras de Private equity em dois momentos. Primeiramente quando avaliam o valor da participação que pretendem adquirir da empresa investida e em um segundo momento, quando avaliam o valor da venda da sua participação na respectiva companhia.

A expressão avaliação de empresas deriva do termo em inglês Valuation, que significa valor estimado, ou, valor justo. Esse valor é uma métrica utilizada no mercado, bastante subjetiva, visto que varia de acordo com uma série de fatores, conforme explica MARTINS (2001):

Ao avaliar uma empresa, objetivamos alcançar o valor justo de mercado, ou seja, aquele que representa de modo equilibrado, a potencialidade econômica de determinada companhia. Entretanto, o preço do negócio somente será definido com base na interação entre as expectativas dos compradores e vendedores. Não existe um valor correto para um negócio. Pelo contrário, ele é determinado para um propósito específico, considerando as perspectivas dos interessados. (MARTINS, 2001, p.263).

Atualmente, existem diversos métodos de avaliações aceitos pelo mercado. Segundo MARTELANC, PASIN e PEREIRA (2009), o método de avaliação de empresas mais utilizado no Brasil e no mundo é o de fluxo de caixa descontado seguido da avaliação relativa, também denominada como avaliação por múltiplos.

De acordo com MARTELANC, PASIN e PEREIRA (2009), o motivo mais comum que leva os empreendedores a realizar a avaliação de suas empresas é o de fazer uma operação de Fusão e/ou Aquisição. Além deste motivo, a avaliação é bastante utilizada em organizações societárias, reestruturações, planejamentos, entre outros motivos.

O método de avaliação pelo fluxo de caixa descontado (FCD) avalia o valor de um determinado ativo como a soma de todos os fluxos futuros descontados a valor presente.

Conforme explica ASSAF NETO (2009), as premissas utilizadas nas projeções dos fluxos de caixa apenas consideram os ativos capazes de gerarem resultados futuros:

O valor de uma empresa é definido pelo que ela é capaz de produzir de benefícios econômicos futuro de caixa, pelos seus resultados esperados. O patrimônio físico de uma empresa, como prédios, terrenos, máquinas etc. somente tem valor se for capaz de gerar resultados futuros (ASSAF NETO; LIMA, 2009, p. 734).

Sobre o fluxo de caixa projetado é aplicada uma taxa de desconto que é resultado da relação entre o custo de capital próprio e de terceiros. Já para o cálculo da taxa de desconto são utilizadas métricas para estimar os custos de capital da empresa utilizando, para isso, fatores como: estrutura de capital, setor de atuação, localização, tamanho, entre outros fatores.

Segundo Higgins (1998), os métodos mais utilizados pelas empresas para o cálculo da taxa de desconto são o CAPM² para o cálculo do custo do capital próprio e uma taxa marginal de empréstimo e de benefício fiscal para o cálculo do custo do capital de terceiros.

A média ponderada entre o custo do capital próprio e de terceiros e a estrutura de capital da empresa, ou seja, a proporção de capital próprio medido pelo patrimônio líquido da companhia e de capital de terceiros que deriva do montante de capital alocados nas contas de empréstimos e financiamentos resulta na taxa do WACC³, que é medida de cálculo mais utilizada para descontar os fluxos futuros em um Valuation.

Conforme explica DAMODARAN (2012), o custo de capital próprio se refere à taxa de retorno que investidores exigiriam para realizarem investimentos na empresa. Para o cálculo desta taxa, normalmente é considerada uma taxa livre de risco e um prêmio de risco, que é calculado pelo beta. O beta de um investimento se traduz pelo risco que determinado investimento acrescenta a uma carteira de mercado.

Por outro lado, o custo de capital de terceiros ou da dívida mede o custo para a empresa dos empréstimos assumidos para o seu financiamento, sendo este determinado pela: taxa de

² CAPM, do inglês: *Capital Asset Pricing Model*.

³ WACC, do inglês: *Weighted Average Cost of Capital*.

juros sem risco, risco de inadimplência da empresa e os benefícios fiscais associados a empresa e aos empréstimos.

Segundo MARTINS (2001), as principais vantagens da avaliação pelo fluxo de caixa descontado residem no fato de ser essa a abordagem mais aceita da atualidade que identifica inteiramente os elementos geradores de riqueza e forma de avaliação precisa quando baseada em valores confiáveis. As principais desvantagens neste modelo estão relacionadas à grande demanda por informações e ao tempo despendido no trabalho.

No processo de avaliação, são considerados fatores que, segundo FRIED (1994), podem ser segregados entre: i) operacional: potencial de crescimento da empresa e do mercado, participação de mercado, vantagens competitivas, necessidade de capital, entre outros, ii) gestão: integridade pessoal, experiência da gestão, vontade de trabalho, flexibilidade, liderança e iii) financeiro: expectativa de saída, potencial para realização da taxa de retorno e potencial para elevado retorno absoluto. Além disso, na Valuation deve ser considerada a avaliação dos ativos intangíveis da empresa, sendo estes: carteira de clientes, marcas e patentes, força de trabalho, entre outros.

Além dos métodos de fluxo de caixa descontado, outro modelo de avaliação muito utilizado é o de Avaliação Relativa ou Avaliação por Múltiplos, conforme explica DAMODARAN (2010), a premissa utilizada neste método é que o valor de um ativo deriva da precificação de ativos comparáveis, padronizados pelo uso de uma variável comum como lucros, fluxos de caixa, valores contábeis ou receitas.

Este modelo de avaliação é baseado em resultados do mercado em que a companhia está inserida e em outras empresas com atuações similares, o que o diferencia do modelo de fluxo de caixa descontado que busca o valor intrínseco de um ativo. De acordo com DAMODARAN (2007), para realizar esta avaliação é necessário um extenso levantamento e análise de ativos comparáveis e que são precificados no mercado, após a escolha dos ativos o avaliador determina uma variável comum que poderá ser usada como base para as comparações e assim estimar o Valuation do negócio.

Conforme destaca MARTELANC, PASIN e PEREIRA (2009) a simplicidade e a rapidez na precificação de novas informações e a necessidade de poucos dados são algumas das vantagens da avaliação relativa. Porém, o mesmo autor destaca que este modelo de avaliação é o que apresenta as maiores probabilidades de erros.

Além dos métodos de avaliação citados, existem outros modelos menos utilizados, como: modelo de desconto de dividendos, valor presente ajustado, avaliação pelo patrimônio líquido, avaliação por direitos contingenciais, entre outras.

Para a elaboração das avaliações, as fontes de informações mais utilizadas são relatórios setoriais, pesquisas de mercado e informações de empresas comparáveis, principalmente empresas listadas na bolsa de valores. Além disso, são analisados relatórios de analistas, livros, revistas, jornais, base de dados especializadas, sindicatos e associações de classe.

É comum que as empresas utilizem mais de um método de avaliação em seus investimentos, sendo um complementar ao outro. O método de múltiplos é muito utilizado devido à dificuldade em projetar receitas e custos na avaliação por fluxo de caixa descontado com um prazo superior a cinco anos, principalmente em países com instabilidade política e econômica, como o Brasil.

Além disso, esse modelo de avaliação aumenta a agilidade do processo de investimento, visto que a avaliação por múltiplos não necessita de levantamento de informações da companhia e análise detalhada dos dados, como no caso de avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado. Essa agilidade costuma ser um fator decisivo para os fundos Private equity, que muitas vezes tem como concorrentes outras empresas e fundos de investimentos que buscam a mesma aquisição tornando, assim, indispensável a velocidade na avaliação do investimento a ser realizado e na tomada de decisão.

Após o processo de análise completa do empreendimento, entendimento de suas principais características e determinação de uma estimativa de valor do negócio, o gestor do fundo Private equity desenvolve uma tese de investimento para apresentação e negociação com o alvo, que pode ser caracterizado tanto como a empresa a ser adquirida pelo Private equity, no momento do investimento, quanto pelo comprador no momento de desinvestimento do fundo.

4.3 O MONITORAMENTO DO ATIVO E O DESINVESTIMENTO

Devido à grande assimetria de informações, os riscos, a baixa liquidez, os longos prazos e a elevada intangibilidade dos ativos, que tipicamente recebem investimentos de Private equity, são necessários monitoramentos visando a manutenção e o sucesso das operações. Por este motivo, comumente um ou mais gestores assumem assentos no Conselho de Administração da empresa investida. Além disso, o fundo gestor costuma recomendar membros externos para o Conselho de Administração e para a condução do negócio, assumindo cargos de diretoria, sendo principalmente a diretoria executiva, diretoria financeira e diretoria operacional.

Os monitoramentos dos ativos são realizados normalmente via relatórios preparados pela empresa investida e reuniões periódicas entre os executivos da empresa e da gestora, sendo estas reuniões o momento de tomada das principais decisões da companhia. A gestora também pode recorrer aos conselhos consultivos compostos por executivos e empreendedores com grande experiência no setor, que orientam as operações de forma mais ampla, atuando como consultores para o fundo Private equity.

Durante as reuniões da gestora para o monitoramento do investimento, os principais indicadores acompanhados são a evolução da receita, o fluxo de caixa e os riscos da operação, além de acompanhamento do orçamento e realização de previsões futuras, o que pode envolver novas ampliações, investimentos ou até mesmo aquisições.

Após o encerramento do período de monitoramento ocorre o desinvestimento do empreendimento. A saída bem-sucedida dos investimentos é um fator necessário para garantir retornos atrativos para os investidores que possibilitem iniciar um novo veículo de investimento com participações em novas empresas.

Segundo CUMMING (2003), as formas mais desejadas de desinvestimentos de um fundo de Private equity são: i) abertura de capital (IPO): mecanismo utilizado para a venda parcial ou total das ações no mercado, tornando a empresa listada na bolsa de valores; ii) venda estratégica: é caracterizada por um movimento de fusão e aquisição da empresa investida com outra empresa de atuação semelhante ou complementar; iii) venda para investidor: venda de parte ou totalidade das ações para outro investidor, normalmente caracterizado por outro fundo Private equity; iv) recompra (buyback): compra das ações dos investidores de PE pelos demais acionistas da empresa investida e v) liquidação total dos ativos: caracterizada pela descontinuação da empresa investida e liquidação total dos ativos.

A opção de desinvestimento pela abertura de capital é a mais procurada pelos investidores por ser, normalmente, a mais bem-sucedida em termos de retorno de capital. A adoção dessa estratégia depende de diversos fatores para ser bem-sucedida. Fatores internos como o nível de governança corporativa, setor de atuação, gestão, entre outras características se somam a fatores externos como as condições correntes do mercado acionário, o momento econômico do país, além de outros fatores. Segundo GOMPERS (1995), a taxa anual de retorno para investimentos realizados em todo o mundo com saída por IPO é em média de 60% ao ano, enquanto para os que as saídas foram feitas por venda estratégica, é em média de 15% ao ano.

Apesar do maior interesse pelo IPO, segundo relatório da PREQIN (2017), as vendas para competidor estratégico representam 45% das saídas de investimentos de fundos Private equity no Brasil desde o ano de 2006, enquanto que a saída por meio de IPO representa 19% do total. Isso ocorre no país, principalmente, pela demora em um processo de IPO na bolsa de valores brasileira, que tem apresentado uma tendência de melhora, visto que somente nos quatro primeiros meses de 2017, já havia ocorrido um total de três IPOs no país: Azul Linhas Aéreas, Moviada e Hermes Pardini.

A terceira forma de desinvestimento mais comum é a venda de ações, que representam 15% do total. Enquanto vendas secundárias, ou seja, uma venda para outro fundo, normalmente um fundo de Private equity, e outras saídas (o que inclui: fusões, reestruturações, capitalizações, entre outras possíveis formas de desinvestimento) representam 13% e 8% do total, respectivamente.

Segundo SIQUEIRA (2011), os sucessos dos investimentos das firmas de investimentos em Private equity dependem de uma série de características do fundo, dos gestores, da forma na qual o investimento foi estruturado e do estilo de gestão dos administradores da empresa adquirida. As principais características do fundo que influenciam o sucesso do investimento são o montante de capital investido e o número de investimentos realizados. Por outro lado, as características dos gestores que se mostraram mais relevantes são as experiências e os conhecimentos das indústrias onde foram realizados os investimentos.

No caso dos investimentos, os que se mostraram com maiores probabilidades de sucessos são os co-investimento e os investimentos em empresas já maduras. Por fim, fatores como o número de assentos no conselho administrativo, quantidade de executivos indicados pelo fundo na gestão da empresa investida e a intensidade do contato entre os gestores e a empresa adquirida tem importante impacto no sucesso e na rentabilidade dos investimentos, conforme explica SIQUEIRA (2011).

Em uma perspectiva global das taxas de retorno de firmas de Private equity, é possível comparar o índice de Private equity norte-americano, o “S&P Private equity Index”, índice composto das principais empresas de PE que atendem exigências específicas de porte, liquidez, exposição e atividade, como: KKR, Apollo Global Management, Brookfield Asset Management, BlackStone Group, Partners Group, entre outras firmas, com os principais índices da economia dos Estados Unidos, incluindo investimentos em renda fixa como o Credit Bond e variáveis como os índices: Dow Jones, Nasdaq, S&P, Russell e Wildshire.

A partir da análise do retorno dos portfólios de diversos índices da Bolsa de Valores Norte Americana, é possível verificar que as taxas internas de retorno do portfólio de empresas atuantes na indústria de Private equity são bastante superiores e menos voláteis em relação à maioria das companhias de outras indústrias. Mostrando o investimento em Private equity, mais uma vez, como uma forma alternativa e muito rentável de investimentos de longo prazo para pessoas físicas e jurídicas com significativo capital para ser investido.

Além disso, os altos retornos do Private equity colocam esse investimento como uma modalidade atrativa de financiamento de longo prazo para empresas listadas na bolsa de valores de diversos portes, estágios de maturidade, vantagens competitivas e com atuação em diferentes setores. A tabela a seguir apresenta o retorno dos portfólios dos principais índices da economia dos Estados Unidos.

Tabela 4 - Taxa interna de Retorno (TIR) de Portfólio Índices – em %

Índice/período	1 Bimestre	1 Ano	3 Anos	5 Anos	10 Anos	15 Anos	20 Anos	25 Anos	Média	Mediana
<u>US Private Equity Index</u>	<u>4,51</u>	<u>12,89</u>	<u>9,95</u>	<u>13,19</u>	<u>10,02</u>	<u>12,44</u>	<u>12,41</u>	<u>13,39</u>	<u>11,10</u>	<u>12,43</u>
Credit Bond Index	-3,39	3,05	3,04	2,29	4,40	4,65	5,32	5,69	3,13	3,73
Dow Jones Industrial Average Index	8,66	16,50	8,71	12,92	7,52	7,28	8,22	10,18	10,00	8,69
Dow Jones US Small Cap Index	6,19	17,56	6,13	13,97	7,84	9,29	9,40	10,75	10,14	9,35
Dow Jones US TopCap Index	3,73	11,76	8,63	13,54	7,13	6,94	7,76	9,12	8,58	8,20
Nasdaq Composite Index	1,34	7,50	8,83	15,62	8,34	7,00	7,40	9,27	8,16	7,92
Russell 1000® Index	3,83	12,05	8,59	14,69	7,08	7,00	7,86	9,30	8,80	8,23
Russell 2000® Index	8,83	21,31	6,74	14,46	7,07	8,49	8,25	9,69	10,61	8,66
S&P 500 Index	3,82	11,96	8,87	14,66	6,95	6,69	7,68	9,15	8,72	8,28
Wilshire 5000 Total Market Index	4,54	13,37	8,75	14,71	7,17	7,32	7,91	9,27	9,13	8,33

Fonte: Cambridge Associates, 2017.

De acordo com estudo publicado no 2º Censo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital (2011), entre os anos de 2004 e 2009, os retornos dos investimentos individuais em PE e VC tiveram uma média bastante superior ao CDI, tendo 88% dos investimentos apresentado resultados acima de 100% do CDI. Destes, 32% tiveram uma taxa de retorno superando 170% do CDI do período. Além disso, o estudo demonstra que a taxa de retorno esperada pelos PE varia entre 26% ao ano no caso de growth e 22% ao ano em late-stage.

Segundo a PWC SURVEY (2014) a mediana da TIR histórica de retorno dos fundos de Private equity no Brasil, entre os anos de 1990 e 2008, foi de 26% ao ano, com retorno sobre o dinheiro investido de 2,5x durante o mesmo período, retorno acima do CDI.

Conforme previsão da ABVCAP, (2017) com base nas premissas futuras dos principais participantes do mercado nacional, as perspectivas de retorno nos próximos cinco anos, para os investimentos de Private equity no Brasil, são de uma taxa anual média de retorno entre 25% e 30%, valor superior aos investimentos tradicionais de renda fixa e renda variável no Brasil e nas principais economias do mundo.

Dessa forma, o investimento em Private equity se mostra como uma opção de investimento e financiamento atrativa, tanto para investidores, pessoas físicas ou jurídicas com significativas quantidades de capital disponível para investimento, elevados apetites a risco e busca por crescentes retornos futuros de capital, quanto para empresas que atuam nos mais variados setores e regiões e buscam alavancar e profissionalizar suas operações com a entrada de um investidor financeiro especializado.

5 A 3G CAPITAL

A Empresa de Private equity brasileira-estadunidense 3G Capital foi fundada em 2004, com sede na cidade de Nova Iorque/Estados Unidos e escritório no Rio de Janeiro/Brazil, por Jorge Paulo Lemann, Marcel Telles e Carlos Sicupira. A 3G é resultado de anos de experiência de seus fundadores no mercado financeiro iniciada em 1971 com a fundação da corretora de investimentos Garantia, seguida da criação do fundo de investimentos GP Investimentos e depois a 3G Capital.

A 3G Capital pode ser considerada como uma das principais firmas de Private equity já criada por brasileiros e uma das mais importantes do mundo, tendo realizado os maiores investimentos já feitos por investidores do Brasil adquirindo empresas que são líderes globais em seus setores de atuação e são ícones da economia de diversos países como: Budweiser, Heinz, Burger King, entre outras.

O desenvolvimento da indústria de Private equity no país se deve muito a atuação destes três investidores, que mostraram que esta forma de investimento pode ser muito rentável para os acionistas.

O presente capítulo tem como objetivo introduzir a trajetória do trio, apresentando os principais movimentos de M&A realizados ao longo de mais de 50 anos de suas atuações no mercado financeiro. Também será feito um estudo das principais fusões e aquisições realizadas e de quais foram seus impactos para as empresas e os seus acionistas.

Por fim, será realizado um mapeamento dos potenciais próximos passos da 3G, estudando quais são os possíveis setores em que a 3G Capital e o trio poderão realizar novos investimentos e quais são as potenciais empresas e parceiros que poderá tomar parte com eles nesses empreendimentos.

5.1 DO BANCO GARANTIA À 3G CAPITAL

A história da 3G Capital começou em 1971 quando Lemann iniciou a sua trajetória no mercado financeiro, ao realizar a aquisição de uma pequena corretora de valores, chamada Garantia, empresa que intermediava operações de compra e venda de papéis financeiros para clientes na cidade do Rio de Janeiro.

Apenas um ano após a aquisição da corretora, em 1972, Marcel Herrmann Telles, com 22 anos e recém-formado em economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro, participou do processo seletivo de Lemann e foi admitido no Garantia, assumindo uma posição de liquidante e logo em seguida se tornando operador do mercado financeiro. Em 1973, Carlos Alberto Sucupira, que já possuía experiência em outras corretoras de investimentos, ingressou na companhia, formando o que viria a ser conhecido como o “trio da gestão de ferro”, conforme publicado em reportagem no Wall Street Journal em 2015.

Em 1976, após cinco anos da compra da corretora, o Garantia foi procurado pelo J.P Morgan, um dos maiores bancos do mundo. O motivo do contato foi estabelecer uma parceria com Lemann e com o Garantia para criar um banco de investimentos no Brasil. No entanto, Jorge Paulo declinou a proposta e optou por seguir no controle da empresa. Dessa forma, injetou capital próprio transformando a corretora de investimentos no Banco Garantia.

Com seu time formado e abortada a parceria com o banco J.P Morgan, Lemann começou a criar sua própria cultura empresarial, sendo muito influenciado pela forma de gestão do banco de investimento norte-americano Goldman Sachs, com o qual Lemann havia mantido contato alguns anos antes, uma vez que o Garantia era o responsável por intermediar parte dos negócios do Goldman no Brasil. A principal característica que Lemann adotou para a operação do seu banco foi o modelo de *partnership*, que é caracterizado pelo processo de transformações de funcionários em sócios via distribuição de ações.

Outra característica da gestão reside na forma de recrutamento e promoção dos empregados. Todas as contratações buscavam pessoas com "espírito de dono", foco em resultados e capacidade de priorizar atividades. E os sócios participam diretamente de todos os processos seletivos.

A remuneração fixa do banco era inferior aos seus concorrentes, porém com um agressivo plano de rendimento variável que era resultado de uma política de meritocracia. Ou seja, os funcionários com os melhores resultados e melhores avaliados recebiam a maior parte da remuneração e eram convidados para fazerem parte da sociedade quando cumpriam alguns pré-requisitos que, entre outros, era o de possuírem pelo menos cinco anos na firma.

Ao longo da história do Banco Garantia, grandes nomes fizeram parte do quadro de sócios, como: José Olympio: atual diretor do banco Credit-Suisse no Brasil. Armínio Fraga: Ex-presidente do Banco Central e fundador da Gávea Investimentos e Claudio Haddad: Economista, ex-professor da FGV e atual presidente do Conselho de Administração do Insper.

Claudio Haddad, que atuou como economista-chefe do banco Garantia, tornando-se diretor e depois superintendente permaneceu no banco até a sua venda em 1998 definiu o trio Jorge Paulo, Beto Sicupira e Marcel Telles como diferentes e complementares.

Lemann, Telles e Sicupira têm personalidades bem diferentes. Jorge Paulo é o estrategista, um líder nato. Tem um raciocínio absolutamente lógico. Beto, ao contrário, é um operador do tipo trator, sempre transbordando energia. E Marcel é o cara mais focado. No trato com funcionários, sócios e clientes, Jorge Paulo sempre foi a figura carismática. Marcel, o boa-praça sem papas na língua, é o mais informal do trio e o mais falante. Bem-humorado, sorridente, gosta de desafiar as pessoas, na expectativa de que se superem. Beto é o menos suave. É o mais duro dos três. Mas é um bom sujeito. Se gosta de você, te defende até a morte. Se não gosta, sai debaixo (HADDAD, 2009).

Em reportagem para a Revista *Época Negócios*, um ex-funcionário do trio, faz a seguinte analogia:

As pessoas adoram dizer que a Natura é a companhia bacana e a AmBev é a que tira sangue. Mas veja o que a Natura está passando agora, por falta de resultados financeiros mais sólidos. Em contrapartida, os meninos da AmBev estão ganhando o mundo (REVISTA ÉPOCA NEGÓCIOS - O legado de Lemann, 2008, p. 21).

Após recusar a proposta de parceria com o J.P Morgan e transformar a corretora de investimentos em um banco, Lemann e sua equipe realizaram a primeira grande aquisição de sua história: a compra das Lojas Americanas em 1982, sendo considerada a primeira aquisição hostil da história da Bovespa⁴. O Garantia realizou uma profunda reestruturação nas operações das Lojas Americanas que alavancou suas operações, tornando-a em uma das maiores e mais tradicionais redes de varejos do país, integrando ainda a participação na B2W, resultado da fusão entre Americanas.com e Submarino, Blockbuster, entre outras (GP Investimentos).

⁴Na aquisição de forma hostil, o comprador faz a oferta diretamente para os acionistas, ignorando o Conselho. Os próprios acionistas decidem o que fazer com suas ações.

Poucos anos após a aquisição das Lojas Americanas, o Banco Garantia realizou uma das compras mais importantes de história do trio de empreendedores adquirindo a cervejaria Brahma, em 1989, marcando a sua entrada no segmento de bebidas. O modelo de gestão do Garantia levou a um forte crescimento nos resultados e melhoria nas margens de lucros dessa empresa nos anos seguintes e ao início do processo de internacionalização da empresa adquirindo, em 1994, a Cerveceria Nacional, segunda maior cervejaria da Venezuela, e uma fábrica de cervejas na Argentina (MAFEI, 1994).

Uma década após a aquisição da Brahma e a implementação de um agressivo plano de crescimento orgânico e inorgânico na América do Sul, que gerou resultados positivos para a empresa, o Garantia realizou, em 1999, a fusão da Brahma com a Antártica, fundindo as duas empresas que lideravam o mercado brasileiro de bebidas na época e criando assim a AmBev, empresa que, algumas décadas depois, se tornaria na maior empresa cervejeira do mundo, com a criação a AB InBev, conforme será descrito em maiores detalhes no decorrer dos próximos capítulos (FOLHA DE SÃO PAULO, 1999).

Poucos anos após realizar a fusão da Brahma com a Antártica, formando uma das maiores empresas de cerveja do mundo, o trio Jorge Paulo Lemann, Marcel Telles e Beto Sicupira deu outro grande passo em sua trajetória, fundando em 1993 o fundo e administradora de Private equity GP Investimentos (GP Investimentos).

A GP investimentos é uma companhia líder em investimentos na América Latina, com atuação principalmente em Private equity e escritórios em São Paulo, Nova Iorque e Bermudas. Desde sua fundação, o fundo já investiu em mais de 50 empresas com valor superior a USD 5 bilhões captados por investidores de diversas partes do mundo, tendo adquirido participações em grandes empresas nacionais como: Gafisa (1997), ALL (1998), Telemar (1999), Equatorial (2005), BRMalls (2006), Sascar (2011), BR Properties (2016), entre outros.

Com as perdas geradas pela crise financeira asiática que gerou fuga de capitais dos países emergentes, como o Brasil, o banco Garantia teve seu resultado financeiro prejudicado, com seu lucro caindo para um décimo do registrado em 1996 e o seu patrimônio reduzido pela metade no ano de 1997. Diante desse cenário, o Garantia, que foi por muito tempo considerado como um dos mais prestigiosos bancos de investimentos do Brasil, entrou em uma situação onde havia a necessidade de venda forçada, por incapacidade financeira. Com isso, teve suas operações adquiridas pelo Credit Suisse, por USD 675 milhões em de junho de 1998 (3G Capital).

Com a venda para o Credit Suisse, muitos cotistas fizeram críticas ao Garantia, afirmando que eles não haviam sido informados sobre o nível de risco e alavancagem que estavam enfrentando. Além disso, afirmaram que isso ocorreu devido ao afastamento do trio fundador das operações, visto que Lemann tinha sofrido um enfarte e estava afastado do dia-a-dia do banco, Beto era o responsável pela operação das Lojas Americanas e Marcel atuava como presidente da Brahma. Diante deste cenário, o trio passou a focar em seus outros investimentos, com destaque para a AmBev (Revista Época Negócios, 2018).

No ano de 2004, ocorreu a saída do trio das operações da GP Investimentos, que teve Jorge Paulo Lemann como seu fundador e conselheiro. Com sua saída, Antonio Bonchristiano e Fersen Lembranco passaram a assumir a gestão a firma, tendo o primeiro assumido o cargo de CEO e membro do conselho e o segundo a função de Presidente e membro do conselho (Revista IstoÉ Dinheiro, 2016).

O modelo de gestão e as operações do fundo não sofreram grandes alterações com a saída dos fundadores, uma vez que os novos executivos utilizaram o caso de sucesso do trio como referência para o seu modelo de operação. Em 2006 foi feita a abertura de capital da companhia, que foi um importante marco para suas operações e para a indústria de Private equity brasileira.

Também no ano de 2004, o trio fundou a gestora de Private equity brasileira-estadunidense 3G Capital. Além do trio, juntaram-se à equipe o atual CEO e membro do conselho Alex Behring e o membro do conselho Roberto Thomson Motta, ambos haviam sido Sócios da GP Investimentos e saíram da empresa para fundar a 3G Capital.

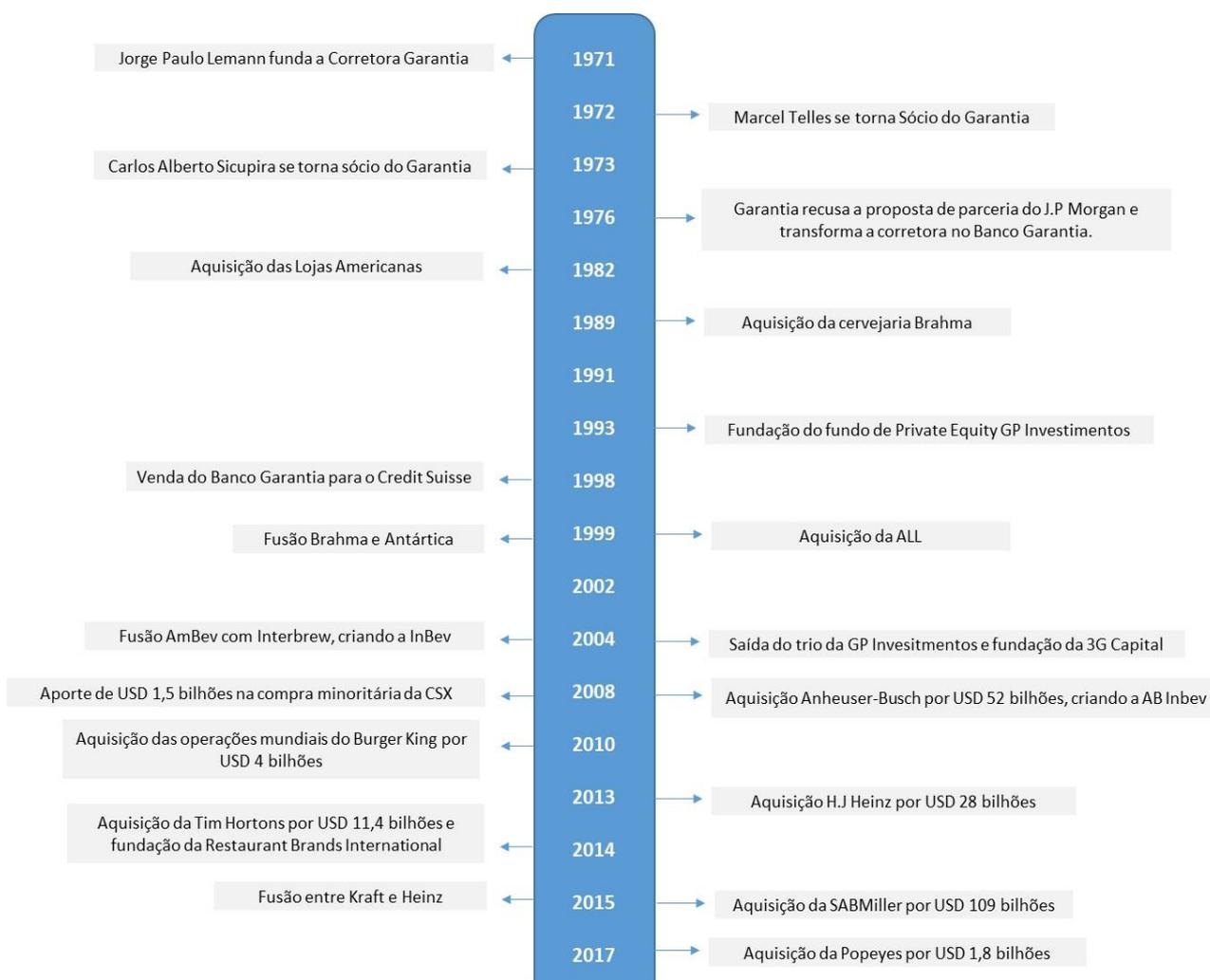
Poucos anos depois da fundação, juntaram-se à equipe da 3G outros executivos que já haviam mantido contato com o trio em investimentos anteriores: Bernardo Hess, atual CEO da Kraft Heinz, Bernardo Piquet, sócio e CFO da 3G Capital, e Daniel Schwartz, antigo CEO do Burger King e atual da Restaurant Brands International. Atualmente, além dos sócios apresentados, a gestora tem como acionistas: Daniel Dreyfus, David Knopf, Joshua Kilvan, Marcos Romaneiro, Munir Javeri, Paulo Basílio e Pedro Drevon.

O modelo de operação da 3G Capital se resume na realização de investimentos de crescimento de longo prazo em empresas líderes com atuação em diversos setores e regiões. Tendo a meritocracia, a gestão de resultados, o controle de custos e o partnership como principais características. Este modelo de operação acompanhou o trio durante toda a sua trajetória no mercado financeiro.

Desde sua fundação, a 3G realizou grandes aquisições, sendo elas: Burger King no valor de USD 4 bilhões, em 2010. H.J. Heinz Company pela quantia de U\$\$ 28 bilhões em 2013. Tim Hortons por USD 11,4 bilhões em 2014 e Popeyes no valor de USD 1,8 bilhões em 2017. Além, da fusão entre Heinz e Kraft em 2015. Entre outros movimentos de M&A realizados em diversas partes do mundo (3G Capital).

A Figura a seguir apresenta a linha do tempo com os principais movimentos realizados, desde a fundação da corretora Garantia até a 3G Capital, responsáveis por alguns dos maiores investimentos já realizados na indústria de Private equity.

Figura 7 - Linha do Tempo – do Garantia à 3G Capital



Fonte: 3G Capital, 2017

5.2 OS INVESTIMENTOS REALIZADOS

Atualmente o portfólio da firma de Private equity brasileira-estadunidense 3G Capital conta com investimentos na Restaurant Brands International, que engloba as empresas Burger King, Tim Hortons e Popeyes e a Kraft Heinz, resultado da fusão entre a Kraft Foods Group e a H.Z. Heinz Holding Corporation, empresa adquirida pelo 3G Capital no ano de 2013.

Além desses investimentos, o trio possui em sua carteira de negócios realizados a AB InBev, indústria cervejeira líder global, que teve seu início em 1989, com a aquisição da cervejaria Brahma.

Apesar dessa empresa não estar diretamente no portfólio de investimentos da 3G Capital, ele é o fundo responsável por realizar todos os grandes movimentos realizados pela AB InBev, incluindo as aquisições da Budweiser, SAB Miller, entre outros negócios.

No presente capítulo, serão apresentadas as principais características, desenvolvimentos e resultados de alguns dos negócios realizados pelo trio brasileiro e pela 3G Capital: AB InBev, Restaurant Brands International e Kraft-Heinz.

5.2.1 Anheuser-Busch InBev

Conforme apresentado anteriormente, a trajetória do que viria a se tornar a maior indústria cervejeira do mundo iniciou na cidade do Rio de Janeiro/Brasil, no ano de 1989, com a aquisição feita por Jorge Paulo Lemann, Marcel Hermann Telles e Beto Sicupira da Companhia Cervejaria Brahma, fundada no ano de 1888.

Em apenas uma década após a entrada do trio na gestão da Brahma, a empresa realizou diversas aquisições no Brasil e na América do Sul, sendo marcada pela fusão com a Antártica Paulista, que resultou na formação da AmBev em 1999, com receitas superiores a R\$5 bilhões e presença internacional (MATTOS).

Seguindo a tendência da firma de Private equity 3G Capital de crescer via fusões e aquisições, ou seja, de forma inorgânica, a AmBev passou a buscar novas empresas para realizar movimentos de M&A e se consolidar no mercado cervejeiro global.

Com isso, em 2004, a empresa realizou a aquisição da Bélgica InterBrew, dona da marca Stella Artois, criando a InBev, com faturamento aproximado de USD 16 bilhões e tendo como seu principal concorrente a americana Anheuser-Busch, dona da marca Budweiser (InBev, 2005).

Nove anos após a fusão entre Brahma e Antártica e quatro anos depois da aquisição da InterBrew, em 2008, a InBev realizou um dos movimentos de M&A mais agressivos de sua história, ao colocar uma oferta de USD 46,3 bilhões pela aquisição da marca ícone da economia americana Anheuser-Busch, o que formaria a maior indústria cervejeira do mundo e seria a maior aquisição já realizada no setor (NBC News, 2008).

Devido a oferta de aquisição feita pela InBev, August Busch IV, presidente-executivo da empresa, cuja família controlou a cervejeira por mais de um século passou a enfrentar pressão dos acionistas para aceitar o acordo, visto que as ações da empresa permaneceram estagnadas durante anos e tiveram uma forte alta após a oferta da InBev para adquirir o controle.

Com isso, em julho de 2008, a Anheuser-Busch aceitou ser vendida para a InBev pelo valor de USD 52 bilhões, o que representou um valor de USD 70,00 a ação. Com esta transação se formou a AB InBev, maior empresa de cerveja do mundo, com receitas superiores a USD 36 bilhões (NBC News, 2008).

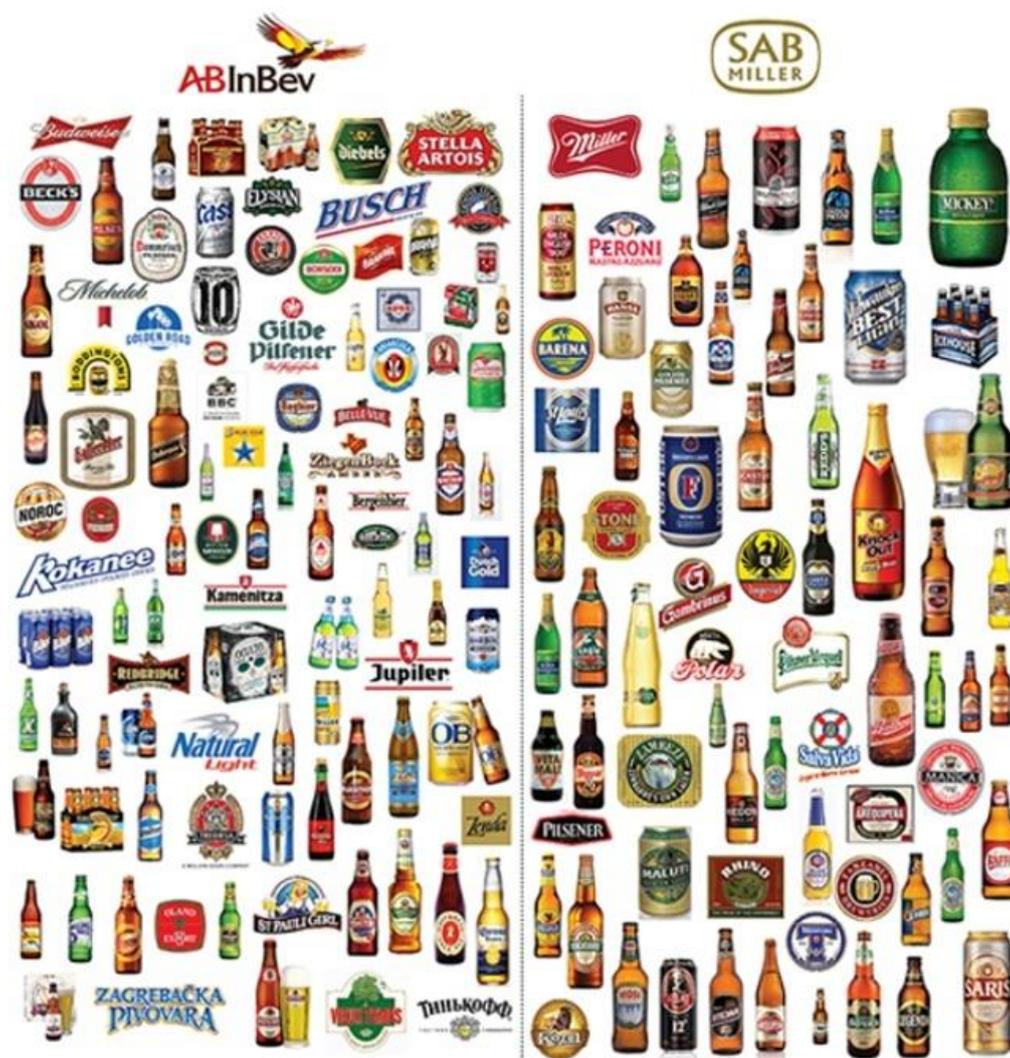
Com o anúncio da transação na qual a empresa norte-americana passou seu controle para um grupo brasileiro e europeu, o candidato democrata à presidência dos Estados Unidos em 2008, Barack Obama, fez uma declaração sobre a venda da Anheuser-Busch para a InBev, dizendo estar decepcionado: “Foi decepcionante saber que a Anheuser-Busch aceitou ser vendida à InBev. A Anheuser-Busch é um ícone norte-americano e essa venda poderia ameaçar milhares de empregos em Missouri. Não podemos e não devemos aprovar uma lei para evitar este tipo de venda, poderíamos e deveríamos ter feito o possível para encontrar um comprador norte-americano e criar empregos em casa. Isso significa criar as condições corretas para uma economia mais forte”.

Ao concluir a transação, os gestores da 3G Capital imediatamente cortaram 1.400 funcionários da Anheuser-Busch e levaram executivos brasileiros da InBev para tocar a operação. Carlos Brito foi o responsável pela implementação do “orçamento base zero” na companhia. Este orçamento é baseado na premissa de que todo gasto deve ser justificado todos os anos, incluindo as despesas que são recorrentes (ROBERTS, 2015).

Poucos anos após a criação da AB InBev, a empresa realizou mais um grande movimento inorgânico, no ano de 2016, realizando a aquisição do seu principal concorrente, a europeia SABMiller por USD 107 bilhões, o que representou um valor de USD 67,00 por ação (ROBERTS, 2015).

Com esta aquisição, a AB InBev passou a controlar grandes marcas de cervejas do mundo, conforme demonstrado na Figura a seguir.

Figura 8 - Marcas pertencentes a ABInBev e SabMiller



Fonte: Site da AB InBev, 2017.

Ao longo de sua trajetória, a AB InBev apresentou sólido crescimento dos principais indicadores fundamentalistas e valorização de suas ações. Isso ocorreu, entre outros fatores, devido a política de gestão conhecida como “o jeito 3G”, implementada pelo CEO da companhia Carlos Brito, sócio que está na liderança da empresa desde a aquisição da Brahma, em 1989. Além de Carlos Brito, outros executivos que acompanharam o desenvolvimento da AmBev estão no time de gestão como: David Almeida, atual chefe de integração, Felipe Dutra - CFO, Claudio Ferro - diretor de fornecimento, Claudio Garcia - diretor de pessoas, entre diversos outros. Além disso, os sócios fundadores da 3G Capital estão no conselho da AB InBev, sendo eles Jorge Paulo Lemann, Carlos Sicupira e Marcel Telles e o diretor executivo da firma, Alex Behring.

Atualmente a AB InBev está presente em mais de 150 países, com aproximadamente 200.000 funcionários e um número superior a 500 marcas de cerveja. Em 2016, a empresa teve uma receita de USD 45.517 milhões com as três marcas globais: Budweiser, Corona e Stella Artois crescendo a uma média de 6,5%. Sendo a Budweiser a marca de cerveja mais valiosa do mundo (AB InBev, 2017).

Em relação ao volume total vendido, o Brasil é o responsável pela maior parte das vendas da empresa, com 23,6%, seguido por América do Norte, Ásia-Pacífico e EMEA, que engloba Europa, Oriente Médio e África, regiões que representaram 23,4%, 18,4% e 15,1%, respectivamente (AB InBev, 2017).

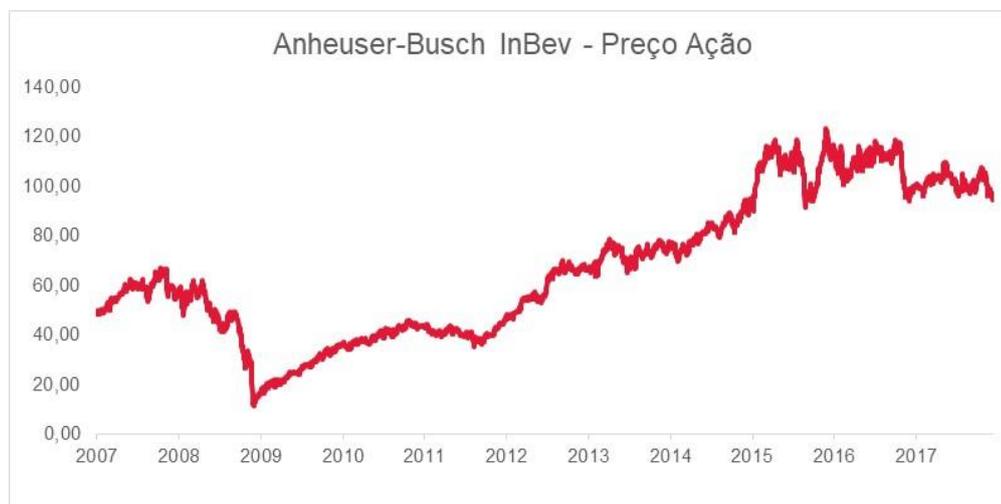
As ações da empresa negociadas na bolsa de valores de Bruxelas/Noruega e na de Nova Iorque/Estados Unidos apresentaram uma constante valorização ao longo dos anos. Partindo de um valor próximo a EUR 49,50 em 2007 e superando EUR 120,00 em 2016. (AB InBev, 2017).

O American Depositary Receipt (ADR) negociado na New York Stock Exchange (NYSE) apresentou uma valorização de aproximadamente 200%, tendo sua cotação próxima aos USD 40,00 em 2008 e superando USD 120,00 em 2017. O valor de fechamento de 08 de dezembro de 2017 foi de USD 113,00, o que representa uma alta de 194% desde seu IPO em 03 de julho de 2009 (AB InBev, 2017).

Um dos motivos da valorização no preço das ações são derivados do modelo de gestão herdadas do Garantia, onde sempre vigorou controle de custos e expansão de forma inorgânica, buscando aquisições e movimentos tanto nacionais quanto internacionais. O orçamento base-zero, orçamento baseado na premissa de que todo gasto deve ser justificado todos os anos, criado pelo trio, foi implementado nas operações da cervejeira com sucesso, tornando a AB InBev na empresa com a melhor margem operacional e líquida em seu setor de atuação.

O gráfico a seguir apresenta a evolução dos preços das ações da companhia negociada na bolsa de valores de Bruxelas, principal bolsa em que as ações da companhia belga-brasileira são negociadas.

Gráfico 6 - Evolução preço ação AB InBev



Fonte: Relação com os Investidores AB InBev, 2017.

De acordo com a S&P Global, em relação aos indicadores operacionais, a AB InBev apresentou crescimento ao longo dos anos, com melhorias em suas margens. Nos últimos anos, a companhia teve uma taxa de crescimento ponderado médio de 13,65% ao ano, com um incremento superior a dez pontos percentuais na margem bruta, que variou de 51,1% para 61,4% e seis pontos percentuais na margem Ebitda, partindo de 20,9% em 2002 para 35,9% em 2017. Além disso, houve melhorias nas margens EBIT e líquida e crescimento no valor de mercado da empresa, que aumentou aproximadamente 20 vezes ao longo do período apresentado na tabela a seguir:

Tabela 5 - Evolução dos indicadores financeiros e operacionais AB InBev

Anheuser-Busch InBev SA/INV	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	02-17
Receita	25.977	25.774	30.874	32.189	35.679	35.138	54.430	64.091	60.268	72.762	81.444	102.018	125.093	172.729	148.126	176.960	+14% a.a.
EBITDA	5.432	5.415	7.513	9.152	11.282	12.006	17.690	22.294	22.972	28.288	31.399	40.141	49.269	67.077	53.318	63.555	+18% a.a.
EBIT	3.050	2.997	4.414	6.700	8.567	9.447	13.455	17.368	18.341	23.169	25.772	33.101	40.346	55.042	42.856	52.984	+21% a.a.
Lucro Líquido	1.735	1.848	2.591	2.496	3.783	5.350	4.462	8.043	6.685	10.769	14.667	33.996	24.496	32.772	4.039	16.930	+17% a.a.
Market Cap	36.029	33.416	59.247	61.636	85.640	89.788	84.857	144.010	151.698	182.681	284.161	403.127	485.232	790.083	667.946	708.829	+22% a.a.
Crescimento Receita Líquida	n/a	-0,8%	19,8%	4,3%	10,8%	-1,5%	54,9%	17,7%	-6,0%	20,7%	11,9%	25,3%	22,6%	38,1%	-14,2%	19,5%	
Margem Bruta	51,1%	51,9%	53,4%	56,4%	58,8%	58,9%	56,0%	53,2%	55,5%	57,5%	58,7%	59,3%	60,1%	60,7%	60,9%	61,4%	+10 p.p.
Margem EBITDA	20,9%	21,0%	24,3%	28,4%	31,6%	34,2%	32,5%	34,8%	38,1%	38,9%	38,6%	39,3%	39,4%	38,8%	36,0%	35,9%	+15 p.p.
Margem EBIT	11,7%	11,6%	14,3%	20,8%	24,0%	26,9%	24,7%	27,1%	30,4%	31,8%	31,6%	32,4%	32,3%	31,9%	28,9%	29,9%	+18 p.p.
Margem Líquida	6,7%	7,2%	8,4%	7,8%	10,6%	15,2%	8,2%	12,5%	11,1%	14,8%	18,0%	33,3%	19,6%	19,0%	2,7%	9,6%	+3p.p.
Crescimento Market Cap	n/a	-7,3%	77,3%	4,0%	38,9%	4,8%	-5,5%	69,7%	5,3%	20,4%	55,5%	41,9%	20,4%	62,8%	-15,5%	6,1%	

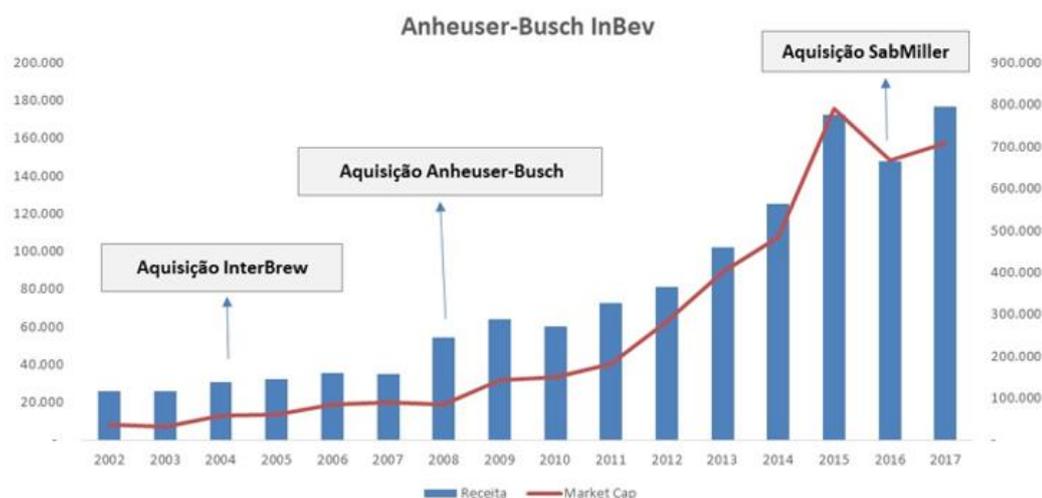
Fonte: CAPITAL IQ, 2017.

O gráfico a seguir apresenta a evolução das receitas da companhia e do seu valor de mercado, apresentando os principais movimentos de fusões e aquisições realizados ao longo da trajetória da AB InBev. Com destaque para as transações de M&A com a InterBrew, Anheuser Busch e SABMiller.

Por meio do gráfico abaixo, é possível perceber que a transação com a Anheuser-Busch foi crucial para o crescimento da empresa, que se tornou a indústria líder mundial em cervejas.

Os efeitos da aquisição da SABMiller ainda não foram inteiramente incorporados, visto que a operação ocorreu em outubro de 2016, sendo previsto crescimento nas receitas, ganhos de sinergia que gerará redução de custos e despesas e aumento no valor de mercado e consequentemente nos preços das ações.

Gráfico 7 - Evolução das receitas e valor de mercado AB InBev



Fonte: CAPITAL IQ, 2017

Por meio dos indicadores apresentados e das principais características de gestão da AB InBev pode se afirmar que a “Cultura Garantia” que foi implementada pelo e seus sócios na aquisição da Brahma em 1989 ainda estão presentes em seus negócios.

O crescimento tanto via expansão orgânica⁵ quanto inorgânica⁶, o controle de custos e de orçamentos, a cultura de partnership e meritocracia, a governança corporativa e o foco em resultados são as principais características do modelo de gestão que norteia as operações da AB InBev e que tem sua origem no Garantia.

O crescimento futuro da AB InBev ainda é uma incógnita, visto que existe uma grande possibilidade que novas tentativas de fusões e/ou aquisições dentro do setor de cervejas sejam barradas por órgãos antitruste. Com isso, a empresa tem a opção de seguir sua trajetória via crescimento orgânico ou buscar novas aquisições em outros setores dentro do segmento de bebidas, diversificando seu portfólio.

⁵ O crescimento orgânico se dá pela expansão via aumento na produção e vendas.

⁶ O crescimento inorgânico é caracterizado pela expansão de um negócio obtido através de operações de concentração, sendo estes normalmente movimentos de fusões e aquisições.

5.2.2 Restaurant Brands International

A trajetória da Restaurant Brands International (RBI) iniciou no ano de 2010, quando a 3G Capital, no dia 02 de setembro, anunciou a aquisição no modelo leveraged buyout (LBO⁷) da rede de fast-food norte-americana Burger King, que até o momento era controlada pelas firmas de investimentos Private equity Goldman Sachs, Bain Capital e TPG Capital.

A aquisição ocorreu pelo valor de USD 4 Bilhões, incluindo dívida, o que representou um total de USD 24,00 por ação, um prêmio de 46% sobre o preço negociado nas ações da empresa antes da transação ser anunciada (BAERTLEIN, 2010).

O Burger King é a segunda maior rede de restaurantes especializadas em fast-food do mundo, tendo sido fundada em 1953 na cidade de Miami, Flórida/Estados Unidos. Atualmente a companhia conta com mais de 15 mil lojas em aproximadamente 100 países ao redor do mundo, servindo um total de 11 milhões de consumidores por dia (BURGER KING).

A empresa apresentou uma trajetória de fraco resultado financeiro no passado, com receitas e margens reduzindo desde a aquisição feita pelo consórcio entre três firmas de Private equity no ano de 2002, o que gerou desvalorização de suas ações, que decresceram aproximadamente 31% entre 2008 e 2010. Enquanto as ações de sua principal corrente, McDonald's, valorizaram 18%, no mesmo período (RITCHIE, 2010).

Com a aquisição do Burger King, os sócios da 3G Bernardo Hess e Daniel Schwartz assumiram a diretoria da companhia, o primeiro como diretor executivo e o segundo se tornando o diretor financeiro. Em 2013, Daniel Schwartz assumiu a diretoria executiva, uma vez que Bernardo Hess passou a liderar a Kraft-Heinz. Com a entrada dos sócios da 3G na direção do Burger King, os princípios da “Cultura Garantia” passaram a ser implementados na empresa e, dessa forma, a meritocracia, os cortes de custos, as metas elevadas, a governança corporativa e as agressivas remunerações variáveis passaram a se tornar rotina nas operações da rede de fast-food.

Nos anos que se sucederam à aquisição do Burger King, a empresa passou por uma reestruturação de suas operações, onde sete dos dez principais executivos e 261 funcionários da sede da companhia foram demitidos. Além disso, a firma de Private equity encerrou o contrato com diversos fornecedores e prestadores de serviços, alterou o cardápio e reformulou seus principais produtos.

⁷Conforme descrito nos capítulos anteriores, o LBO refere-se a uma transação onde um se adquire o controle acionário de empresa e uma parcela significativa do pagamento é financiado através de dívida.

A 3G Capital também foi responsável por implementar um agressivo plano de expansão da companhia nos países emergentes e África e por tornar a empresa pública em 2012, sendo negociada na bolsa de valores de Nova Iorque.

Devido a essas medidas, a companhia apresentou melhora em seus resultados e passou a apresentar crescimento nas receitas e, principalmente, melhorias operacionais nas margens, como consequência da política de redução de custos e controle do orçamento. O Burger King experimentou uma variação no lucro líquido de USD 59,6 milhões em 2010 para USD 88,1 milhões em 2011, USD 117,7 milhões em 2012 e USD 233,7 em 2013. Além disso, a empresa apresentou incremento de mais de 25 pontos percentuais em sua margem operacional e redução no seu nível de endividamento. Esses fatores geraram crescimento nas operações do Burger King e valorização de suas ações (BURGER KING, 2014).

Quatro anos após a entrada da 3G Capital na gestão do Burger King, a empresa adquiriu a rede de cafés canadense Tim Hortons por um valor de USD 11,4 bilhões, o que representou um valor aproximado de USD 94,00 por ação, um prêmio de 39% sobre o preço de fechamento das ações antes da transação. Com a aquisição o valor de mercado da empresa passou a ser de aproximadamente USD 22,7 bilhões. Com a transação concluída e a implementação da cultura de gestão criada pelo trio, a Tim Hortons apresentou uma melhoria de margem significativa, partindo de 19,4% antes da aquisição, para 33,3% dois anos depois (PATTON & GIAMMONA, 2014).

A Tim Hortons é uma das maiores redes de restaurantes rápidos da América do Norte e a maior do Canadá. A rede tem foco em alimentos para o café da manhã e tem como principal concorrente a Starbucks. A Tim Hortons oferece produtos que incluem café, chás, sanduíches, sobremesas, entre outros. Na data da transação, a empresa contava com 2,3 mil funcionários e 4.590 restaurantes, sendo 3.665 no Canadá, 869 nos Estados Unidos e 56 em outros países (TIM HORTONS, 2017).

Com essa operação, criou-se a rede de fast food Restaurant Brands International (RBI), com sede no Canadá, e tendo como principal acionista a 3G Capital. O sócio da 3G, Daniel Schwartz assumiu o cargo de CEO da companhia, Alex Behring, Sócio fundador, se tornou presidente do conselho e Roberto Thompson Motta e Carlos Alberto Sicupira foram nomeados membros do conselho da empresa.

Além da criação da RBI, a operação entre Burger King e Tim Hortons foi um dos marcos iniciais da parceria entre 3G Capital e Berkshire Hathaway, companhia de investimentos presidida pelo bilionário Warren Buffett.

Em 2017, a Restaurant Brands International, donas das marcas Burger King e Tim Hortons, tendo como seus principais acionistas a 3G Capital e a Berkshire Hathaway seguiu seu movimento de crescimento inorgânico e adquiriu a Popeyes Louisiana Kitchen pelo valor de USD 1,8 bilhões, o que representou um valor de USD 79,00 por ação, prêmio de 19,5% sobre o valor de fechamento das ações antes da transação (RESTAURANT, 2017).

A Popeyes Louisiana Kitchen, dona da marca Popeyes, é uma empresa com mais de 45 anos de história, com mais de 2.600 restaurantes nos Estados Unidos e 25 em outros países. A empresa é especializada em frango e se junta ao portfólio da Restaurant Brands International, que já contava com rede de fast-food especializada em hambúrgueres e rede de comidas rápidas com foco em café da manhã.

Com essa recente aquisição, a RBI pretende incorporar o modelo de gestão da firma de Private equity 3G Capital e, com isso, gerar melhorias operacionais e financeiras na empresa, conforme já realizado no caso do Burger King e da Tim Hortons (POPEYES, 2017).

Após a transação, a Restaurant Brands Internacional se tornou numa das maiores redes de restaurantes do mundo, com valor de mercado superior a USD 27 bilhões e 23.000 restaurantes em mais de 100 países, tendo atuação em diferentes subsetores dentro do segmento de alimentação rápida.

Figura 9 - Empresas Restaurant Brands International



Fonte: Site Restaurant Brands International, 2017.

Com as reestruturações operacionais e financeiras realizadas após os movimentos de Fusões e aquisições no setor de QSR (serviços rápidos de restaurantes), a Restaurant Brands Internacional se tornou uma das empresas de referência em seu setor de atuação, com margem bruta superior a 60% e margem Ebitda acima dos 30% (RESTAURANT, 2017).

Além disso, desde o IPO da companhia em 2014, seu valor de mercado teve uma alta de aproximadamente 150%, variando de USD 20.962 milhões em 2014 para USD 48.474 milhões em 2017 (RESTAURANT, 2017).

A tabela a seguir apresenta a evolução dos principais indicadores da companhia que se tornou pública em 2014 após a aquisição da Tim Hortons, realizada pela 3G Capital, controladores do Burger King.

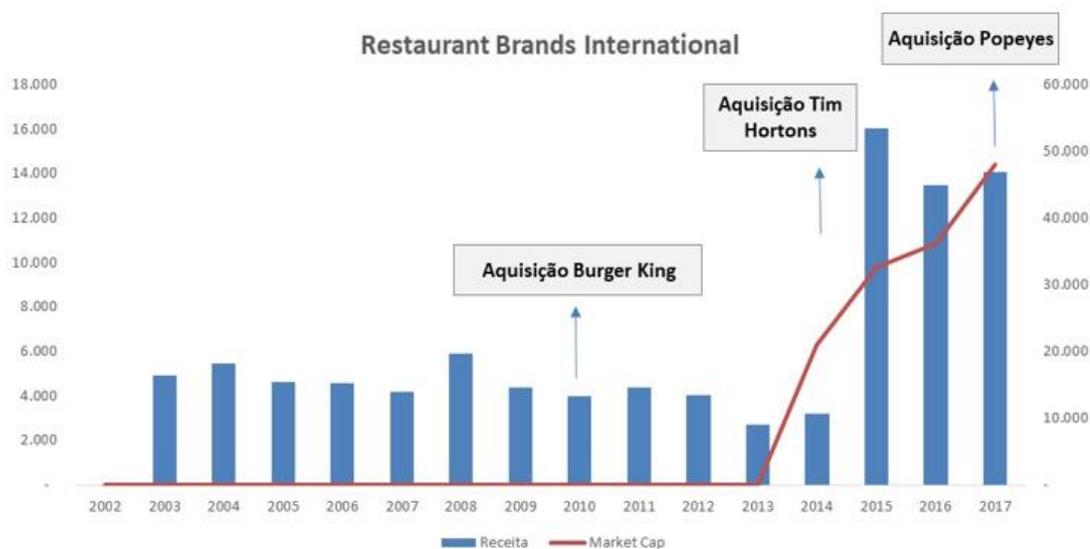
Tabela 6 - Evolução dos indicadores financeiros e operacionais RBI

Restaurant Brands International Inc.	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	10-17
Receita	-	4.919	5.453	4.642	4.559	4.173	5.898	4.380	3.992	4.360	4.037	2.707	3.186	16.052	13.492	14.061	+20% a.a.
EBITDA	-	543	656	713	656	742	1.026	751	722	1.065	1.280	1.530	1.927	6.240	5.969	6.270	+36% a.a.
EBIT	-	288	460	522	406	582	794	574	526	811	1.046	1.375	1.744	5.519	5.409	5.708	+41% a.a.
Lucro Líquido	-	(2.577)	16	119	120	299	430	354	75	164	241	552	429	1.486	2.003	1.956	+59% a.a.
Market Cap	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	20.962	32.570	36.311	48.094	
Crescimento Receita Líquida	n/a	n/a	10,9%	-14,9%	-1,8%	-8,5%	41,3%	-25,7%	-8,9%	9,2%	-7,4%	-32,9%	17,7%	403,8%	-16,0%	4,2%	
Margem Bruta	0,0%	35,0%	34,7%	34,4%	33,9%	34,9%	33,8%	33,2%	33,2%	33,9%	41,5%	69,7%	73,0%	42,9%	47,4%	48,5%	+15 p.p.
Margem EBITDA	0,0%	11,0%	12,0%	15,4%	14,4%	17,8%	17,4%	17,1%	18,1%	24,4%	31,7%	56,5%	60,5%	38,9%	44,2%	44,6%	+20 p.p.
Margem EBIT	n/a	5,9%	8,4%	11,3%	8,9%	14,0%	13,5%	13,1%	13,2%	18,6%	25,9%	50,8%	54,7%	34,4%	40,1%	40,8%	+22 p.p.
Margem Líquida	n/a	-52,4%	0,3%	2,6%	2,6%	7,2%	7,3%	8,1%	1,9%	3,8%	6,0%	20,4%	13,5%	9,3%	14,8%	13,9%	+12 p.p.
Crescimento Market Cap	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	55,4%	11,5%	32,5%	

Fonte: CAPITAL IQ, 2017.

O gráfico abaixo apresenta a evolução das receitas e do valor de mercado da Restaurant Brands International ao longo de sua história. A partir dele é possível perceber que a aquisição da Tim Hortons foi determinante para o crescimento da empresa e para a sua consolidação em seu setor de atuação. Vale ressaltar que os ganhos de receitas, as sinergias e o valor de mercado decorrentes da aquisição da Popeyes ainda não foram incorporados em sua totalidade nos resultados, visto que a aquisição foi concluída em meados de 2017.

Gráfico 8 - Evolução das receitas e valor de mercado RBI

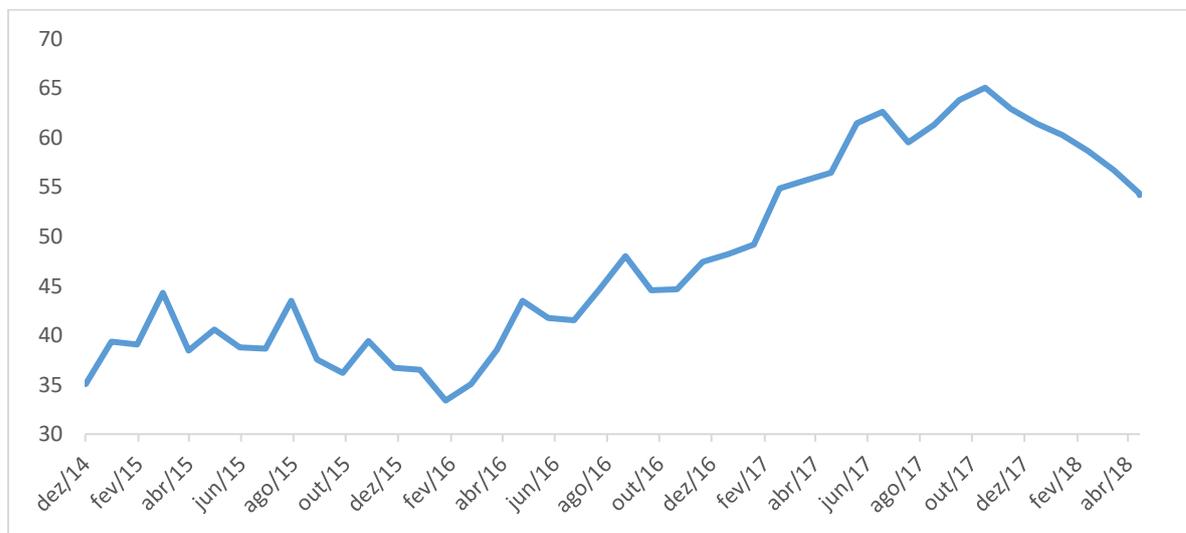


Fonte: CAPITAL IQ, 2017.

Devido a implementação da “Cultura Garantia” nas operações da RBI. As ações negociadas da companhia apresentaram uma constante tendência de alta, variando de um valor aproximado de USD 35,00 em dezembro de 2014 para mais de USD 60,00 em dezembro de 2017, uma alta de mais de 75% em três anos.

O gráfico a seguir apresenta o histórico de cotação e de volume transacionado das ações da RBI, que são negociadas na NYSE. Além disso, as ações também são negociadas na TSX, que é a bolsa de valores de Toronto.

Gráfico 9 - Evolução preço ações RBI



Fonte: Yahoo Finance, 2018.

Por meio das informações apresentadas, pode-se concluir que o modelo de gestão da 3G Capital, conhecido como “jeito 3G” desenvolvido pelo trio no Garantia, foi implementado nas operações da Restaurant Brands International.

A Restaurant Brands International ainda tem grande potencial para crescimento, uma vez que a 3G Capital sinalizou um movimento de complementaridade, realizando a aquisição de uma empresa especializada em hambúrguer, depois uma rede de cafés e por fim um restaurante de frango, tendo as três a característica comum de serem restaurantes de comidas rápidas.

Seguindo este movimento, existem diversas empresas que podem ser adquiridas para fortalecer a operação da Restaurant Brands International e torna-la líder global em seu setor de atuação.

5.2.3 The Kraft Heinz Company

A criação do que viria a se tornar uma das maiores empresas de alimentos e bebidas do mundo iniciou no ano de 2013 por um consórcio entre 3G Capital e Berkshire Hathaway para a aquisição da H.J. Heinz Company por um valor total de USD 28 bilhões, o que representou USD 72,50 por ação, prêmio de 20% em relação ao preço da ação no dia anterior ao fechamento da transação (3G Capital).

Fundada em 1869 nos Estados Unidos, a H.J. Heinz é uma das empresas de alimentos líderes globais, com presença em mais de 200 países, a companhia é especializada em ketchup, molhos, refeições rápidas, sobremesas, e alimentos de nutrição infantil (KRAFTHEINZ, 2017).

A aquisição da Heinz H.J foi, também, um importante marco da parceria entre 3G Capital e a Berkshire Hathaway e, mais notavelmente, entre seus fundadores, Jorge Paulo Lemann e Warren Buffet, duas das pessoas mais ricas do mundo e com maior influência no mercado financeiro mundial.

Além disso, essa transação significou uma diversificação da firma de Private equity 3G Capital, que até o momento possuía negócios no setor de cervejas, por meio da AB InBev, e em fast food, com o Burger King, que alguns anos depois se tornaria na Restaurant Brands International. Com a aquisição da H.J Heinz, a 3G Capital passou a atuar no setor de alimentos prontos, com presença global, contando com importantes marcas nacionais e internacionais em seu portfólio de produtos.

Com o objetivo de consolidação no setor e aumento de participação de mercado, a 3G Capital, em parceria com Warren Buffet da Berkshire Hathaway, passou a estudar o crescimento de forma inorgânica, ou seja, buscar expansão por meio de movimentos de fusões e aquisições de empresas concorrentes e complementares, sendo esta uma das principais características do modelo de operação da firma de Private equity brasileira-estadunidense.

Com isso, em 2015, no dia 02 de junho, a H.Z. Heinz Holding Corporation anunciou a realização da fusão de suas operações com a Kraft Foods Group formando a The Kraft Heinz Company, terceira maior empresa de comidas e bebidas da América do Norte e a quinta maior do mundo. Criando uma companhia com valor de mercado de aproximadamente USD 45 bilhões e com receitas anuais de USD 28 bilhões (GELLES, 2015).

Com a conclusão do processo de fusão, a Kraft Heinz formou um portfólio de produtos que inclui grandes marcas nacionais e internacionais com forte presença no segmento de alimentos. As principais marcas que passaram a fazer parte da empresa são ilustradas na Figura a seguir.

Figura 10- Empresas Kraft Heinz



Fonte: Site da Kraft Heinz, 2017.

A operação foi financiada pela Berkshire Hathaway Inc. e a firma de investimento 3G Capital que juntas investiram USD 10 bilhões no negócio e ficaram responsáveis pelo controle de 51% da Kraft Heinz, contando com seis dos onze assentos no conselho, que inclui nomes como Warren Buffet, Jorge Paulo Lemann, Marcel Hermann Telles e Alex Behring. Além disso, Bernardo Hees, Sócio da 3G, foi nomeado como o Diretor Executivo da Kraft Heinz e David Knopf como CFO (DICHROSTOPHER, 2016).

No momento da transação, Alex Behring, Sócio Diretor da 3G Capital, afirmou que seria implementada uma estratégia de orçamento base zero diferente do modelo padrão onde os gestores olham o resultado do ano anterior e apenas justificam as variações entre o estimado e o realizado, sendo esta uma característica do “jeito 3G” de operar.

Na aquisição da H.J Heinz, em 2013, a nova gestão realizou um corte de 7.000 funcionários em um período de 18 meses; além disso, fecharam-se seis fábricas e diversos centros de produção. Por fim, a nova gestão fez pequenas mudanças que a 3G Capital considerava como cruciais para a reestruturação do negócio como, por exemplo, implementar o limite de 200 páginas impressas por mês para cada funcionário. Essas alterações foram apreciadas pelos investidores, que observaram suas ações valorizarem (MCDERMID, 2015).

A mesma política de gestão foi implementada na fusão com a Kraft, aproximadamente 2.600 trabalhos foram extintos com o fechamento de sete plantas na América do Norte e abertura em outras regiões mais econômicas e com benefícios dos governos estaduais e federais.

Além disso, a 3G Capital realizou a mudança da sede da empresa de um luxuoso terreno em Chicago nos Estados Unidos para ocupar alguns andares de um prédio na região central da mesma cidade, com poucas salas e muitas mesas comunitárias. Esses cortes fizeram parte do plano de aquisição da 3G que previa reduzir USD 1,5 bilhões em custos até o final do ano de 2017.

Com a gestão 3G oriunda da “Cultura Garantia”, a Kraft Heinz apresentou baixo crescimento nas receitas, porém um incremento de aproximadamente cinco pontos percentuais na sua margem Bruta, dobrou a margem EBITDA e aumentou a margem líquida para dois dígitos, o que mostra os efeitos da política de gestão criada pelo trio. A Figura a seguir apresenta a evolução dos principais indicadores da companhia ao longo dos anos, sendo 2016 o primeiro ano completo com os resultados pós-fusão.

Tabela 7 - Evolução dos indicadores financeiros e operacionais Kraft Heinz

The Kraft Heinz Company	2012	2013	2014	2015	2016	2017	12-17
Receita	21.695	25.974	29.342	55.682	86.197	82.762	+31% a.a.
EBITDA	3.763	3.988	8.124	13.490	27.902	26.446	+48% a.a.
EBIT	3.220	2.858	6.700	11.492	23.551	22.920	+48% a.a.
Lucro Líquido	1.742	(961)	1.765	604	11.820	12.440	+48% a.a.
Market Cap	-	-	-	349.747	345.906	314.482	
Crescimento Receita Líquida	n/a	19,7%	13,0%	89,8%	54,8%	-4,0%	
Margem Bruta	35,8%	30,1%	34,7%	33,4%	39,1%	38,4%	+3 p.p.
Margem EBITDA	17,3%	15,4%	27,7%	24,2%	32,4%	32,0%	+15 p.p.
Margem EBIT	14,8%	11,0%	22,8%	20,6%	27,3%	27,7%	+13 p.p.
Margem Líquida	8,0%	-3,7%	6,0%	1,1%	13,7%	15,0%	+7 p.p.
Crescimento Market Cap	n/a	n/a	n/a	n/a	-1,1%	-9,1%	

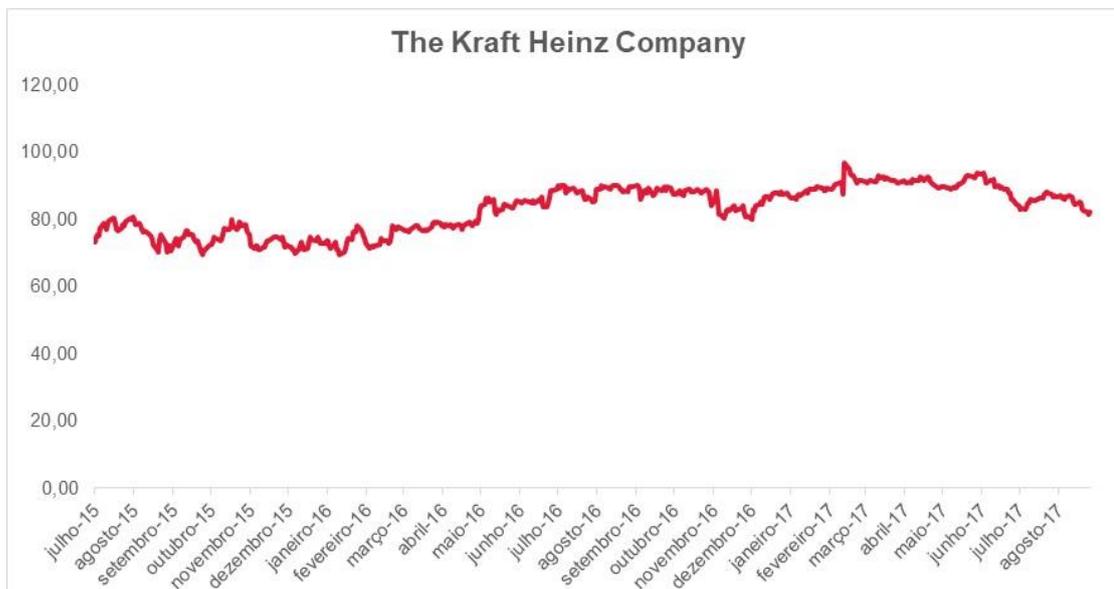
Fonte: CAPITAL IQ, 2017.

As ações da companhia apresentaram pouca variação desde seu IPO, porém seguem uma tendência em linha com seus principais concorrentes. No período de janeiro a outubro de 2017, as ações da companhia apresentaram uma desvalorização de 11,4%, enquanto o S&P 500 subiu 14,2%.

Porém, quando comparado o resultado da companhia com outras empresas que atuam no setor de comidas prontas, se observa que a Kraft Heinz ainda possui os resultados mais consistentes, com a Kellogg, ConAgra Brands, General Mills, Campbell Soup e J.M Smucker, apresentando uma desvalorização de suas ações no mesmo período de -17,9%, -14,2%, -16,6%, -23,6% e -18,8%, respectivamente.

A queda no valor das ações das empresas do setor se deu devido ao aumento nos preços das commodities, a mudança no perfil do consumidor do varejo e a maior competitividade no segmento. O desempenho das ações da Kraft Heinz desde julho de 2015 pode ser visualizado no gráfico 11.

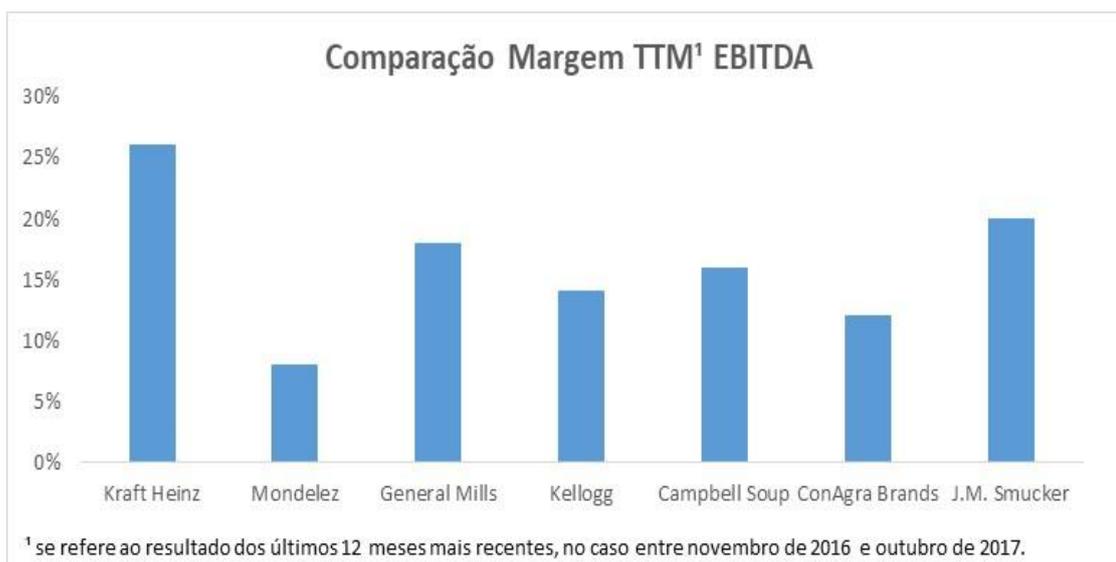
Gráfico 10 - Evolução preço ações Kraft Heinz



Fonte: Kraft Heinz, 2017.

Em comparação com seus principais concorrentes, a Kraft Heinz se mostra como a empresa mais sólida do seu setor, com os melhores índices de crescimento e de margens. O gráfico a seguir apresenta um comparativo da margem EBITDA das principais empresas atuantes do segmento.

Gráfico 11 - Comparação margem EBITDA Kraft Heinz e Concorrentes



Fonte: GURU FOCUS, 2017.

O fato de a Kraft Heinz possuir as melhores margens operacionais entre seus concorrentes se dá pelo modelo de gestão da 3G Capital, que foi capaz de implementar uma política de controle e corte de custos e despesas e, assim, melhorar os resultados da companhia. Dessa forma, apesar da baixa valorização das ações da empresa entre os anos de 2015 e 2017, existem boas perspectivas de retornos futuros para o ativo, que representa aproximadamente 20% do portfólio de investimento da Berkshire Hathaway, empresa de Warren Buffet (MCCULLUM, 2017).

A maior dificuldade que a 3G Capital pode encontrar nesse setor de fabricação de alimentos prontos está em sua capacidade de evoluir de forma a se adaptar com as mudanças de preferência dos consumidores. A tendência de aumento no consumo de produtos saudáveis e naturais tem grande impacto sobre as operações do setor e da Kraft Heinz, que foca em produtos industrializados.

É possível verificar o interesse dos executivos da Kraft Heinz em realizar novos movimentos de M&A no setor de alimentação de forma a se adaptar os negócios da empresa com as mudanças de preferência dos consumidores. Com isso, em agosto de 2017 a Kraft Heinz lançou uma campanha em parceria com a apresentadora de televisão Oprah Winfrey, visando criar uma linha de produtos saudáveis e de baixo valor, buscando alcançar este público que apresenta tendência de crescimento. Inicialmente a comercialização desta linha de produto será restrita aos Estados Unidos (GALIA, 2017).

Buscando crescimento e consolidação de suas operações como líder global do segmento de alimentos, em fevereiro de 2017, a Kraft Heinz fez uma oferta de USD 143 milhões para a aquisição da multinacional Unilever, uma empresa significativamente maior que as suas operações, com 126.000 funcionários e aproximadamente USD 50 milhões de receita a mais que a Kraft Heinz. Além disso, a empresa possui 57% das suas vendas em países emergentes, enquanto a Kraft Heinz possui apenas 10%. Com isso, o movimento de M&A seria uma grande oportunidade de consolidação da empresa nestas economias (MERCED & CHAD, 2017).

A Unilever imediatamente declinou a proposta e a possibilidade de aquisição forçada foi abandonada após, em 19 de fevereiro 2017, a primeira ministra da Inglaterra Theresa May ordenar que a possível transação fosse investigada detalhadamente (ARMSTRONG, 2017).

5.3 UMA ANÁLISE DOS PRÓXIMOS PASSOS POSSÍVEIS

Este capítulo tem como objetivo apresentar possíveis movimentos de M&A que poderão ser realizados pela 3G Capital e suas empresas investidas nos próximos anos. As análises têm como base informações de domínio público sobre eventuais transações do grupo econômico ora analisado. Tais informações, por sua vez, não têm respaldo da instituição apresentada, de modo que podem ser compreendidas apenas enquanto conjecturas sobre o possível comportamento da 3G Capital em relação aos investimentos apresentados anteriormente: AB InBev, Restaurant Brands International e Kraft Heinz.

Diversos investidores e empresários buscam antecipar os movimentos da 3G Capital. No entanto, as estratégias e a agressividade da firma de Private equity brasileira-estadunidense continuam a surpreender até mesmo os especialistas do assunto.

No caso da AB InBev, a aquisição da Anheuser-Busch era considerada como improvável de ser realizada. Isso porque, primeiro, as questões financeiras pareciam se constituir numa grande barreira a ser ultrapassada e, segundo, pelo fato de a companhia ser um ícone da economia norte-americana. O livro *Sonho Grande* (2013), que conta a trajetória de Jorge Paulo Lemann, Marcel Telles e Beto Sicupira, fala sobre a busca do trio em se tornar os principais acionistas da maior empresa de cervejas do mundo. Desde a aquisição da Brahma, Jorge Paulo comentava que seu sonho era adquirir a Budweiser e justificava esse objetivo com a frase: “Sonhar grande e sonhar pequeno dá o mesmo trabalho” (CORREA, 2013).

Com isso, no ano de 2008, o trio realizou esse sonho ao adquirir a principal marca de cervejas do mundo, que transformou a AB InBev na maior indústria cervejeira do planeta. Muitos especialistas consideraram essa transação como o último grande movimento de M&A da AB InBev, que a partir daquele momento precisaria crescer de forma orgânica e não mais via fusões e aquisições. Porém, em 2016, a empresa surpreendeu o mercado ao anunciar a aquisição da segunda maior indústria de cervejas do mundo, a SABMiller, pelo valor de USD 107 bilhões, sendo a quarta maior transação de M&A da história e a maior do setor. Com a aquisição, a AB InBev formou uma companhia com valor aproximado de USD 117 bilhões, sendo responsável por aproximadamente 30% da produção de todas as cervejas vendidas no mundo (NURIN, 2016).

Um próximo movimento dentro do setor parece improvável, uma vez que existem grandes chances de serem proibidas por agentes reguladores antitruste. No momento, os principais concorrentes da AB InBev são a holandesa Heineken, a dinamarquesa Carlsberg e as chinesas China Resources Enterprises e Tsingtao.

De fato, realizar uma fusão ou aquisição com essas companhias é improvável, porém, existe a possibilidade de a AB InBev realizar aquisições de empresas menores fazendo, assim, transações que não seriam proibidas por agentes antitruste.

Apesar de o foco da 3G Capital estar em grandes transações, a política de gestão e a cultura garantia pode ser implementada em empresas menores de forma que sejam realizadas reduções de custos e crescimento inorgânico.

Existem alguns possíveis movimentos que ainda podem ser realizados pela AB InBev nos segmentos de cervejas. O primeiro seria o aumento da participação de mercado no setor de cerveja artesanal. Esse segmento vem apresentando grande crescimento o que demonstra uma mudança no perfil do consumidor, que passa a buscar produtos de maior valor agregado. A AB InBev já realizou alguns pequenos movimentos recentes no setor, como a aquisição da Colorado e da Wäls Brewery, o que pode indicar uma mudança no perfil estratégico da empresa. Uma vez que não é permitido realizar grandes transações no setor.

O segundo possível movimento da companhia está em transações na Ásia. A AB InBev é a marca líder em vendas em diversos países do mundo com forte presença, principalmente, no Brasil, na América do Norte e na Europa. Porém, a empresa ainda possui uma significativa parcela de mercado que pode ser conquistada no continente asiático. A empresa já realizou transações no continente, como a aquisição da Herbin Brewery em 2004, Fujian Sedrin Brewery em 2006, Daxue Brewery em 2011, Korea's Oriental Brewery em 2014, e Siping Ginsber Brewery, em 2017.

Por fim, com a aquisição da SABMiller em 2016, a AB InBev passou a controlar 49% da China Resources Brewery, principal marca de cerveja da China. Estes movimentos devem indicar a busca da empresa em crescer na China, maior mercado de cerveja do mundo em termos de volume vendido. No entanto, ainda existem muitas oportunidades para expansão tanto na China, quanto em outros países asiáticos, como Japão e Coreia do sul. Novas aquisições nestes mercados a serem explorados podem fazer parte da estratégia de crescimento futuro da AB InBev.

Além dos possíveis movimentos estratégicos apresentados, existem outras transações que podem ser consideradas, como a fortificação da participação da empresa no EMEA (Europa, Oriente Médio e África). Além disso também é possível que a companhia passe a focar no crescimento de forma orgânica.

Por fim, é possível considerar um movimento visando diversificação dentro do setor de bebidas, saindo do foco em cervejas. O mais provável seria uma transação de M&A com a

Coca-Cola, uma vez que o parceiro da 3G Capital em diversos negócios, Warren Buffet, da Berkshire Hathaway, é o maior acionista da companhia. A principal empresa de refrigerantes do mundo, com um valor de mercado de aproximadamente USD 180 bilhões, apresenta atratividade para a AB InBev, uma vez que existe possibilidade de redução de custos e melhoria nas margens e ganhos de sinergias com a cervejeira.

Também no segmento de bebidas, outra possível aquisição seria da PepsiCo, empresa avaliada em USD 162 bilhões e donas de marcas como: Lipton, Gatorade, Mountain Dew, H2OH, Doritos, Lays, Toddy, Elma Chips e Quaker. A marca que é uma das líderes mundiais no segmento de alimentos e bebidas e poderia trazer sinergias para duas operações da 3G Capital, a AB InBev e a Kraft Heinz.

No atual momento, se considera pouco provável um movimento deste porte por parte da AB InBev, visto que a empresa após adquirir a SABMiller contraiu uma dívida de USD 123 bilhões, valor cinco vezes maior do que seu EBITDA, ou seja, seriam necessários aproximadamente cinco anos de geração de caixa para pagar toda a dívida. Com isso, se torna mais provável um movimento deste por parte da Kraft Heinz, o que também possui alguns obstáculos, entre eles, o fato de um de seus principais sócios, Berkshire Hathaway, ser o principal acionista individual da Coca-Cola, principal concorrente da PepsiCo, o que indicaria conflito de interesse e não permitiria que o megainvestidor participasse da transação.

Outro possível movimento a ser realizado pela Kraft Heinz para expandir suas operações, após o fracasso na tentativa de adquirir a Unilever, multinacional com receita de aproximadamente EUR 53 bilhões e valor de mercado superior a USD 150 bilhões, seriam transações envolvendo seus principais concorrentes, como: Kellogg, Mondelez, Danone, General Mills, entre outros. No entanto, não houve manifestação de interesse por parte da gestão da Kraft Heinz para a realização de nenhum dos negócios, tendo os principais executivos e conselheiros da companhia comentado pouco sobre o assunto, quanto abordados.

Após fontes próximas a Kraft Heinz informarem, em julho de 2016, para o jornal CNBC que os rumores de que a Kraft Heinz poderia estar interessada em adquirir a Kellogg, uma de suas maiores concorrentes, eram falsos, as ações da companhia caíram -5,43% na bolsa de valores de Nova Iorque. Mostrando que o mercado precifica positivamente empresas que podem ser alvos de transações com a 3G Capital.

Em agosto de 2017 houve especulações de que a Kraft Heinz iria adquirir uma de suas concorrentes, a Mondelez International. No entanto, em entrevista para a CNBC no dia 30 de agosto de 2017, Warren Buffet, um dos principais acionistas da empresa, afirmou que estes

boatos eram falsos e que esta transação não aconteceria, visto que as marcas que compõem a Mondelez não possuem relevância o suficiente para fazerem valer uma aquisição.

Também nesta entrevista, o controlador da Berkshire Hathaway, fez a seguinte declaração: “Quando você obtém varejistas fortes - um Wal-Mart, um Costco e agora um Amazon - e eles ficam cada vez mais fortes, sua posição melhora. Porém o setor de alimentos embalados teve mais problemas nos anos recentes” (BUFFET, CNBC, 2017).

Esta afirmação do investidor pode ser um indicativo de que a empresa esteja considerando aquisições em setores complementares, visando diminuir a concentração no setor de alimentos embalados. Visando diversificação, se considera a possibilidade da 3G Capital focar seus esforços em operações envolvendo a Restaurant Brands International que em 2017 realizou a aquisição da Popeyes Louisiana Kitchen.

Possíveis próximos movimentos de M&A realizados pela RBI envolvem a rede de pizzaria Papa John's, a Yum Brands, proprietária de marcas como Pizza Hut e KFC e a rede de produtos de frango Wingstop, concorrente direta da Popeyes. Além disso, o banco Credit Suisse afirma que transações com companhias como: Chipotle, Buffalo Wild Wings, Dunkin Brands, Subway e Little Caesars são possíveis de acontecer e podem trazer sinergias para a operação da Restaurant Brands International.

A estratégia de crescimento da RBI envolve tanto movimentos orgânicos quanto inorgânicos. A empresa formou parcerias para expandir as operações da Tim Hortons para o México, Espanha, Inglaterra e Filipinas, além da Restaurant Brands International ter investido no crescimento de suas empresas na região do EMEA, que envolve Europa, Oriente Médio e Ásia.

Uma eventual aquisição da rede de pizzarias Papa John's poderia trazer diversas sinergias com a RBI, uma vez, que a empresa possui mais de 1.500 restaurantes em diversos países. Em 2016 a companhia anunciou um plano de crescimento no México, com a abertura de mais de 60 lojas, além de expandir suas operações em diversos países da América Latina, Europa e Ásia. Com isso, a empresa apresentou um rápido crescimento e se internacionalizou, o que seria benéfico para uma potencial transação com a Restaurant Brands International. Além disso, o movimento representaria uma diversificação do portfólio da RBI, que passaria a atuar com uma rede de pizzarias.

Além da Papa John's, outras empresas concorrentes com atuação em rede de pizzarias poderiam representar sinergias com a RBI, entre elas: Domino's e Pizza Hut, empresas com presença global e significativa participação de mercado.

No entanto, até o momento não foi realizada nenhuma manifestação formal de interesse por parte da RBI na aquisição de alguma das empresas apresentadas.

Seguindo em uma tendência de aquisições de empresas complementares, estratégia utilizada pela 3G Capital na RBI, a empresa poderia buscar transações em redes líderes internacionais no segmento de comidas rápidas especializadas em comidas mexicanas, como a Chipotle e o Taco Bell. A companhia pode também diversificar para o segmento de sobremesas, adquirindo empresas como a Dunkin Brands, dona da marca Dunkin Donuts e Baskin Robbins. Além desses setores, a estratégia de crescimento da RBI, pode envolver movimentos com foco em redes de comida chinesa ou japonesa, entre outros setores.

Caso a estratégia seja de adquirir competidores, a RBI poderia ter interesse em uma transação com a Wingstop, Buffalo Wild Wings ou KFC, concorrentes da Popeyes, empresa adquirida pela RBI em 2017. Também seria possível uma transação com a Carl's Jr, Wendys ou Five Guys Burgers, concorrentes do Burger King.

Além disso, a Restaurant Brands International pode ser mais agressiva e buscar movimentos com alguma das quatro empresas líderes do segmento de comidas rápidas, sendo elas: McDonald's, Starbucks, Subway e Yum Brands. Um movimento com alguma dessas companhias traria grandes sinergias com as operações da RBI, sendo possíveis ganhos de margens, com redução de custos e despesas, e crescimento International.

Uma transação deste porte parece improvável de ser realizada pela Restaurant Brands International. Porém, quando se considera que na gestão desta empresa estão os fundos de investimentos 3G Capital e a Berkshire Hathaway e com o histórico de agressividade dos sócios da 3G, que adquiriram a Anheuser-Busch e a SABMiller e colocaram uma oferta de centenas de bilhões de dólares na Unilever, qualquer movimento se torna possível.

Por fim, ainda se considera a possibilidade de total diversificação da 3G Capital, partindo para setores onde a companhia ainda não possui atuação, mas que são segmentos que apresentam alto crescimento. Um exemplo destes setores seria o de tecnologia, que é o segmento responsável pela maior parte das transações de M&A realizadas no mundo. Apesar do potencial de altos retornos, um movimento desse tipo parece pouco provável, devido ao histórico dos acionistas da empresa e de seus parceiros de focarem em transações em setores industriais, onde existem maiores possibilidades de realizarem cortes de custos e de crescerem de forma orgânica e inorgânica.

Com isso, conclui-se que, apesar da possível regulação de agentes antitrustes e de defesa da concorrência, ainda existem diversas oportunidades de movimentos de Fusões e aquisições que podem ser realizados pelas empresas investidas da 3G. A 3G Capital não parece priorizar nenhum de seus investimentos, visto que com poucos meses de diferença realizou a aquisição da Popeyes pela Restaurant Brands International e colocou uma oferta bilionária na Unilever pela Kraft Heinz. Com isso, se espera que a firma de Private equity e seus parceiros continuem a realizar transações e se consolidar globalmente em seus setores de atuação.

A maior parte das transações realizadas pela firma está em negócios com empresas concorrentes e complementares, havendo poucas transações feitas em novos setores. A gestora de Private equity parece se concentrar em grandes negócios no segmento de alimentos e bebidas, buscando empresas onde seja possível realizar corte de custos, pela implementação do orçamento base zero e pelo ganho de sinergias e crescer nacional e internacionalmente de forma orgânica, porém com foco na expansão inorgânica, via fusões e aquisições.

Com isso, se espera que a 3G realize novas transações neste setor, buscando empresas líderes que tenham sinergias com suas operações. O negócio com mais oportunidades de transações no curto-prazo parece ser o da Kraft Heinz, visto que a AB AmBev é a maior indústria cervejeira do mundo, havendo pouco espaço para crescimento inorgânico e a RBI atua em um setor que existe grande concentração de mercado, sendo o Mc Donald's a maior empresa do setor, seguido por Starbucks e Subway. Essas três empresas são responsáveis por grande parte das vendas mundiais do setor de comidas rápidas, e são companhias que nunca demonstraram publicamente interesse em realizar algum movimento de M&A com um de seus concorrentes.

Dessa forma, espera-se que o próximo grande movimento feito pela 3G Capital e seus parceiros seja realizado pela Kraft Heinz. Considerando que em 2017 a companhia teve sua proposta de compra rejeitada pela Unilever, é provável que a empresa busque novas transações de forma a se consolidar no seu setor.

Transações menores, principalmente de aquisições, continuarão acontecendo na AB InBev, Restaurant Brands International e Kraft Heinz, e em todos os negócios feitos pela 3G Capital, uma vez, que uma das principais características da firma de Private equity brasileira-estadunidense está no crescimento via Fusões e aquisições.

6 CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo apresentar o histórico e o desenvolvimento da indústria de Private equity no mundo, detalhando a sua evolução no mercado financeiro brasileiro. Além disso, buscou-se explorar as principais características desta forma de investimento, apresentando todo o seu ciclo, desde a escolha do empreendimento até a avaliação do ativo, a realização e a manutenção do investimento e, por fim, o desinvestimento e a saída da firma de PE.

Na segunda parte do trabalho, buscou-se apresentar a firma de PE brasileira-estadunidense 3G Capital e fazer um estudo de caso dos principais investimentos realizados pela empresa e por seus sócios, que são importantes figuras da indústria de PE brasileira e mundial.

Os resultados obtidos no primeiro capítulo após a introdução mostram que o mercado de PE mundial tem passado por um período de rápido crescimento, com diversas novas empresas e com um número cada vez maior de transações que acontecem globalmente, fazendo com que essa forma alternativa de investimento se torne cada vez mais comum e também uma atrativa opção tanto para investidores especializados quanto para empreendedores que buscam a venda total ou parcial de seus negócios.

No Brasil, a indústria de PE ainda é pouco difundida, estando em linha com a maioria dos países emergentes, onde essa forma de investimento ainda é relativamente nova e desconhecida. No entanto, são nesses países que a maioria das firmas de PE busca atuar, visto que essas economias crescem com taxas bastante superiores aos países desenvolvidos, havendo maiores oportunidades de crescimento e de retornos futuros para os acionistas.

No segundo capítulo, apresentou-se o ciclo do PE, que vai desde a escolha do possível investimento até o desinvestimento. Com a popularização deste ciclo, as expectativas são de que cada vez mais esse tipo de investimento se torne comum entre investidores pessoas físicas e jurídicas com grande quantidade de capital disponível, visando altos retornos que tendem a ser significativamente superior em relação aos investimentos tradicionais. Além disso, a possibilidade de criação de um consórcio entre mais de uma firma de PE torna possível a realização de transações maiores, que, muitas vezes, não seriam possíveis de serem realizadas individualmente. Um exemplo deste fato é a parceria feita entre 3G Capital e Berkshire Hathaway para a aquisição da H.J Heinz em 2013, o que se tornaria na Kraft Heinz Company em 2015.

No terceiro capítulo, foi apresentado o histórico da 3G Capital, além de um estudo de caso dos seus principais investimentos. Com base nas informações, percebe-se que diferente da grande maioria das firmas de PE, que realizam um investimento tendo uma visão da data exata ou aproximada de saída do empreendimento, a 3G Capital faz aquisições de longo prazo, participando da gestão do negócio e buscando o crescimento e consolidação da empresa.

Uma evidência deste fato é o caso da AB InBev, que tem envolvido os sócios da 3G há mais de 25 anos. Apesar de os diversos movimentos de M&A realizados terem reduzido a participação da 3G no negócio, o trio fundador da firma continua a dominar o conselho de gestão da companhia, tendo quatro dos quinze diretores.

Grande parte das firmas de PE realizam investimentos no modelo growth, que representam 44% das transações realizadas por fundos de investimentos no Brasil, conforme detalhado anteriormente. Este tipo de investimento é realizado normalmente pela aquisição de uma participação minoritária visando crescimento de capital em um espaço entre cinco e dez anos. Já a 3G Capital realiza grande parte de seus negócios no modelo buyout, que representa apenas 2% das transações realizadas no Brasil. Este modelo se caracteriza pela compra total ou majoritária de uma empresa e entrada na sua gestão, o que possibilita a realização de melhorias operacionais e financeiras, além de buscar novos movimentos de fusões e aquisições.

O modelo de operação da 3G é baseado no aumento do valor da companhia por meio de melhorias operacionais, o que não necessariamente implica em crescimento das receitas, o foco está em políticas de redução dos custos e despesas. Além disso, o crescimento é em grande parte feito de forma inorgânica, ou seja, por meio de fusões e aquisições.

Por fim, foi realizado um estudo especulativo dos possíveis próximos passos a serem dados pela 3G Capital e por seus sócios. Com base no estudo, percebe-se que um dos principais questionamentos dos investidores reside em saber se o objetivo da 3G Capital é de transformar a sua investida Kraft Heinz na próxima AB InBev do setor de alimentos.

REFERÊNCIAS

ABDI. **Introdução ao Private equity e Venture Capital para Empreendedores**. Brasília, 2010.

ABInBev **Relações com os Investidores**. Disponível em <<http://www.ab-inbev.com/investors.html>> Acesso em 27.nov.2017.

ABInBev. **Investor**. Disponível em <<http://www.ab-inbev.com/investors.html>> Acesso em 04.nov.2017.

ABVCAP. **Estrutura Legal dos Fundos de Private equity e Venture Capital**. São Paulo: Tozzini Freire Advogados, 2017.

ABVCAP. **Indústria de Private equity e Venture Capital no Brasil – Consolidação de Dados**. KPMG, 2017.

ABVCAP; APEXBRASIL. **Perspectiva dos Investidores sobre Private equity e Venture Capital no Brasil**. Disponível em <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3619.pdf>> Acesso em 13.nov.2017.

ANBIMA, FGV. **Indústria de Fundos de Investimentos – Anuário 2015**. Disponível em <<http://www.anbima.com.br/anuariodefundos/2015/arqs/anuario2015.pdf>> Acesso em 13.nov.2017.

ANGWIN, Duncan Neil. **Mergers and acquisitions** - Encyclopedia of Management. v. 12. 3.ed. Wiley, 2015.

APEXBRASIL, Ministério de Relações Exteriores, Ministério de Planejamento, Desenvolvimento e Gestão. **Investment Guide to Brasil 2017**. Disponível em <<http://www.investexportbrasil.gov.br/investment-guide-brasil-2017>> Acesso em:15.nov.2017.

ARMSTRONG, Ashley. **Kraft Heinz abandons £115bn Unilever mega-deal**. Disponível em <<http://www.telegraph.co.uk/business/2017/02/19/kraft-heinz-abandons-115bn-unilever-mega-deal/>> Acesso em 17.out.2017.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F.G. **Curso de administração financeira**. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

AYTAÇ, F; KAYA, C. Contemporary Look on The Historical Evolution of Mergers and Acquisitions. **International Journal of Economics, Commerce and Management**. v.IV. United Kingdom: 2016.

BAERTLEIN, Lisa. **Burger King agrees to \$3.3 billion sale to 3G Capital**. Disponível em <<https://www.reuters.com/article/us-burgerking/burger-king-agrees-to-3-3-billion-sale-to-3g-capital-idUSTRE6801CB20100902>> Acesso em 04.nov.2017.

BURGER KING. **Burger King**. Disponível em <<https://www.bk.com/>> Acesso em 04.nov.2017.

BURGER KING. **Burger King Worldwide Reports Fourth Quarter and Full Year 2013 Results**. Disponível em <<http://www.investor.rbi.com/~media/Files/B/BurgerKing-IR/documents/legacy-filings/fourth-quarter-and-full-year-2013-results.pdf>> Acesso em 04.nov.2017.

CAMBRIDGE ASSOCIATES. **US Private equity Index® and Selected Benchmark Statistics**. Cambridge Associates, 2017.

CARNEGIE Corporation. **Andrew Carnegie: Pioneer. Visionary. Innovator**. Disponível em <<https://www.carnegie.org/interactives/foundersstory>> Acesso em 02.out.2017.

CARSALADE, F; RENNÓ, R. **PwC Study on Private equity in Brazil - Brazilian Private equity: A New Direction**. INSEAD Global Private equity Initiative, 2015.

CARVALHO, A; RIBEIRO, L; FURTADO, C. **A indústria de Private equity e Venture Capital: Primeiro Censo Brasileiro**. São Paulo: Nonono, 2006.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas – Valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3. ed. Brasil: Makron Books, 2001.

COHEN, D. **Cultura da Excelência: As inspiradoras histórias da Fundação Estudar, que dissemina os valores do trio de empresários mais bem-sucedidos do Brasil**. São Paulo, Sextante, 2017.

COLVIN, G. **The Brazilian investor who control Kraft Heinz are applying their proven formula to construct a new global food colossus**. What will they buy next. Disponível em <<http://fortune.com/kraft-heinz-merger-3g-capital>> Acesso em 01.dez. 2017.

COLVIN, G. **Why Kraft Heinz Won't Stop Until It Devours Unilever**. Disponível em: <<http://fortune.com/2017/02/17/kraft-heinz-unilever/>> Acesso em 01.dez.2017.

CORREA, C. **Sonho Grande: Como Jorge Paulo Lemann, Marcel Telles e Beto Sicupira revolucionaram o capitalismo brasileiro e conquistaram o mundo**. São Paulo, Sextante, 2013.

COSTA, R; LEES, F. **Brazilian Capital Market: Conversions, Privatization, and Venture Capital Investments**. The University of Miami Inter-American Law Review, 1989.

CUMMING, Douglas. **A cross-country comparison of full and partial venture capital exits**. Disponível em <https://econpapers.repec.org/article/eeejbfina/v_3a27> Acesso em: 15.out.2017.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM Nº 578**, de 30 de agosto de 2016. Disponível em <<http://www.abvcap.com.br/Download/RegulamentacaoLinks/3491.pdf>> Acesso em: 15.out.2017.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos – Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo**. 2.Ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2014.

DANESHKHU, S; WHIPP, L; KHAN, J. **The lean and mean approach of 3G Capital**. Disponível em <<https://www.ft.com/content/268f73e6-31a3>> Acesso em 01.dez.2017.

DEMARIA, Cyril. **Introduction to Private equity**. 2.ed. Wiley.

DICHRISTOPHER, Tom. **Buffett's HJ Heinz to merge with Kraft Foods**. Disponível em <<https://www.cnbc.com/2015/03/25/kraft-foods-group-and-hj-heinz-merge-to-create-the-kraft-heinz-co.html>> Acesso em 17.out.2017

ÉPOCA NEGÓCIOS, Revista. **O legado de Lemann**. Disponível em <<http://epocanegocios.globo.com/Revista/Epocanegocios/0,,EDR82833-8374,00.html>> Acesso em 30.nov.2017.

FEITOSA, R; TEREPINS, F; KEMPS, H. **PwC Study on Private equity in Brazil - Brazilian Private equity: Moving Centre Stage**. INSEAD Global Private equity Initiative, 2012.

FGV, ABDI. **A Indústria de Private equity e Venture Capital: 2º Censo Brasileiro**. Disponível em <http://www.abdi.com.br/Estudo/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf> Acesso em: 26.nov.2017.

FOLHA DE SÃO PAULO, Jornal. **Brahma e Antarctica fazem megafusão (1999)**. Disponível em <<http://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi02079902.htm>> Acesso em: 15.out.2017.

FRIED, V., & R. Hisrich. **Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making**. Financial Management 23. 1994. Disponível em <<http://www.jstor.org/stable/3665619>> Acesso em: 22.out.2017.

GALIA, Lynne. **Kraft Heinz and Oprah Winfrey Collaborate to Create O, That's Good!** Disponível em <<http://news.kraftheinzcompany.com/press-release/kraft-heinz-and-oprah-winfrey-collaborate-create-o-thats-good>> Acesso em 17.out.2017.

GARA, A. **The Rebirth of Burger King Has Made 3G Capital, Bill Ackman And Warren Buffett Over \$14 Billion**. Disponível em <<https://www.forbes.com/sites/antoinegara/2017/02/21/the-rebirth-of-burger-king-has-made-3g-capital-bill-ackman-and-warren-buffett-14-billion>> Acesso em: 01.dez.2017.

GAUGHAN, P. A. **Mergers, acquisitions, and corporate restructurings**. 5th. Ed. Hoboken, NJ, USA, 2010.

GELLES, David. **Kraft and Heinz to Merge in Deal Backed by Buffett and 3G Capital**. Disponível em <<https://www.nytimes.com/2015/03/26/business/dealbook/kraft-and-heinz-to-merge.html>> Acesso em 17.out.2017

GILLIGAN, J; WRIGHT, M. **Private equity Demystfied** – An explanatory guide. ICAEW Corporate Finance Faculty, 2010.

Global Business Brokers. (GBB). **O Processo** [online]. 2010, disponível em <<http://globalbusinessbrokers.eu/>>. Acesso em 01.dez.2017.

GOMPERS, Paul A. **Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital**. The Journal of Finance. Disponível em <<https://www.jstor.org/stable/2329323>>. Acesso em 15.out.2017.

GP INVESTIMENTOS. **Histórico de Sucesso**. Disponível em <<http://www.gp-investments.com/investimentos>> Acesso em 04.out.2017.

GVcepe; FGV-EAESP. **Panorama da Indústria Brasileira de Private equity e Venture Capital**. FGV, 2008.

GURU FOCUS. **The Kraft Heinz Co (NAS: KHC) Operating Margin %: 26.31**. Disponível em <<https://www.gurufocus.com/term/operatingmargin/KHC/OperatingMargin>> Acesso em 02.out.2017.

HIGGINS, et al. (1998). **Best practices in estimating the cost of capital: survey and synthesis**. Disponível em <https://www3.nd.edu/CostofCap_Bruner_FPE1998.pdf> Acesso em 12.out.2017.

IBGE. **Economia brasileira cresce 0,1% em 2014, diz IBGE**. Disponível em <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2015/03/economia-brasileira-cresce-01-em-2014-diz-ibge.html>> Acesso em 03.out.2017.

IFC. **Atividades de Capital de Risco em Países Escolhidos**. 1º Seminário Internacional sobre Venture Capital, CODIMEC, 1981.

INBEV. **Management report**. Disponível em <http://www.ab-inbev.com/content/dam/universaltemplate/abinbev/pdf/investors/annual-and-hy-reports/2005/INBEV_Financial_Report2005_EN.pdf> Acesso em 30.nov.2017.

INSEAD. **PwC study on Private equity in Brazil**. Disponível em <<http://www.abvcap.com.br/download/estudos/986.pdf>> Acesso em 03.out.2017.

ISTOÉ Dinheiro, Revista. **Os donos do GP**. 2016. Disponível em <<https://www.istoedinheiro.com.br/noticias/financas/20030709/novos-donos/18952>> Acesso em 30.nov.2017.

KAMEYAMA R. **Visão Geral das atividades de Private equity**. Rio de Janeiro: IBMEC, 2001.

KOLLER, T; GOEDHART, M; WESSELS, D. **Valuation** – Measuring and Managing the Value of Companies. New Jersey: McKinsey & Company, fourth edition, 2005.

KRAFTHEINZ. **Relações com os Investidores Kraft-Heinz.** Disponível em <<http://ir.kraftheinzcompany.com>> Acesso em 03.nov.2017.

KRAFTHEINZ. **KraftHeinz.** Disponível em <<http://www.kraftheinzcompany.com/>> Acesso em 17.out.2017.

LIMA, L; TIRONI. L. **Ativos Intangíveis: Avaliação e Mensuração no contexto de Private Equity e Venture Capital.** IPEA, Brasília, 2007.

LIPTON, Martin. **Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries - The Davies Lecture** Osgoode Hall Law School. York University: September 14, 2006. Disponível em <<http://cornerstone-business.com/MergerWavesTorontoLipton.pdf>> Acesso em: 03.out.2017.

MACHADO, J. P. et al. **Empreendedorismo no Brasil.** Curitiba: IBQP, 2010.

MAFEI, Maristela. **Brahma compra empresa na Venezuela.** (1994). Disponível em <<http://www1.folha.uol.com.br/fsp/1994/1/18/dinheiro/18.html>> Acesso em 07.out.2017.

MARINO, J. **Private equity firms have stopped betting the house.** Business Insider, 2015. Disponível em <<http://www.businessinsider.com/the-biggest-private-equity-buyouts>> Acesso em 01.dez.2001

MARTELANC, R; PASIN, R; PEREIRA, F. **Avaliação de Empresas – Um Guia Prático para Fusões e aquisições e Private equity.** São Paulo: Pearson, 2009.

MARTINS, E. **Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à econômica.** São Paulo: Atlas, 2001.

MASSOUDI, A; KHAN, J. **3G Capital has up to \$15bn to deploy in next megadeal.** Financial Times, 2017. Disponível em <<https://www.ft.com/content/db0e8b70-f744-11e6-bd4e-68d53499ed71>> Acesso em 01.dez.2017.

MCCULLUM, Nicholas. **Buffett Stocks In Focus: Kraft Heinz.** Disponível em <<https://seekingalpha.com/article/4051828-buffett-stocks-focus-kraft-heinz>> Acesso em 17.out.2017.

MCDERMID, Brendan. **Kraft Heinz to cut 2,500 jobs in U.S. and Canada.** Disponível em <<https://www.reuters.com/article/us-kraft-heinz-redundancies/kraft-heinz-to-cut-2500-jobs-in-u-s-and-canada-idUSKCN0QH1KB20150812>> Acesso em 17.out.2017.

MEIRELLES, J; PIMENTA, T; REBELATTO, D. **Venture Capital e Private equity no Brasil: Alternativa de Financiamento para Empresas de Base Tecnológica.** Revista Gestão e Produção. V.15. São Carlos: 2008.

MERCED, Michael J. de la; CHAD Brayfeb. **Kraft Heinz Offers to Buy Unilever in \$143 Billion Deal.** Disponível em <<https://www.nytimes.com/2017/02/17/business/dealbook/kraft-heinz-unilever-deal-.html>> Acesso em 17.out.2017.

MINARDI, A; KANITZ, R; BASSANI, R. **Private equity and Venture Capital Industry Performance in Brazil: 1990 – 2013.**The Journal of Private equity, 2014.

NBC News. **InBev bids \$46 billion for Anheuser-Busch.** Disponível em <http://www.nbcnews.com/id/25099994/ns/business-world_business/t/inbev-bids-billion-anheuser-busch/> Acesso em 04.nov.2017.

NEW YORK TIMES. **Blackstone Prices at \$31 a Unit in \$4.13 Billion I.P.O.** Disponível em <<https://dealbook.nytimes.com/2007/06/21/blackstone-prices-at-31-a-unit-in-413-billion-ipo/>> Acesso em: 04.out.2017.

NOUWEN, T. **M&A Waves and its Evolution throughout history.** Tilburg University, 2011.

NURIN, Tara. **It's Final: AB InBev Closes On Deal To Buy SABMiller.** Disponível em <<https://www.forbes.com/sites/taranurin/2016/10/10/its-final-ab-inbev-closes-on-deal-to-buy-sabmiller/>> Acesso em 17.out.2017.

OBAMA, Barack. **Obama says "shame" if Anheuser-Busch sold to InBev.** Disponível em <<https://www.reuters.com/article/us-busch-inbev-obama-idUSWBT00934320080707>> Acesso em 04.nov.2017.

OTAKI, Sérgio Balbinotti. **Fundos de Private equity e Venture Capital:** para o bem da economia do Brasil, a tendência a ser seguida. Disponível em < <http://www.migalhas.com.br/Fundos+de+Private+Equity+e+Venture+Capital>> Acesso em 03.out.2017.

PATTON, Leslie; GIAMMONA, Craig. **Burger King to Buy Tim Hortons for About \$11 Billion.** Disponível em <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-08-26/burger-king-agrees-to-buy-tim-hortons-in-move-to-lower-taxes>> Acesso em 14.nov.2017.

PREQIN. **Private equity in Emerging Markets.** Preqin Special Report, 2017.

POPEYES. **Popeyes.** Disponível em <<https://popeyes.com/>> Acesso em 24.nov.2017.

RBI. **Relações com os Investidores Restaurant Brands International.** Disponível em <<http://www.rbi.com/investor-home>> Acesso em 03.nov.2017.

POWER, H. **'Is bigger better?'** Private equity International, March 2012.

RESTAURANT Brands International. **Restaurant Brands International Inc. Agrees To Acquire Popeyes Louisiana Kitchen.** Disponível em <<http://www.investor.rbi.com/en/investor-information/press-releases/2017/02-21-2017-133336636.aspx>> Acesso em 15.nov.2017.

REVISTA Época Negócios. **O legado de Lemann** (2018). Disponível em <<http://epocanegocios.globo.com/Revista/Epocanegocios/0,,EDG82833-8374-14-2,00-O+LEGADO+DE+LEMANN.html>> Acesso em: 05.abril.2018

RIBEIRO, L; TIRONI, L. **Ativo Intangíveis:** Avaliação e Mensuração no Contexto de Private equity e Venture Capital. Brasília: IPEA, 2007.

RIBEIRO, L; CARVALHO, A. **Private equity and Venture Capital in an Emerging Economy**: Evidence from Brazil. FGV, 2008.

RITCHIE, Joshua. **How McDonald's Thrived During the Recession**. Disponível em <<https://blog.mint.com/trends/mcdonalds-recession-09212010/>> Acesso em 04.nov.2017.

ROBERTS, Daniel. **Here's what happens when 3G Capital buys your company**. Disponível em <<http://fortune.com/2015/03/25/3g-capital-heinz-kraft-buffett/>> Acesso em 04.nov.2017.

SEBRAE. **Fundos de Investimentos**. Sebrae, Brasília, 2015.

SHERMAN, A; HART, MILLEDGE. **Mergers and Acquisitions – From A to Z**. American Management Association, second edition, New York: 2006.

SIQUEIRA, M; CARVALHO, E; GLEDSON, A; NETTO, G. **Determinantes do Sucesso dos Investimentos de Private equity e Venture Capital no Brasil**. Rio de Janeiro: Sociedade Brasileira de Finanças, 2011.

S&P Global Market Intelligence. **Essential Intelligence: S&P Capital IQ Platform Log In**. Disponível em <<https://www.capitaliq.com>> Acesso em 04.nov.2017.

SOUZA, S; LEAL, R. **Exchange-Traded Private equity and Venture Capital Companies and Macroeconomic Factors in Brazil**. Latin American Business Review, 2016.

SOLOMON, S. **Can 3G Capital Keep Thriving on Acquisitions and Cost Cutting**. Disponível em <<https://www.nytimes.com/2017/03/07/business/dealbook/can-3g-capital-keep-thriving-on-acquisitions-and-cost-cutting.html>> Acesso em: 01.dez.2017.

STEGER, U; KUMMER, C. **Why Merge and Acquisition (M&A) Waves Reoccur – The Vicious Circle from Plessure to Failure**. Strategic Management Review, 2007.

SUDARSANAM, Sudi. **Creating Value from Mergers and Acquisitions**, the Challenges. Prentic Hall, Financial Times, 2003.

3G Capital. Disponível em <<http://www.3g-capital.com>> Acesso em 03.nov.2017.

WALL Street Journal, **The. Kraft in Talks to Be Acquired by Brazil's 3G Capital**. (2015). Disponível em <<https://www.wsj.com/articles/kraft-in-talks-to-be-acquired-by-3g-capital-1427238184>> Acesso em 15.out.2017.

TIMES, Financial. **Alex Behring investment philosophy**. Financial Times, 2017, disponível em: < <https://www.ft.com/content/850c39a2-330d-11e7-bce4-9023f8c0fd2e> > Acesso em dezembro de 2017.

TIM HORTONS. **Corporate**. Disponível em <<http://www.timhortons.com/ca/en/index.php>> Acesso em 14.nov.2017.

VARDI, N. **The 29-Year-Old Who Was Named CFO of Kraft Heinz**. Disponível em <<https://www.forbes.com/sites/nathanvardi/2017/09/08/the-29-year-old-who-was-named-chief-financial-officer-of-kraft-heinz/>> Acesso 04.dez.2017.

YAHOO Finance. **Restaurant Brands International Inc.** Disponível em <<https://finance.yahoo.com/quote/QSR/history>> Acesso 02.05.2018.

ZHANG, L. **Venture Equity** – Latin America. Thomson Reuters, n. 19. 203.v.XII,