

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO  
ESPECIALIZAÇÃO EM FINANÇAS

LEVERAGED BUYOUT: UMA ANÁLISE DA EVOLUÇÃO DAS  
AQUISIÇÕES ALAVANCADAS NO MUNDO E NO BRASIL

GABRIELA DE SALLES VAN DER LINDEN

ORIENTADOR: GILBERTO DE OLIVEIRA KLOECKNER

PORTO ALEGRE, JULHO DE 2009.

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO  
ESPECIALIZAÇÃO EM FINANÇAS

LEVERAGED BUYOUT: UMA ANÁLISE DA EVOLUÇÃO DAS  
AQUISIÇÕES ALAVANCADAS NO MUNDO E NO BRASIL

GABRIELA DE SALLES VAN DER LINDEN

ORIENTADOR: GILBERTO DE OLIVEIRA KLOECKNER

MONOGRAFIA APRESENTADA À  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO –  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO  
EM ADMINISTRAÇÃO PARA  
OBTENÇÃO DO GRAU DE  
ESPECIALISTA EM FINANÇAS.

PORTO ALEGRE, JULHO DE 2009.

## Resumo

A ascensão do mercado de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil e no mundo, aliado ao grande número de empresas emergentes que necessitam de aporte de capital e melhoria em sua gestão, desperta a necessidade de maiores pesquisas na área, haja visto que em nosso país são poucas as publicações com este enfoque. Ao identificar melhorias de gestão e conseqüente aumento no valor do negócio, o *Leveraged Buyout* (LBO), ou aquisição alavancada, caracteriza-se pela compra do controle de uma empresa utilizando, em maior parte, dívida e dando como garantia as próprias ações da empresa adquirida por um fundo de *Private Equity*. O presente trabalho busca descrever e apresentar a série de LBO realizada no mundo desde a década de 80, analisando os principais aspectos que influenciaram nos resultados das transações, além de identificar o estágio em que essas operações se encontram no Brasil. Para tanto, o método de pesquisa utilizado foi a revisão bibliográfica. A pesquisa se desdobrou em duas vertentes, a primeira visando estabelecer o referencial teórico para o trabalho e a segunda visando obter dados relativos a casos de LBO que permitissem a análise de sua operacionalização em diferentes contextos. Após, foi feita uma análise comparativa dos casos de LBO no mundo e no Brasil. Os resultados obtidos indicam que de forma geral as diferenças entre as operações refletem os níveis do estágio de desenvolvimento do mercado de *Private Equity* entre os países. Também se destacam diferenças culturais, entre empresas familiares, e sua orientação para venda, bem como políticas econômicas, principalmente no que tange o nível de taxa de juros.

**Palavras-chave:** Fundos de *Private Equity*, *Leveraged Buyout*.

## **Lista de Tabelas**

<b>Tabela 1: Estrutura típica de uma transação de LBO.....</b>	<b>22</b>
<b>Tabela 2: Características das transações de LBO ao longo do tempo.....</b>	<b>25</b>
<b>Tabela 3: Maiores operações de LBO.....</b>	<b>28</b>
<b>Tabela 4: Características das saídas dos LBOs ao longo do tempo.....</b>	<b>29</b>
<b>Tabela 5: Nova dívida emitida como parte do LBO da Hertz.....</b>	<b>35</b>
<b>Tabela 6: Resumo dos casos analisados.....</b>	<b>38</b>

## Índice

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>6</b>
Objetivos.....	7
Procedimentos Metodológicos .....	8
Estrutura da monografia .....	8
<b>1. REVISÃO DE LITERATURA</b> .....	<b>10</b>
1.1. <i>Private Equity</i> .....	10
1.1.1. Gestoras e Fundos de <i>Private Equity</i> .....	13
1.1.2. <i>Private Equity</i> no Mundo .....	15
1.1.3. <i>Private Equity</i> no Brasil .....	16
1.2. <i>Leveraged Buyout</i> (LBO).....	18
1.2.1. Estrutura e Critérios de um LBO.....	21
1.2.2. Benefício do LBO.....	24
1.2.3. Ondas de <i>Leveraged Buyout</i> (LBO) .....	25
1.2.4. Forma e <i>Timing</i> de saída.....	29
<b>2. CASOS DE LBO</b> .....	<b>32</b>
2.1. RJR Nabisco .....	32
2.2. Hertz Corporation .....	34
2.3. Magnesita.....	36
2.4. San Antonio .....	36
<b>3. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS</b> .....	<b>38</b>
<b>4. CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>40</b>
<b>Referências</b> .....	<b>42</b>

## INTRODUÇÃO

Nos anos recentes, classes alternativas de investimento, como os fundos de *Private Equity* (PE), vêm apresentando crescente importância no sistema financeiro global como um todo. Os fundos de *Private Equity*, que atuam sob a forma de compra de participações acionárias de empresas com investimentos de equipes profissionais, em particular, têm se destacado cada vez mais.

Nas últimas décadas, a indústria de *Private Equity* apresentou forte crescimento, tanto em tamanho quanto em atuação geográfica. Apesar do crescente impacto global dos fundos de *Private Equity*, há um limitado número de pesquisas que demonstram a evolução dessa indústria. O que pode justificar que países como China, Alemanha, Coreia do Sul, Inglaterra e Estados Unidos, tenham importantes dúvidas sobre o impacto dos fundos de *Private Equity* na geração de emprego, no horizonte de tempo de gestão, na saúde geral das empresas e na economia de maneira como um todo (LERNER, 2008).

O rápido crescimento da indústria de PE no mundo tem gerado interesse e preocupação nos últimos tempos. Tem-se registrado o impacto dos fundos de PE nas empresas norte-americanas nos últimos 20 anos. Entretanto, recentemente outros mercados vêm ganhando espaço nessa indústria, como a Europa e os mercados emergentes (os quais agora superam a indústria norte-americana de PE), mas ainda se observa um baixo nível de informações sobre suas atuações. Ou seja, tem havido mudanças no cenário macro-econômico, levando surgimento de novas regiões alternativas de investimento e entrada de novos perfis de investidores, que devem ser levados em consideração.

Entre 2006 e 2007, verificou-se o recorde de capital comprometido em fundos de PE, tanto em termos nominais quanto em relação à fração de todo o mercado de capitais. As atividades dos

fundos PE continuaram se estendendo, mas ainda não se observou o mesmo volume em operação que o observado na primeira onda dos fundos de PE, nos anos 80, tendo seu ápice na operação de *Leveraged Buyout* da NJR Nabisco (KAPLAN; STRÖMBERG, 2008).

Identificando melhorias de gestão e conseqüente aumento no valor do negócio, o *Leveraged Buyout* (LBO), ou aquisição alavancada, caracteriza-se pela compra do controle de uma empresa utilizando, em maior parte, dívida e dando como garantia as próprias ações da empresa adquirida por um fundo de *Private Equity* (PE). Ao final, a empresa e não o fundo que a adquiriu é quem contraiu o empréstimo (BERK; DEMARZO, 2009). Isso distingue os fundos de PE dos *Venture Capital* (VC), os quais tipicamente investem em empresas emergentes (KAPLAN; STRÖMBERG, 2008). Com vistas a contribuir para a compreensão desse tipo de operação, este trabalho se concentra nas atividades de fundos de PE em transações de LBO que eles investem.

## **Objetivos**

O objetivo geral do presente trabalho é descrever e apresentar a série de LBO realizada no mundo desde a década de 80, analisando os principais aspectos que influenciaram nos resultados das transações, além de identificar o estágio em que essas operações se encontram no Brasil.

Os objetivos específicos para tanto são:

- Descrever o funcionamento dos fundos de *Private Equity*;
- Descrever o funcionamento das operações de LBO;
- Apresentar a evolução das operações de LBO no mundo;

- Identificar o estágio em que o Brasil encontra-se em relação aos Estados Unidos e à Europa no que tange operações de LBO.

## **Procedimentos Metodológicos**

O método de pesquisa utilizado no presente trabalho é a pesquisa bibliográfica. Conforme Gil (2008), a pesquisa bibliográfica é desenvolvida a partir de material já elaborado, principalmente por livros e artigos científicos. Segundo o autor, esse tipo de pesquisa permite ao investigador uma maior cobertura de fenômenos do que uma pesquisa direta, principalmente quando se trata de uma pesquisa que demanda muitos dados dispersos. A pesquisa bibliográfica também é muito usada quando se trata de estudos históricos, quando não há outra forma de se conhecer os fatos, senão através de dados secundários.

A pesquisa bibliográfica se desdobrou em duas vertentes, a primeira visando estabelecer o referencial teórico para o trabalho e a segunda visando obter dados relativos a casos de LBO que permitissem a análise de sua operacionalização em diferentes contextos.

## **Estrutura da monografia**

A monografia está estruturada em quatro capítulos, além desta Introdução, onde foi explicado o cenário do trabalho e seus objetivos. O primeiro capítulo apresenta a Revisão de Literatura, onde são abordados os conceitos e modelos de *Private Equity* e *Leveraged Buyout*. No segundo capítulo são apresentados casos de LBO no mundo e no Brasil. O terceiro capítulo apresenta a

Discussão dos Resultados e o quarto capítulo finaliza esta monografia, com as Considerações Finais, onde são apresentadas as conclusões finais do trabalho, incluindo as limitações e sugestões para trabalhos futuros.

# 1. REVISÃO DE LITERATURA

Este capítulo apresenta os principais aspectos que permitem compreender os dois temas abordados neste trabalho, *Private Equity / Venture Capital* e *Leveraged Buyout*. Para tanto, inicia-se o capítulo trazendo definições sobre os Fundos e as Gestoras de *Private Equity*, bem como sua forma de atuação. Faz-se um apanhado histórico dos Fundos de PE no mundo e, após, o seu desenvolvimento no Brasil. Em seguida, aborda-se o conceito de um LBO, incluindo sua estrutura, critérios, benefícios, bem como as ondas de LBO no mundo e as alternativas e o *timing* de saída.

## 1.1. *Private Equity*

*Private Equity*, em sua definição estrita, refere-se a investimentos em participações acionárias de empresas de capital fechado. Dessa forma, os investimentos de *Private Equity* podem ser divididos entre *Venture Capital* e *Buyout*, em que o primeiro se refere às participações minoritárias em empresas em estágios iniciais e o último às aquisições de controle em empresas nos estágios mais maduros (FGV, 2008).

Os investimentos de PE são realizados em empresas que apresentam grande potencial de crescimento. A possibilidade de altos retornos e de elevada taxa de crescimento são condições necessárias para justificar os, também elevados, custos relacionados com a estruturação, negociação e monitoramento dos investimentos, assim como a baixa liquidez e o risco associados

ao investimento em empresas fechadas ou de baixa capitalização (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006).

De maneira geral, a forma mais comum de se realizar o aporte nas empresas investidas é através da compra de participação acionária. No entanto, também são utilizados outros instrumentos financeiros como dívidas conversíveis em ações, opções de compra, opções de venda e bônus de subscrição (*warrants*) (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006).

Os fundos de PE investem os recursos dos investidores sob forma de *equity*, geralmente entre 10 a 40% do valor da aquisição. Em alguns casos contrata-se uma nova equipe de gestão e em outros se mantém a mesma antes da aquisição, a qual, às vezes também contribui com um novo *equity*, mas em sua maioria em uma fração bem menor.

Metrick (2006) atribui quatro características principais aos fundos de PE, são elas:

- Atuam como financiadores intermediários;
- Assumem a função de monitorar e ajudar as empresas do seu portfólio;
- Têm como objetivo principal maximizar o retorno financeiro pela saída do investimento, principalmente, através da oferta pública inicial (IPO);
- Investem para gerar o crescimento interno das empresas;

A primeira característica define as empresas gestoras de fundos de PE como financiadoras intermediárias. Conforme Metrick (2006) os fundos de PE captam dinheiro de investidores e investem em empresas do portfólio. Ao atuar como intermediário no processo de investimento, é de responsabilidade do gestor de fundos de PE prover mecanismos que propiciem o maior retorno aos investidores. Esse processo ocorre da seguinte forma: as empresas que administram os fundos são responsáveis por selecionar empresas e alocar os recursos captados, administrar os negócios e

reportar o desempenho aos investidores; por outro lado, os investidores participam de forma limitada nas operações e não estão envolvidos nas operações do dia a dia. (SHINOHARA, 2007).

De acordo com Metrick (2006) a segunda característica é fundamental para o sucesso de qualquer investimento em PE. Os fundos de PE apresentam como vantagem o fato de o investidor poder contribuir diretamente na gestão da empresa investida. Esse apoio à gestão ocorre de diversas formas. Tipicamente, gestores de PE ocupam, pelos menos, uma posição no quadro de gestores das empresas investidas. Isso permite que a empresa receba um suporte especializado nas tomadas de decisão estratégicas. Além disso, esses profissionais utilizam seu conhecimento de mercado e suas redes de contatos para auxiliar na contratação de pessoas qualificadas, visto que muitas empresas pequenas apresentam certa dificuldade nesse processo.

Na mesma linha apontada por Metrick (2006), Sahlman (1994) destaca que investidores de PE/VC, em geral, atuam em uma importante posição no quadro de diretores da empresa investida. Suas intervenções incluem o apoio às diretrizes estratégicas e o recrutamento de funcionários chave para a organização, além de estruturar os investimentos de forma diferenciada, que resultam em melhores controles e incentivo aos gestores. Conforme o autor, os interesses dos investidores e dos gestores devem estar estrategicamente alinhados.

A terceira característica destacada por Metrick (2006) refere-se às formas de maximizar o retorno financeiro no momento de desinvestimento. O autor afirma que as saídas podem ocorrer de diversas formas, seja a partir de uma IPO, com a subsequente venda da participação do fundo de PE no mercado, ou com a venda da empresa para outro investidor, bem como a venda da empresa para uma empresa maior. Sahlman (1994) afirma que gestores de PE buscam investir em empreendimentos que ofereçam seguras alternativas de desinvestimento (saída), que estejam conforme as suas expectativas e a dos investidores.

Na quarta característica, o autor refere-se ao crescimento interno. Metrick (2006) coloca que os investidores trabalham ativamente para aumentar a probabilidade de sucesso da operação. Para isso, buscam alternativas que promovam o crescimento mais rápido, isso pode ocorrer tanto, da forma citada anteriormente, através do apoio à contratação de funcionários estratégicos, como através da implementação de ferramentas de apoio à gestão e do aproveitamento da expertise e da rede de contatos estrategicamente na empresa investida (SAHLMAN, 1994).

Os investidores de PE são remunerados em função da performance do fundo gerido, por isso eles buscam as melhores práticas de gestão que possam contribuir para a geração de valor ao negócio investido. Isso explica o motivo pelo qual é fundamental haver um alinhamento de interesses entre os investidores e os empreendedores (SAHLMAN, 1994). A teoria sugere e as evidências vêm confirmando a idéia de que o estágio de desenvolvimento em que a empresa se encontra, a existência de ativos intangíveis, como em empresas de alta tecnologia, além de outras características referentes ao negócio, afetam o processo de seleção das empresas pelos financiadores de PE. Nota-se também, que os problemas que ocorrem na fase de agenciamento podem ser reduzidos ou evitados, se o processo de seleção das empresas for realizado de forma sistemática e cuidadosa (CUMMING, 2004).

### **1.1.1. Gestoras e Fundos de *Private Equity***

Uma típica gestora de PE é organizada em uma sociedade por ações. Os principais gestores de PE do mundo são Blackstone, Carlyle e KKR. Estas organizações apresentam estruturas enxutas, descentralizadas e com número reduzido de funcionários, em que a tendência está em cada vez mais contratar profissionais com experiência em diferentes áreas.

As gestoras de PE captam recursos através dos fundos de PE. A maioria desses fundos é veículo de patrimônio fechado<sup>1</sup>, cujo investidor compromete o capital referente ao patrimônio do fundo considerando a taxa de administração e o valor a ser investido nas empresas. Do ponto de vista legal, os fundos de PE são constituídos sob forma de sociedades limitadas nas quais o gestor (*General Partner* – GP) administra o fundo e o investidor (*Limited Partner* – LP) provém o capital. Os LP geralmente são constituídos por investidores institucionais como: fundos de pensão, bancos de desenvolvimento, *endowments*, companhias de seguro, assim como investidores individuais com elevado patrimônio. Geralmente os GP investem 1% do patrimônio do fundo, mas em alguns casos esse valor é bem maior.

Os fundos possuem um prazo médio de dez anos, mas podem ser estendidos por mais alguns anos. O período para o investimento do capital comprometido nas empresas constitui os primeiros cinco anos e, os cinco anos seguintes são para o monitoramento das empresas investidas e para o desinvestimento, retornando o capital investido aos investidores. Após comprometer o capital, os LP têm pouca atuação nas decisões a serem tomadas pelos fundos, de modo que as principais questões (*covenants*) são acordadas previamente através do regulamento do fundo. Questões como volume de capital aportado por empresa, perfil de empresa que o fundo pode investir, nível de alavancagem do fundo fazem parte do regulamento.

O fundo de PE ou GP é remunerado de três formas: (i) taxa de administração anual, que é um percentual do capital comprometido, e depois que os investimentos são realizados, um percentual do capital aportado; (ii) participação nos resultados do fundo, geralmente fica em 20% do retorno líquido ao investidor; e, (iii) taxa de monitoramento, alguns GPs negociam com as próprias

---

<sup>1</sup> Em que o investidor não pode realizar saques ao longo do período de duração do fundo.

empresas algum tipo de taxa ou remuneração em prol da participação no dia a dia das empresas investidas (KAPLAN; STRÖMBERG, 2008).

### **1.1.2. *Private Equity* no Mundo**

O mercado de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC) teve início formal na década de 40 do século passado nos Estados Unidos. No entanto, esses investimentos tornaram-se relevantes a partir da década de 70. Pioneiros nesse negócio, os Estados Unidos são a principal referência da indústria mundial de PE/VC (RIECHE; SANTOS, 2006).

Os fundos de PE tiveram sua primeira importante atuação no início dos anos 80. Em dólar nominal, o investimento anual em PE nos Estados Unidos cresceu exponencialmente desde essa época, vindo de US\$ 0,2 bilhões em 1980 para mais de US\$ 200 bilhões em 2007.

Os investimentos em PE são cíclicos, iniciaram a crescer nos anos 80, com o ápice em 88 e declínio nos anos 90, seguido de um crescimento e pico em 1998 e nova queda no início dos anos 2000, com uma nova retomada a partir de 2003 e topo entre 2006 e 2007, quando se apresentam elevados níveis de investimento (KAPLAN; STRÖMBERG, 2008).

Ressalta-se que muitos dos grandes gestores americanos de PE apenas recentemente começaram a atuar em escopo global e uma significativa parcela desse capital deverá ser investida fora dos Estados Unidos. Esse tipo de investimento estrangeiro não era comum há vinte anos atrás nos Estados Unidos, portanto a comparação não é exatamente a mesma. Informações comparáveis a essas referentes a fundos não americanos são menos estruturadas, mas pode-se concluir que eles

também cresceram substancialmente. Em 2007, três dos 12 maiores patrimônios administrados por fundos de PE não eram norte americanos (LERNER, 2008).

### **1.1.3. *Private Equity* no Brasil**

Os fundos de PE tiveram sua atuação mais presente no Brasil a partir dos anos 1990 com o aquecimento da economia e do mercado de investimentos em participações, os conhecidos FIPs (Fundos de Investimentos em Participações).

Em comparação com a experiência norte-americana, a trajetória dos fundos de PE no Brasil passou por certa dificuldade. A instabilidade da economia, as elevadas taxas de juros nos mercados de títulos governamentais e a impossibilidade de planejar a longo prazo tornavam os investimentos muito arriscados frente ao diferencial de retorno previsto em relação a aplicações sem risco (PINTO, 1996). Somente em 1986 as firmas de PE foram institucionalizadas, através do Decreto-Lei 2.287, de 23.07.86, regulamentado pelas Resoluções 1.184 e 1.346, de 04.09.86 e 18.06.87, respectivamente.

Entretanto, o mesmo Pinto (1996) afirma que as falhas apresentadas por esses instrumentos legais acabaram inviabilizando o desenvolvimento destas sociedades no Brasil naquele momento histórico.

Em contrapartida, nos últimos anos foram observadas modificações no panorama regulatório brasileiro que estimularam a indústria brasileira de PE. A primeira mudança ocorreu em 2003 com a regulamentação própria dos Private Equities no país, através da instrução normativa número 391 da CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Já em 2005, foi aprovada a Lei número

11.101, também chamada de “Nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências”. Essa lei segue padrões modernizadores equivalentes aos norte-americanos, que tratam da liquidação e da reorganização das empresas (DELOITTE, 2007).

Em meados da década de 90, simultaneamente à estabilização econômica do país, observou-se o início do primeiro ciclo da indústria brasileira de PE. Seu término, entre os anos 2004 e 2005, gerou bons resultados, das 16 ofertas públicas iniciais, 9 foram de empresas financiadas por fundos de PE. O número de organizações gestoras atuantes no Brasil chegou a 142 em junho de 2008, com portfólio de investimentos em 481 empresas nacionais (FGV, 2008).

Nos últimos anos, impulsionada pelo ambiente de liquidez financeira mundial e pela forte expansão dos indicadores econômicos nacionais, a Indústria Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* apresentou uma evolução bastante significativa. O capital comprometido total cresceu à taxa média de 53,4% a.a. desde 2004 para atingir US\$26,65 bilhões em Junho de 2008. Entre Junho de 2007 e Junho de 2008, o capital comprometido da indústria aumentou de US\$15,91 bilhões para US\$26,65 bilhões, um crescimento de 68%,

Dos US\$ 26,7 bilhões de capital comprometido em junho de 2008, US\$ 11,5 bilhões estavam disponíveis para desembolso no período de investimento: empresas de micro, pequeno e médio portes com elevado impacto na economia como é característica do setor. Esse montante corresponde a quase o dobro dos US\$ 14,2 bilhões (0,5% do PIB) do Fundo Soberano do Brasil, um dos principais instrumentos de investimento do setor público brasileiro (FGV, 2008).

O capital comprometido da Indústria Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* em 30/06/2008 representava 1,7% do PIB, contra 0,6% em 2004, porém este número ainda é menos da metade da média mundial de 3,7% . Nos Estados Unidos e na Inglaterra, dois países com

décadas de tradição em *Private Equity* e *Venture Capital*, a proporção dessa indústria em relação ao PIB equivale a 3,7% e 4,7%, respectivamente (FGV, 2008).

Com a melhoria do cenário macroeconômico e aumento da liquidez mundial, concomitantemente à redução das taxas de juros, a bolsa de valores voltou a ganhar destaque como alternativa de investimento de longo prazo. De fato, a partir de 2004 o mercado de capitais brasileiro tomou um novo impulso com a onda de IPOs desencadeada pelos desinvestimentos de empresas dos portfólios de algumas organizações gestoras de PE/VC. Entre 2004 e Junho de 2008 foram realizados 110 IPOs que levantaram R\$88,5 bilhões, das quais 39 empresas tinham recebido investimentos de PE/VC anteriormente à oferta pública.

## **1.2. *Leveraged Buyout* (LBO)**

As transações que afetam a propriedade e controle de uma empresa podem ter várias formas, incluindo M&A e *takeover* e alguns tipos de *buyouts*. Um *buyout* diferencia-se de aquisição e *takeover*, no fato que um grupo de indivíduos, e não uma empresa, compra a empresa alvo. Se o grupo inclui gestores da empresa alvo, então se tem um *management buyout* (MBO). Se o grupo inclui os funcionários da empresa alvo, a transação é chamada de *employee buyout* (EBO). Adicionalmente, os *buyouts* em geral fecham o capital de empresas de capital aberto. No caso do *buyout* utilizar a emissão de títulos tendo como garantia os ativos da empresa alvo, então a transação é chamada de *leveraged buyout* (LBO) (LUZ, 2009).

LBO caracteriza-se pela aquisição de uma empresa como um todo, ou uma divisão de uma corporação, financiada, em que grande parte do capital é dada por dívida do adquirente. Em um

LBO a empresa é adquirida por um fundo de investimento especializado, utilizando uma parte relativamente pequena em *equity* e uma parte relativamente grande de financiamento bancário. O próprio negócio adquirido gerará fluxo de caixa para saldar a dívida. Um fundo de LBO normalmente realizará seus ganhos em três a cinco anos, através de venda, oferta pública da empresa ou recapitalização com novo endividamento.

Em geral, as LBOs são realizadas por fundos de *Private Equity*. Em uma LBO típica, o fundo de PE adquire o controle de uma empresa já consolidada no mercado. Isso distingue os fundos de PE dos *Venture Capital*, os quais tipicamente investem em empresas emergentes. (KAPLAN; STRÖMBERG, 2008).

Os LBOs emergiram como um importante fenômeno nos anos 80. Nessa década, a atividade de LBO cresceu sustentada na aposta de que esse tipo de fundo seria a forma dominante de operações da época, baseado no argumento de que as firma de PE concentravam seus esforços na gestão das empresas do portfólio, gerando uma estrutura organizacional enxuta. Os fundos de PE inseriam modelos de remuneração dos executivos por performance, estrutura de capital alavancada e governança ativa nas empresas investidas. A gestão dessas empresas estava em níveis superiores à de típicas corporações, com acionistas dispersos, baixa alavancagem e baixa governança (JANSEN, 1989<sup>2</sup> *apud* KAPLAN; STRÖMBERG, 2008).

Poucos anos depois, estas constatações pareceram precoces. Com a quebra do mercado de *junk Bond* (obrigação especulativa), e a quebra do banco de investimentos Drexel Burnham Lambert, um grande número de LBO altamente rentável resultou em quebras e falências, e, as LBOs de empresas abertas (também chamadas transações de abertas para fechadas) desapareceram no início dos anos 1990 (KAPLAN; STRÖMBERG, 2008).

---

<sup>2</sup> JANSEN, M., 1989. Eclipse of the public corporation. **Harvard Business Review**, sep-oct, 61-74.

Enquanto LBOs de companhias abertas eram relativamente escassas durante os anos 90 e início dos anos 2000, fundos de LBO continuaram a adquirir empresas fechadas. No meio dos anos 2000, as LBOs em empresas abertas reapareceram. Menos de 20 anos após a primeira quebra, a economia norte-americana, e o resto do mundo, vivenciaram o segundo boom de LBOs (KAPLAN e STRÖMBERG 2008).

Os padrões observados no processo de captação dos PE refletem em todas as transações de compra de controle (*buyout*). Há um ciclo similar em ambas as transações. O valor das operações atingiu o topo em 1988, caiu no início dos anos 90, subiu e atingiu um novo topo no final dos anos 90, caiu nos anos 2000 e aumentou fortemente de 2004 a 2006. Uma grande parte das *buyouts* foi realizada nos últimos anos. De 2005 a junho de 2007 foram realizadas 5.188 operações, com um *enterprise value* (EV) total estimado de US\$ 1,6 trilhões (dólar de 2007), representando 30% do total de operações desde 1984 e 43% do valor total respectivamente. De janeiro de 1970 até Junho de 2007 ocorreram 17.171 LBOs financiadas por PE. O valor das operações é mensurado através do EV das empresas adquiridas, convertidos em dólar de 2007.

Segundo Opler<sup>3</sup> (1993, *apud* Luz, 2009), empresas que realizam LBO podem ser caracterizadas por apresentarem uma combinação de baixas oportunidades de investimentos e alto fluxo de caixa, tendem a serem mais diversificadas e com alto custo em caso de crises econômicas.

Do ponto de vista do gestor o LBO tem algumas características atraentes, tais como:

- Benefícios fiscais associados ao endividamento;
- Maior discricção das informações por não ser mais pública;
- Aumento do caixa sem a perda da participação dos fundadores da empresa;

---

<sup>3</sup> OPLER, T. The Characteristics of Leveraged Buyout Firms. **Journal of Finance**, December 1993.

- Oportunidade dos gestores se tornarem donos de uma porção significativa da empresa.

### **1.2.1. Estrutura e Critérios de um LBO**

A estrutura básica de um LBO é a seguinte: (i) Cria-se uma sociedade de propósito específico para realizar a aquisição; (ii) a principal fonte de financiamento são diferentes tipos de dívida; (iii) se há um fundo de PE envolvido, o fundo entra com o *equity* e estrutura a dívida; (iv) os executivo também deverão prover de *equity* na operação (*managemet buyout*).

Uma típica operação de PE, o fundo adquire parte ou a totalidade de uma empresa. Se a empresa possui capital aberto, geralmente paga-se um prêmio entre 15 e 50% sobre o preço corrente da ação. No caso da compra alavancada do controle acionário (LBO), entre 60 e 90% é feita através de dívida, a qual quase sempre é composta por um financiamento via banco de investimento. Nos anos 80 e 90 os bancos eram os principais financiadores dessas dívidas. Nos últimos anos, entretanto, investidores institucionais têm financiado boa parte dos empréstimos (LERNER, 2008).

Entre esses investidores incluem-se fundos de hedge e gestores de dívidas, os quais combinam uma série de dívidas sênior de longo prazo em um fundo e dividem em diferentes partes para vender para investidores institucionais. A dívida na LBO também inclui uma porção não securitizada que é financiada por fundos de mezanino<sup>4</sup>, cuja dívida é subordinada a dívida sênior.

---

<sup>4</sup> Fundo de Mezanino: Investimentos em empresas com potencial de alta geração estável de caixa por meio de dívidas subordinadas, instrumentos híbridos de financiamento, incluindo debêntures de várias modalidades e direitos de subscrição (FGV, 2008).

As características específicas para um bom LBO, segundo Blaydon<sup>5</sup> (2003, *apud* LUZ, 2009), incluem:

- Fluxo de caixa estável e previsível;
- Baixo endividamento da empresa alvo;
- Posição forte no mercado;
- Baixa necessidade adicional de capital de giro;
- Baixa necessidade futura de investimentos;
- Grande base de ativos para utilização como garantia da dívida;
- Ativos de fácil liquidação;
- Gestores altamente capacitados;
- Estratégia de saída viável;
- Alto potencial para redução de custos.

Um LBO geralmente terá mais de um tipo de endividamento para angariar todo o capital necessário (Tabela 1).

---

<sup>5</sup> BLAYDON, C. Tuck School of Business at Dartmouth. Center of Private Equity and Entrepreneurship. Note on Leveraged Buyouts; Set. 2003.

**Tabela 1: Estrutura típica de uma transação de LBO**

Oferta	Percentual da Transação	Custo de Capital	Parâmetros para o Credor	Fontes
Dívida Sênior	50 - 60%	7 - 10%	5-7 anos para o retorno 2.0x – 3.0x EBITDA 2.0x cobertura de juros	Bancos comerciais Empresas de crédito Empresas de seguro
Financiamento de Mezzanino	20 - 30%	10 - 20%	7-10 anos para o retorno 1.0x – 2.0x EBITDA	Mercado Empresas de seguro Fundos de LBO/ Mezzanino
Ações	20 - 30%	25 - 40%	4 - 6 anos para a saída	Gestores Fundos de LBO Subordinated Debts Bancos de investimento

Fonte: BLAYDON (2003, apud LUZ, 2009)

A estrutura de transação adequada pode variar de acordo com diferentes perfis de empresas e de indústrias. A capacidade de endividamento de um alvo potencial de LBO será influenciada pelas perspectivas para a indústria, economia, sazonalidade, taxas de crescimento do mercado e sustentabilidade das margens operacionais.

O nível de alavancagem de um LBO pode trazer vantagens ao negócio. Valores elevados para pagamento de taxa de juros e do principal tendem a forçar os gestores a melhorarem sua eficiência e performance operacional. São tomadas decisões como desinvestimento em negócios que não são o *core business* para a empresa, *dowsizing*, corte de custos ou investimentos em melhoria de tecnologias. Deste modo, o uso do endividamento serve, não apenas como técnica de financiamento, mas também como ferramenta para mudança do comportamento dos gestores (LUZ, 2009).

O maior risco do LBO está relacionado a dificuldades financeiras, as quais podem ser causadas por recessão, litígios legais, mudanças nas regulamentações, entre outras, prejudicando o cumprimento do compromisso do calendário de pagamentos da dívida e implicando em falência técnica, ou liquidação definitiva.

## 1.2.2. Benefício do LBO

Alguns dos principais benefícios em LBOs levantados por Shorun (2008):

- Aumento do *tax shield*: um grande aumento na qualidade de endividamento usado para financiar a compra aumenta as despesas para amortização, diminuindo o lucro da empresa, e conseqüentemente o montante de impostos pagos. Esses ganhos são refletidos como prêmio pago pelos compradores (KAPLAN, 1989<sup>6</sup> *apud* LUZ, 2009);
- Aumento do monitoramento diminui o *agency costs*: bancos costumam ser efetivos no monitoramento, direcionando os gestores a focar na performance, valor e diminuição do desperdício de recursos. Sua participação no conselho e / ou indicando gestores tende a ajudar na governança da empresa.
- Efeito disciplinador da dívida: a necessidade de pagamento da dívida diminui a quantidade de fluxo de caixa livre para os gestores desperdiçarem em investimentos de baixo retorno, forçando-os a reestruturar a empresa o mais rápido possível, buscando uma gestão eficiente e evitando a quebra.
- Melhores incentivos para os gestores: se os gestores participarem como parte do capital utilizado para a compra (como em um MBO – *Managemet Buyout*), ele estarão mais comprometidos com os resultados da empresa e diminuirão os conflitos de interesse entre sócios e gestores.
- Melhora da gestão: com o monitoramento dos especialistas de PE e a maior disposição dos gestores em cooperar na fase pós-compra.

---

<sup>6</sup> KAPLAN, Steven. Management buyouts: Evidence on taxes as a source of value. **Journal of Finance**, 1989.

### 1.2.3. Ondas de *Leveraged Buyout* (LBO)

Conforme o mercado de PE cresce, as características das operações de LBO vão se alterando. A primeira onde de *buyout* ocorreu no início dos anos 80 nos Estados Unidos, Canadá e Reino Unido, com menor relevância. De 1985 a 1989 esses três países representaram 89% em quantidade das operações de LBO do mundo e 93% em valor. Nessa época, a maioria das operações ocorria entre grandes empresas, em mercados maduros (como indústria e varejo) e operações de abertas para fechadas representaram cerca de metade do valor das transações.

A Tabela 2 a seguir apresenta características das 17.171 operações de LBO que ocorreram no mundo, incluindo os diferentes tipos de financiadores conforme a base de dados da CapitalIQ entre 1/1/1970 e 6/30/2007. O valor da companhia (EV) é a soma do *equity* mais a dívida líquida utilizada para pagar a operação, em dólar de 2007.

**Tabela 2: Características das transações de LBO no mundo ao longo do tempo**

Período	(Em US\$ Mil)					
	1985 - 1989	1990 - 1994	1995 - 1999	2000 - 2004	2005 - 30/06/2007	1970 - 30/06/2007
EV Total	\$257.214	\$148.614	\$553.852	\$1.055.070	\$1.563.250	\$3.616.787
Número de operações	642	1.123	4.348	5.673	5.188	17.171
Por tipo de LBO	% Conforme o EV					
Transações de abertas para fechadas	49%	9%	15%	18%	34%	27%
Transações privadas independentes	31%	54%	44%	19%	14%	23%
Divisional	17%	31%	27%	41%	25%	30%
Secundária	2%	6%	13%	20%	26%	20%
Distressed	0%	1%	1%	2%	1%	1%
LBO por região						
EUA e Canadá	87%	72%	60%	44%	47%	52%
Reino Unido	7%	13%	16%	17%	15%	15%
Oeste Europeu (Exceto Reino Unido)	3%	13%	20%	32%	30%	26%
Ásia e Austrália	3%	1%	2%	4%	6%	4%
Resto do Mundo	0%	2%	2%	3%	3%	3%

Fonte: Kaplan e Strömberg 2008

Seguindo a queda do mercado (“*junk bond*”) no final dos anos 80, operações abertas para fechadas declinaram significativamente, caindo para menos de 10% do valor das transações, enquanto a média do valor das aquisições caiu de US\$ 401 milhões para US\$ 132 milhões (ambos em dólar de 2007). “*Middle-market*” *buyouts* de empresas de capital fechado – tanto empresas independentes quanto divisões de grandes corporações – cresceram significativamente e contribuíram para o aquecimento das operações de PE nesse período.

Empresas do setor industrial e varejo reduziram sua participação nos alvos de aquisição de controle, conforme essa atividade expandiu-se para novos setores como tecnologia da informação, mídia, telecomunicação, serviços financeiros e saúde. Enquanto o valor das operações caiu, o número de transações dobrou entre 1990 e 1994, se comparado com o período entre 1985 e 1989.

O mercado de PE vivenciou um forte crescimento no período entre 1995 e 2004 (com exceção de 2000 e 2001) e continuou a se desenvolver. Aquisição de controle de empresas abertas aumentou, mas as operações de empresas fechadas continuaram representando mais de 80% do valor e mais de 90% da quantidade de operações durante o período. Observou-se um aumento da participação nas operações de *buyouts* pela saída dos fundos de PE de seus investimentos antigos. Entre 2000 e 2004, estas então chamadas *buyouts* secundárias representaram mais de 20% do valor das operações. Grandes corporações vendendo suas divisões foram a principal fonte de negócios no período.

As operações de *buyout* rapidamente se expandiram para a Europa. No período entre 2000 e 2004 o mercado de PE do leste europeu (incluindo Reino Unido) representou 48,9% das operações de LBO no mundo e os EUA representaram 43,7%. O escopo da indústria continuou se expandindo

nesse período, com empresas dos setores de serviços e de infra-estrutura passando a ser alvos comuns de *buyout*.

O boom do mercado de PE entre 2005 e meio de 2007 enfatizou muitas dessas tendências. Transações de aberta para fechada e *buyouts* secundárias cresceram rapidamente tanto em volume quanto quantidade, juntas representaram mais de 60% do volume total de US\$ 1,6 trilhões em operações de LBO durante esse período. *Buyouts* no setor “não-industrial” aumentaram a importância, e as atividades de PE se expandiram para novas partes do mundo, como Ásia (mesmo que os níveis ainda eram bastante modestos em relação aos EUA e a Europa). Conforme foram retomadas as grandes transações abertas para fechadas, a média do tamanho das operações triplicou entre 2000 e 2006. A Tabela 3, a seguir, apresenta as maiores operações de LBOs realizadas nos últimos 20 anos. Como se pode perceber, a partir dos anos 2000, houve um forte avanço na quantidade e no volume das operações realizadas.

**Tabela 3: Maiores operações de LBO**

<b>Data do Anúncio</b>	<b>Alvo</b>	<b>Compartador</b>	<b>Enterprise Value (em US\$ bilhões)</b>
out/88	RJR Nabisco Inc.	Kohlberg Kravis Roberts & Co.	31,1
mar/05	SunGard Data Systems Inc.	Bain Capital; Blackstone Group; Goldman Sachs Capital Partners; Kohlberg Kravis Roberts; Providence Equity Partners; Silver Lake Partners; TPG Capital (Texas Pacific Group)	11,76
nov/05	TDC AS (87.9%)	Nordic Telephone Co. ApS (Apax Partners; Blackstone Group; Kohlberg Kravis Roberts; Providence Equity Partners; Permira	13,87
dez/05	Hertz Corp.	Clayton, Dubilier & Rice Inc. e Carlyle Group	15,0
jan/06	Albertson's Inc.	SuperValu Inc.; CVS Corp.; Cerberus Capital Management; Kimco Realty; Schottenstein Stores; Lubert-Adler Real Estate Funds; Klaff Realty	17,36
mai/07	Altadis SA	CVC Capital Partners; PAI Partners (IBO)	21,03
mar/06	VNU NV	AlpInvest Partners; Blackstone Group; Carlyle Group; Hellman & Friedman; Thomas H. Lee Partners; Kohlberg Kravis Roberts & Co.	11
mai/06	Kinder Morgan Inc.	GS Capital Partners; AIG Global Asset Management; Carlyle Group; Riverstone Holdings	21,56
jun/06	Univision Communications	Madison Dearborn Partners; Providence Equity Partners; Texas Pacific Group; Thomas H. Lee Partners; Saban Capital Group	13,63
jul/06	HCA Inc.	Bain Capital; Kohlberg Kravis Roberts & Co.; Merrill Lynch Global Private Equity	32,67
set/06	Freescale Semiconductor Inc.	Blackstone Group; Carlyle Group; Permira; Texas Pacific Group (IBO)	17,6
out/06	Harrah's Entertainment Inc.	Apollo Management; Texas Pacific Group	27,4
nov/06	Clear Channel Communications Inc.	Bain Capital; Thomas H. Lee Partners	26,44
nov/06	Equity Office Properties Trust	Blackstone Real Estate Partners	38,89
dez/06	Biomet Inc.	Blackstone Group; Goldman Sachs Capital Partners; Kohlberg Kravis Roberts; Texas Pacific Group	10,88
fev/07	TXU Corp.	Kohlberg Kravis Roberts; Texas Pacific Group; Goldman Sachs Capital Partners	43,8
mar/07	Alliance Boots PLC (85.01%) (Bid No 1)	Kohlberg Kravis Roberts	20,47
mai/07	First Data Corp.	Kohlberg Kravis Roberts	27,86
abr/07	Coles Group Ltd. (88.7%)	Wesfarmers; Macquarie Bank; Pacific Equity Partners; Permira	13,63
mai/07	Alltel	TPG Capital, GS Capital Partners	27,87
abr/07	SLM Corp.	Bank of America; J.P. Morgan Chase; JC Flowers; Friedman Fleischer & Lowe	25,57

Fonte: Grocer, 2007

### 1.2.4. Forma e *Timing* de saída

Tendo em vista que a maioria dos fundos de PE possui prazo limitado de operação, as saídas são um importante aspecto no processo de PE. Em vista disso, das muitas operações de LBO ocorreram nos anos recentes ainda não foram desinvestidas, 54% das 17.171 operações (desde 1970) (novembro 2007). Essa observação alerta para duas questões: primeiro, qualquer conclusão sobre o impacto de longo prazo das LBO deve ser prematura; segundo, análises empíricas da performance das LBO terão sua seleção prejudicada por avaliar apenas operações desinvestidas (saídas).

A Tabela 4 apresenta informações referentes à saída das 17.171 LBOs que ocorreram no mundo, incluindo os diferentes tipos de financiadores conforme a base de dados da CapitalIQ entre 1/1/1970 e 6/30/2007. Os números são expressos em percentual das transações.

**Tabela 4: Característica das saídas das LBOs ao longo do tempo.**

Ano Original da LBO	1970 - 1984	1985 - 1989	1990 - 1994	1995 - 1999	2000 - 2002	2003 - 2005	2006 - 2007	Todo o período
<b>Tipo de desinvestimento</b>								
Falência	7%	6%	5%	8%	6%	3%	3%	6%
IPO	28%	25%	23%	11%	9%	11%	1%	14%
Vendido para um comprador estratégico	31%	35%	38%	40%	37%	40%	35%	38%
Vendido para um comprador financeiro	5%	13%	17%	23%	31%	31%	17%	24%
Vendido para uma empresa de LBO	2%	3%	3%	5%	6%	7%	19%	5%
Vendido para a os executivos	1%	1%	1%	2%	2%	1%	1%	1%
Outros	26%	18%	12%	11%	10%	7%	24%	11%
Não desinvestido até Nov.2007	3%	5%	9%	27%	43%	74%	98%	54%
<b>% de desinvestimentos em</b>								
24 meses	14%	12%	14%	13%	9%	13%	12%	
60 meses	47%	40%	53%	41%	40%	42%		
72 meses	53%	48%	63%	49%	49%	51%		
84 meses	61%	58%	70%	56%	55%	58%		
120 meses	70%	75%	82%	73%	76%			

Fonte: Kaplan e Strömberg, 2008

A forma mais comum de saída (desinvestimento) de uma empresa é a venda para um comprador estratégico (não financeiro), que ocorreu em 38% das saídas. A segunda via de saída mais comum é a venda para outro fundo de PE na chamada LBO secundária (24%), essa forma de saída vem crescendo consideravelmente. Oferta pública inicial de ações (sigla em inglês IPO – *Initial Public Offering*), em que a empresa passa a ter suas ações listadas no mercado (e o fundo de PE pode vender posteriormente suas ações no mercado), representa 14% das saídas, essa via de desinvestimento vem reduzindo sua participação ao longo do tempo.

A baixa fração de IPO não significa que o crescimento do mercado de PE tem sido as custas do mercado acionário. Kaplan e Strömberg (2008), mostram que das operações de PE que ocorreram entre 1970 e 2002, 11% das empresas fizeram abertura de capital, enquanto que apenas 6% dessas empresas já eram listadas antes da aquisição pelos fundos de PE, gerando um fluxo positivo do mercado de privado para o mercado de ações.

Dado o alto nível de dívida envolvido nessas transações, observa-se um número não trivial de LBO que resultaram em falência. Da amostra total, 6% dos negócios resultaram em falência ou re-estruturação. Excluindo as LBOs que ocorreram após 2002, as quais não devem ter tido tempo suficiente para passar por dificuldades financeiras, a incidência sobe para 7%. Considerando um período médio de seis anos, observa-se uma taxa anual de falência de 1,2%. Essa taxa é inferior a média de falência observada no relatório anual da Moodys nos EUA entre 1980 e 2002, de 1,6% ao ano. Entretanto, nem todos os casos de falência foram divulgados e estão disponíveis nas fontes de pesquisa: alguns desses casos devem ter sido “escondidos” na, relativamente, grande fração das “não informadas” saídas (11%).

De acordo com o levantamento de Kaplan e Strömberg (2008), em média o período de permanência de uma LBO é de seis anos, mas esse prazo tem variado ao longo do tempo. Em

particular, no início dos anos 90 o período médio de permanência foi inferior a 5 anos por negócio adquirido, impulsionado principalmente pelo aquecimento das aberturas de capital.

Recentemente, os fundos de PE têm sido acusados por estarem mais orientados a operações de curto prazo, preferindo rapidamente desinvestir (“quick flips”), ao invés de permanecer na companhia para explorar seu potencial completo de crescimento. Conforme Kaplan e Strömberg (2008), não há evidências de que os “quick flips”, em que fundos de PE desinvestindo em períodos inferiores a 24 meses estão se tornando comuns. Ao contrário, observa-se que os períodos de permanência acima de 12-24 e 60 meses vem crescendo desde os anos 90.

## **2. CASOS DE LBO**

Este capítulo apresenta casos de LBO que permitirão uma análise do estágio desse tipo de operação no Brasil. Os casos foram selecionados em função de critérios como relevância, naqueles internacionais, e acesso a informações, naqueles realizados no Brasil.

A partir do levantamento das maiores operações de LBO já realizadas, apresentado anteriormente na Tabela 3, foram selecionados dois casos de LBO em empresas internacionais, a RJR Nabisco e Hertz Corp. A escolha dos casos brasileiros recaiu sobre duas empresas, Magnesita e San Antonio, cujas operações foram realizadas pela GP Investments, uma das principais gestoras de fundos de PE na América Latina.

### **2.1.RJR Nabisco**

Em 19 de Outubro de 1987 o mercado acionário passou por um enorme colapso que ficou conhecido por "black Monday". As ações da RJR Nabisco foram negociadas na semana anterior acima dos 60 dólares. Após o colapso o preço a cotação encontrava-se abaixo dos 40 dólares e não conseguia recuperar. Em Dezembro a empresa anunciava um aumento de 25% nos resultados, mas Wall Street não reagia (NEVES, 1996).

As ações das empresas de alimentação e bebidas se recuperaram de algum modo durante o inverno de 1987, mas Wall Street parecia tratar a RJR Nabisco como uma empresa de tabaco, no entanto 60% das suas vendas vinham das marcas Nabisco e Del Monte.

Em Janeiro de 1988 a imprensa noticiava a RJR Nabisco como um interessante alvo para aquisição. Diversos movimentos e conversações ocorreram no sentido de realizar uma LBO por parte de um grupo de acionistas liderado por um dos maiores acionistas da RJR Nabisco que considerava a empresa sub-avaliada e o Citibank. Este grupo pretendia que o presidente da RJR Nabisco, aderisse ao LBO e que ele e os gestores da empresa controlassem cerca de 15% do capital (NEVES, 1996).

Como o preço de cotação, na ótica do Conselho de Administração, estava subavaliado, foi anunciado um plano de aquisição de 20 milhões de ações próprias com preços entre os 52 e os 58 dólares. No mês seguinte a RJR adquiriu mais 21 milhões de ações ao preço de 53,50 dólares. Apesar de ter gasto cerca de 1,1 milhões de dólares em compra de ações próprias o preço de cotação da RJR Nabisco manteve-se ao nível dos 50 dólares por ação. No entanto os lucros e as vendas continuavam a crescer (NEVES, 1996).

Entretanto em Julho de 1988, foram aprovadas algumas cláusulas *antitakeovers*, nomeadas *golden parachutes*<sup>7</sup>, sinalizando os receios que o Conselho de Administração quanto à possibilidade da RJR Nabisco sofrer uma OPA<sup>8</sup> (NEVES, 1996).

Em setembro de 1988 o fundo de *Private Equity* Kohlberg Kravis Robert & Co (KKR), identificou que havia muito espaço para uma OPA, mas que seria difícil fazê-la de forma amigável. As diversas avaliações na posse de Kravis eram todas elas superiores a 80 dólares por ação. Todos os banqueiros de Wall Street sabiam que a RJR tinha muito espaço para reduzir sua

---

<sup>7</sup> *Golden parachutes*: trata-se de estipulações contratuais que obrigam o pagamento de indenizações milionárias aos administradores das sociedades que pretendam removê-los dos respectivos cargos, independentemente de haver ou não justa causa na demissão.

<sup>8</sup> OPA: Oferta Pública de Aquisição de Ações, é uma operação através da qual um acionista ou uma sociedade pretende comprar uma participação ou a totalidade das ações de uma empresa cotada em Bolsa. O termo em inglês muito utilizado para tratar da OPA, quando a mesma busca a aquisição de controle de outra empresa, é "take over".

estrutura, mas não esperavam avaliações tão altas. A obtenção de um documento confidencial da RJR Nabisco apontava para o valor da empresa entre os 82 e os 111 dólares.

As edições do *The Wall Street Journal* e *The New York Times* anunciavam, dias depois do anúncio do MBO<sup>9</sup>, que a Kohlberg Kravis Robert se preparava para lançar uma OPA sobre a RJR Nabisco a 90 dólares por ação. No final de Novembro de 1988 a KKR acabaria por obter o controle da RJR Nabisco ao preço de 109 dólares por ação, num total de cerca de 25.000 milhões de dólares (NEVES, 1996).

## **2.2.Hertz Corporation**

Em 2005, a Ford, a segunda maior fabricante de autopeças dos Estados Unidos na época, colocou a Hertz à venda para levantar capital em um momento em que vem perdendo participação de mercado para rivais como a Toyota Motor Corp. Os negócios da Ford na América do Norte tinham registrado prejuízo nos três dos últimos quatro trimestres. William Clay Ford Jr., chefe executivo da companhia, se comprometeu a aumentar os rendimentos da Ford.

Em meados de 2005, a Ford Motors Company decidiu vender, pela melhor oferta uma de suas subsidiárias, a Hertz Corporation, a maior locadora de veículos dos Estados Unidos na época. No dia 13 de setembro de 2005, o *The Wall Street Journal* relatou que um grupo de investidores privados liderados por Clayton, Dublier & Rice (CDR), uma empresa de capital fechado, juntamente com o Carlyle Group, uma dos maiores Fundos de PE do mundo, havia chegado a um acordo com a Ford para comprar as ações em circulação da Hertz por US\$ 5,6 bilhões. Além

---

<sup>9</sup> MBO: Management buyout, o investidor da LBO opera com a participação dos executivos, os quais participam com uma pequena parcela de equity.

disso, a Hertz possuía US\$ 9,1 bilhões em dívidas que precisavam ser refinanciadas como parte do acordo. A CDR planejava financiar a transação levantando mais de US\$ 11 bilhões em dívida nova (BERK; DEMARZO, 2008).

Para concluir a aquisição da Hertz, o grupo liderado pela CDR utilizou pelo menos quatro diferentes tipos de dívidas: títulos nacionais e estrangeiros de alta rentabilidade, empréstimos bancários e títulos com ativos como garantia. Além disso, cada emissão de dívida possuía termos e condições específicas, determinadas na época da emissão.

A LBO da Hertz, foi uma transação de aberta para fechada, em um valor total de US\$ 15,2 bilhões, na época a segunda maior transação desse tipo. O valor total inclui US\$ 5,6 bilhões em ações, US\$ 9,1 bilhões em dívidas e US\$ 0,5 bilhão em taxas e despesas. Além de US\$ 11,1 bilhões em dívida nova, a transação foi financiada utilizando US\$ 1,8 bilhões em dinheiro e títulos da própria Hertz. Os outros US\$ 2,3 bilhões em *Private Equity* foram investidos pelo CDR, The Carlyle Group e pelo Merrill Lynch Global Private Equity (BERK; DEMARZO, 2008). A seguir (Tabela 5), apresenta-se a dívida que foi emitida para financiar o LBO da Hertz.

**Tabela 5: Nova dívida emitida como parte do LBO da Hertz**

<b>Tipo de Dívida</b>	<b>Valor (US\$ milhões)</b>
Dívida Pública	
Emissões de títulos especulativos	2.668,9
Dívida Privada	
Empréstimo a prazo	1.707,0
Linha de crédito rotativo com ativos como garantia	400,0
Dívida "de frota" com ativos como garantia	6.348,0
<b>Total</b>	<b>11.123,9</b>

Fonte: Berk e Demarzo (2008)

### **2.3.Magnesita**

A Magnesita é uma empresa nacional que atua, principalmente, na mineração de magnesita e outros minerais, como talco e dolomita e na produção e comercialização de materiais refratários destinados a indústrias siderúrgicas e cimenteiras, além de prestação de serviços de gestão de consumo de refratários na produção de aço.

Em agosto de 2007 a GP Investimentos, gestora de fundos de *Private Equity*, adquiriu o controle da mineradora e fabricante de material refratário Magnesita. Nessa transação, o valor pago aos controladores, a família mineira Pentagna Guimarães, foi de R\$ 1,24 bilhão, por 70,7% do capital votante e 38,6% do capital total. A transação foi uma compra alavancada, ou seja, financiada com endividamento. Na compra da Magnesita, R\$ 560 milhões foram pagos com um empréstimo do banco ABN Amro, assessor financeiro da transação. Os demais R\$ 680 milhões foram com capital próprio do fundo (LUZ, 2009).

### **2.4.San Antonio**

A San Antonio é a empresa líder no setor de prestação de serviços para exploração e produção de gás e petróleo na América Latina, operando há mais de 50 anos na região. A empresa provê seus serviços em oito países latino-americanos, opera 205 perfuradoras e registrou receita consolidada de mais de US\$1 bilhão em 2007. A companhia foi formada em 2007 com a aquisição, pela GP Investments e outros co-investidores, dos negócios de perfuração *onshore*, perfuração e prestação de serviços de serviços para exploração e produção de gás e petróleo da Pride International.

A compra San Antônio Internacional<sup>10</sup>, em 2007, foi alavancada, algo ainda pouco comum no mercado brasileiro. Ou seja, parte substancial do valor de compra foi pago com um empréstimo tomado dentro da própria companhia. E é esse crédito que está na origem da dívida renegociada agora. Do total de US\$ 1 bilhão, US\$ 400 milhões foram pagos em dinheiro dos compradores e US\$ 600 milhões vieram de um empréstimo-ponte concedido pelo Citibank. Esse empréstimo foi trocado, depois, por dívidas de prazo mais longo.

---

<sup>10</sup> Novo nome que foi dado às subsidiárias latino americanas da Pride International, em oito países da América Latina, envolvidas na perfuração de poços de petróleo e gás em terra.

### 3. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

O estudo permite observar que existem diferenças, como o tipo de dívida utilizada para alavancar as operações, o que está relacionado com o nível de desenvolvimento do mercado financeiro e da indústria de PE nos países. O que acaba refletindo nas condições e no acesso ao financiamento, bem como na forma de desinvestimento das operações. Quando as empresas levantam capital emitindo títulos de dívida, elas possuem várias fontes potenciais junto às quais elas podem buscar fundos. Para realizar a aquisição da Hertz, por exemplo, foram utilizadas pelo menos quatro diferentes fontes de financiamento, já no caso das aquisições da Magnesita e da San Antônio, observou-se uma estrutura mais simples de alavancagem.

Além disso, questões regulatórias e políticas econômicas, em especial elevadas taxas de juros, foram fatores que influenciaram fortemente a demora do desenvolvimento da indústria de *Private Equity* no Brasil, por exemplo, em relação aos países desenvolvidos, principalmente aos Estados Unidos. Outro ponto a ressaltar é o volume das operações, em que no Brasil, ainda são bastante inferiores aos observados em operações internacionais (Tabela 6).

**Tabela 6: Resumo dos Casos analisados**

<b>Empresa Alvo</b>	<b>Comprador</b>	<b>Valor (em U\$ Bilhões)</b>	<b>Data</b>
RJR Nabisco	Kohlberg Kravis Roberts & Co.	31,4	1989
Hertz Corp.	Clayton, Dubilier & Rice Inc. e Carlyle Group	15,0	2005
Magnesita	GP Investments	1,6	2007
San Antonio	GP Investments	1,0	2007

Fonte: elaborada pela autora

Complementarmente ao exposto acima, questões, como as listadas a seguir, impactam diretamente na evolução e na estrutura das operações e apresentam fortes variações entre os países, o que acaba impactando na evolução do mercado financeiro como um todo:

- Os diferentes tipos de empresas familiares que estão vendendo suas posições e o seu impacto na estrutura acionária da operação, caso permaneçam na gestão;
- A qualidade das informações contábeis disponíveis varia entre os países, influenciando diretamente o avanço das operações;
- Em algumas empresas, observa-se relutância para permitir auditoria por terceiros, o que dificulta o processo de análise e aquisição;
- Em mercados pequenos e pouco líquidos os desinvestimentos são mais difíceis;
- Economias em desenvolvimento apresentam maiores impedimentos legais para a utilização de recursos para financiar as *buyouts*.

Esses fatores vão ao encontro do que se levantou anteriormente na pesquisa, no que tange à evolução do mercado de *Private Equity* em países desenvolvidos versus países em desenvolvimento. Como se pode observar nos dados apresentados, o Brasil, por exemplo, encontra-se em um estágio de desenvolvimento da indústria de *Private Equity* em que os Estados Unidos encontravam-se há cerca de 20 anos atrás. Como reflexo disso, ainda existem poucas operações relevantes da LBO no país, bem como, o acesso às informações também ocorre de forma mais restrita nesses casos.

## 4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O mercado de aquisições alavancadas foi inaugurado há 30 anos, por Henry Kravis, George Roberts e Jerome Kohlberg. Então saídos do banco de investimento Bear Sterns, os três criaram o KKR e descobriram uma maneira de comprar empresas enormes com muito pouco dinheiro próprio. Para isso, bastava pegar emprestado um valor que muitas vezes chegava a 90% do total da aquisição e, depois, usar o fluxo de caixa da companhia adquirida para pagar a dívida. O poder do KKR cresceu exponencialmente nos anos 80, até que atingiu seu ponto máximo em 1989, com a compra da RJR Nabisco por 25 bilhões de dólares, negócio que permaneceu até recentemente no posto de maior LBO da história.

Com a freada econômica do início dos anos 90 e uma série de fraudes que fechou o mercado de crédito, os fundos de *Private Equity* iniciaram um período de hibernação que só terminou após o estouro da bolha da internet e os atentados de 11 de setembro, no início dos anos 2000. Para reanimar a economia, bancos centrais de todo o mundo baixaram as taxas de juro, o que incentivou investidores institucionais a buscar alternativas mais arriscadas e rentáveis de investimento. Além disso, a desvalorização das ações deu origem a pechinchas no mercado. Começou, então, o maior ciclo de aquisições alavancadas da história. As compras superaram 300 bilhões de dólares em 2006 e atingiram em 2007 cerca de 35% do volume total de fusões e aquisições nos Estados Unidos.

Em âmbito nacional, a despeito da restrição ao acesso de informações de operações nacionais, pode-se concluir que as LBOs devem ser entendidas como uma evolução das finanças corporativas no Brasil. Com o excesso de liquidez e o controle rígido da governança, as aquisições em geral são muito mais estudadas do que antigamente. Esse cenário permite

estruturar uma captação mais consistente e viabilizar operações de LBO no Brasil. Com as linhas de crédito cada vez mais abundantes e à procura de oportunidades e com os juros menores, há mais companhias dispostas a assumir esse tipo de compromisso.

Estudos comprovam que essas operações podem gerar inúmeros benefícios tributários para as empresas. Em função da elevada alavancagem, por um lado a empresa paga menos impostos e, por outro, é forçada a manter uma maior disciplina financeira. Além disso, tendo em vista que os fundos possuem prazos limitados de duração, os gestores estão fortemente focados na performance e no retorno ao fundo. Outros benefícios dessas operações são a melhoria na governança corporativa, com a estruturação de conselhos eficientes, com indicação de especialistas para os conselhos e planos de incentivo aos gestores.

Finalmente, o trabalho realizado teve uma abordagem restrita no que tange a profundidade da análise dos casos. Como sugestão para pesquisas futuras, destaca-se tanto abordagens mais profundas em casos específicos, como, por outro lado, um levantamento de um maior número de operações, que tenham sido realizadas em outros mercados.

## Referências

BERK, Jonathan; DEMARZO, Peter. **Finanças Empresariais**. Porto Alegre: Bookman, 2009.

CARVALHO, Antonio Gledson de; RIBEIRO, Leonardo de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. **A indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* - Primeiro Censo Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2006.

CUMMING, Douglas J.. Agency costs, institutions, learning and taxation in Venture Capital contracting. **Journal of Business Venturing**. November, 2004. Disponível em <http://www.ssrn.com/>. Acessado em 16/04/2007.

DELOITTE. **Private Equity e Venture Capital: as principais tendências do mercado, a partir de uma pesquisa com 505 executivos de todo o mundo**. Deloitte Touche Tohmatsu, 2007.

ECB. **Large Banks and Private Equity-Sponsored *Leveraged Buyouts* in the EU April 2007**. European Central Bank, 2007.

FGV, Fundação Getúlio Vargas; GV Cepe, Centro de Estudos de *Private Equity* e *Venture Capital*. **Panorama da Indústria Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital***. Relatório de Pesquisa, Dezembro de 2008.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social** – São Paulo: Atlas, 2008.

GROSER, Stephen. Tracking the World's Biggest Buyouts. **The Wall Street Journal Online**. 05/07/07.

KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. ***Leveraged Buyouts and Private Equity***. Working Paper 14207. <http://www.nber.org/papers/w14207>. National Bureau Of Economic Research. July 2008

LERNER, Josh. The Globalization of Alternative Investments Working Papers. Volume 1: **The Global Economic Impact of Private Equity**. Report 2008 is published by the World Economic Forum.

LUZ, Daniel. **Operações Reais e Compras Alavancadas (*Leveraged Buyouts*): Um estudo de Caso Aplicado a Magnesita**. Dissertação de Mestrado. FGV. São Paulo. 2009.

METRICK, Andrew. *Venture Capital and the financial innovation*. United States of América, 2006.

NEVES, João Carvalho das. **RJR Nabisco**. Universidade Técnica de Lisboa. 1996.

PINTO, Luciane F. Gorgulho. Capital de Risco: Uma Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica – O Caso Contec. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, N7, junho de 1997.

RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O modelo brasileiro de Private Equity e Venture Capital**. Dissertação de Mestrado – Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005. 139 p.

RIECHE, Fernando Ceschin; SANTOS, Leonardo Pereira dos. **Investimentos em Pequenas e Médias Empresas com Elevado Potencial de Crescimento – Critérios de Seleção dos Capitalistas de Risco**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V 13, N 26, P. 89- 114, Dezembro de 2006.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F.. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 2008.

SAHLMAN, William. Insights from the *Venture Capital* Model of Project Governance. **Business Economics**. July, 1994, 3; ABI/ INFORM Global p.35.

SHINOHARA, Paulo. **Como funcionam os fundos de investimento em capital produtivo**. São Paulo: Trevisan Editora Universitária, 2007.

SHOURUM, Guo; HOTCHIKISS, Edith S.; SONG, Weihong. **Do Buyouts (Still) Create Value?**; Swedish Institute for Financial Research Conference on The Economics of the *Private Equity* Market, 2008.

TAKAHASHI, Janaina Tiemi. **Avaliação da Carteira de Ativos nos Fundos de Venture Capital e Private Equity**. São Paulo: Editora Atlas, 2006 (séria academia empresa 4).

**The Globalization of Alternative Investments Working Papers**. Volume 1: The Global Economic Impact of Private Equity. Report 2008 is published by the World Economic Forum.

ZIDER, Bob. **From the field: inside *Venture Capital***. Harvard Business School Publishing. November- December, 2000, HBSP Number 4959.