

INVESTIMENTOS EM PRIVATE EQUITY FEITOS POR FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS

Análises Insper-Spectra – Fevereiro 2016

Preâmbulo

Desde meados de 2015, diversos Fundos de Pensão Brasileiros começaram a expressar insatisfação com o retorno de seus investimentos em Private Equity. Como essa percepção difere da experiência que a própria Spectra vem tendo no setor, resolvemos fazer uma análise da carteira desses investidores para tentar entender a origem dessa diferença de percepção.

Sumário

A alocação dos Fundos de Pensão Brasileiros em Private Equity difere bastante da realizada por outros investidores tradicionais globais. Como principais pontos de divergência apontamos: (i) escolhas de gestores com times substancialmente menos experientes; (ii) um percentual alto de investimentos em fundos mono ativos, refletindo numa baixa diversificação da carteira dos fundos de pensão, com o risco concentrado em poucas empresas; (iii) uma excessiva concentração nos setores de Infraestrutura e Óleo & Gás, em detrimento de uma alocação mais generalizada em teses mais usuais de Private Equity.

1. Metodologia

Este estudo se baseia no capital investido das 45 entre as maiores Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPCs ou Fundos de Pensão) brasileiras, apurados nos Relatórios Anuais de Informações (RAI). Foi utilizado o valor investido com data base em 31/12/14, totalizando R\$9,5 bilhões de investimento em Private Equity.

Segundo a Abrapp, os ativos dos fundos de pensão em 2014 somam R\$733 bilhões. As entidades das quais foram coletadas informações representam 75% do patrimônio total das EFPCs brasileiras, indicando que a amostra utilizada nesse estudo é representativa para essa classe de investidores.

2. Gestores

A Tabela 1 contém os 10 gestores de Private Equity que mais receberam investimentos dos Fundos de Pensão no Brasil. Estes gestores representam aproximadamente 67% do total de capital investido na amostra deste estudo. Os gestores a direta da Tabela 1 são os 10 gestores de Private Equity com mais ativos sobre gestão no Brasil (tendo como fonte de captação todos os tipos de investidores e não apenas as EFPCs) segundo base de dados Spectra-Insper. Comparando-se os dados, observa-se que o único gestor presente em ambas é o BTG Pactual, o que evidencia a pouca correlação entre os gestores com maior quantidade de ativos sob gestão e os que mais receberam capital dos fundos de pensão brasileiros.

Tabela 1. Comparação dos maiores gestores do Brasil e mais escolhidos por EFPCs

Gestores que receberam a maior quantidade de investimento de EFPC				Gestores com maior ativo sob gestão		
Ranking	Gestor	AUM (R\$ Milhões)	Membro ABVCAP	Ranking	Gestor	Membro ABVCAP
1	Caixa	1.548	Sim	1	Patria Investimentos	Sim
2	Planner	853	Não	2	Advent International	Sim
3	BRZ	645	Sim	3	Gávea Investimentos	Sim
4	Angra	610	Sim	4	BTG Pactual	Sim
5	Global Equity	508	Sim	5	GP Investments	Sim
6	BTG Pactual	500	Sim	6	Southern Cross	Sim
7	Infra Asset	492	Não	7	Vinci Partners	Sim
8	Mantiq	478	Sim	8	Actis Capital	Sim
9	Artis	362	Não	9	Tarpon Investimentos	Sim
10	Bridge	342	Não	10	Carlyle Group	Sim

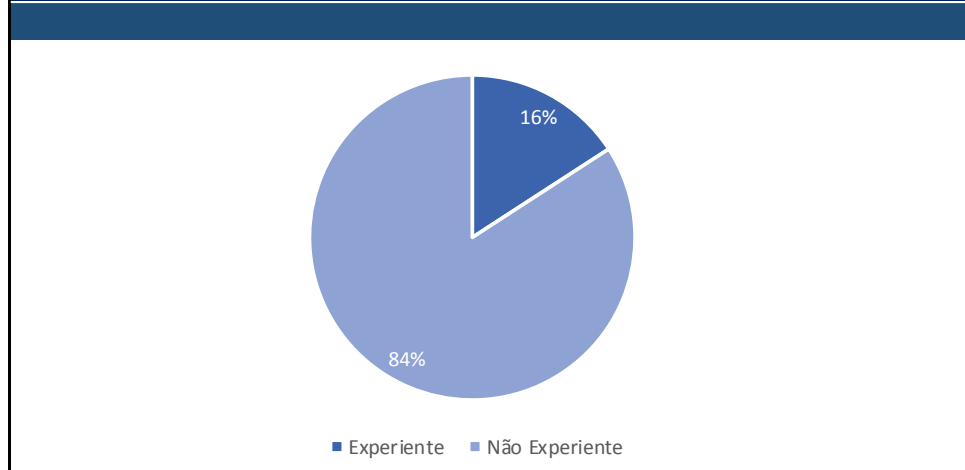
É interessante observar o fato de que 4 dos 10 gestores que mais receberam investimentos de EFPCs não são membros da ABVCAP, a associação de classe do setor, e a maior parte desses gestores tem baixa exposição em mídia especializada.

Uma possível explicação para a diferença entre os rankings (global e dos fundos de pensão) pode vir das exigências de governança feita pelos fundos de pensão. Por exemplo, a necessidade de estar presente no Comitê de Investimentos pode gerar o incentivo para que alguns gestores brasileiros com maior experiência busquem suas fontes de captação com outros investidores nacionais ou internacionais.

Para testar a hipótese de que os fundos de pensão brasileiros investem em gestores menos experientes, classificaram-se os gestores de Private Equity em Experientes e Não-Experientes. Para tal, foram considerados experientes os gestores cuja equipe já tivesse trabalhado em Private Equity em posição sênior anteriormente em uma estratégia similar ao do fundo em questão. Ou seja, spin-offs de equipes que montaram novas gestoras por mais que estivessem no primeiro fundo da casa eram considerados experientes. Por outro lado, uma gestora que criou um fundo novo com uma estratégia substancialmente diferente das estratégias dos fundos anteriores da casa foi considerada não experiente. Esse é um critério muito mais leniente do que a terminologia em geral utilizada por investidores internacionais, onde um gestor deixa de ser “emerging” apenas a partir do terceiro ou quarto fundo na mesma estratégia.

Todos os 10 maiores gestores brasileiros em termos de ativos sob gestão foram classificados como experientes de acordo com o critério adotado. Entretanto, conforme pode ser observado na Figura 1, menos de 16% do capital investido em Private Equity por Fundos de Pensão foi alocado em gestores experientes, o que apoia a hipótese levantada, de que os fundos de pensão brasileiros privilegiam gestores menos experientes. A seleção adversa nesse setor pode prejudicar o retorno das carteiras de private equity de EFPCs brasileiras no longo prazo.

Figura 1. Percentual investido por fundos de pensão em gestores Experientes e Não Experientes



3. Concentração por Ativos

Foi analisada a alocação dos Fundos de Pensão em FIPs Mono-Ativos, ou seja, fundos de investimento que concentram o grosso de seu patrimônio na compra de um único ativo.

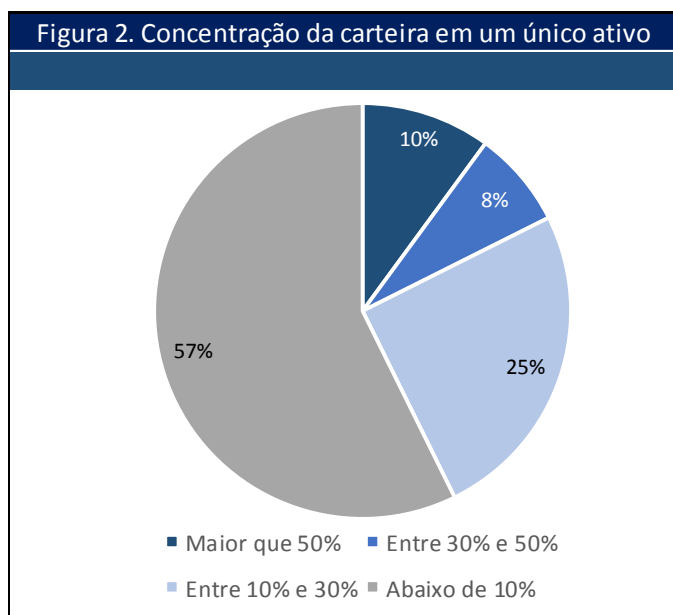
Os Fundos Mono-Ativo representam cerca de 39% do total de alocação em Private Equity dos fundos de Pensão, sendo que os 5 maiores dentre eles concentram cerca de 32% do volume total.

A Tabela 2, a seguir, apresenta os Fundos Mono-Ativos que receberam investimento das EFPCs, o capital alocado nestes ativos pelos fundos de pensão e quais os ativos finais de cada FIP.

Tabela 2. Descrição dos fundos Mono-Ativos que receberam alocação de Fundos de Pensão Brasileiros		
Fundos Mono-Ativos	Total de Investimentos (R\$ Milhões)	Ativos do Fundo
Sondas	1.219,2	Sete Brasil
Multiner	752,1	Multiner
Bioenergia	362,3	Bioenergia
ETB	341,8	ATG
Florestal	336,0	Eldorado Celulose e Papel
BRZ ALL	118,2	ALL
Coliseu	91,2	Terna
CRT FIP	85,7	Concessionaria Rio-Teresopolis S.A.
Caixa Barcelona	84,5	IRB-Brasil Resseguros
FIP FS	47,9	Tok Stock
Hydros	41,2	Odebrecht Ambiental
Riviera	39,4	GRP empreendimentos
GTD	29,3	GTD Participações S.A
Estaleiro	26,9	RG Estaleiros S.A.
MAG	18,9	Magnesita
Oas Empreendimentos	16,0	OAS Empreendimentos
CTS II	12,0	Ri Happy
Caixa Veneza	3,4	Habitar Negócios e Serviços S.A.
Votorantim Energia Sustentavel III	7,0	Eólica Falsa S.A
Biotec	8,9	Bio-Tec Participações S.A
BVEP Plaza	5,1	BVEP Empreendimentos Imobiliários S.A

Quando se analisa por Fundo de Pensão individualmente o investimento nos Mono-Ativos, percebe-se que em muitos casos a concentração é altíssima. Cerca de 10% dos EFPCs apresentam mais de 50% de seu investimento de Private Equity concentrado em apenas um

único ativo e 42% dos fundos de pensão concentram mais de 10% de seus investimentos em um único ativo, como pode ser observado na figura 2. Esta característica é mais comum em fundos de pensão patrocinados por empresas públicas, porém é visível também em fundos de pensão patrocinados por empresas privadas.



A seguir, foi analisada a taxa de administração e performance cobradas nesses Fundos Mono-Ativos. A Tabela 3, a seguir, contém uma descrição das taxas coletadas nos regulamentos dos fundos. Percebe-se que boa parte possui taxas de administração e performance módicas, bem diferente dos 2/20 tradicionais da indústria.

Tabela 3. Descrição das taxas de Administração e Performance dos fundos Mono-Ativos

Fundos Mono-Ativos	Tx adm a.a	Tx performance
Sondas	0,20%	Não há
Multiner	0,45%	10%
Bioenergia	0,75%	10%
ETB	0,25%	Não há
Florestal	0,40%	10%
BRZ ALL	1,2% + 144 mil	15%
Coliseu	0,18%	Não há
CRT FIP	0,19%	Não há
Caixa Barcelona	0,10%	Não há
FIP FS	0,08%	Não há
Hydros	0,15%	Não há
Riviera	1,50%	20%
GTD	0,03%	Não há
Estaleiro	0,13%	Não há
MAG	2,00%	20%
Oas Empreendimentos	0,10%	Não há
CTS II	0,08%	Não há
Caixa Veneza	480 mil	Não há
Votorantim Energia Sustentavel III	1,00%	20%
Biotec	0,75%	Não há
BVEP Plaza	2,50%	20%

Nossa suposição é que fundos com taxas de administração/gestão abaixo de 0.5% a.a. tem o gestor apenas como instrumento para permitir a existência do FIP e não como uma entidade ativa, que monitora e interfere na gestão da empresa investida e que de fato adiciona valor ao investimento realizado. Enxergamos esses fundos quase como veículos de passagem para permitir que Fundos de Pensão façam investimentos diretos em empresa.

Tendo isso em vista, cerca de 82% do capital alocado em Fundos Mono-Ativos, ou 33% do capital total alocado por EFPCs em Private Equity no Brasil, foram para fundos que tem taxas inexpressivas de gestão. Esse fato reforça a tese do uso do instrumento de FIP como forma de alocar diretamente em ativos e não como mecanismo de contratar gestores experientes para adicionar valor ao portfólio.

O investimento direto em empresas é um fenômeno que está acontecendo muito fortemente no Canadá, cujos fundos de pensão estão entre os mais sofisticados do mundo. Lá os fundos de pensão estão criando times de investimento direto, tendo como exemplo o Canada Pension Plan Investment Board (CPP-IB), que recentemente abriu escritório no Brasil. Essa estratégia pode ser interessante para investidores experientes em Private Equity, que co-investem e participam há anos em conselhos de empresas e são bastante diversificados em teses de investimento, safras e setores. Porém, a alta concentração por vários fundos de pensão brasileiros em um único ativo ou em poucos setores é um indício forte de que essa prática ainda não é adequada para a indústria brasileira.

4. Teses de Investimento

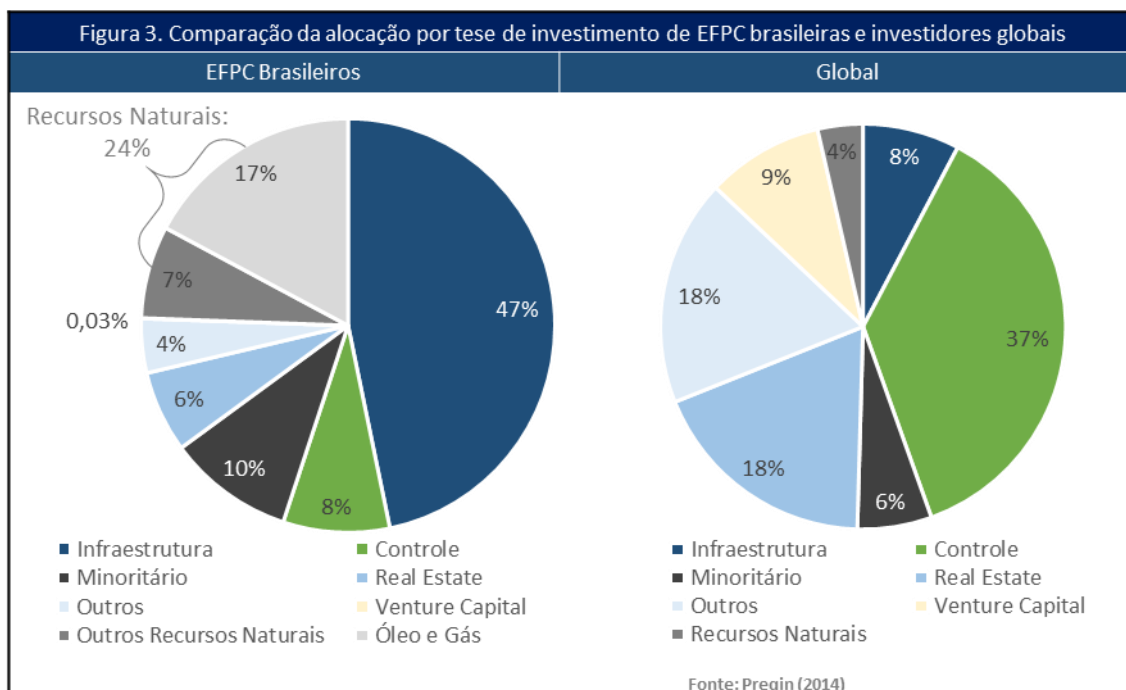
Foi analisada a distribuição da alocação das EFPCs nas diversas teses de investimento em Private Equity. A Figura 3 a seguir, contém uma comparação da alocação por setores e teses de investimentos dos fundos de pensão brasileiros e de investidores globais. Utilizaram-se dados de Preqin (2014) para a alocação global.

Percebe-se excessiva concentração dos fundos de pensão brasileiros em apenas duas teses: Óleo & Gás e infraestrutura, com 64% do total investido. Apenas 18% foi para Private Equity tradicional: investimento em controle ou minoritário em empresas de médio ou grande porte¹.

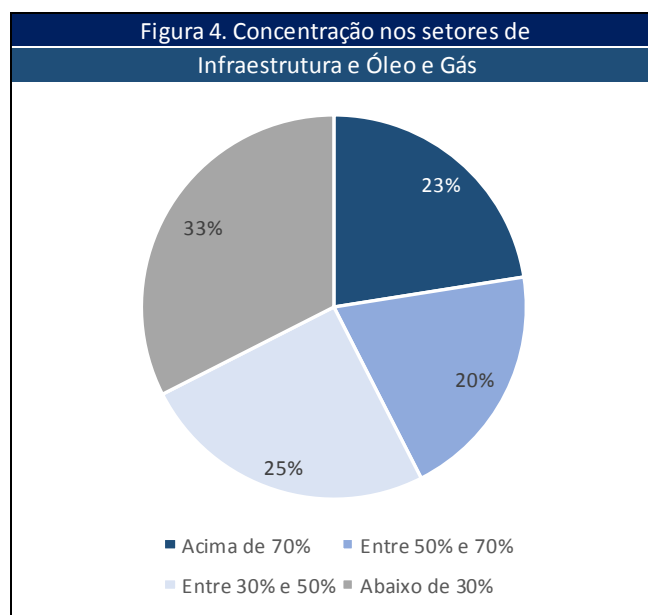
Essa proporção é substancialmente diferente da feita em Private Equity globalmente, com apenas 8% em infraestrutura, 43% em controle e minoritário e 9% em VC.

Infraestrutura e Óleo & Gás são duas teses que estiveram muito em voga de 2009 a 2013, anos em que o Governo Federal estimulou o crescimento do Brasil com foco nestes dois setores. Infelizmente, essas duas teses estão entre as que mais estão sofrendo com os problemas que a Petrobrás e Empreiteiras enfrentam no momento. A alocação em teses da “moda” e a excessiva concentração em poucos setores, aumentou substancialmente o risco de alocação na classe de ativos Private Equity por fundos de pensão locais em comparação à alocação nessa mesma classe por investidores globais.

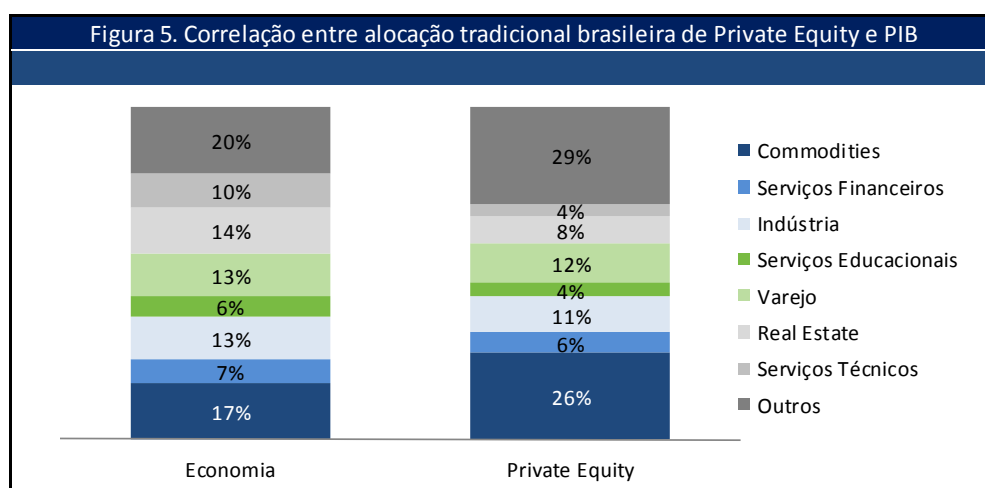
¹ Mesmo se excluirmos os Fundos Mono-Ativo que muitas EFPCs consideram de natureza diferente de Private Equity, não temos alteração significativa na concentração setorial



Uma análise individual de cada EFPC apresentada na Figura 4 evidencia que 43% concentram mais de 50% de seu investimento em Private Equity nos setores de Infraestrutura e Óleo e Gás, sendo que 23% dos fundos concentram mais de 70%. Apenas 33% dos fundos concentram menos do que 30% de seus investimentos nessas duas teses.



Em estudo previamente publicado por Insper-Spectra, havíamos feito uma comparação dos investimentos de Private Equity por setores da economia vis a vis o tamanho de referido setor na composição do PIB como demonstrado na figura abaixo:



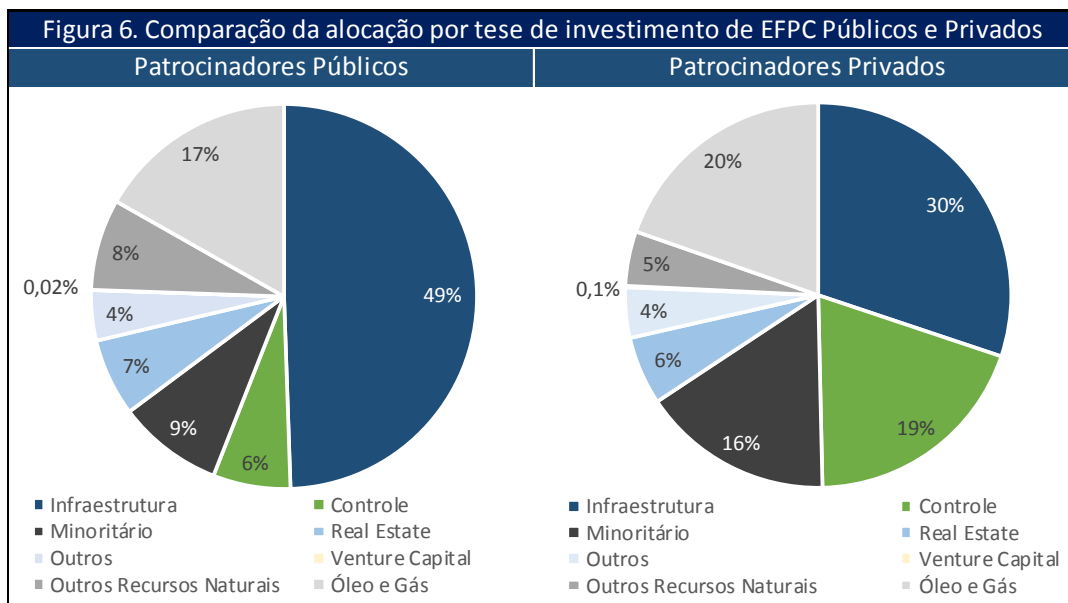
O que pode ser percebido é que, de forma geral, os investimentos em Private Equity no Brasil de certa forma espelham a composição do PIB nacional. Esse dado reforça que houve uma sobre alocação das EFPCs em determinados setores da economia que não necessariamente era reflexo de uma oferta concentrada de oportunidades de investimento nesses setores.

5. EFPCs Patrocinadas por Empresas Públicas e Privadas

Dos EFPCs analisados aproximadamente 60% tem um patrocinador privado e 40% tem um patrocinador público, porém o patrimônio desses últimos 70% do total analisado.

Na média, os fundos de pensão investem cerca de 1,7% do total de seus patrimônios em Private Equity. Porém os com patrocinador público investem mais nesta classe de ativos do que os com patrocinador privado, sendo a alocação 2,2% e 0,8% respectivamente.

Além de diferirem em porcentagem de investimento, os fundos de pensão tendem a investir em teses e setores ligeiramente diferentes. A Figura 6 a seguir mostra uma comparação dos setores separados por tipo de patrocinador. Fica evidente que ambos concentram seus investimentos em infraestrutura e óleo e gás, mas os com patrocinador privado investem mais em teses de controle e minoritário, teses que não apresentam um setor específico da economia e, portanto, possuem uma maior diversificação de seus investimentos.



6. Conclusão

Presencia-se uma tendência expressiva de aumento de alocação a ativos alternativos no Brasil e Globalmente. No mundo, a alocação em alternativos cresceu de US\$3,2 trilhões em 2005 para US\$ 7,2 trilhões em 2015 segundo estudo da McKinsey. Ativos alternativos representam hoje quase 12% do total dos investimentos no mundo. No Brasil, investimentos em Private Equity eram quase inexistentes nos anos 2000 e, em 2015, representam quase 2% da carteira dos Fundos de Pensão. Se, por um lado, essa indústria ainda tem muito para crescer, nossas análises indicam que ainda há um processo de aprendizado de como deve ser a alocação no setor pelos fundos de pensão brasileiros.

Percebe-se, de maneira geral, que a alocação em Private Equity no Brasil por parte das EFPCs pecou em alguns aspectos críticos. Houve concentração excessiva em um pequeno número de teses que estiveram em moda nos últimos anos em detrimento de uma alocação mais generalizada em estratégias mais tradicionais de Private Equity. A má diversificação foi acentuada pela concentração em um pequeno número de ativos feitos através dos FIPs Mono-Ativos.

O uso de veículos com taxas inexpressivas de gestão não gera os incentivos necessários para os gestores performarem e acaba transferindo para os Fundos de Pensão a necessidade de analisar os ativos finais dos FIPs. Os profissionais dos fundos de pensão nem sempre tem a expertise técnica para avaliar os méritos de investimentos tão complexos gerando um risco adicional para os pensionistas.

Por último, observa-se uma clara necessidade de mudanças nos critérios de elegibilidade de gestores, de forma que cresça a alocação em gestores com maior experiência. O viés atual que leva os Fundos de Pensão a investir em gestores com menor experiência e com menor trânsito na comunidade local de Private Equity é possivelmente prejudicial para o retorno dos seus portfólios.

Pessoas envolvidas nesta análise

Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi (Insper)

Ricardo Kanitz (Spectra)

Frederico Wiesel (Spectra)

Rafael Bassani (Spectra)

Contatos

Insper - minardi@insper.edu.br

Spectra - estudos@spectrainvest.com