

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

LUCAS DOS REIS VILAS BOAS

**FINANCIAMENTO E DESEMPENHO EMPRESARIAL:
O PAPEL DA *PRIVATE EQUITY* NA EFICIÊNCIA ECONÔMICA**

Porto Alegre

2023

LUCAS DOS REIS VILAS BOAS

**FINANCIAMENTO E DESEMPENHO EMPRESARIAL:
O PAPEL DA *PRIVATE EQUITY* NA EFICIÊNCIA ECONÔMICA**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Profa. Dra. Letícia de Oliveira

Porto Alegre

2023

CIP - Catalogação na Publicação

Vilas Boas, Lucas dos Reis
Financiamento e desempenho empresarial: o papel da
private equity na eficiência econômica / Lucas dos
Reis Vilas Boas. -- 2023.
72 f.
Orientadora: Leticia de Oliveira.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,
Porto Alegre, BR-RS, 2023.

1. Firmas de private equity. 2. Práticas
gerenciais. 3. Teoria da firma. 4. Empresas do
portfólio. I. Oliveira, Leticia de, orient. II.
Titulo.

LUCAS DOS REIS VILAS BOAS

**FINANCIAMENTO E DESEMPENHO EMPRESARIAL:
O PAPEL DA *PRIVATE EQUITY* NA EFICIÊNCIA ECONÔMICA**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Aprovada em: Porto Alegre, ____ de ____ de 2023.

BANCA EXAMINADORA:

Profª. Dra. Letícia de Oliveira – Orientadora

UFRGS

Prof. Dr. Carlos Eduardo Schönerwald da Silva

UFRGS

Prof. Dr. Hélio Henkin

UFRGS

AGRADECIMENTOS

Agradeço a meus familiares por toda a fé depositada em mim e em minhas capacidades; a meus pais, Renato e Marciane, pelo apoio sem limites que prestaram e prestam a mim e à minha vida: nenhum de meus sucessos seria possível sem eles.

A meus amigos e a meu irmão, Renato Filho, pela força prestada no decorrer de minha trajetória e pelas boas palavras trocadas que me permitiram trilhar o caminho que trilhei.

À Universidade Federal do Rio Grande do Sul e a meus mestres, que apesar de eu não lhes ter aproveitado ao máximo, compartilharam ensinamentos que sinto orgulho de dizer que farão parte do meu ser daqui em diante.

Agradeço à minha orientadora, professora Letícia, pela paciência, apoio e comprometimento durante o desenvolvimento do trabalho.

Especialmente, agradeço à minha namorada Elisa pelo companheirismo no decorrer desses 5 anos juntos. Ela tornou os difíceis anos longe de casa suportáveis.

Os meus sucessos credito integralmente a vocês e a todos que me apoiaram em minha jornada; pelos fracassos assumo plena responsabilidade.

RESUMO

As empresas adotam papel central no desenvolvimento socioeconômico no decorrer dos anos, particularmente em associação com o processo de evolução financeira. Inseridas nesse contexto, as firmas de *private equity* são agentes institucionais que a partir de estratégia de investimento ativo, aprimoraram os recursos das empresas em seu portfólio. O objetivo geral do trabalho é relacionar práticas gerenciais das firmas de *private equity* na perspectiva da teoria econômica. Especificamente, identificar a estrutura desses agentes, quais são as práticas adotadas nas empresas do portfólio na literatura empírica disponível, interpretar estas últimas segundo teorias da firma sustentadas em custos de transação, agência e, particularmente, na visão baseada em recursos. E, adicionalmente, identificar seus efeitos para a eficiência econômica. Para tanto, desenvolveu-se pesquisa de caráter qualitativo, básico e exploratório, com abordagem em levantamento e análise bibliográfica. Firms de *private equity* são agentes financeiros que, por meio da criação de fundos, investem na aquisição e administração de empresas nos mais diversos setores econômicos. Identificou-se que as estratégias de administração desses atores podem ser divididas entre engenharias financeira, operacional e de governança, expansão e gerenciamento de caixa. A interpretação de suas práticas permite identificar que a teoria da firma baseada em custos de transação possui arcabouço apropriado para a interpretação das práticas de engenharia de governança, engenharia operacional e gerenciamento de caixa; a baseada em custos de agência, das engenharias de governança e financeira. A visão baseada em recursos é conveniente para a interpretação das estratégias de engenharia operacional, expansão e gerenciamento de caixa. Por fim, apontou-se que a administração das firmas de *private equity* tem efeitos positivos na eficiência econômica, ao ampliar a produtividade dos fatores produtivos das empresas do portfólio, em especial da mão de obra, e afeta positivamente as indústrias que receberam aportes de seus recursos.

Palavras-chave: Firms de *private equity*. Práticas gerenciais. Teoria da firma. Empresas do portfólio.

ABSTRACT

Companies adopt a central role in socioeconomic development over the years, particularly in association with the process of financial evolution. Inserted in this context, private equity firms are institutional agents that, based on an active investment strategy, have improved the resources of the companies in their portfolio. The general objective of the work is to relate managerial practices of private equity firms from the perspective of economic theory. Specifically, identify the structure of these agents, what are the practices adopted in the portfolio companies in the available empirical literature, interpret the latter according to theories of the firm based on transaction costs, agency and, particularly, on the resource-based view. And, additionally, identify its effects on economic efficiency. To this end, a qualitative, basic and exploratory research was developed, with a survey and bibliographical analysis approach. Private equity firms are financial agents that, through the creation of funds, invest in the acquisition and management of companies from the most diverse sources. It was identified that the management strategies of these actors can be divided into financial, operational and governance engineering, expansion and cash management. The interpretation of their practices allows identifying that the theory of the firm based on transaction costs has an appropriate framework for the interpretation of governance engineering, operational engineering and cash management practices; the one based on agency costs, governance and financial engineering. The resource-based view is convenient for interpreting operational engineering, expansion, and cash management strategies. Finally, it facilitated that the administration of PE firms has positive effects on economic efficiency, by increasing the productivity of the productive factors of the portfolio companies, especially the workforce, and positively affected the industries that received contributions from their resources.

Keywords: Private equity firms. Managerial practices. Theory of the firm. Portfolio companies.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AUM	Assets under management
BERD	Banco Europeu para a Reconstrução e o Desenvolvimento
CEO	Chief executive officer
CFO	Chief financial officer
EP	Empresa do portfólio
GP	General partners
IPO	Initial public offering
LAJIDA	Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização
LP	Limited partners
MOIC	Multiple of invested capital
PE	Private equity
TIR	Taxa interna de retorno
VC	Venture capital

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
2	A TEORIA DA FIRMA	12
2.1	TRANSAÇÕES, AGÊNCIA E PODER	16
2.1.1	Os custos de transação	21
2.1.2	Os custos de agência no ambiente corporativo	22
2.2	VISÃO BASEADA EM RECURSOS	25
3	FINANCIAMENTO E ESTRUTURA DE CAPITAL	34
4	AS FIRMAS DE <i>PRIVATE EQUITY</i>	42
4.1	FORMAÇÃO DO FUNDO.....	45
4.2	A DECISÃO DE INVESTIMENTO.....	46
4.3	ADMINISTRAÇÃO EFETIVA.....	48
4.4	LIQUIDAÇÃO E DISTRIBUIÇÃO DE RETORNOS.....	48
5	ESTRATÉGIAS E PRÁTICAS GERENCIAIS	51
5.1	ENGENHARIA FINANCEIRA.....	53
5.2	ENGENHARIA OPERACIONAL.....	55
5.3	ENGENHARIA DE GOVERNANÇA	57
5.4	EXPANSÃO E GERENCIAMENTO DE CAIXA.....	59
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	63
	REFERÊNCIAS	65

1 INTRODUÇÃO

A firma é ator imprescindível para o funcionamento e desenvolvimento econômico (PENROSE, 1959; CHANDLER, 1962, 1984; HOLMSTROM; TIROLE, 1989). No decorrer da evolução da teoria econômica, surgiram diversas perspectivas que explicam o funcionamento e o papel desse agente no sistema socioeconômico (PENROSE, 1959; JENSEN; MECKLING, 1976; DESEMTEZ, 1988; HOLMSTROM; TIROLE, 1989; DEMSETZ, 1997). O desenvolvimento financeiro foi importante fator para a consolidação do protagonismo das empresas, em especial com o advento de novos arranjos de propriedade institucional e ampliação do volume de recursos financeiros e os meios de obtê-los (PENROSE, 1959; CHANDLER, 1962; RAJAN; ZINGALES, 2004; CHANG, 2014). O surgimento das firmas de *private equity* (PE) insere-se nesse contexto por trataram-se de agente institucional que a partir de estratégia de investimento ativo, aprimoram as capacidades das empresas em seu portfólio por meio de melhores condutas financeira, operacional e de governança (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016; TYKVOVÁ, 2018).

Apesar disso, a temática acerca do papel e da gestão desempenhados por essas firmas em seus portfólios não é isenta de contradições e polêmicas, seja em termos da produção acadêmica (OLSSON; TÅG, 2017; DAVIS *et al.*, 2018), seja em relação à mídia de forma geral (MANJOO, 2022; BALLOU, 2023). Essas firmas normalmente praticam cortes de custos nas empresas do portfólio, que normalmente envolvem a redução de capital fixo e humano, no sentido de redução de ativos e demissão de mão de obra para conseguirem os resultados esperados dentro de sua expectativa temporal (GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016). Apesar de que tais medidas respondam aos interesses dos investidores e das firmas de PE, seus efeitos colaterais em termos de redução de potencial da empresa, perda de capacidade inovativa e reciclagem de capital humano adquirido em termos de mão de obra são capazes de afetar o horizonte de longo prazo das empresas do portfólio e da economia, por conseguinte.

A *equity* privada é uma categoria de recursos financeiros no que diz respeito ao mercado de capital e ao financiamento empresarial. São advindos de agentes institucionais privados cujo objetivo é a aquisição de participações empresariais. Dentre a amálgama de agentes e mecanismos que a utilizam, existem as firmas de *private equity* (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009). Surgidas na década de 1980 nos Estados Unidos, essa categoria ganha relevante participação no mercado

mundial no decorrer das décadas (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; BROWN *et al.*, 2020), e projeta-se que assim continuará, apesar da desaceleração em 2022. Hoje seu capital concentra-se principalmente nos países desenvolvidos, em especial em seu berço, no continente europeu e na Ásia Pacífica (MACARTHUR *et al.*, 2023; MCKINSEY, 2023). Diferente de seus pares, essas firmas adotam uma estratégia de investimento ativo, onde atuam diretamente na administração e remodelação corporativa das Empresas do Portfólio (EPs), adquiridas a partir do capital dos fundos de PE (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; MCCARTHY; POMERANCE, 2018; TYKVOVÁ, 2018).

O desenvolvimento econômico e financeiro tornou imprescindíveis os papéis desempenhados pela firma e pelo financiamento de modo geral. Esses são centrais não apenas para o funcionamento propriamente dito do sistema econômico, como em especial para sua expansão (PENROSE, 1959; CHANDLER, 1962; JENSEN; MECKLING, 1976; HOLMSTROM; TIROLE, 1989; RAJAN; ZINGALES, 2004). O aumento de sua relevância, a partir desse contexto, foi refletido na teoria econômica com o desenvolvimento, no decorrer do século XX, de novas ópticas e instrumental analítico para a compreensão de seus fatos e nuances (DESEMTZ, 1988; HOLMSTORM, 1989). Esse período foi marcado pelo desenvolvimento de teorias da firma, de financiamento empresarial e estrutura de capital que ainda hoje são basilares para a ciência econômica (COASE, 1937; MILLER; MODIGLIANI, 1958; JENSEN, 1986; MYERS, 2001; DEANGELO, 2022).

As firmas de *private equity* são responsáveis por atuar como fonte de financiamento e trabalhar com a gestão empresarial, e nesse sentido são relevantes questões: qual sua estrutura e quais são suas características e de seus fundos? Em particular, quais são as medidas adotadas nas empresas de seus portfólios? Quais são os efeitos de suas políticas no desempenho e na eficiência empresariais? A despeito de tais indagações serem abordadas pela literatura financeira e verificadas empiricamente (TYKVOVÁ, 2018), escassa é a produção científica que tenta fundamentar a administração das EPs e seus resultados na óptica da teoria da firma. Esse esclarecimento ajuda a indicar a relevância das firmas de PE para o sistema econômico atual, assim como pode também fortalecer e apoiar a estratégia administrativa desses fundos e de atores semelhantes¹.

¹ Leslie e Oyer (2009) e Brown *et al.* (2020) argumentam que entre as décadas de 1990 e 2000, empresas de capital aberto passaram a adotar políticas implantadas pelas firmas de PE em seus portfólios.

Dessa maneira, o objetivo geral do trabalho é relacionar práticas gerenciais das firmas de *private equity* na perspectiva da teoria econômica. Especificamente, identificar a estrutura desses agentes, quais são as práticas adotadas nas empresas do portfólio na literatura empírica disponível, interpretar estas últimas segundo teorias da firma sustentadas em custos de transação, agência e, particularmente, na visão baseada em recursos. E, adicionalmente, identificar seus efeitos para a eficiência econômica.

Não é feita delimitação espacial ou temporal específica: o intuito é apresentar uma visão geral sobre o fenômeno, uma vez que seu núcleo de atividades é comum. São levantadas ressalvas sobre estratégia empresarial e indústria. Apresenta-se discussão acerca de financiamento empresarial e estrutura de capital, elementos da atuação das firmas de PE. No que diz respeito a estas e a seus fundos, é apresentado seu *modus operandi*, seu ciclo de vida e discute-se com maiores detalhes como o agente cria valor nas EPs a partir da segmentação adotada por Kaplan e Strömberg (2009) e expandida por Biesinger, Bircan e Ljungqvist (2020) em: engenharias financeira, operacional e de governança, expansão e gerenciamento de caixa. Concomitantemente, interpreta-se as políticas gerenciais e seus efeitos econômicos sob as teorias previamente elucidadas.

A pesquisa desempenhada no trabalho é de caráter qualitativo, básico e exploratório, com enfoque em levantamento e análise bibliográfica (CÓRDOVA; SILVEIRA, 2009). Como fonte de pesquisa, utilizou-se da exploração de artigos científicos veiculados em importantes periódicos internacionais, focalizados na ciência econômica e em negócios. O material foi acessado em canais virtuais como a biblioteca virtual JSTOR, o acervo da Elsevier e as páginas online dos próprios periódicos científicos. Alguns livros também foram utilizados para a fundamentação da discussão. O levantamento bibliográfico compreende obras publicadas desde o início do século XX, relevante em especial para a explicação da natureza da teoria da firma, até os dias atuais, com trabalhos de 2022 com foco especial no funcionamento e no desempenho das firmas de PE e estrutura de capital.

Para os objetivos da pesquisa, “teoria da firma” refere-se ao corpo formado por todas as vertentes da ciência econômica que buscam explicar esse agente, sem que o termo faça alusão direta a nenhuma em específico, ou aponte qualquer uma delas como mais relevante². Firma, neste trabalho, refere-se a uma estrutura de propriedade legal em que existe uma imagem proprietária e

² A literatura mais datada faz referência ao termo como se tratando única e exclusivamente à explicação neoclássica, isto é, a teoria da firma apenas como um componente da teoria de mercados perfeitos e como resultado tecnológico (PENROSE, 1959; JENSEN; MECKLING, 1976; DEMSETZ, 1988, 1997).

diretora que, a partir da organização de recursos produtivos, desempenha algum tipo de atividade econômica alinhada com os objetivos e ambições dos proprietários, alinhada com a denominação de Penrose (1959). Nesse sentido, os termos “firma”, “empresa” e “corporação” são utilizados como sinônimos. Importante salientar que o último termo faz referência a uma estrutura proprietária em particular, caracterizada por uma sociedade de responsabilidade limitada. Apesar dessa diferenciação, ela não afeta o entendimento e a interpretação utilizada no decorrer do trabalho. Além disso, eficiência econômica é “a propriedade que a sociedade tem de obter o máximo possível a partir de seus recursos escassos.” (MANKIWI, 2019, p. 3). Os efeitos das firmas de *private equity* nesta, portanto, referem-se à sua capacidade de aumentar a produtividade dos fatores de produção das EPs e, por conseguinte, da economia.

O trabalho está assim estruturado. Além desta Introdução, o tópico 2 trata acerca de teoria da firma, com a devida apresentação e revisão em particular das teorias substanciadas em custos de transação, custos de agência e na visão baseada em recursos. O tópico 3 explora os assuntos de financiamento empresarial e estrutura de capital, fatores centrais para o mundo corporativo. O tópico 4 trata dos fundos e das firmas de PE propriamente ditos, com ressalva para seu *modus operandi*. No tópico 5, por sua vez, são apresentados em maiores detalhes as políticas e resultados da gestão desses agentes institucionais e sua interpretação a partir das teorias previamente levantadas. Por fim, as Considerações Finais retomam os principais pontos apresentados no decorrer da discussão teórica e os resultados da interpretação dos fatos econômicos e gerenciais.

2 A TEORIA DA FIRMA

O instrumental da teoria econômica compreende uma gama de mecanismos e modelos que auxiliam na compreensão da realidade. A partir da escolha e da análise de alguns fenômenos relevantes e juntamente de um processo lógico, esses componentes unem-se na fundamentação de um corpo teórico específico para as diversas facetas da economia (VON HAYEK, 1933; PENROSE, 1959). No entanto, existem temas e áreas cujo esforço teórico ainda não foi suficiente para a construção de uma teoria devidamente fundamentada e/ou capaz de representar a realidade com aceitável grau de desvio. Ou ainda há casos em que a produção teórica conseguiu gerar um conjunto muito variado de perspectivas conflitantes entre si das quais ainda não foi possível chegar-se a um consenso; e outras acima de tudo complementares entre si, sem, no entanto, obter êxito em unificá-las. Esta última condição é o estado da arte da teoria da firma (HOLMSTROM; TIROLE, 1989).

A relevância das firmas para o sistema econômico sustenta-se especialmente no fato de ser o principal ator econômico responsável pela produção de bens de consumo (bens propriamente ditos ou serviços) (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972; GARNSEY, 1998). Fá-lo por meio do emprego e coordenação dos fatores de produção (terra, trabalho e capital) na transformação de insumos (JENSEN; MECKLING, 1976). Nesse sentido, resume-se à estrutura básica de produção em uma economia industrial (CHANDLER, 1962; RAJAN; ZINGALES, 2004). Nesse sentido:

Os padrões econômicos de vida, inclusive os padrões de consumo assim como os de produção, são largamente delimitados pela variedade de decisões individuais feitas pelos homens de negócio que guiam as ações das unidades de negócio as quais chamamos de firmas. A própria natureza da economia é, até certo ponto, definida em termos do tipo de firmas que a compõe, seu tamanho, a forma como são estabelecidas e crescem, seus métodos de fazer negócio, e suas relações entre si. (PENROSE, 1959, p. 9, tradução nossa).¹

e, portanto, “[...] firmas têm, como instituições em constante desenvolvimento, desempenhado papel central no crescimento e prosperidade da economia de um país.” (HOLMSTROM; TIROLE,

¹ No original: “The patterns of economic life, including the patterns of consumption as well as of production, are largely shaped by the multitude of individual decisions made by the businessmen who guide the actions of the business units we call firms. The very nature of the economy is to some extent defined in terms of the kind of firms that composes it, their size, the way in which they are established and grow, their methods of doing business, and the relationships between them.”

1989, p. 63, tradução nossa).² Apesar de ter passado por diversas metamorfoses no decorrer da existência do capitalismo e ter adotado papel socioinstitucional fundamental, sua essência de produção e coordenação não foi alterada (CHANDLER, 1962; RAJAN; ZINGALES, 2004).

Conceitualmente, firma pode adotar um conjunto variado de significados econômicos (PENROSE, 1959; GARNSEY, 1998). Essencialmente, a delimitação do termo e de suas características fará jus à teoria na e para a qual está sendo empregada. Existem definições cujo foco está na sua capacidade de substituir o sistema de preços como organizador da produção (COASE, 1937) ou no *pool* de recursos particulares da firma e como ela os utiliza (RUBIN, 1973). Outras vão além, delimitando a essência desse agente econômico na sua capacidade de estabelecer coordenação e direção a tais recursos (PENROSE, 1959; GARNSEY, 1998).

Alchian e Demsetz (1972), Jensen e Meckling (1976) e Demsetz (1988), por sua vez, definem a firma como um “nexo de contratos” que, apesar da consideração produtiva ser relevante, o que confere particularidade a esse agente econômico é sua capacidade de equilibrar as relações entre os recursos produtivos empregados por meios contratuais, explícita ou implicitamente. A necessidade de se equilibrar tais interações advém do fato de que o comportamento individual dos recursos não necessariamente terá como objetivo o melhor desempenho da produção conjunta e dos demais fatores (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972; JENSEN; MECKLING, 1976; RAJAN; ZINGALES, 2001). Nessa visão, é necessário que exista diferenças de poder entre os agentes em termos hierárquicos; condições de propriedade sejam garantidas pelas capacidades dos atores gerenciais, amputados de autoridade e responsabilidade, de negociar contratos; e destes últimos terem direitos cambiáveis de propriedade sobre receita residual e acesso aos recursos críticos (DESEMTZ 1988; RAJAN; ZINGALES, 1998b; RAJAN; ZINGALES, 2001). Consubstanciados na teoria da agência, esse ramo da literatura confere às relações de poder e de agência entre os recursos empregados a essência primordial de o que é uma firma (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972; JENSEN; MECKLING, 1976; HOLMSTROM; TIROLE, 1989).

Por outro lado, a definição legal de o que é uma firma dentro da economia do mundo real advém de maior razão prática (PENROSE, 1959; CHANDLER, 1962, 1984). Substanciada em um esquema proprietário, essa instituição, assim como suas características relevantes, é delimitada por

² No original: “[...] firms have, as ever-developing institutions, played a central role in the growth and prosperity of a country's economy.”

requisitos legalmente determinados pela jurisdição responsável (RAJAN; ZINGALES, 2001). Ainda que seja impossível, mesmo nessas condições, fugir de imprecisões conceituais que de uma forma ou de outra podem ter alguma implicação econômica, a decisão em última instância do que compete ou não ser uma firma reside sob o julgamento dos órgãos e indivíduos competentes (RAJAN; ZINGALES, 2001).

A despeito da importância da firma como agente produtivo e como instituição básica do mundo moderno, o *mainstream* da ciência econômica computa a esse organismo posição periférica dentro do funcionamento do sistema econômico (PENROSE, 1959; DEMSETZ, 1997). Naturalmente, a firma desempenha papel figurante na trama econômica sob as rígidas suposições de competição perfeita da teoria neoclássica (mercados perfeitos, agentes racionais maximizadores de utilidade, expectativas racionais, informação perfeita etc.). Garantida a equivalência entre oferta e demanda a partir do sistema de preços, para a firma basta apenas o papel passivo de figura produtiva e agente maximizador de lucro que responde às forças de mercado, representada por uma função de produção microeconômica. Não por acaso a literatura classifica a firma sob a visão neoclássica como uma “caixa preta” (JENSEN; MECKLING, 1976; DEMSETZ, 1988; HOLMSTROM; TIROLE, 1989; DEMSETZ, 1997), interpretada como um resultado tecnológico cujas nuances pouco importam para o resultado final do sistema econômico.

As primeiras relevantes tentativas de se substanciar a natureza da firma como agente econômico ativo foram feitas sobre os alicerces de teorias econômicas robustas e renomadas na literatura, com aparato científico e lógico capaz de capturar e compreender grande parte do funcionamento desse organismo (BOULDING, 1952; DEMSETZ, 1988). O trabalho seminal de Coase (1937) buscou projetar a natureza da firma na teoria dos custos de transação; Knight (2006), por sua vez, tentou atitude semelhante, mas ao se sustentar na concepção de risco, pagamento de fatores e teoria da agência.

No primeiro dos casos, a estrutura econômica da firma tem origem como substituta do sistema de preços como principal meio onde as transações econômicas são efetivadas em um cenário onde os custos de utilização desta estrutura superam os daquele (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972; RUBIN, 1973; JENSEN; MECKLING, 1976; DEMSETZ, 1988). As colocações de Coase em “*The nature of the firm*” foram em grande medida generalistas no que concerne ao uso do termo “custos de transação” e suas implicações (DEMSETZ, 1988). Apesar de insuficientes para a compreensão de aspectos mais profundos (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972), elas foram mais que

suficientes para incitar na ciência econômica um novo fervor para se compreender como esse enigmático e controverso organismo funciona.

Na segunda abordagem, a estrutura legal da firma surge como um mecanismo de diluição de riscos entre os agentes econômicos. Essa diluição ocorrer a partir do firmamento de contratos de remuneração dos fatores de produção (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972; DEMSETZ, 1988; HOLMSTROM; TIROLE, 1989; KNIGHT, 2006). Ao passo que os fatores mais avessos ao risco (isto é, os empregados) estão dispostos a formalizarem a troca de seus recursos produtivos por uma remuneração fixa via contrato, os empregadores, que têm maior propensão ao risco, recebem sua remuneração após o pagamento de todos os demais fatores. Nesse sentido, em linha com o risco incorrido ser maior, esses empreendedores deverão ser remunerados mais do que os demais recursos, e essa remuneração é feita de forma residual (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972; JENSEN; MECKLING, 1976). Dessa maneira, a firma é um ambiente que permite combinações contratuais de remuneração entre indivíduos com propensão ao risco diferentes entre si (KNIGHT, 2006). Imprescindível para a análise está a teoria agência, que permite entender de que forma essas interações contratuais são formuladas; e os conceitos de direito de propriedade e poder, para entender como a estrutura hierárquica permite e comanda os relacionamentos entre os fatores (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972; RAJAN; ZINGALES, 1998b, RAJAN; ZINGALES, 2001).³

O advento da etapa do “capitalismo gerencial” (CHANDLER, 1962; RAJAN; ZINGALES, 2004) e da administração científica como ferramenta para ampliação de eficiência e desempenho empresarial amputou novo fôlego para a importância da capacidade organizadora da firma. É nesse cenário que a visão baseada em recursos amadurece, com o trabalho pioneiro de Penrose (1959) (SLATER, 1980; GARNSEY, 1998). Essa é uma óptica da teoria da firma que confere maior importância aos ativos intangíveis da firma, como a capacidade administrativa e organizacional dos recursos sob seu controle (PORTER, 1981; NADANT; PERDREAU; BRUINING, 2018). Esses componentes são relevantes para explicar o funcionamento e a expansão da firma dentro de um contexto produtivo propriamente dito, cujo âmago reside nas competências e conhecimentos dos recursos específicos (PENROSE, 1959; DEMSETZ, 1988; GARNSEY, 1998; GROSSMAN;

³ O advento da teoria dos jogos disponibilizou um conjunto de mecanismos matemáticos para a resolução de interações contratuais e interrelações entre os agentes econômicos, que não só conferiu grande poder e crédito explicativo, como postulou esse conjunto teórico como o principal ramo da literatura da teoria da firma (HOLMSTROM; TIROLE, 1989; PORTER, 1991; DEMSETZ, 1997).

HART, 1986). Adicional a essa perspectiva introspectiva, teorias relacionadas à estratégia empresarial e concepções de indústria são misteres para entender a firma a partir dessa fase do capitalismo, e em especial no atual estado do mundo, com a existência de grandes grupos corporativos (RICHARDSON, 1972; PORTER, 1981; CHANDLER, 1984; PORTER, 1991; BARLLET, 1993, 1994).

2.1 TRANSAÇÕES, AGÊNCIA E PODER

Para Coase (1937), a relevância e o surgimento da firma estão exatamente em seu papel como centro de efetivação e organização de transações econômicas. Diferente da suposição da teoria neoclássica, o sistema de preços não é um organismo sem fricções, que apresenta a melhor possível solução para o relacionamento entre ofertantes e demandantes (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972; RUBIN, 1973; JENSEN; MECKLING, 1976; DEMSETZ, 1988). Ele também possui custos que afetam o cálculo decisório dos indivíduos; custos esses que aumentam exponencialmente quando suas premissas são afrouxadas. Sob a necessidade de formalizações legais para o cumprimento das transações desejadas (ou seja, formulação de contratos entre os agentes), são impostos às partes relevantes custos baseados principalmente na alta quantidade de transações que precisariam ser efetivadas utilizando-se o sistema de preços⁴ (JENSEN; MECKLING, 1976). Como coloca Coase (1937, p. 391-392, tradução nossa)⁵: “O custo mais óbvio de se “organizar” a produção por meio do sistema de preços é o de descobrir quais são os preços relevantes. [...] Os custos de negociar e concluir um contrato separado para cada transação que toma lugar no mercado precisam ser também levados em conta.”

Além disso, é necessário também considerar os custos relacionados à impossibilidade dos agentes econômicos, sob o sistema de preços, estabelecerem entre si contratos de prazo delongado que garantem o aumento de utilidade a partir de diferentes vias. Uma que vale a menção refere-se à redução do risco enfrentando pelos agentes. Isso porque se é estabelecido um contrato de longo

⁴ As relações contratuais desempenhadas pelas firmas abrangem aquelas feitas não só com empregados, mas também com clientes, credores, instituições públicas, fornecedores, outras firmas, etc. (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972; JENSEN; MECKLING, 1976; GARNSEY, 1998).

⁵ No original: “The most obvious cost of “organising” production through the price mechanism is that of discovering what the relevant prices are. [...] The costs of negotiating and concluding a separate contract for each exchange transaction which takes place on a market must also be taken into account.”

prazo, os participantes terão maiores garantias da manutenção do relacionamento comercial (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972; RICHARDSON, 1972; JENSEN; MECKLING, 1976; HOLMSTROM; TIROLE, 1989).

Nesse sentido, o sistema operacional e organizacional da firma surge em um ambiente onde os custos incorridos para efetivar transações econômicas no sistema de preços é superior ao custo incorrido para efetivá-las na empresa (COASE, 1937; ALCHIAN; DEMSETZ, 1972; DEMSETZ, 1988). Mais especificamente, podemos compreender a troca entre esses dois ambientes em um cenário onde seus custos marginais (de utilização) são diferentes entre si e positivos. Dentro dessa concepção teórica, o crescimento da firma pode ser vislumbrado como a simples ampliação da quantidade de transações efetivadas por esse agente econômico; e concomitantemente, seus limites. O tamanho de uma firma seria limitado, nesse sentido, ao ponto em que seus custos de organização seriam suficientemente elevados para tornar a organização do sistema de preços mais vantajosa, possibilidade essa facilmente concebível sob o preceito de custos marginais crescentes (COASE, 1937; PENROSE, 1959).

A substância da capacidade da firma para substituir o sistema de preços como coordenador das transações econômicas reside na imagem e no papel desempenhado pelo “empreendedor” (COASE, 1937). Diferente da denominação schumpeteriana, nesta interpretação seu papel na firma é o de coordenar e guiar atividades por meio da canalização e estabelecimento de uma direção para o uso dos diversos recursos por meio do firmamento de contratos de autoridade com os fatores relevantes (PENROSE, 1959; RICHARDSON, 1972; GARNSEY, 1998). Uma vez que demais agentes econômicos exigem o direcionamento específico de tais recursos e o sistema de preços não é capaz de fazê-lo (ou a custos superiores que outrem), é nesse cenário em que surgem as firmas (COASE, 1937).

Em referência aos processos de “integração” e “combinação”, relevantes para futuras discussões que surgiriam, esses são movimentos que ocorrem quando surgem mudanças na natureza das transações efetivadas entre os agentes. No caso do último, quando transações efetivadas entre 2 firmas ou 2 empreendedores passam a ser consumadas em apenas 1 dos ambientes; e o primeiro quando ocorre algum tipo de organização entre a atividades dessas 2 partes sem a união explícita (COASE, 1937). Embora se detenha na discussão desses conceitos, esses são pontos de grande importância para a economia industrial e outras matérias que lhe seguiram (RICHARDSON, 1972; PORTER, 1981). A identificação e mensuração de economias de escala e

de escopo, e de que forma essas possibilidades podem ser inseridas na estratégia empresarial, como é o caso de fusões e aquisições, é central no desenvolvimento do capitalismo gerencial (PENROSE, 1959; CHANDLER, 1962; GROSSMAN; HART, 1986; HART; MOORE, 1990).

Além da tentativa pioneira de explicação da natureza da firma a partir da óptica dos custos de transação, outra disruptiva abordagem para o caso da firma e de sua natureza sustenta-se na teoria da agência (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972; JENSEN; MECKLING, 1976; DEMSETZ, 1988). Em uma transação econômica de contratação entre 2 partes, onde o contratante (o principal) delega algum tipo de responsabilidade ou autoridade sobre seu bem-estar para o contratado (o agente), tem-se o que se chama de uma relação de agência. Em um estado em que as aspirações das 2 partes não estão alinhadas e desvio de conduta do agente pode inclusive ocasionar perdas ao principal, existe o que se chama de um problema agente-principal. Como coloca Jensen e Meckling (1976), um relacionamento de agência é:

[...] um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o(s) principal(is)) engajam outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço em seu benefício o qual envolve delegar alguma autoridade de decisão para o agente. [...] existe boa razão para acreditar que o agente nem sempre age nos melhores interesses do principal. (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 308, tradução nossa).⁶

A possibilidade de existência de desvios de conduta e a necessidade de resposta antecipada aos mesmos é concebível apenas em um mundo onde existe assimetria de informações (AKERLOF, 1970; WILLIAMSON, 1988). Esse fenômeno ocorre quando os agentes econômicos empenhados em uma relação econômica, seja qual for, não têm à disposição nem as mesmas informações relevantes ao fato e seus resultados nem as mesmas ferramentas para obtê-las (MANKIWI, 2019). Em uma relação de agência, normalmente o agente detém toda a informação referente à ação desempenhada (por exemplo, o esforço empregado), assim como detém também aquela referente aos resultados do ato. Para o principal, por sua vez, geralmente é muito difícil ou custoso verificar/monitorar tanto as qualidades referentes ao fato efetivado quanto as de seus resultados (AKERLOF, 1970; JENSEN; MECKLING, 1976).

⁶ No original: “[...] a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. [...] there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal.”

Nesse sentido, é de interesse deste a formulação de mecanismos de incentivo e de sinalização obrigatória ao agente, normalmente na forma de cláusulas contratuais (JENSEN; MECKLING, 1976; GROSSMAN; HART, 1986; HOLMSTROM; TIROLE, 1989). Além disso, o contrato precisa ser substanciado em cláusulas verificáveis, que em caso de desacordo, possam ser validados por um terceiro ator que detém algum poder de lei (WILLIAMSON, 1988). Essa estratégia busca evitar desvios de conduta (ou pelo menos evitar que ocorram sem sanções) que afetem de alguma maneira os resultados esperados, a partir de uma determinada ação desempenhada, e reduzir a necessidade de monitoramento e seus custos. O contrato, além de firmar a transação econômica formalmente, busca induzir o agente a se comportar de forma a maximizar a utilidade do principal (JENSEN; MECKLING, 1976).

Em um mundo perfeito, seria possível estabelecer todas as especificidades do objeto transacionado, das partes, e abranger todos os possíveis estados da natureza e suas respectivas garantias e compensações em um contrato. No entanto, no mundo real, é impossível que todos esses pontos sejam contemplados, ou seja, é tecnicamente impossível que exista um contrato perfeito (ou em um contexto que seja possível, os custos necessários para sua formulação seriam proibitivamente altos) (JENSEN; MECKLING, 1976; GROSSMAN; HART, 1986; HART; MOORE, 1990; MYERS, 2001). Nesse contexto, incorre-se no aumento do risco intrínseco da relação econômica. A incapacidade de se antever todos os possíveis cenários e estabelecer contingências aos mesmos aumenta a chance de ocorrerem situações imprevisíveis não contempladas pelo mecanismo legal assinado, e que provavelmente gerariam resultados mais desfavoráveis às partes do que em uma situação prevista contratualmente. Por reduzir o valor esperado da transação econômica, a expectativa dos agentes, por sua vez, afeta seu valor presente. Os custos de agência são, portanto, identificados tanto nas tentativas de redução dos desvios como nos resultados dos mesmos (JENSEN; MECKLING, 1976; HOLMSTROM; TIROLE, 1989).

A utilização desses conceitos e desse embasamento teórico para explicar a natureza da firma foi feita pioneiramente por Knight (2006). Segundo o autor, a estrutura legal da firma surge como um mecanismo de diluição de riscos entre os agentes econômicos. A partir do estabelecimento de contratos, da imagem coordenadora e diretora do empreendedor e do incentivo aos fatores de produção devido à garantia contratual de remuneração, reduzem-se as perdas residuais ocasionadas pela incerteza do mundo (COASE, 1937; ALCHIAN; DEMSETZ, 1972; JENSEN; MECKLING, 1976; KNIGHT, 2006). Em um mundo cujas informações são imperfeitas e assimétricas, a firma

posiciona-se como ambiente e agente organizacional imprescindível. Ela é capaz de reduzir tais incertezas e imperfeições, ao direcionar recursos e diluir riscos incorridos pelos agentes econômicos de forma geral por meio de garantias de remuneração dos recursos produtivos (DEMSETZ, 1988).

Pioneiros em explicar a natureza desse elemento negligenciado pela teoria econômica neoclássica, as explicações de Coase (1937) e Knight (2006), aquele sustentando-se essencialmente em custos de transação e este em custos de agência e risco, receberam muitas complementações e retificações que expandiram sua capacidade explicativa. Demsetz (1988), por exemplo, pontua que a primeira abordagem deixa a desejar no que se refere ao generalismo de seu termo “custos de transação”. Coase (1937) peca em não identificar que os custos de utilização da firma como organizador têm diversas fontes, e por conta disso, podem rapidamente superar os referentes ao uso do sistema de preços (PENROSE, 1959). Por sua vez, Alchian e Demsetz (1972) criticam a incompletude da teoria dos custos de transação por não tratar de maneira alguma de suas nuances e de como poderiam ser alterados, tantos aqueles referentes à firma quanto ao mercado. Especificar devidamente os custos relevantes em segmentações mais claras empodera a teoria coesiana sobre os custos de transação ao permitir que centros de custo específicos da firma e de sua operação sejam analisados e comparados à operabilidade do sistema de preços (DEMSETZ, 1988).

No tocante à estrutura teórica de Knight (2006), suas retificações e complementos foram feitos pela ampliação da compreensão econômica acerca do problema de agente-principal, suas nuances e especificação de uma gama de casos e especificação de custos. Jensen e Meckling (1976), em obra seminal, ampliam a discussão dos custos de agência para a interação acionistas x administradores, ao adicionar à equação de que forma a estrutura de capital e, conseqüentemente, os diferentes tipos de financiamento podem afetar o valor da empresa e a conduta dos gestores (HOLMSTROM; TIROLE, 1989). Embora sua temática seja muito sustentada na abordagem de Miller e Modigliani (1958), ela acrescenta à compreensão do funcionamento da firma ao implementar a análise do custo de agência ao setor de captação de recursos da mesma e ser pioneira no problema de agência entre acionistas e administradores. Alchian e Demsetz (1972) apontam que vislumbrar a firma como um distribuidor de riscos entre os agentes econômicos singulares não é adequado, pois o sistema de remuneração cumpre o papel de incentivo contra desvio de conduta dos recursos, não como rearranjo de risco entre agentes com maior propensão a risco (empregadores) e aqueles mais avessos (funcionários).

Outro adendo à abordagem de “*Risk, uncertainty and profit*” é a relevância que poder e controle desempenham dentro do funcionamento da firma. O controle e o poder de utilização dos recursos da firma residem primordialmente nas mãos dos administradores/donos (HART; MOORE, 1990; RAJAN; ZINGALES, 1998b). No entanto, para possibilitar a congruência e cooperação entre os agentes no desempenho das funções produtivas, é necessário, sob a teoria da agência, que existam sistemas de incentivos que possibilitem alinhamento, reduzam as possibilidades de desvio de conduta e induzam o comportamento dos mesmos (JENSEN; MECKLING, 1976).

Nessa linha de raciocínio, pode-se compreender que dentro desse organismo, para que os administradores obtenham tais resultados, eles podem fazer concessões de poder e autoridade e direitos de captação do excedente produtivo de parte da produção e dos demais recursos (JENSEN; MECKLING, 1976; HOLMSTROM; TIROLE, 1989). Essas concessões podem ocorrer por uma via informal (ou não contratual), em que é concedido a uma parte relevante o direito de se apropriar da remuneração residual (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972; GROSSMAN; HART, 1986); ou via transferência direta de um ativo (tangível ou não) (HART; MOORE, 1990) ou mesmo o direito ao acesso a determinado recurso vital para o funcionamento da empresa (RAJAN; ZINGALES, 1998b, 2001). A teoria dos jogos permitiu embasar e solucionar essas interações de forma consistente e com credibilidade a partir de seu arcabouço matemático. Ela tornou possível o desenho de soluções para os jogos entre os diversos agentes relevantes em uma firma: seus recursos produtivos, os administradores/diretores e os donos (GROSSMAN; HART, 1986; HART; MOORE, 1990; PORTER, 1991; RAJAN; ZINGALES, 1998b, 2001).

2.1.1 Os custos de transação

É importante salientar que em termos econômicos, “custos” não são necessariamente de natureza pecuniária. Esse termo pode ser entendido de uma forma mais generalizada como uma variação negativa bruta do bem-estar de um agente econômico (MANKIW, 2019; NICHOLSON; SNYDER, 2019). Ou seja, custos abrangem todo e qualquer fenômeno econômico que reduz a utilidade e bem-estar total de um determinado ator.

Custos de transação, conforme previamente apresentado, podem ser entendidos como todo e qualquer custo incorrido na efetivação de uma transação, seja ela comercial ou não. Entretanto,

subdividi-los garante maior compreensão aos fatos econômicos e permite a identificação das nuances e vicissitudes das interações econômicas, em especial no ambiente empresarial. (DEMSETZ, 1998). Pode-se diferenciar 2 naturezas distintas baseadas em que ambiente as transações são efetivadas. Existem os custos de transação incorridos no uso do sistema de preços ou mercado aberto, chamados de “custos de comercialização” (JENSEN; MECKLING, 1976); e existem os incorridos nas transações dentro de uma firma, os “custos de organização” (PENROSE, 1959; JENSEN; MECKLING, 1976; DEMSETZ, 1986). A identificação e compreensão de cada uma de suas nuances auxilia na tomada de decisão por partes das firmas e dos atores relevantes.

Outra abordagem acerca dos custos de transação é desenvolvida por Williamson (1988) a partir da consideração de que essa natureza de custos, essencialmente, refere-se à resolução de disputas entre atores econômicos que já possuem algum tipo de vínculo econômico. Nesse cenário, os custos de transação têm caráter pós contratual (WILLIAMSON, 1988). Isso implica, particularmente, que as instituições e agentes responsáveis pela governança das estruturas financeiras dedicam-se à resolução de tais embates e que é central para o desempenhar de suas atividades descrição operacional e de decisão e sua capacidade de adaptação, contraponto à forma dura das cláusulas contratuais (WILLIAMSON, 1988, 1990, 1998)

2.1.2 Os custos de agência no ambiente corporativo

Jensen e Meckling (1976) foram pioneiros na temática referente ao problema de agente-principal em uma corporação. Os desvios de conduta entre os administradores (os agentes) e os proprietários da empresa (os principais) adviriam do fato de que o objetivo dos primeiros é maximizar sua própria utilidade, a qual é gerada pela apropriação dos recursos pecuniários e não pecuniários da firma (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972). Além disso, existem diversas relações de agência e subsequentes problemas de conduta na estrutura corporativa, o que as diferencia em essência é quais os atores econômicos que serão levados em conta. Os administradores e os acionistas (ou detentores de *equity*), os administradores e os detentores de títulos de dívida da empresa, os administradores e os demais escalões da hierarquia empresarial. Cada uma dessas relações possui suas nuances específicas e para cada uma, soluções diferentes são necessárias para o problema de agência.

Os custos de agência propriamente ditos são compostos por 3 categorias: os custos de monitoramento por parte do principal; os custos de inter-relacionamento por parte do(s) agente(s); e as perdas residuais (JENSEN; MECKLING, 1976). Os primeiros compreendem os esforços de verificação sobre as ações e resultados do agente e os que fazem referência à tentativa de controle e indução do comportamento do agente em prol do principal. A segunda categoria faz referência aos custos incorridos pelo agente (normalmente são exigidos pelos principais) para, efetivamente, aumentar suas perdas caso ocorra algum tipo de desvio de conduta da relação de agência. Por exemplo, nas firmas de PE, os administradores do fundo são obrigados a adquirir parte das cotas dos fundos com seus próprios recursos para que sua conduta afete também seu patrimônio, não só o de terceiros (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016; TYKVOVÁ, 2018).

O último componente dos custos de agência tem caráter não pecuniário. Esse faz referência exatamente à perda de bem-estar do principal por conta do desvio de conduta do agente (JENSEN; MECKLING, 1976). Considere-se que em uma situação hipotética, o objetivo do agente é maximizar a utilidade do principal, e que sua ação gere determinado resultado positivo. Em outro cenário mais adequado à realidade e conforme mencionado anteriormente, o agente é motivado pela sua própria maximização, e isso refletiria negativamente no resultado de sua ação, gerando um ganho menor à utilidade do principal. A diferença entre os valores de bem-estar das duas situações é exatamente a perda residual da relação de agência.

Se se considera que os agentes são e possuem expectativas racionais, a questão dos custos de agência será central. Apesar de no mundo real essas considerações não se cumprirem plenamente, mas ainda assim parte do comportamento dos atores econômicos é ditada por sua racionalidade, a agência continua a desempenhar papel basilar nos relacionamentos socioeconômicos (WILLIAMSON, 1988). Uma vez que os principais antecipam desvios de conduta por parte dos agentes e não são capazes de determinar com precisão qual sua magnitude ou sua probabilidade, sua tomada de decisão será afetada (JENSEN; MECKLING, 1976; HOLMSTROM; TIROLE, 1989).

Em uma transação, é possível indicar a existência de 3 preços distintos para determinado bem: o preço que refletiria o “valor real”, praticado em um ambiente de mercados perfeitos ou determinado por um leiloeiro walrasiano. O “preço ofertado” é o praticado pelo ofertante da mercadoria. Como pontua Akerlof (1970), essa categoria de preços carrega em si um componente

resultante de informação assimétrica, já que os ofertantes têm mais conhecimento de sua mercadoria do que os demandantes. Racionalmente, o ofertante sempre irá desejar comercializar seu produto a um preço no mínimo igual ao seu valor real; embora ele não seja capaz, ao certo, de determiná-lo (MANKIW, 2019; NICHOLSON; SNYDER, 2019).

A terceira e última categoria identificada nesse exemplo é o “preço de compra”, ou seja, o preço pago ou proposto pelo demandante. O comprador já antecipa, supondo a existência de certa expectativa racional, o fato de que os ofertantes agirão de forma a extrair seu excedente por meio da assimetria informacional pré-transação, já que é tecnicamente muito custoso para o demandante verificar a qualidade da mercadoria em questão (AKERLOF, 1970). Considerando que ambos têm o mesmo poder de barganha e a transação é feita diretamente entre os dois agentes, o consumidor desejará adquirir essa mercadoria de forma que o preço de compra (ou proposto pelo interessado) será no máximo igual ao valor real (MANKIW, 2019; NICHOLSON; SNYDER, 2019).

Além dessa consideração acerca dos preços relevantes na transação de uma mercadoria de caráter de bem de consumo, ativos financeiros têm uma característica adicional na composição de seu preço de mercado. Diferente de bens de consumo, parte de sua precificação tem caráter especulativo. Ou seja, o valor comercializado hoje depende em certa medida da projeção dos agentes de mercado, em específico o financeiro, de qual será seu valor no futuro (ALLEN; BREALEY; MYERS, 2018; ASSAF NETO, 2021). Nesse sentido, diferente dos bens de consumo, a precificação dos ativos financeiros depende não só de expectativas sustentadas na assimetria de informação da qualidade da transação, mas também da especulação dos próprios consumidores de qual será o preço do ativo no futuro (ASSAF NETO; LIMA, 2017).

Dentre esses casos, a venda primária de ações é um caso que merece atenção. Esse episódio refere-se à venda das ações ou de participação por parte da própria empresa diretamente para acionistas, não entre acionistas (ALLEN; BREALEY; MYERS, 2018; ASSAF NETO, 2021). Normalmente esse processo ocorre via oferta pública inicial ou IPO (*initial public offering*): depois de um processo de aprovação jurídica, as ações da empresa passam a ser cotadas em alguma bolsa de valores e ficam disponíveis para aquisição do público geral. Isso porque mesmo tratando-se de uma transação econômica de troca, em que há um ofertante e um demandante, e da transação de um ativo financeiro, cujo preço terá componente especulativo, existe ainda um componente baseado na relação de agência entre os atores (GROSSMAN; HART, 1986).

Diferente de outras mercadorias ou ativos, ações são particulares pois, em si, tratam-se de direitos de propriedade sobre determinada empresa. Uma vez efetivada a transação econômica relativa à venda/compra, uma relação de agência passa a valer onde o acionista é o principal, ao passo que os administradores são os agentes. De forma semelhante, a expectativa dos acionistas de possíveis desvios de conduta por partes dos agentes impactará negativamente o preço de compra, pois eles antecipam os custos de agência e reduzem o preço a que estão dispostos a pagar pelas ações (JENSEN; MECKLING, 1976; GROSSMAN; HART, 1986). Apesar da capacidade de separar essas 2 situações econômicas dessa maneira, é impossível que essa troca mercantil e seus preços correspondentes não sejam afetados pelas expectativas dos atores no que concerne à relação de agência que em seguida será mantida (GROSSMAN; HART, 1980; JENSEN, 1986).

A partir disso, compreende-se que a existência de informação imperfeita e possíveis desvios de conduta irão efetivamente afetar o valor de determinado bem. Em especial para o caso de venda primária de ações, evento esse fundamental para a corporação moderna e para a operacionalidade dos agentes interessados nessas negociações, a expectativa de desvio de condutas afetará adicionalmente os valores das negociações. A credibilidade das firmas e de seus gestores, ativo intangível essencial para sua competitividade e desenvolvida no decorrer de uma gestão bem-sucedida, é imprescindível para empresas nessas situações (PENROSE, 1959; HOLMSTROM; TIROLE, 1989; PORTER, 1991). Esse atributo atua como sinalizador para o mercado de que o preço de venda está nivelado com o valor real, ou seja, que a assimetria de informação quanto à qualidade da mercadoria desempenha papel pouco relevante na determinação daquele. Isso permite que seja negociado preço superior entre ofertantes e demandantes sem essa qualidade (GROSSMAN; HART, 1980, 1986).

2.2 VISÃO BASEADA EM RECURSOS

Unidade básica e principal do funcionamento do capitalismo gerencial (CHANDLER, 1984; RAJAN; ZINGALES, 2004), a firma é identificada essencialmente como um organismo administrativo e centralizador (COASE, 1937; PENROSE, 1959; RICHARDSON, 1972). Caracterizada como uma coleção de recursos físicos e humanos (PENROSE, 1959) e delimitada pela base legal da jurisdição relevante, seu caráter centralizador e de planejamento reside no uso de seus “serviços produtivos” e na forma como esses são encadeados nas atividades que compõem

o esforço produtivo e expansivo ditado pela empresa. Mudanças incrementais são essenciais para se compreender os movimentos de rotina e expansão das empresas. A diferenciação entre as firmas nasce exatamente das combinações singulares de recursos, atividades e de seus encadeamentos possíveis no ambiente econômico (PENROSE, 1959; PORTER, 1991).

Contemporâneo ao processo de consolidação da corporação como principal forma organizacional da empresa capitalista, o clássico “*The theory of the growth of the firm*” (PENROSE, 1959) estabelece roupagem nova e basilar para o caráter administrativo da firma e para suas nuances (RICHARDSON, 1972; GARNSEY, 1998). A obra instaurou termos e ferramentas que permitiram análise mais apurada das decisões empresariais referentes à sua estrutura e à sua estratégia (PORTER, 1991). Em particular, os serviços gerenciais e administrativos ganham maior relevância na explicação das nuances e estrutura das firmas.

As decisões, mudanças e evoluções e as transferências informacionais dos comandos gerenciais até as operações propriamente ditas são feitas a partir do corpo gestor da empresa (KOTTER; SATHE, 1978; BARLETT; GOSHAL, 1993; BARLETT; GOSHAL, 1994). O centro motor de uma corporação, responsável pela determinação da estratégia empresarial e das demais instâncias estruturais utilizadas para alcançar os objetivos escolhidos (CHANDLER, 1962), é personificado no que se chamou de “*court of last resource*” (PENROSE, 1959, p.16). Essa figura é formada em sua essência pelos diretores da firma e pelos gerentes com poder decisório, indivíduos que têm sob seu controle os recursos sensíveis da empresa e têm o poder e o direito de delegá-lo (CHANDLER, 1962; RAJAN; ZINGALES, 2001). Essa equipe será referida neste trabalho como “cúpula superior”. Por sua vez, a espinha dorsal da empresa – o mecanismo transmissor e coordenador dos comandos da cúpula superior para o resto da corporação – é representada pelo resto da hierarquia administrativa da empresa, mais próxima da operação e das atividades cotidianas, referida neste como “administração operacional” (PENROSE, 1959; BARLETT; GOSHAL, 1993).

Estas funções baseadas na transmissão informacional entre as pontas, ou seja, entre direção e operação, reside na concepção da assimetria de informação característica dos agentes econômicos no mundo real, comentada em tópico anterior (PENROSE, 1959; BARLETT; GOSHAL, 1993; GARNSEY, 1998). Incapaz não só de transmitir os designios estratégicos para toda a corporação, também não é possível que faça parte das atividades da cúpula superior o monitoramento das atividades em geral, de forma a averiguar se seu desempenho está alinhado com a decisão gerencial.

É, por outro lado, de seu encargo a supervisão da administração operacional (PENROSE, 1959; DEMSETZ, 1988; PORTER, 1991).

Dessa maneira, dotada de poder e autoridade limitados, as responsabilidades da administração operacional não residem apenas em adequar e coordenar a estrutura da empresa à visão gerencial (PENROSE, 1959; RAJAN; ZINGALES, 1998b). É de sua responsabilidade, pois, a instauração de inovações incrementais no decorrer da estrutura da empresa. Estabelecido o *modus operandi* da firma, também é de seu ofício a manutenção e a supervisão de seus subordinados e das rotinas estabelecidas, assim como o reajuste contínuo desses fatores em caso de necessidade, seja de longo, seja de curto prazo (CHANDLER, 1962). A formulação dessa “burocracia” operacional a partir desse conjunto de regras e procedimentos (PENROSE, 1959; CHANDLER, 1962), formal ou informalmente, libera parte dos serviços do corpo administrativo-operacional da empresa a qual ficará à disposição como recurso subutilizado (PENROSE, 1955, 1959).

O aperfeiçoamento e expansão de seus serviços e a delegação de maior autoridade para esse estrato administrativo é capaz de conferir maior eficiência decisória por conta da descentralização (CHANDLER, 1962; BARLETT; GOSHAL, 1993, 1994). Isso aumenta a velocidade de resposta da firma como um todo por permitir que decisões sejam tomadas segundo graus de prioridade para cada nível de responsabilidade da hierarquia administrativa (PENROSE, 1959).

Por conseguinte, compreende-se que parte das funções desse grupo de funcionários é aumentar a eficiência geral da empresa, ao reduzir o esforço produtivo pela instauração de rotinas e políticas que simplificam e direcionam as atividades do contingente de produção e ao diminuir as demandas sobre seus próprios serviços (DEMSETZ, 1988; PORTER, 1991). A teoria de crescimento da firma em Penrose (1955, 1959) reside exatamente na liberação e aumento dos “serviços administrativos” desses indivíduos, que como recurso ocioso, dá à cúpula decisória espaço de manobra para desenhar projetos em direção à expansão empresarial (GARNSEY, 1998). A substância básica do crescimento da firma (assim como de seu tamanho e de seus limites) reside na composição de suas competências administrativas (PENROSE, 1959). Importante salientar que essas características da empresa podem ser mensuradas a partir de diferentes métricas, de acordo com a abordagem que se utiliza (PENROSE, 1959; WILLIAMSON, 1966; JENSEN; MECKLING, 1976; KOTTER; SATHE, 1978; RAHAMAN, 2011). No entanto, uma perspectiva complementar entre as diferentes métricas enriquece e potencializa a discussão em termos explicativos e em termos de fidedignidade ao mundo real (GARNSEY, 1998).

No que tange à cúpula superior, sua capacidade de decisão estratégia e mudança estrutural reside, em última instância, nos chamados serviços empreendedores (PENROSE, 1959). Esses são fruto de sua capacidade empreendedora. Sua habilidade de ler o ambiente e identificar oportunidades; seu discernimento em relação às capacidades da empresa; seu senso crítico em relação às incertezas do futuro são alguns exemplos de capacidades relacionadas ao caráter analítico da cúpula superior. No entanto, discernimento e bom julgamento no que diz respeito à própria tomada de decisão e sua capacidade de acessar mercados e informações relevantes por meio de conexões sociais e empresariais são habilidades que também substanciam a qualidade dos serviços empreendedores desse ramo da administração (PENROSE, 1959; PORTER, 1991; GARNSEY, 1998).

Os serviços específicos da empresa, frutos da composição e organização de seus recursos, são reflexo, essencialmente, da carga informacional de seus recursos humanos, seja esse natural ou criada (PENROSE, 1959; SLATER, 1980; PORTER, 1991). A demanda por capacidades e habilidades é, em um primeiro momento, disforme e aparentemente caótica. É somente sob o contexto estratégico e estrutural da empresa e da própria capacidade administrativa da mesma, de combinar, coordenar e incrementar os recursos produtivos à sua disposição, que essa demanda ganha sentido, não só mercadológico, como organizacional (PENROSE, 1959; RUBIN, 1973). Conforme Alchian e Demsetz (1972, p. 793, tradução nossa)⁷ a "Produção eficiente com recursos heterogêneos é um resultado não de ter os melhores recursos, mas saber com precisão as performances produtivas relativas desses recursos."

A forma mais básica e direta de uma firma adquirir os serviços necessários para o desempenho de suas atividades é via aquisição. Nesse sentido, ela pode adquirir novos recursos físicos ou contratar os humanos (como via emprego ou via consultoria) (PENROSE, 1959). Em particular para estes últimos, essa concepção baseia-se no fato de que cada indivíduo possui um conjunto diferenciado de conhecimentos especializados e habilidade previamente acumulados (DEMSETZ, 1988). Cabe à empresa decidir, dado o estoque disponível para contratação, quais os indivíduos que oferecem o conjunto mais apropriado de capacidades às suas aspirações. Uma vez contratados os recursos necessários, é de função da administração operacional, pois, coordenar seus

⁷ No original: "Efficient production with heterogeneous resources is a result not of having better resources but in knowing more accurately the relative productive performances of those resources."

serviços e direcioná-los a atingir os objetivos da cúpula superior, cuja qualidade é sinalizada pela eficiência cooperativa (PENROSE 1959; DEMSETZ, 1997).

Outra forma de obtenção desses serviços é pelo treinamento da força de trabalho já empregada, responsabilidade também dessa hierarquia gerencial (PENROSE, 1959; RUBIN, 1973; SLATER, 1980). Por meio da transferência tácita de conhecimento propriamente operacional, a administração amplia o conjunto de habilidades de seus funcionários de forma a capacitá-los ao desempenho das atividades da empresa com o uso dos demais recursos (PENROSE, 1959). Esse processo deve ser compreendido dentro do contexto da firma em particular, no sentido de que seu objetivo fim é a especialização pragmática de seus funcionários pela transferência de conhecimentos e desenvolvimento de habilidades úteis ao funcionamento da própria corporação (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972; JENSEN; MECKLING, 1976; PORTER, 1991).

Por fim, a principal forma de expansão dos serviços produtivos é a partir de sua reprodução (PENROSE, 1955, 1959; GARNSEY, 1998). O uso contínuo do conjunto de recursos em suas funções amplia suas capacidades e sua afinidade. No que diz respeito aos recursos humanos, a equipe se especializa não apenas com o uso dos recursos físicos necessários para o desempenho das atividades básicas de seu posto, mas com o trabalho conjunto com o time. A especialização resulta no ganho de experiência e conhecimento a partir do desempenho das atividades produtivas (GIBBONS; WALDMAN, 2004); no aperfeiçoamento do uso dos recursos físicos da empresa; e no ganho de afinidade entre os recursos humanos (PENROSE, 1959; DEMSETZ, 1988; GARNSEY, 1998). O tempo em exercício amplifica suas capacidades para servir como recursos cada vez mais importante para a empresa (PENROSE, 1959; RUBIN, 1972; SLATER, 1980). Compreende-se que os serviços produtivos do capital fixo e sua expansão dependem dos serviços do capital humano empregados em sua utilização e aperfeiçoamento operacional (PENROSE, 1959).

A união dessas 3 naturezas de aquisição com o processo de liberação de serviços administrativos é a essência das possibilidades de expansão de uma firma (PENROSE, 1959). É somente por meio da especialização dos recursos administrativos, sejam eles os de cúpula superior, sejam os de administração operacional, que a firma gera capacidade e efetiva expansão empresarial (PENROSE, 1959; GARNSEY, 1998). Esse movimento amplia as capacidades produtivas e gera também ativos intangíveis essenciais para uma posição competitiva no ambiente empresarial, como

reputação de mercado e afinidade interna (PENROSE, 1959; PORTER, 1991; BARLETT; GHOSHAL, 1993, 1994; NADANT; PERDREAU; BRUINING, 2018)

No tocante ao processo de expansão empresarial, ela pode ocorrer de 2 formas: interna ou externa (PENROSE, 1959). A primeira faz referência aos projetos que visam expandir a firma sem que haja alterações em sua estrutura básica de funcionamento. São apenas adquiridos novos recursos anteriormente não coordenados por uma firma (PENROSE, 1959; GARNSEY, 1998). A segunda, por sua vez, refere-se àqueles que envolvem a captação de outra ou outras estruturas produtivas – seja uma firma à parte ou apenas um segmento produtivo de uma corporação, e sua consecutiva acoplagem e remodelação às atividades da empresa em expansão. Projetos de fusão e aquisição são exemplos dessa última categoria (PENROSE, 1959; RUBIN, 1973).

Sob essa perspectiva, é possível entender ganhos de escala não só em termos físicos, mas também a partir de uma óptica aplicada ao capital humano e aos serviços administrativos (PENROSE, 1955; DEMSETZ, 1988; GARNSEY, 1998). Uma vez finalizado o processo de expansão empresarial, os serviços administrativos empregados pela empresa em sua efetivação voltarão a ficar disponíveis, assim como serão quantitativamente ampliados. No tocante à expansão externa, esse aumento será vertiginoso, uma vez que ocorre a integração com outra estrutura produtiva completa, com seus próprios recursos e atividades (PENROSE, 1959).

Movimentos incrementais ou disruptivos de expansão dos recursos produtivos ampliam a demanda pelos serviços administrativos para direcioná-los, coordená-los e monitorá-los. Esse processo é uma oportunidade de reorganização das atividades empresariais e de sua estrutura, delegações da equipe administrativa e diretora (CHANDLER, 1962; BARLETT; GOSHAL, 1993). Maior eficiência corporativa pode ser alcançada, nesse sentido, por meio de tal reestruturação em direção a maior divisão do trabalho de todos os recursos produtivos da empresa, em especial no que diz respeito aos recursos humanos (PENROSE, 1959; PORTER, 1991).

Nessa linha, a teoria da firma baseada em recursos tem foco introspectivo no que se refere ao ambiente relevante para a efetivação e os resultados das determinações administrativas (PORTER, 1991). Apesar disso, o ambiente externo à empresa, que se pode considerar como sendo todo o sistema econômico, desempenha papel basilar em seu funcionamento e em seus limites e possibilidades (PENROSE, 1959). A existência e o funcionamento de uma firma devem ser compreendidos a partir da consideração de seu posicionamento dentro do mercado, em particular das indústrias relevantes para as atividades econômicas desempenhadas internamente (PENROSE,

1959; RICHARDSON, 1973; CHANDLER, 1984). Função da cúpula superior, o direcionamento estratégico da firma, limitado e determinado por componentes de mercado exógenos à empresa, é fator essencial para a manutenção de sua competição, e, portanto, de sua vida útil (PENROSE, 1959; PORTER, 1981, 1991; BARLETT; GOSHAL, 1993, 1994)

Apesar de a teoria da firma baseada em recursos disponibilizar e delinear um aparato teórico rico para o entendimento da empresa, em especial no mundo moderno, não faz parte de seu arcabouço o poder de sustentar e auxiliar a tomada de decisão dos atores relevantes. Para que esse instrumental possa ser utilizado como um guia para os agentes empresariais, é preciso considerar complementarmente uma teoria da estratégia empresarial (PORTER, 1981, 1991).

Conforme comentado, um dos pilares da natureza da firma é de ser um organismo que permite a organização de atividades e recursos, a partir do equilíbrio dos interesses dos atores envolvidos, e aplicar tal organização a tal direção (COASE, 1937; PENROSE, 1959; JENSEN; MECKLING, 1976; DEMSETZ, 1988; GARNSEY, 1998). Por sua vez, a estratégia da empresa, delimitada pela cúpula superior, é o que estabelece tal direção. Essa decisão de trajetória sustenta-se na concepção de longo prazo de onde se quer que a firma se posicione no mercado e nas indústrias relevantes e por que e de que formas os recursos relevantes, em especial a liderança, serão utilizados para se concretizar tais premissas. É importante frisar que, apesar dessas considerações, a estratégia continua a ser também um fator mutável dentro das decisões empresariais. No entanto, diferente das alterações de outros elementos, sua mudança implica em metamorfoses muito mais profundas na firma, inclusive a ponto de após um processo de alteração estratégica, considerar-se se a firma ainda é a mesma (PENROSE, 1959).

A indústria refere-se ao ambiente composto por estruturas de mercado e interações entre agentes produtivos específicos onde as firmas se posicionam, baseados no foco de suas atividades e dos produtos por ela comercializados (PENROSE, 1959; RICHARDSON, 1972). Essa ambientação caracteriza – e também é determinada – pelas empresas e suas atividades que giram em torno de um mesmo núcleo produtivo. A consideração do posicionamento da firma dentro de sua(s) determinada(s) indústria(s) e de possíveis novos ambientes mercadológicos não é somente papel crucial da cúpula superior, mas também compõe o núcleo de seus serviços empreendedores e parte da natureza de suas capacidades (PENROSE, 1959). A leitura e projeção do mercado, julgamento e alinhamento decisório com a estratégia desenhada pela empresa são atributos necessários para os gestores, cuja qualidade está intrinsecamente ligada à competitividade da

corporação no mercado de uma forma geral (PENROSE, 1959; ALCHIAN; DEMSETZ, 1972; DEMSETZ, 1988; PORTER, 1991).

Cabe aqui uma importante consideração sobre o processo de diversificação das atividades empresariais, atrelado ao processo de especialização e expansão da firma como um todo. A diversificação de uma firma não é um evento claramente delimitado (PENROSE, 1959). Ela pode se referir à produção de diferentes produtos, mas sem que haja mudança relativa da atual indústria ou mesmo das principais atividades produtivas da empresa. Outra referência seria o deslocamento para outro tipo de indústria, na qual são produzidos outros tipos de bens, utilizadas outros tipos de técnicas, atividades, capacidades e insumos e assim por diante. Nesse intuito, o grau e o tipo da diversificação são relevantes para compreender o âmago do processo (PENROSE, 1959; RICHARDSON, 1972). Apesar disso, pode-se considerar que, essencialmente, esse processo caracteriza-se como um projeto de investimento de expansão, seja interno ou externo, em que ocorre mudança ou das atividades produtivas desempenhadas ou das mercadorias produzidas e ofertadas para o mercado (RUBIN, 1973).

Os benefícios da diversificação sustentam-se em vários fatores, como por exemplo a consolidação de participação e adequação da cadeia de produção dos produtos de seu núcleo produtivo, como ocorre nas diversificações à jusante e à montante. Ao adequar produção de insumos intermediários a suas especificações e remodelar canais de distribuição, a firma é capaz de alinhar melhor a cadeia de produção de seus produtos à sua estratégia (PENROSE, 1959). Outro benefício relacionado com uma diversificação sustentada em atividades diferentes de seu núcleo produtivo é a diversificação de suas fontes de competitividade e renda (RICHARDSON, 1973; NADANT; PERDREAU; BRUINING, 2018). Se a empresa busca a diversificação em outras indústrias, produtos e atividades, ela estará menos suscetível aos ciclos de negócio os quais afetarão cada um dos “centros produtivos”. Ao diluir sua participação em diferentes indústrias e mercados, ela diminui a variância de sua receita ao diminuir o peso que a incerteza de 1 mercado em específico tem em sua composição (PENROSE, 1959; GRUENER; MARBURGER, 2022).

A partir disso, é possível estabelecer um contraponto entre o processo de diversificação e o processo de especialização. Ao passo que o processo de especialização é discriminado pelo aperfeiçoamento dos recursos e serviços produtivos pelo e para o desempenho das atividades já efetivadas pela firma, o processo de diversificação transfere os recursos, como tempo e capital, de seu núcleo produtivo para outros tipos de atividades ou produtos (PENROSE, 1959). À medida que

aquele aumenta a eficiência econômica da firma e de seus recursos com possíveis economias de escala, este dilui os possíveis riscos incorridos pela empresa no decorrer do ciclo de negócios dos distintos mercados dos quais faz parte (PENROSE, 1959; RICHARDSON; 1972). Além disso, economias de escopo também são possíveis efeitos do processo de diversificação, com a possibilidade de usar seu capital produtivo, fixo e humano, na produção de diferentes produtos com maior eficiência do que se não fossem produzidos em uma mesma planta (MANKIW, 2019). A escolha entre tais processos remete à cúpula superior e dependerá das outras possibilidades à disposição da gerência, da estratégia adotada e do planejamento assumido (PENROSE, 1959).

3 FINANCIAMENTO E ESTRUTURA DE CAPITAL

O funcionamento econômico depende, em última instância, do financiamento dos atores e de suas atividades (KING; LEVINE, 1993). Financiamento diz respeito aos meios e fontes de obtenção e aos recursos financeiros propriamente ditos necessários aos agentes econômicos para o desempenho de ações relevantes (ASSAF NETO, 2021). Isso implica que o desenvolvimento e o crescimento econômico estão intrinsecamente ligados ao processo de avanço das estruturas financeiras (RAJAN; ZINGALES, 1998a).

O desenvolvimento financeiro é movimento necessário para o aperfeiçoamento e evolução do financiamento econômico de modo geral (KING; LEVINE, 1993; RAJAN; ZINGALES, 2004). Em relação à oferta do capital financeiro, esse processo amplia a quantidade disponível ao mercado pelo aumento do valor de recursos cedidos por agente poupador e por aumentar a número de agentes poupadores que desejam emprestar. Em suma, isso ocorre principalmente pelo fortalecimento legal da garantia dos direitos de propriedade e dos mecanismos de supervisão e sanção (RAJAN; ZINGALES, 2004). O desenvolvimento desses reduz os riscos idiossincráticos referentes à cessão de recursos financeiros a terceiros e concomitantemente amplia os retornos esperados da transação.

No que diz respeito à demanda, o desenvolvimento financeiro facilita a captação dos recursos pelos agentes econômicos em necessidade ao ampliar os meios de financiamento, assim como pelo desenvolvimento de novas ferramentas. A diversificação do instrumental financeiro permite que ofertantes e demandantes tenham à sua disposição mecanismos mais condizentes com suas preferências e sua propensão a risco (KING; LEVINE, 1993; RAJAN; ZINGALES, 2004). Isso amplia não só a utilização desse mercado por esses agentes, como também a utilidade gerada pelo seu uso, a superação de limitações financeiras e o aumento de eficiência do capital utilizado (RAJAN; ZINGALES, 1998a).

No contexto empresarial, o financiamento é mister não apenas para o início de uma firma, como também no decorrer de sua vida útil (ASSAF NETO; LIMA, 2017; ASSAF NETO, 2021). Durante suas operações, ele é imprescindível para a manutenção, expansão e crescimento da empresa (RAHAMAN, 2011). Por conseguinte, o acesso e a capacidade de uma empresa de captar financiamentos é decisivo para sua existência e para seu funcionamento. No que diz respeito à

etapa inicial do empreendimento, os recursos financeiros podem ser subdivididos em 2 categorias: capital próprio e capital de terceiros.

A primeira faz referência ao patrimônio cedido pelo proprietário (e pelos sócios, caso existam), ao passo que a segunda, ao contrário a partir de agentes externos à empresa (ASSAF NETO; LIMA, 2017). Em particular, essa segmentação é relevante nos momentos iniciais, isto é, para a efetivação do investimento e para arcar com custos e despesas até que receitas e lucro passem a ser gerados (ALLEN; BREALEY; MYERS, 2018). Importante mencionar que essa subdivisão só é aplicável a arranjos de sociedade ou propriedade em que a responsabilidade não é limitada, ou seja, os indivíduos mencionados no Contrato Social da firma respondem proporcionalmente a suas dívidas.

Resultados positivos de fluxo de caixa ampliam os recursos financeiros com máxima liquidez disponíveis para movimentação; e a manutenção desse estado de coisas está na essência do desempenho de uma empresa e na saúde do empreendimento (ASSAF NETO; LIMA, 2017). Por sua vez, resultado negativo implica que em determinado período os gastos da empresa foram superiores às suas receitas. Nesse cenário, é necessário que a firma compense o resultado a partir do financiamento do déficit, seja pela contração de recursos de terceiros, como empréstimos, seja pela liquidação de seus ativos, por exemplo (KURSHEV; STREBULAEV, 2015). A consistência de fluxos negativos de caixa indica má qualidade do empreendimento, e denotam que a firma não mantém um plano financeiro sustentável. Em última instância, quando a empresa já não é mais capaz de cumprir os pagamentos de suas obrigações com seus recursos disponíveis nem é capaz de financiá-los via recursos externos, a insolvência pode desembocar na declaração de falência (ASSAF NETO, 2021).

Por definição, “caixa” é um ativo sem uso predefinido: faz referência exatamente ao conjunto de recursos financeiros disponíveis para movimentação (ASSAF NETO; LIMA, 2017). Seu uso e estoque devem estar, como as demais operações e atividades da empresa, alinhados com a estratégia e o planejamento empresarial (PORTER, 1991). Pagamento de dividendos, financiamento de investimentos de expansão, por exemplo, são algumas formas de se utilizar os recursos em caixa e os lucros gerados pela operação (ALLEN; BREALEY; MYERS, 2018; ASSAF NETO, 2021).

Uma vez que o financiamento interno não é capaz de cumprir com os pagamentos referentes à manutenção das operações empresariais ou suprir as necessidades para um projeto de

investimento almejado pela direção, recorre-se ao financiamento externo. Em suma, os recursos externos podem ser captados via dívida, com aumento de alavancagem, ou via *equity*, sendo esta última categoria mais particular para empresas de maior envergadura e capital (ALLEN; BREALEY; MYERS, 2018; ASSAF NETO, 2021). Existem outras fontes de recursos para financiamento, como por exemplo doações, *leasing* ou mesmo recursos de familiares (WILLIAMSON, 1988). No entanto, essas transferências não têm influência na discussão levantada neste trabalho.

A primeira categoria faz referência a transações cujo capital total financiado é pré-determinado com o agente que irá emprestar o recurso. O captador é obrigado a pagar, no decorrer do tempo, juros sobre a quantia arrecadada e, naturalmente, devolver integralmente o valor captado, ou o principal (ASSAF NETO; LIMA, 2017). Os termos do empréstimo, como a amortização do pagamento, a taxa de juros do empréstimo, o tempo e frequência de pagamentos e assim por diante são determinados contratualmente antes da conclusão da transação. Os bancos, sejam eles comerciais ou de investimento, são os principais agentes que utilizam desse mecanismo de empréstimo (KING; LEVINE, 1993; ALLEN; BREALEY; MYERS, 2018; DEANGELO, 2022).

Apesar de ser a categoria mais regular e mais utilizada entre as empresas, em particular as de menor envergadura, existem ainda outros mecanismos de financiamento para alavancar a empresa além de empréstimos diretos (ASSAF NETO, 2017). Títulos de dívida privada como debêntures, perpetuidades e assim por diante são importantes ativos financeiros que permitem às firmas emissoras a arrecadação dos recursos almejados (ALLEN; BREALEY; MYERS, 2018). Além disso, essa categoria de ativo de dívida será central para a estrutura de propriedade da empresa, apresentada logo em seguida, assim como para sua estratégia financeira (FAULKENDER; PETERSEN, 2006).

A outra categoria de financiamento externo é via *equity*. Importante mencionar que por parte dos investidores, *equity* é uma categoria de ativo financeiro de alto risco (JOVANOVIC; MA; ROUSSEAU, 2020). Os recursos obtidos por essa natureza de financiamento são ofertados por agentes institucionais, públicos ou privados, que, em troca, compram parte da propriedade da empresa (OECD, 2015). Isso ocorre através da aquisição de ações da empresa: títulos de propriedade empresarial que representam a menor parte de seu capital total (ALLEN; BREALEY; MYERS, 2018). Normalmente, o total, o aumento e a diminuição do número de ações de determinada empresa são escolhidos legalmente pela firma e aprovados pelos órgãos responsáveis.

Existem duas categorias distintas de ações relacionadas às sociedades de responsabilidade limitada: as ações ordinárias e as ações preferencias. O primeiro tipo faz referências aos ativos de propriedade acionários que conferem direito de voto a seus detentores e maior participação nos resultados da firma (ALLEN; BREALEY; MYERS, 2018; ASSAF NETO, 2021). São importantes mecanismos para os agentes que buscam influenciar ativamente a empresa e que buscam maiores e mais arriscados retornos. A segunda categoria são ações que não conferem direito de voto aos portadores, mas garantem pagamentos de dividendos fixos aos detentores e não tem participação relevante na distribuição de lucros pelo crescimento da empresa (ASSAF NETO; LIMA, 2017).

É importante frisar que a negociação de qualquer natureza de ações de uma firma não pode ser traduzida como o processo de financiamento em si. Quando as ações de determinada empresa são cotadas em bolsa, por exemplo, podem ocorrer transações secundárias desses títulos entre acionistas que têm sua propriedade e desejam vendê-los e aqueles que querem adquiri-los para compor seus portfólios (ALLEN; BREALEY; MYERS, 2018; ASSAF NETO, 2021). O financiamento via *equity* ocorre quando os administradores/donos da empresa vendem as ações em sua posse diretamente para agentes financeiros interessados. Naturalmente, esse mecanismo pode ser utilizado tanto por uma empresa privada (de capital fechado) quanto por uma pública (cotada em bolsa) (ASSAF NETO, 2021). A aquisição das ações pode ocorrer por exemplo a partir de uma negociação fechada, em que os interessados fazem uma proposta de investimento (BOONE; MULHERIN, 2007) à firma; ou a partir de uma negociação de venda em que os administradores buscam convencer os investidores a fazer o aporte.

Outro importante mecanismo de captação de recursos via *equity* são as ofertas públicas iniciais para a liquidação da empresa e subsequente acúmulo de financiamento. Esse movimento caracteriza-se pela primeira venda das ações da empresa ao público geral, ou em outras palavras, o momento em que a empresa passa a ser cotada em bolsa (ASSAF NETO; LIMA, 2017; ALLEN; BREALEY; MYERS, 2018; ASSAF NETO, 2021). A essência da captação está na diluição da propriedade dos administradores pela venda de suas ações para outros agentes interessados (JENSEN; MECKLING, 1976).

No que diz respeito ao financiamento dos investimentos das firmas, os recursos em caixa são comparativamente os mais baratos, uma vez que não há custos pecuniários referente ao seu uso (WILLIAMSON, 1988; KURSHEV; STREBULAEV, 2015; ASSAF NETO, 2021). Por exemplo, quando da captação de algum tipo de empréstimo, além do pagamento do principal, é necessário o

pagamento dos juros da dívida. Para o caso de captação de *equity*, algumas empresas pagam dividendos para os acionistas principalmente para a manutenção do valor acionário em mercado, o que determina o custo dessa categoria de financiamento. Por esse motivo, normalmente recursos de caixa são a primeira e principal fonte de financiamento de projetos de expansão ou mesmo déficits de fluxo das empresas (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; DEANGELO, 2022).

Não é possível estabelecer um padrão comum de financiamento entre firmas. O uso e quantidade proporcional das fontes de recursos (caixa, dívida ou *equity*) que compõe seu capital variam de firma para firma, de indústria para indústria e depende também em última instância da situação do mercado de recursos financeiros (RAJAN; ZINGALES, 1998b; KAPLAN; STRÖMBERG, 2009). Essas considerações implicam que a escolha da estrutura de capital da empresa é também um dos componentes da decisão estratégica da empresa, assim como de sua competitividade (RAJAN; ZINGALES, 1995).

A estrutura de capital¹ de uma firma refere-se ao *mix* de recursos financeiros captados via alavancagem e via *equity* (MYERS, 2001; ALLEN; BREALEY; MYERS, 2018; ASSAF NETO, 2021). Apesar de que os recursos captados pelo último canal comprem parte da propriedade da firma, os detentores das obrigações de dívida da firma também são relevantes atores no que tange às decisões da empresa. Apesar de também não terem direito de voto como os portadores de ações preferenciais, os interesses dos agentes institucionais que financiam as atividades da empresa via empréstimo também precisam ser levados em conta quando das decisões tomadas pela corporação. Além disso, a ordem de recebimento da remuneração dos atores é outro componente central para a estrutura corporativa da empresa (JENSEN; MECKLING, 1976). Credores e detentores de títulos de dívida são sempre pagos antes dos demais atores; em seguida, os acionistas preferenciais; e por fim, os detentores de ações ordinárias (ALLEN; BREALEY; MYERS, 2018).

As teorias econômicas relacionadas à estrutura de capital das empresas buscam explicar como os administradores escolhem a composição de *equity* e dívida de suas firmas, a partir do pressuposto de que esse *mix* terá efeitos no valor da empresa e nos demais agentes econômicos. Seminal na temática, Miller e Modigliani (1958) são pioneiros em afirmar que a composição da estrutura de capital de uma firma é irrelevante para seu valor ou mesmo para a disponibilidade de capital. Inclusive, as proposições da obra e seus resultados são considerados a solução para o

¹ Jensen e Meckling (1976) utilizam o termo estrutura de propriedade (“*ownership structure*”, p. 305, tradução nossa).

problema em uma situação de mercados perfeitos. No entanto, as evidências empíricas demonstram que de fato a composição do capital empresarial tem relevância em sua conduta e em outros fatores relevantes (MYERS, 2001; DEANGELO, 2022).

Proponentes explicações na literatura são propostas pelas teorias do *tradeoff*, da hierarquia e do fluxo de caixa livre (MYERS, 2001). Segundo a primeira das explicações, cada firma e seus respectivos administradores e gerentes possuem uma meta da proporção entre dívida e *equity* na composição de sua estrutura de capital (GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016). Conforme comentado anteriormente, a captação de dívida tem um efeito positivo sobre o rendimento do capital investido por conta da redução do lucro tributável (MYERS, 1984; ARDALAN, 2017). As despesas financeiras de pagamento de juros reduzem a quantidade de recursos sobre a qual serão cobrados alguns impostos, o que, nesse sentido, tem a capacidade de aumentar a taxa de rendimento do capital. Em outras palavras, os administradores podem, até certo ponto, captar dívida com a qual são capazes de gerar rendimentos maiores do que o pagamento referente do recurso (ARDALAN, 2017) pela diminuição da contribuição tributária do lucro (MYERS, 1984).

No entanto, o aumento da alavancagem da empresa amplia seu nível de estresse, assim como seus custos de falência (GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016). O aumento do financiamento via dívida amplia as chances de insolvência em situações desfavoráveis de mercado, o que pode gerar preocupação nos investidores, detentores de títulos de dívidas e também no mercado. Nesse sentido, a meta da estrutura de capital da firma seria o ponto em que os benefícios marginais de alavancagem, sustentados em redução de impostos, seriam iguais a seus custos marginais de estresse financeiro (MYERS, 2001; KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; DEANGELO, 2022). Dessa maneira, aponta-se que a teoria do *tradeoff* é estática, uma vez que os fatores determinantes para a decisão da estrutura de capital têm caráter endógeno e não suporta a explicação com componentes exógenos nem permite explicar como os administradores determinam o ponto de ótimo ou sob quais preceitos esse ponto é alterado (MYERS, 2001).

A teoria da hierarquia, por sua vez, assume que não existe tal meta nem os administradores almejam alcançar algum nível pré-determinado de estrutura de capital (MYERS, 2001). Segundo essa óptica, a composição de dívida e *equity* de uma corporação são determinados primordialmente pelo risco de captação de cada uma dessas categorias no mercado (MYERS, 1984; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016; ARDALAN, 2017). Os administradores optarão pelo

financiamento mais seguro: primeiro com caixa interno, depois via captação de dívida (e preferencialmente com os mecanismos de menor risco); e, por fim, *equity*. É importante salientar que o risco da categoria de financiamento externo está intrinsecamente ligado aos ciclos de negócio, de forma que maior preferência será dada, concomitantemente, para os recursos que estiverem com maior oferta e menor preço (MYERS, 1984; KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; DEANGELO, 2022).

Por fim, a teoria dos fluxos de caixa livre é apresentada por Jensen (1986) e sustenta-se principalmente no uso da estrutura de capital como mecanismo de redução de problemas de agência entre administração e acionistas. O aumento do nível de alavancagem e a redução da quantidade de caixa aumentam os custos de estresse, conforme explicitado acima, o que exige administração mais resoluta e parcimoniosa por parte dos gestores. Uma vez que os custos incorridos por más decisões de investimento aumentam, os administradores vão passar a excluir investimentos mais arriscados de seus projetos. Isso amplia a eficiência do capital investido, reduz custos em regalias e induz o comportamento dos agentes em prol da maximização do valor da empresa, objetivo fim dos acionistas (MYERS, 2001; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016). Essa teoria é particularmente relevante para explicar a conduta de empresas mais maduras e desenvolvidas, cujo excedente de caixa pode influenciar os administradores a assumirem investimento pouco rentáveis que em circunstâncias normais não assumiriam (JENSEN, 1986; MYERS, 2001; RAJAN; ZINGALES, 2004).

Apesar da argumentação teórica sobre as composições da estrutura de capital das firmas, Gompers, Kaplan e Mukharlyamov (2016) e DeAngelo (2022), demonstram que a decisão por parte dos administradores e gerentes é mais simples e direta. Não é estabelecida nenhum tipo de meta: pelo contrário, os agentes relevantes substanciam-se principalmente nas condições de mercado, no histórico de conduta da firma em relação à sua alavancagem e no reflexo que sua estrutura terá em possíveis credores. Apesar disso, essas teorias são capazes de captar relevantes fatores para a tomada de decisão, tais quais:

[...] i) uma aversão à inadimplência (e estresse financeiro) que encoraja firmas a limitar alavancagem, ii) foco em taxas de financiamento dependentes da trajetória, e iii) reconhecimento de que o mundo é dinâmico de forma que, ao determinar as necessidades de financiamento, firmas têm incentivos para preservar, utilizar e reconstruir sua

capacidade de empréstimo e balanços de caixa. (DEANGELO, 2022, p. 420, tradução nossa).²

Apresentados fundamentos de finanças corporativas, como estrutura de capital e financiamento empresarial, é mister compreender o funcionamento e a estrutura das firmas de *private equity* e como sua administração afeta esses componentes das empresas de seus portfólios.

² No original: “[...] i) an aversion to default (and financial distress) that encourages firms to limit leverage, ii) a focus on funding with path-dependent leverage ratios, and iii) recognition that the world is dynamic so that, in addressing funding needs, firms have incentives to preserve, utilize, and rebuild debt capacity and cash balances.”

4 AS FIRMAS DE *PRIVATE EQUITY*

Surgidas na década de 1980 nos Estados Unidos, as firmas de *private equity* ganham relevância no decorrer das décadas (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; BROWN *et al.*, 2020), apesar de sua desaceleração nos anos de 2022 e 2023 (MACARTHUR *et al.*, 2023; MCKINSEY, 2023). Com maior participação nos Estados Unidos, Europa e Ásia Pacífica, hoje os ativos sob a administração de seus fundos já superam o valor de 3 trilhões de dólares (MCKINSEY, 2023) e abrangem empresas de indústrias de diferentes níveis tecnológicos e cadeias produtivas, desde a mineral até a de software (BERNSTEIN *et al.*, 2016; DAVIS *et al.*, 2019; COHN; HOTCHKISS; TOWERY, 2022; MACARTHUR *et al.*, 2023). No que tange a seus resultados, performa em média melhor que pares do investimento de risco e índices de outras categorias de ativos, como o *benchmark* americano e europeu (KAPLAN; SCHOAR, 2005; GOHIL; VYAS, 2016; GRUENER; MARBURGER, 2022). Além disso, as firmas de PE têm sido capazes de manter seu nível médio de performance estável no decorrer de suas atividades (GOHIL; VYAS, 2016).

Elas são agentes de investimento financeiro cuja atividade econômica principal reside na aquisição de participação majoritária de empresas e nas subsequentes administração, valorização e venda de seu portfólio (KAPLAN; SCHOAR, 2005; KAUL; NARY; SINGH, 2018). A remuneração de suas atividades advém de taxas de administração arrecadadas dos investidores, taxa de transação por compra e juros transportados do desinvestimento dos fundos (AIGNER *et al.*, 2008; METRICK; YASUDA, 2010). Os recursos necessários para o desempenho dessas atividades são captados a partir de fundos fechados de *private equity*, em particular a partir de fundos de aquisição. A principal estratégia utilizada para a compra das participações que comporão seu portfólio é via *leveraged buyout* (LBO). Nessa categoria de aquisição, a grande maioria dos recursos da transação são levantados via dívida ou alavancagem (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; ACHARYA *et al.*, 2013; TYKVOVÁ, 2018; LAROCQUE; SHIVE; STEVENS 2022). Essa estratégia é basilar para seu posicionamento competitivo e, como será exposto, para a engenharia financeira nas EPs (MCCARTHY; POMERANCE, 2018), apesar de a teoria econômica não ter sido capaz de explicar o porquê (AXELSON; STRÖMBERG; WEISBACH, 2009).

Nesse sentido, o passo inicial da operação dessas firmas é a formação de seus fundos e a determinação de suas características fundamentais (TYKVOVÁ, 2018). São estabelecidos os principais componentes do contrato de parceria: a quantidade de cotas que serão vendidas, quais

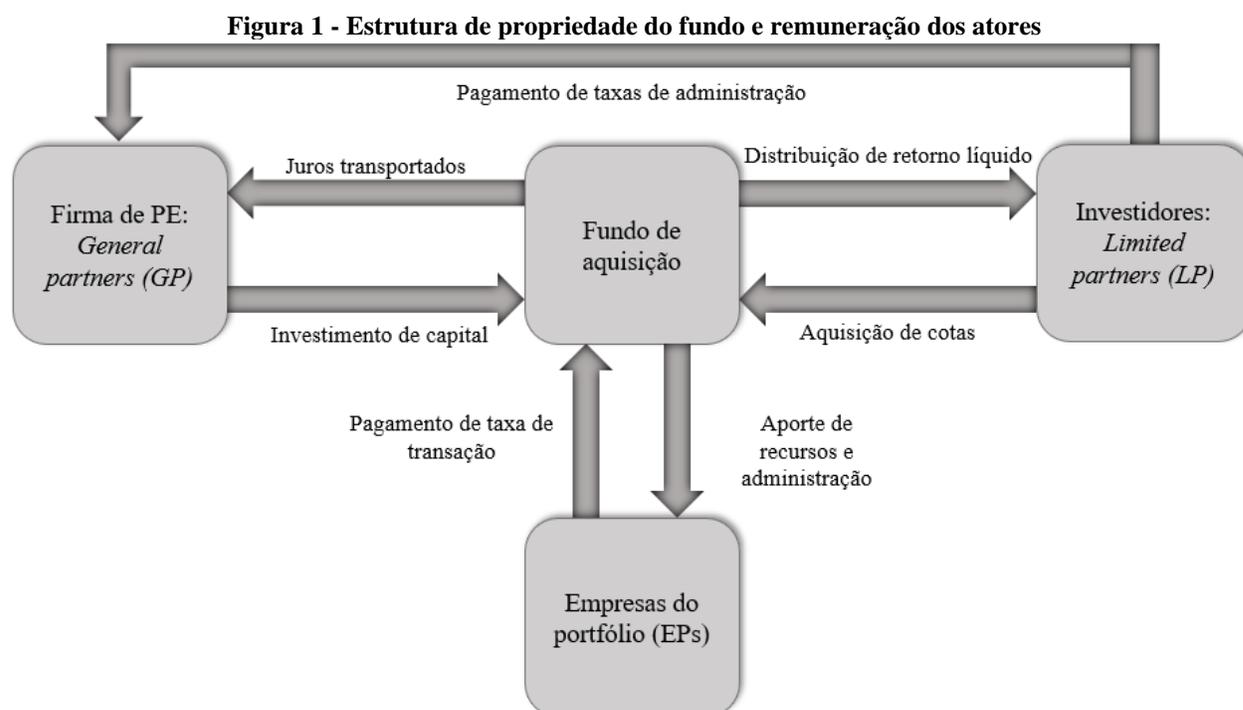
os objetivos e a tese do fundo, as taxas de remuneração das atividades da firma de PE, seu horizonte de vida e os prazos para cada uma de suas etapas e assim por diante. Estabelecidas as regras do jogo, começa o processo de aporte dos recursos por parte dos investidores institucionais interessados. Após alguns meses, a firma encerra a rodada de captação de recursos e por fim começa a análise de possíveis empresas para compor seu portfólio (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; TYKVOVÁ, 2018). O período que compreende as etapas de captação de recursos, formulação contratual e efetivação de aporte normalmente dura 3 anos (KAPLAN; SCHOAR, 2005; KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; JENKINSON; SOUSA, 2015; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016; TYKVOVÁ, 2018).

Uma vez decididos os alvos de investimento pelo time de análises da firma de *private equity*, as opções passam para aprovação da direção. Com as devidas opções aprovadas, tem-se início o aporte aos negócios alvo e a efetiva administração da firma de PE sobre as empresas de seus portfólios. Essa etapa preenche o resto da vida útil do fundo, que normalmente é de 10 a 13 anos (KAPLAN; SCHOAR, 2005; KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016) e representa período decisivo para a valorização do negócio. O período de duração do fundo varia entre firmas e podem inclusive mudar no decorrer das operações do fundo, desde de que essa alteração seja devidamente aprovada pelos investidores (TYKVOVÁ, 2018).

Além disso, é importante considerar o limite de vida do fundo como um mecanismo de disciplina sobre os administradores, uma vez que precisam apresentar resultados aos investidores no prazo especificado (AXELSON; STRÖMBERG; WEISBACH, 2009). A partir do aumento dos recursos financeiros via aporte e do rearranjo estrutural das EPs, as firmas de *private equity* são capazes de impulsionar as atividades internas com o objetivo de desenvolvimento e crescimento empresarial (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; ACHARYA *et al.*, 2012). Nesse sentido, reside nesta etapa o processo de criação de valor para o investimento, decisivo para a obtenção dos retornos ao fim do ciclo de vida do fundo (BROWN *et al.*, 2020).

Por fim, ocorre a efetivação dos retornos do investimento. Já nos últimos anos da vida do fundo os administradores passam a avaliar a liquidação da firma, como via IPO ou via venda direta para outros agentes institucionais. A decisão comercial de liquidação da firma abrange, assim como na etapa de escolha do investimento, a consideração de um conjunto de fatores endógenos e exógenos (JENKINSON; SOUSA, 2015). Vários são os indicadores e métricas utilizados para

validar o retorno efetivo do investimento a cada um dos agentes econômicos participantes (GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016; TYKVOVÁ, 2018; LAROCQUE; SHIVE; STEVENS 2022). Com o auferimento e distribuição dos retornos aos investidores participantes, tem fim o ciclo de vida do fundo. A composição proprietária dos fundos e as respectivas remunerações dos participantes podem ser verificadas na Figura 1.



Fonte: Adaptado de Aigner *et al.* (2008).

Uma distinção é primordial. Conforme postulado, a principal atividade econômica da firma de PE é a valorização de seu investimento e a subsequente venda/liquidação do portfólio. Esse processo está intrinsecamente ligado à valorização dos empreendimentos a partir da administração efetiva e de suas práticas gerenciais. No entanto, não depende única e exclusivamente dela. É mister ponderar que a criação de valor do investimento também está relacionada tanto a decisões anteriores ao investimento quanto no momento de sua liquidação, isto é, após a administração da firma de *private equity* (JENKINSON; SOUSA, 2015; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016). Recursos e tempo são colocados na análise mercadológica dos possíveis empreendimentos a se assumir (TYKVOVÁ, 2018). A capacidade de avaliar e escolher, por exemplo, uma firma subvalorizada e/ou conseguirem identificar potencialidades de

crescimento maiores do que o mercado identifica também é determinante para a criação de valor do investimento. E no que diz respeito ao momento da liquidação, identificar o momento correto, ou o “*timing*” do mercado (LAROCQUE; SHIVE; STEVENS 2022) e a forma como a liquidação será feita são peças centrais no processo de valorização (GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016).

4.1 FORMAÇÃO DO FUNDO

Os fundos de investimento de *private equity* são estruturas de aporte organizadas pelas firmas de PE as quais vislumbram possibilidades de investimento em diferentes segmentos de mercado. Particularmente, esses fundos têm como foco a aquisição de empresas mais desenvolvidas, como empresas de capital aberto, mesmo empresas privadas que estão sob a gerência de outros fundos e inclusive setores econômicos de outras corporações (JENKINSON; SOUSA, 2015; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016; TYKVOVÁ, 2018; LAROCQUE; SHIVE; STEVENS 2022). O objetivo da aquisição é o que fundamentalmente diferencia essa categoria de investimento de demais tipos de *equity*, tal como o *venture capital* (VC) – cujo foco reside em firmas mais jovens, menores e de maior risco, tais como *startups* (JOVANOVIC; MA; ROUSSEAU, 2020; LAROCQUE; SHIVE; STEVENS 2022) – e a administração ativa, de demais fundos.

Com a elaboração contratual e da proposta do investimento e com a aplicação inicial de capital por parte da própria firma de PE, dá-se início à rodada de vendas das cotas do fundo para diferentes agentes institucionais, tais como fundos de pensão, escritórios familiares etc. e agentes privados (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016). As firmas de *private equity* possuem diferentes estratégias empresariais para efetivar seu modelo de negócio as quais estão alinhadas com suas especializações (BIESINGER; BIRCAN; LJUNGQVIST, 2020). Dessa maneira, seus fundos possuem diferentes teses ou focos operacionais que apesar de serem diferentes entre si, mesmo para fundos de uma mesma firma, necessariamente obedecem às linhas estratégicas gerais e estão limitados pela *expertise* dos GPs (MCCARTHY; POMERANCE, 2018). Finalizada a arrecadação dos recursos, a firma encerra as rodadas de transações das cotas de forma que nem recursos adicionais possam ser financiados por esse canal,

nem recursos já investidos possam ser retirados, característica de um fundo fechado, categoria de investimento ilíquido (KAPLAN; SCHOAR, 2005; KAPLAN; STRÖMBERG, 2009).

Nesse contexto, a firma administradora (e caso haja, demais associados) é referida no processo como *general partners* (GPs) e os demais agentes, aqueles que concedem a maior parte dos recursos do fundo, são referidos como *limited partners* (LPs). Essa nomenclatura é sustentada pelo efetivo papel desempenhado por cada um dos 2 grupos no investimento em si. Ao passo que os cotistas, responsáveis pela concessão da maior parte dos recursos, possuem ação limitada ou nenhuma sobre o portfólio (AXELSON; STRÖMBERG; WEISBACH, 2009), a firma de *private equity* participa ativamente da gestão do investimento e cuida para que os interesses dos investidores sejam alcançados (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016).

4.2 A DECISÃO DE INVESTIMENTO

Durante o processo de seleção do negócio, a firma de PE analisa grande conjunto de negócios no mercado em busca de oportunidades que façam sentido para os objetivos e estratégias do fundo, que estejam dentro da capacidade financeira do mecanismo e que, principalmente, apresentem retornos esperados suficientemente relevantes para o aporte. Normalmente, essa etapa dura cerca de 2 anos para ser concluída (KAPLAN; SCHOAR, 2005) e a análise pode abranger centenas de firmas até que o melhor portfólio seja escolhido e investido (TYKVOVÁ, 2018).

Os fatores relevantes para a seleção do negócio podem variar, baseado no foco do investimento do fundo, assim como as métricas utilizadas¹ e o *benchmark* (GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016). No entanto, é consenso na literatura que algumas características tornam algumas firmas mais propensas a serem adquiridas pelos fundos de PE, características essas relacionadas à estrutura de capital da firma, à sua operação e ao seu posicionamento de mercado (ACHARYA *et al.*, 2012; NADANT; PERDREAU; BRUINING, 2018; KAUL; NARY; SINGH, 2018; TYKVOVÁ, 2018).

¹ Para métodos de *valuation* utilizados pelas firmas de *private equity*, ver Gompers, Kaplan e Mukharlyamov (2016), em especial a tabela 5.

Segundo McCarthy e Pomerance (2018), o processo de seleção do negócio pode ser subdividido em 4 etapas:

- a) a busca pelas oportunidades;
- b) *due dilligence* ou diligência prévia;
- c) negociação e documentação; e
- d) conclusão e integração.

Na primeira etapa, a equipe de avaliação da firma é colocada em ação para acessar o mercado, avaliar potenciais negócios e contatar atores econômicos, como bancos de investimento, com os quais mantêm conexões. Na segunda, selecionados alguns potenciais alvos de aquisição, é feita investigação profunda acerca das condições internas e externas desses negócios. É importante salientar que parte das empresas alvo é privada, o que em certa maneira pode limitar a transmissão e divulgação das informações necessárias e com qualidade para um processo eficaz de *due dilligence* (BOONE; MULHERIN, 2007; KAUL; NARY; SINGH, 2017; MCCARTHY; POMERANCE, 2018).

A terceira etapa trata-se de quando a firma de *private equity* aborda as empresas alvo em busca de apresentar sua proposta comercial, e uma vez aceita, é preparada a devida documentação obedecendo à jurisdição relevante. Finalizada a etapa de negociação e documentação, a aquisição é finalizada e ocorre a integração da estrutura administrativa do fundo com a nova empresa de seu portfólio (MCCARTHY; POMERANCE, 2018). Assim que do fim da aquisição, é cobrada taxa percentual da EP do valor da aquisição, que compõe a taxa de transação da operação, uma das fontes de receita do fundo (AIGNER *et al.*, 2008; METRICK; YASUDA, 2010).

Fundos de PE têm particular interesse em segmentos de firmas de capital aberto fruto de investimentos ineficientes que possuem operações as quais se distanciam muito da atividade principal da firma mãe (KAUL; NARY; SINGH, 2018). A partir da constatação, pois, da ineficiência desses agentes integrados na operação e gestão da firma principal, tem-se início processos de desinvestimento por parte da firma de capital aberto, que em última instância, resultam na dissociação integral do segmento; e é nesse cenário que o aporte do fundo de PE torna-se possível e relevante (JENSEN, 1986; KAUL; NARY; SINGH, 2018). Além dessas características relacionadas ao histórico corporativo do candidato do aporte, aponta-se o interesse em empresas com alta alavancagem, bom posicionamento de mercado e alto potencial de

crescimento, tanto por conta de oportunidades exógenas à empresa, tanto por possibilidades de aperfeiçoamento operacional (GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016; COHN; HOTCHKISS; TOWERY, 2022).

4.3 ADMINISTRAÇÃO EFETIVA

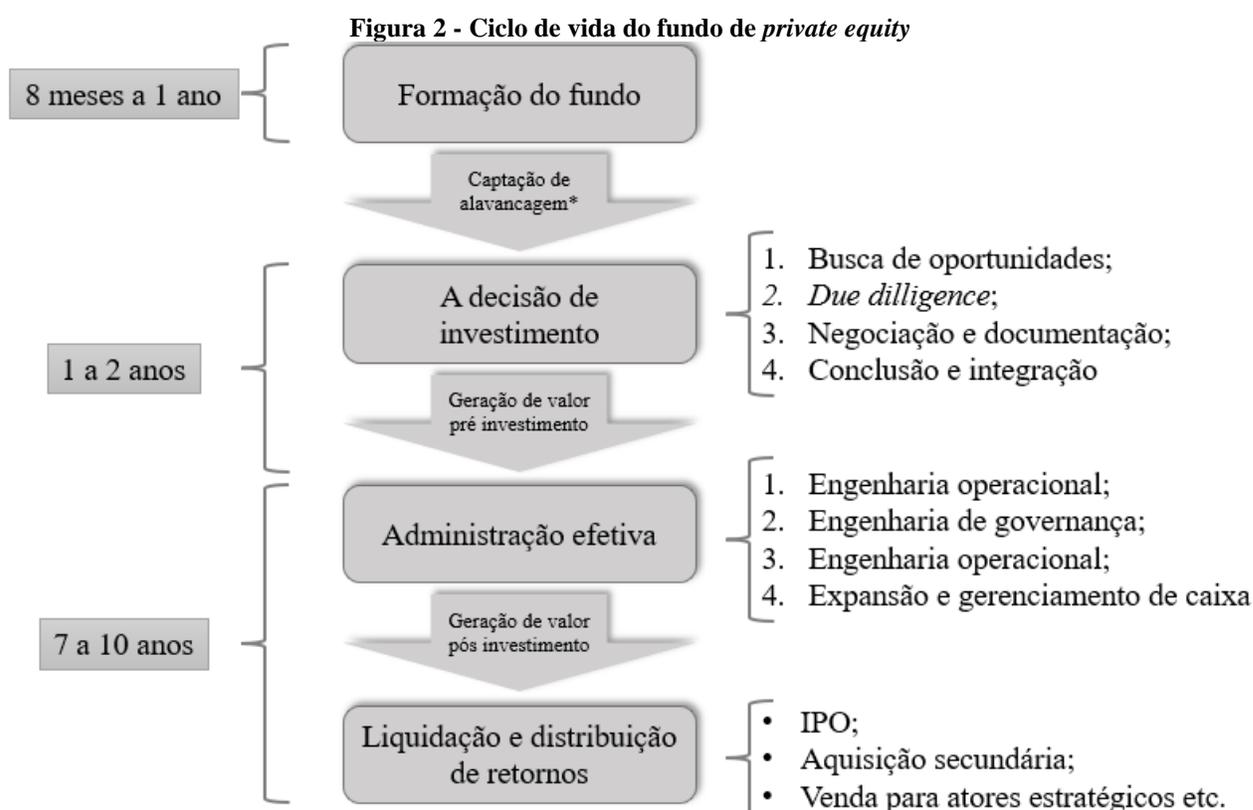
A fase mais longa do prazo de vida do fundo de PE refere-se àquela em que o portfólio está sob devida administração e controle da firma de PE (TYKVOVÁ, 2018). É precisamente nessa etapa em que os esforços de gestão, de forma geral, vão impactar a empresa financiada com o intuito fim de aumento de seu de valor (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; BLOOM; SADUN; VAN REENEN, 2015; JOVANOVIĆ; MA; ROUSSEAU, 2020; GRUENER; MARBURGER, 2022). Durante essa etapa da vida útil do fundo, são cobradas taxas de administração LPs cujos valores e prazos são determinados na etapa inicial de formulação contratual (AIGNER *et al.*, 2008; METRICK; YASUDA, 2010).

Além dessas considerações, também é necessário apontar fatores que dizem respeito à qualidade propriamente dita dos GPs. Segundo a literatura, firmas de PE que estão há mais tempo em atuação, que possuem histórico de sucesso com fundos anteriores, e que são capazes de financiar fundos de investimento maiores (com mais recursos, essencialmente) são mais eficientes no que diz respeito à sua criação de valor e geração de retorno para investidores (KAPLAN; SCHOAR, 2005; AIGNER *et al.*, 2008; ACHARYA *et al.*, 2013; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016; COHN; HOTCHKISS; TOWERY, 2022). O alinhamento industrial entre as EPs e a especialização das firmas de *private equity* é outro indicador relevante para a previsão do bom e homogêneo desempenho do fundo (AIGNER *et al.*, 2008; NADANT; PERDREAUB; BRUINING, 2018; GRUENER; MARBURGER, 2022).

4.4 LIQUIDAÇÃO E DISTRIBUIÇÃO DE RETORNOS

O ciclo de vida do fundo termina quando o portfólio é liquidado. A liquidação pode ocorrer por diversas vias, como por oferta pública inicial, aquisições secundárias – quando outro fundo adquire a firma a partir do mesmo processo relatado – e venda direta para atores estratégicos do mercado. (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; JENKINSON; SOUSA, 2015). O percurso e etapas

de um fundo de *private equity* podem ser identificados na Figura 2. A decisão de desinvestimento parte de um conjunto de fatores, embora limitados, naturalmente, pelo tempo estipulado de vida do fundo. Mais uma vez, assim como na decisão de investimento, a precificação do negócio desempenha papel central na decisão da firma de PE de liquidação do portfólio (JENKINSON; SOUSA, 2015; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016).



Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Nota: *A captação de alavancagem pode ocorrer tanto antes do início do processo de decisão do investimento ou logo antes da etapa de negociação e documentação.

Além da validação do valor puro do negócio para o mercado, outro relevante fator para a escolha da liquidação são as condições atuais no mercado para a apresentação de uma proposta. Conforme colocado por Larocque, Shive e Stevens (2022), ponderar o “*timing*” correto da venda é central para a criação de valor para o investimento. Um dos fatores determinantes de geração de retorno para o investimento é a própria projeção do preço de venda da firma ser superior ao preço de compra, o que se pode argumentar ter uma natureza de pura arbitragem (GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016).

Com a efetivação da liquidação, os agentes institucionais participantes são finalmente remunerados. Os investidores recebem o retorno de seu capital investido e as firmas de PE recebem remuneração em forma de juros transportados, taxas fixas que lhe são devidas a cada venda (AIGNER *et al.*, 2008; TYKVOVÁ, 2018). Em relação aos GPs, é possível argumentar que sua remuneração é dividida em um componente fixo: as taxas de administração do portfólio; e em um componente variável, taxas diretamente atreladas à performance do fundo em seu portfólio (JENKINSON; SOUSA, 2015). A avaliação do retorno e da performance desses investimentos é feita a partir de medidas tais como a TIR (taxa interna de retorno), indicador básico do retorno anual do investimento, o múltiplo de capital investido ou MOIC (*multiple of invested capital*) (GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016) e o equivalente ao mercado público (KAPLAN; SCHOAR, 2005; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016; TYKVOVÁ, 2018).

A valorização do investimento depende sobremaneira do processo de valorização dos empreendimentos do portfólio, isto é, das EPs (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016; JOVANOVIĆ; MA; ROUSSEAU, 2020; COHN; HOTCHKISS; TOWERY, 2022). As políticas e estratégias instauradas pelas firmas de PE durante a etapa de administração efetiva são apresentadas no tópico seguinte.

5 ESTRATÉGIAS E PRÁTICAS GERENCIAIS

Os mecanismos e políticas colocadas em ação durante a administração efetiva das firmas de PE em seu portfólio são decisivos para a valorização do investimento (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016). Isso porque o aumento do valor de mercado do portfólio permite uma liquidação que gere maiores lucros aos agentes participantes do fundo (AIGNER *et al.*, 2008; JOVANOVIC; MA; ROUSSEAU, 2020). Essas estratégias buscam melhorar as práticas corporativas da empresa em suas diversas facetas, o que por sua vez afeta seu desempenho e sua eficiência. Importante salientar que os efeitos de tais mecanismos são relevantes para as EPs não somente durante a administração das firmas de *private equity* como também após a liquidação (AXELSON; STRÖMBERG; WEISBACH, 2009; SINCERRE *et al.*, 2019; BIESINGER; BIRCAN; LJUNGQVIST, 2020).

Nas primeiras décadas de operação desses agentes de investimento, a administração colocada em prática nas empresas de seus portfólios era tímida. Seus mecanismos de intervenção resumiam-se somente às esferas financeiras e de governança da empresa, a partir de sua inclusão no quadro diretor das empresas e da captação de alta alavancagem (KAPLAN; SCHOAR, 2005; KAPLAN; STRÖMBERG, 2009). Com o aperfeiçoamento e desenvolvimento do mercado e da concorrência (MCCARTHY; POMERANCE, 2018; BROWN *et al.*, 2020), sua intervenção ultrapassou as instâncias de diretoria e alcançou os níveis mais básicos da atividade empresarial ligados às operações propriamente ditas (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; TYKVOVÁ, 2018). Nesse sentido, a administração das firmas de PE evoluiu de uma postura pura e simplesmente de auxílio diretivo para uma gestão ativa que passou a influenciar e atuar sobre todas os níveis da empresa, desde a alta gestão até a operação.

No que tange às estratégias assumidas, é importante considerar que sua adoção pelas firmas de *private equity* nas empresas do portfólio interagem entre si de forma complementar e ao mesmo tempo excludente. A limitação de recursos a qual enfrentam os GPs obrigam os administradores a selecionarem apenas algumas estratégias e práticas para aplicarem nas EPs. Concomitantemente, a combinação dos componentes corretos tem efeito relevante sobre a chance de sucesso da implementação e da gestão (BIESEINGER; BIRCAN; LJUNGQVIST, 2020). Há evidências de que a adoção de um *mix* de estratégias complementares entre si e, sobretudo, o aperfeiçoamento da *expertise* nesse conjunto e sua consequente replicação para outros fundos é basilar não só para seu

desempenho, como para sua capacidade de financiar novos fundos (KAPLAN; SCHOAR, 2005; AIGNER *et al.*, 2008; BIESEINGER; BIRCAN; LJUNGQVIST, 2020).

Os trabalhos empíricos disponíveis na literatura acerca da gestão desses fundos e de seu portfólio têm maiores limitações do que aqueles cujo foco são empresas públicas. As firmas de PE e as EPs não são obrigadas por lei a divulgar informações financeiras e corporativas por tratarem-se de organizações privadas (AIGNER *et al.*, 2008; BLOOM; SADUN; VAN REENEN; 2015); e quando essas informações tornam-se públicas, os únicos negócios que fazem tal divulgação são aqueles que foram bem-sucedidos no desinvestimento (LESLIE; OYER, 2009; GOHIL; VYAS, 2016). Isso pode acarretar vieses de seleção que podem contaminar a análise e, portanto, recebem atenção e tratamento especial (KAPLAN; SCHOAR, 2005).

No que diz respeito às estratégias e práticas gerenciais aplicadas nas empresas do portfólio, Leslie e Oyer (2009) analisam 144 aquisições de fundos de *buyout* que ocorreram entre os anos de 1996 a 2005. Acharya *et al.* (2013) sustentam sua discussão no estudo de 395 negócios fechados entre 1991 e 2007 na Europa Ocidental por 37 firmas de *private equity*. Gompers, Kaplan e Mukharlyamov (2016), por outro lado, entrevistam 79 diretores, como CEOs (*chief executive officer*) e CFOs (*chief financial officer*), encarregados pela administração de fundos de PE com um total de mais de 750 bilhões de dólares em ativos sob gerenciamento ou AUM (*assets under management*).

Biesinger, Bircan e Ljungqvist (2020) têm acesso a informações confidenciais do Banco Europeu para a Reconstrução e o Desenvolvimento (BERD) de 171 fundos de PE levantados pela instituição financeira entre 1992 e 2017, com a análise de mais de 1500 negócios fechados no período em regiões da Europa e da África. Cohn, Hotchkiss e Towery (2022) utilizam uma amostra de 288 empresas adquiridas por fundos de *private equity* entre 1995 e 2009 nos Estados Unidos. Adicionalmente, Tykvová (2018) investiga mais de 300 artigos veiculados em periódicos de negócios e finanças, dos quais 25 são estudos empíricos sobre as práticas e efeitos da administração efetivas das firmas de PE nas EPs.

Os trabalhos sintetizam o conjunto das estratégias assumidas pelas firmas de *private equity* em diferentes categorias. Apesar disso, é possível condensar essas abordagens nas denominações de Kaplan e Strömberg (2009) entre engenharia financeira, operacional e de governança. Biesinger, Bircan e Ljungqvist (2020) expandem essa categorização com a adição das estratégias de expansão e de gerenciamento de caixa.

5.1 ENGENHARIA FINANCEIRA

A engenharia financeira sustenta-se principalmente no remanejamento da estrutura de capital da firma (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016; COHN; HOTCHKISS; TOWERY, 2022). Característica essencial da LBO, a maior parte dos recursos utilizados para a aquisição das EPs é obtido via dívida¹. Isso implica que no momento da aquisição, o *mix* dos ativos de propriedade e das fontes de financiamento dessas empresas sofrerão alteração com o aumento da participação de dívida em sua composição (KAUL; NARY; SINGH, 2018; JOVANOVIC; MA; ROUSSEAU, 2020).

No decorrer da administração, com o objetivo de acelerar o crescimento as atividades da empresa, sua expansão é financiada com mais dívida e o processo de remodelação da estrutura de capital continua (GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016; COHN; HOTCHKISS; TOWERY, 2022). *Equity* e recursos de caixa interno perdem relevância, nesse sentido, no que tange ao crescimento da firma. Essa alavancagem permite a superação de possíveis limitadores financeiros a seu desenvolvimento e aumenta seu horizonte de possibilidades (COHN; HOTCHKISS; TOWERY, 2022). Além disso, as firmas de PE normalmente criam novos mecanismos de incentivos para a alta gestão, como diretores e chefes de departamento, que envolvem a concessão de parte das ações da empresa para esses funcionários como por *stock options* (LESLIE; OYER, 2009; COHN; HOTCHKISS; TOWERY, 2022).

A capacidade de financiar grande parte de seu capital via recursos financiados por dívida é um dos benefícios das economias de escala do fundo e de sua credibilidade no mercado de crédito (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009). Frisa-se que o aumento da captação de dívida tende a aumentar os níveis de estresse da empresa e os custos de falência; a aumentar o custo desses recursos e também diminuir o espaço de manobra da gestão no que concerne à flexibilidade de investimento e financiamento (MYERS, 2001; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016; DEANGELO, 2022), fatores esses que limitam a alavancagem das EPs.

¹ Apesar de constituir estratégia das firmas de PE, é importante salientar que a quantidade de crédito utilizada em muito dependerá do custo desses recursos no mercado, seja por conta de fatores endógenos ou exógenos (AGINER *et al.*, 2008; KAPLAN; STRÖMBERG, 2009).

Os efeitos nas EPs da mudança da estrutura de capital com o ganho de participação de recursos financiados residem na ampliação de suas capacidades de expansão e na indução da conduta dos administradores. A superação de restrições financeiras por conta do aumento da alavancagem dá impulso ao crescimento e ao horizonte de possibilidades da firma (GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016; COHN; HOTCHKISS; TOWERY, 2022). A redução do pagamento de impostos sobre lucro também é uma das consequências da engenharia financeira, isto é, o surgimento de escudos tributários (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016). Como pontuado, isso ocorre pois o pagamento de juros da dívida reduz o lucro operacional, e conseqüentemente os impostos pagos pela EP, o que aumenta o retorno do capital investido (MYERS, 1984, 2001; ARDALAN, 2017).

Outro relevante efeito do aumento de alavancagem está relacionado à disciplina imposta à gestão de forma geral. O endividamento exige administração mais resoluta e parcimoniosa por parte dos gestores. A redução de recursos em caixa e o aumento de dívida e seus custos gerenciais agem de forma a diminuir o gasto de recursos e aumentar sua eficiência (JENSEN, 1986). Associado a isso, o aumento da participação da cúpula superior na estrutura de propriedade por meio do esquema de incentivos é mecanismo de redução de custos de agência, uma vez que esses indivíduos também serão afetados em caso de resultados negativos da empresa (LESLIE; OYER, 2009; BIESINGER; BIRCAN; LJUNGQVIST, 2020).

A partir disso, as práticas adotadas pelas firmas de PE em suas empresas do portfólio, no que diz respeito à estratégia de engenharia financeira (LESLIE; OYER, 2009; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016; BIESINGER; BIRCAN; LJUNGQVIST, 2020), são:

- a) reestruturação da estrutura de capital com aumento de alavancagem; e
- b) melhora da estrutura de incentivos da alta gerência.

É possível identificar que a engenharia financeira afeta, essencialmente, as interações entre proprietários e a relação desses com a propriedade propriamente dita. Apesar de que essas práticas envolvam o aumento dos custos de estresse e de falência, categoria que se encaixa em custos de transação, seus efeito e motivação principais residem na redução de problemas e custos de agência. Os esquemas de incentivos aumentam os custos de inter-relacionamento ao passo que o aumento de alavancagem diminui os custos de monitoramento. Essa combinação de fatores reduz, por conseguinte, as perdas residuais dos principais, conforme denominação de Jensen e Meckling

(1976). As alterações e efeitos provocados pelas práticas da engenharia financeira nas empresas do portfólio, no entanto, não são passíveis de explicação a partir da teoria dos custos de transação nem da visão baseada em recursos. As motivações de adoção não se baseiam na redução de perdas internas por conta de transações entre os fatores produtivos e não afetam, essencialmente, nenhum dos recursos nem as interações produtivas entre esses.

5.2 ENGENHARIA OPERACIONAL

A engenharia operacional associa-se aos esforços gerenciais para alteração e modificação dos processos internos da atividade principal da firma em busca de maior eficiência (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016; MCCARTHY; POMERANCE, 2018). Para que esses mecanismos sejam relevantes na estratégia de criação de valor das empresas, é necessário que a firma de PE tenha à sua disposição, seja no seu corpo administrativo próprio, seja por atores terceiros, profissionais com *expertise* na área de atuação da firma que possam identificar e selecionar as melhorias necessárias para a evolução operacional (MCCARTHY; POMERANCE, 2018). As evidências indicam que fundos com pouca diversificação, com um viés setorial mais especializado, com mais tempo de experiência e especialistas em seu time normalmente são mais bem-sucedidos na criação de valor pela engenharia operacional (AIGNER *et al.*, 2008; ACHARYA *et al.*, 2013; NADANT; PERDREAUB; BRUINING; 2018; GRUENER; MARBURGER, 2022). Além disso, fundos com quantidade menor de ativos sob gerenciamento são capazes de gerar melhores resultados ao focalizar seus recursos em um número seletivo de EPs (KAPLAN; SCHOAR, 2005; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016; BIESINGER; BIRCAN; LJUNGQVIST, 2020).

Nesse contexto, a engenharia operacional é a responsável direta pela ampliação, a curto prazo, da lucratividade da empresa, em especial no que tange à redução de custos e aumento de eficiência operacional, fator esse diretamente responsável pela valorização do negócio e seu crescimento orgânico (BIESINGER; BIRCAN; LJUNGQVIST, 2020; COHN; HOTCHKISS; TOWERY, 2022). Além disso, os profissionais com conhecimento e *know-how*, anteriormente citados, são relevantes para esses mecanismos não só pelo seu capital humano, mas também pelo seu capital social. Especialistas que detêm conhecimento não só da operação como também do mercado conseguem conceder ao portfólio uma rede de contatos e interações que lhe apropriam ainda

mais valor e relevância (ACHARYA *et al.*, 2013; GOHIL; VYAS, 2016; MCCARTHY; POMERANCE, 2018). Para a comparação da performance entre firmas, no que diz respeito a esses mecanismos, utilizam-se principalmente medidas baseadas em LAJIDA (lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização) como sua proporção em relação a vendas totais, lucro, valor da empresa e dívida no decorrer da administração do portfólio (LESLIE; OYER, 2009; ACHARYA *et al.*, 2013; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016; NADANT; PERDREAU; BRUINING, 2018).

No que diz respeito às práticas propriamente ditas, um comentário é importante. Conforme pontuado anteriormente, as indústrias e setores econômicos dos quais fazem partes as empresas do portfólio diferem muito entre si (COHN; HOTCHKISS; TOWERY, 2022; GRUENER; MARBURGER, 2022). Por esse motivo não é possível estabelecer um conjunto de ações operacionais homogêneo para todas as EPs e suas respectivas indústrias. Cada uma dessas empresas, em termos tecnológicos e operacionais, deve e é abordada de formas diferentes pelas firmas de PE e por sua administração. Apesar disso, é possível estabelecer linhas de ação mais gerais para a categoria de engenharia operacional (BIESINGER; BIRCAN; LJUNGQVIST, 2020).

De acordo com a engenharia operacional (GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016; BIESINGER; BIRCAN; LJUNGQVIST, 2020), é possível identificar na literatura práticas como:

- a) compra e atualização de ativos;
- b) venda de ativos;
- c) redução de custos em geral;
- d) desinvestimento em partes da empresa;
- e) melhora de sistema de TI;
- f) melhora de logística interna e externa.
- g) melhora da estrutura organizacional;
- h) aumento de receita ou melhora de fatores de demanda;
- i) redefinição do modelo de negócio ou da estratégia empresarial; e
- j) contratação dos serviços de investidores estratégicos.

As práticas que compõem a engenharia operacional podem ser, em grande medida, substanciadas e interpretadas a partir da visão baseada em recursos da firma e o papel da estratégia

e da indústria. Com o uso de seu *know-how* e de seus serviços administrativos, as firmas de PE são capazes de aumentar a eficiência do uso dos recursos produtivos da empresa, vislumbrar possibilidades de mercado e ampliar a competitividade da empresa pelo capital social dos novos administradores. Essas alterações estão diretamente ligadas ao corpo administrativo colocado em ação, seja referente à cúpula superior, seja referente à administração operacional.

A melhora dos sistemas interno de logística, comunicação e informação são mecanismos que afetam os custos de transação das interações feitas entre os atores produtivos. Isso implica que tal desenvolvimento apoia o crescimento e desenvolvimento empresarial ao reciclar e tornar mais eficiente seus mecanismos interativos. De forma semelhante à engenharia financeira, não é possível interpretar as práticas da engenharia operacional a partir da óptica da teoria dos custos de agência, já que o foco dessas não está no relacionamento entre os agentes, mas sim entre os recursos; não envolvem relações de agência e também não implicam em mudanças contratuais ou que têm por objetivo alinhar o comportamento dos atores.

5.3 ENGENHARIA DE GOVERNANÇA

Na engenharia de governança, observam-se práticas relacionadas à redução dos problemas de agência dentro das EPs entre fundo (GPs e LPs) e os administradores que não fazem parte do fundo. Além disso, outras importantes ações adotadas pelas firmas de PE em seus portfólios estão relacionadas à melhora da estrutura corporativa, com o aperfeiçoamento dos mecanismos internos de interação entre os diferentes componentes empresariais (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009; ACHARYA *et al.*, 2013). Particularmente, a engenharia de governança está relacionada ao componente estratégico que afeta o âmago da estrutura corporativa, suas nuances e vicissitudes assim como questões relacionadas à cúpula diretora da empresa (BIESINGER; BIRCAN; LJUNGQVIST, 2020). Além disso, a alteração da estrutura de incentivos da alta gerência também pode ser compreendida como uma prática alinhada com a estratégia de engenharia de governança. (KAPLAN; STRÖMBERG; 2009).

O desenvolvimento de novos esquemas de incentivos merece atenção especial. Conforme mencionado, em essência essa prática baseia-se no aumento da participação de diretores, como os participantes do C-level, por meio da concessão de *equity* em forma de ações para esses indivíduos. Ao aumentar sua exposição ao comportamento do valor da firma, esse mecanismo gera maior

comprometimento por parte desses administradores, o que alinha sua conduta com os demais proprietários (JENSEN; MECKLING, 1976; LESLIE; OYER, 2009). É importante considerar que além desse mecanismo de controle, outro aspecto refere-se ao fato de que as ações das EPs são ativos ilíquidos. Uma vez que se trata de uma empresa privada, esses ativos não são passíveis de venda. Isso implica que esses atores não são influenciados por desvios de conduta visando benefícios de curto prazo no que tange às ações recebidas, já que só serão passíveis de recebimento de seu valor a partir do momento da liquidação do investimento ou em outra situação que envolva seu desvinculamento com a empresa do portfólio (KAPLAN; STRÖMBERG, 2009).

Nesse sentido, a engenharia de governança é a estratégia que afeta a estrutura empresarial de forma mais profunda (LESLIE; OYER, 2009). Práticas implementadas pelas firmas de *private equity* nas EPs segundo essa estratégia (LESLIE; OYER, 2009; GOMPERS; KAPLAN; MUKHARLYAMOV, 2016; TYKVOVÁ, 2018; BIESINGER; BIRCAN; LJUNGQVIST, 2020) envolvem:

- a) manutenção de um quadro diretor pequeno, em que a maior parte das cadeiras faz parte ou é indicada pela firma de PE, com encontros mais frequentes;
- b) mudanças dos mecanismos de monitoramento, contratação e demissão;
- c) melhora da governança corporativa (controles internos, transparência e divulgação de informações);
- d) alteração da composição de propriedade entre atuais acionistas e gerência com nova participação;
- e) solução de conflitos entre acionistas;
- f) melhora da estrutura de incentivos da alta gerência; e
- g) mudança de CEO, CFO e cargos afins.

A visão baseada em recursos possui poder explicativo limitado para interpretar as práticas que compõem a engenharia governamental. É capaz de elucidar a relevância e as vicissitudes somente da alteração da cúpula superior, como de CEOs e CFOs, uma vez que tal prática está associada à remodelação dos recursos produtivos e particularmente administrativos da firma, central para o desempenho de suas atividades e para sua expansão. Por outro lado, as teoria substanciadas em custos de transação e custos de agência são capazes de explicar a adoção dessa estratégia. Ao mesmo tempo em que as práticas adotadas afetam as interações entre os agentes,

particularmente no que tange ao alinhamento de suas condutas e diminuição de custos de agência, elas têm grande foco em reduzir os custos incorridos nas transações feitas entre os atores produtivos. Particularmente, o foco na resolução de disputas pós contratuais, a redução da direção e a melhora de governança corporativa são práticas que reduzem os custos das transações incorridas dentro da firma de forma geral. Atenção especial para o aumento da frequência dos encontros entre a mesa diretora, que diminui os intervalos em que revisões e adaptações podem ser feitas.

5.4 EXPANSÃO E GERENCIAMENTO DE CAIXA

Por fim, de acordo com Biesinger, Bircan e Ljungqvist (2020) as práticas gerenciais das firmas de *private equity* podem ainda ser subdivididas entre as estratégias de expansão e gerenciamento de caixa. Em relação a esta, seu espectro é limitado, com referência somente a práticas que aprimoram processos de requisição, armazenamento e uso dos bens do inventário da empresa. Importante pontuar que os processos de melhoria que envolvem o uso e o deslocamento propriamente dito do inventário e de seus bens está incluso na estratégia de engenharia operacional. Além disso, práticas que se referem a ganhos de poder de barganha com fornecedores e clientes, a partir de reavaliações dos termos contratuais entre esses agentes, estão incluídas na estratégia de gerenciamento de caixa.

Por outro lado, a estratégia de expansão é composta por práticas cuja aplicação envolvem mudanças que apesar de não afetarem o âmago da estrutura empresarial, afetam seu valor de forma mais rápida e de forma mais intensa (PENROSE, 1959; CHANDLER, 1984; BIESINGER; BIRCAN; LJUNGQVIST, 2020). Nessa categoria identificam-se práticas relacionadas ao crescimento inorgânico da empresa, como aquisição e fusão com outros negócios, e também com mudanças com cunho de certa maneira estratégicos, como a mudança da estratégia de *marketing* e de preços. Nesse sentido, as práticas relacionadas à expansão das EPs e à engenharia operacional normalmente são aquelas mais utilizadas pelos gestores das firmas de *private equity* durante a administração efetiva de seus portfólios (BIESINGER; BIRCAN; LJUNGQVIST, 2020).

A partir disso, é possível apontar as práticas características da estratégia de expansão:

- a) aumento da participação de mercado;
- b) fusão e aquisição com outras empresas;
- c) mudança do *mix* de produtos;

- d) expansão internacional;
- e) mudança da estratégia de preços;
- f) melhora de marketing; e
- g) melhora da qualidade dos produtos;

e aquelas que remetem ao gerenciamento de caixa:

- a) ganho de poder de barganha com clientes;
- b) ganho de poder de barganha com fornecedores; e
- c) melhora da gestão de inventário.

No Quadro 1 são apresentadas as estratégias mencionadas e suas respectivas práticas gerenciais. No tocante à estratégia de gerenciamento de caixa, suas práticas não são passíveis de interpretação a partir da teoria dos custos de agência. Por meio da perspectiva dos custos de transação, o gerenciamento de caixa busca reduzir perdas incorridas nas interações entre a firma e agentes externos, como clientes e fornecedores a partir da avaliação contratual e da verificação de lacunas em que há possibilidade de ganhos econômicos. A melhora da gestão de inventário segue perspectiva semelhante, só que afeta o ambiente interno da firma. O aperfeiçoamento do uso, compra e armazenamento desses recursos pode ser também interpretado pela visão baseada em recursos, uma vez que se sustenta em prática que busca melhorar o uso dos recursos produtivos da firma. As práticas de expansão, por sua vez, são também interpretadas pela visão baseada em recursos, uma vez que o processo de expansão inorgânica e remodelação de importantes aspectos estratégicos e estruturais sustentam-se na expansão dos serviços administrativos da firma e remodelação da cúpula superior. As teorias da firma sustentadas em custos de transação e de agência não possuem arcabouço para interpretar tais práticas.

Quadro 1 - Estratégias e práticas das firmas de *private equity* nas EPs

Estratégia	Práticas
Engenharia financeira	Reestruturação da estrutura de capital com aumento de alavancagem; e Melhora da estrutura de incentivos da alta gerência*
Engenharia de governança	Manutenção de um quadro diretor pequeno, em que a maior parte das cadeiras é da firma de PE, com encontros mais frequentes; Mudanças dos mecanismos de monitoramento, contratação e demissão; Alterações na alta gerência, como mudança de CEO, CFO e cargos afins; Melhora da governança corporativa (controles internos, transparência e divulgação de informações); Alteração da composição de propriedade entre atuais acionistas e gerência com nova participação; Solução de conflitos entre acionistas; e Melhora da estrutura de incentivos da alta gerência*
Engenharia operacional	Compra/Atualização de ativos; Venda de ativos; Redução de custos em geral; Desinvestimento em partes da empresa; Melhora de sistemas de tecnologia da informação; Melhora de logística; Melhora da estrutura organizacional; Aumento de receita ou melhora de fatores de demanda; Redefinição do modelo de negócio ou da estratégia empresarial; e Contratação dos serviços de investidores estratégicos
Expansão	Aumento da participação de mercado; Fusão e aquisição com outras empresas; Mudança do <i>mix</i> de produtos; Expansão internacional; Mudança da estratégia de preços; Melhora de marketing; e Melhora da qualidade dos produtos
Gerenciamento de caixa	Ganho de poder de barganha com clientes; Ganho de poder de barganha com fornecedores; e Melhora da gestão de inventário

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Nota: *Pertence às estratégias de engenharia financeira e de governança pois altera a estrutura de propriedade com o aumento de participação da alta gerência e mitiga problemas de agência.

No que tange aos efeitos das estratégias e das práticas gerenciais das firmas de PE nas empresas do portfólio em relação à eficiência econômica e às dimensões estratégicas, os resultados identificados na literatura apesar de serem mistos, defendem em maior medida a perspectiva de que esses agentes econômicos têm efeitos positivos nessas estruturas econômicas durante e após sua administração. Acharya *et al.* (2013) identificam que a performance anormal dos fundos de *private equity* tem efeito positivo no valor e número de vendas e proporções baseadas no LAJIDA, como LAJIDA sobre vendas e sobre o valor da empresa. Nadant, Perdreau e Bruining (2018) encontram resultados semelhantes; Leslie e Oyer (2009) adicionam à discussão os resultados positivos e significativos sobre o retorno sobre os ativos. Bernstein *et al.* (2016) apontam que

indústrias que receberam investimentos de fundos PE têm maiores níveis de crescimento de produção, valor adicionado, emprego e remuneração de mão de obra.

Bernstein, Bircan e Ljungqvist (2020) apontam a relevância das práticas dos fundos de PE para a explicação do aumento da produção, do valor adicionado, da compensação da mão de obra e número de empregados nas EPs, apesar de não identificarem resultados significantes na taxa de formação e utilização de capital. Olsson e Tåg (2017) aprofundam a discussão no tocante aos efeitos sobre a mão de obra de empresas da Suíça adquiridas por firmas de PE e apontam que os resultados de geração de emprego em média são nulos. Isso porque o foco operacional desses agentes financeiros está em deslocar mão de obra entre as empresas de seu portfólio, o que indica remodelações para ampliação da eficiência econômica, uma vez que após tais alterações, é possível identificar aumentos de produção em sua amostra.

Por fim, Davis *et al.* (2019) analisam 6000 aquisições de firmas de *private equity* nos Estados Unidos entre 1980 e 2013. Os autores identificam efeitos positivos e significativos da administração efetiva sobre a produtividade da mão de obra, alocação eficiente da mão de obra e, em especial, resultados relevantes sobre a produtividade total dos fatores de produção. A partir dessas considerações, é possível apontar que as firmas de *private equity* desempenham papel positivo na eficiência econômica, ao aumentar a produtividade e aprimorar a alocação dos recursos nas empresas de seus portfólios.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O enfoque do trabalho foi relacionar práticas gerenciais das firmas de *private equity* na perspectiva da teoria econômica. Especificamente, identificar a estrutura desses agentes, quais são as práticas adotadas nas empresas do portfólio na literatura empírica disponível, interpretar estas últimas segundo teorias da firma sustentadas em custos de transação, agência e, particularmente, na visão baseada em recursos. E, adicionalmente, identificar seus efeitos para a eficiência econômica. Esses atores ganham relevância nas últimas décadas a partir do processo de desenvolvimento financeiro, ao passo que empresas tornam-se atores produtivos cada vez mais centrais com o desenvolvimento do sistema econômico. Para tanto, desenvolveu-se pesquisa de caráter qualitativo, básico e exploratório, com enfoque em levantamento e análise bibliográfica.

Firmas de *private equity* são agentes financeiros que, por meio da criação de fundos, investem na aquisição e administração de empresas nas mais diversas indústrias. As estratégias de administração desses atores podem ser divididas entre engenharias financeira, operacional e de governança e, adicionalmente, em expansão e gerenciamento de caixa. As práticas adotadas pelas firmas de PE abrangem a remodelação da estrutura de capital das empresas, redefinição estratégica, expansão via fusões e aquisições e melhora da governança corporativa, entre outras. Nesse contexto, o arcabouço teórico da teoria da firma permite identificar a relevância das firmas de PE no aspecto socioeconômico. A partir de sua gestão sobre diversas empresas inseridas em diferentes regiões, indústrias e níveis de desenvolvimento, elas são capazes de aperfeiçoar a qualidade dos recursos produtivos, a interação em termos de governança das estruturas corporativas e a qualidade das transações econômicas dentro das empresas do portfólio e entre essas e seu ambiente.

A teoria da firma baseada em custos de transação possui arcabouço apropriado para a interpretação das práticas da engenharia de governança, engenharia operacional e gerenciamento de caixa; a baseada em custos de agência, das engenharias de governança, e financeira. A visão baseada em recursos é apropriada para a interpretação das estratégias de engenharia operacional, expansão e gerenciamento de caixa. Apesar das polêmicas sobre a atividade desses agentes, a administração das firmas de PE tem efeitos positivos na eficiência econômica, ao ampliar a produtividade dos fatores produtivos das empresas do portfólio, em especial da mão de obra e afetar positivamente as indústrias que receberam aportes de seus recursos.

O estudo desempenhado neste trabalho é limitado no que tange à metodologia aplicada. A não delimitação espacial e temporal para o fenômeno, assim como o não estabelecimento de um escopo preciso e metucioso de fontes bibliográficas limita em certa medida a congruência dos resultados obtidos. O desenho de uma metodologia melhor delimitada traz mais concretude a estudos semelhantes. Para pesquisas futuras, é interessante interpretar tais práticas gerenciais sob o arcabouço da teoria comportamental, a qual ganha relevância explicativa nos últimos anos. Outra possibilidade com caráter interdisciplinar é compreender a ação desses agentes econômicos, suas vicissitudes, atitudes e resultados a partir de uma perspectiva neoinstitucional das ciências sociais, ou seja, sob o preceito de que são as “regras do jogo” que determinam os fatores relevantes nas interações entre os agentes. Outra linha interessante de pesquisa diz respeito ao processo de democratização dessa categoria de investimento, em particular no Brasil, com atenção especial para o processo de desenvolvimento financeiro.

REFERÊNCIAS

ACHARYA, V. V. *et al.* Corporate governance and value creation: evidence from private equity. **The Review of Financial Studies**, New York, v. 26, n. 2, p. 368–402, Feb. 2013. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/23356858>. Acesso em: 21 fev. 2023.

AIGNER, P. *et al.* What drives PE? Analyses of success factors for private equity funds. **The Journal of Private equity**, New York, v. 11, n. 4, p. 63–85, 2008. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/43503570>. Acesso em: 21 fev. 2023.

AKERLOF, G. A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v. 84, n. 3, p. 488–500, Aug. 1970. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1879431>. Acesso em: 30 jun. 2023.

ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. **The American Economic Review**, Princeton, v. 62, n. 5, p. 777–795, Dec. 1972. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1815199>. Acesso em: 29 maio 2023.

ALLEN, F.; BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Princípios de finanças corporativas**. 12. ed. Porto Alegre: AMGH, 2018. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788580556117/>. Acesso em: 27 jul. 2023.

ARDALAN, K. Capital structure theory: reconsidered. **Research in International Business and Finance**, London, v. 39, p. 696–710, Jan. 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.11.010>. Acesso em: 23 jun. 2023.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2021. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597026184/>. Acesso em: 23 jul. 2023.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Fundamentos de administração financeira**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2017. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788597010145/>. Acesso em: 23 jul. 2023.

AXELSON, U.; STRÖMBERG, P.; WEISBACH, M. S. Why are buyouts levered? The financial structure of private equity funds. **The Journal of Finance**, New York, v. 64, n. 4, p. 1549–1582, Aug. 2009. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/27735144>. Acesso em: 23 jun. 2023.

BALLOU, B. Private equity is gutting America — and getting away with it. **The New York Times**, New York, 28 Apr. 2023. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2023/04/28/opinion/private-equity.html>. Acesso em: 5 set. 2023.

BARLETT, C. A.; GHOSHAL, S. Beyond the M-form: toward a managerial theory of the firm. **Strategic Management Journal**, Hoboken, v. 14, Special Issue: Organizations, Decision

Making and Strategy, p. 23–46, 1993. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2486495>. Acesso em: 31 maio 2023.

BARLETT, C. A.; GHOSHAL, S. Linking organizational context and managerial action: the dimensions of quality of management. **Strategic Management Journal**, Hoboken, v. 15, Special Issue: Strategy: Search for New Paradigms, p. 91–112, 1994. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2486878>. Acesso em: 31 maio 2023.

BERNSTEIN, S. *et al.* Private equity and industry performance. **Management Science**, Hanover, v. 63, n. 4, p. 1198–1213, May 2016. Disponível em: <https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2404>. Acesso em: 17 jul. 2023.

BIESINGER, M.; BIRCAN, C.; LJUNGQVIST, A. **Value creation in private equity**. London: European Bank for Reconstruction and Development, 2020. (Working Paper, n. 242). Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3607996>. Acesso em: 23 jun. 2023.

BLOOM, N.; SADUN, R.; VAN REENEN, J. Do private equity owned firms have better management practices? **American Economic Review**, Princeton, v. 105, n. 5, p. 442–446, May 2015. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1257/aer.p20151000>. Acesso em: 15 fev. 2023.

BOONE, A. L.; MULHERIN, J. H. How are firms sold? **Journal of Finance**, New York, v. 62, n. 2, p. 847–875, Apr. 2007. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/4622288>. Acesso em: 20 fev. 2023.

BOULDING, K. E. Implications for general economics of more realistic theories of the firm. **The American Economic Review**, Princeton, v. 42, n. 2, p. 35–44, Papers and Proceedings of the Sixty-fourth Annual Meeting of the American Economic Association, May 1952. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1910583>. Acesso em: 6 jun. 2023.

BROWN, G. *et al.* Private equity: accomplishments and challenges. **Journal of Applied Corporate Finance**, New York, v. 32, n. 3, p. 8–20, Sept. 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/jacf.12415>. Acesso em: 17 jul. 2023.

CHANDLER, A. D. **Strategy and structure**: chapters in the history of the industrial enterprise. 19th ed. Cambridge: M.I.T. Press, 1962.

CHANDLER, A. D. The emergence of managerial capitalism. **Business History Review**, Boston, v. 58, n. 4, p. 473–503, 1984. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3114162>. Acesso em: 5 jun. 2023.

CHANG, H.-J. **Economia**: modo de usar. São Paulo: Portfolio Penguin, 2014.

COASE, R. H. The nature of the firm. **Economica**, London, v. 4, n. 16, p. 386–405, Nov. 1937. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/J.1468-0335.1937.tb00002.x>. Acesso em: 1 abr. 2023.

COHN, J. B.; HOTCHKISS, E. S.; TOWERY, E. M. Sources of value creation in private equity buyouts of private firms. **Review of Finance**, Dordrecht, v. 26, n. 2, p. 257–285, Mar. 2022. Disponível em: <https://academic.oup.com/rof/article/26/2/257/6516584>. Acesso em: 13 fev. 2023.

CÓRDOVA, F. P.; SILVEIRA, D. S. A pesquisa científica. In: GERHARDT, T. E.; SILVEIRA, D.T. (org.). **Métodos de pesquisa**. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2009, p. 31-42. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10183/52806>. Acesso em: 23 jun. 2023.

DAVIS, S. J. *et al.* **The (heterogenous) economic effects of private equity buyouts**. Cambridge: NBER National Bureau of Economic Research, 2019. (Working Paper, n. 26731). Disponível em: <https://doi.org/10.3386/w26371>. Acesso em: 25 jan. 2023.

DEANGELO, H. The capital structure puzzle: what are we missing? **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Seattle, v. 57, n. 2, p. 413–454, Mar. 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.1017/S002210902100079X>. Acesso em: 23 jun. 2023.

DEMSETZ, H. The theory of the firm revisited. **Journal of Law, Economics, & Organization**, New Haven, v. 4, n. 1, p. 141–161, 1988. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/765018>. Acesso em: 21 maio 2023.

DEMSETZ, H. The firm in economic theory: a quiet revolution. **The American Economic Review**, Princeton, v. 87, n. 2, p. 426–429, 1997. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2950959>. Acesso em: 24 jan. 2023.

FAULKENDER, M.; PETERSEN, M. A. Does the source of capital affect capital structure? **The Review of Financial Studies**, New York, v. 19, n. 1, p. 45-79, 2006. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3598031>. Acesso em: 23 jun. 2023.

GARNSEY, E. A Theory of the early growth of the firm. **Industrial and Corporate Change**, Oxford, v. 7, n. 3, p. 523–556, Sept. 1998. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/icc/7.3.523>. Acesso em: 3 maio 2023.

GIBBONS, R.; WALDMAN, M. Task-specific human capital. **The American Economic Review**, Princeton, v. 94, n. 2, p. 203–207, May 2004. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3592883>. Acesso em: 21 fev. 2023.

GOHIL, R. K.; VYAS, V. Private equity performance: a literature review. **The Journal of Private equity**, New York, v. 19, n. 3, p. 76–88, 2016. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/44397549>. Acesso em: 23 jun. 2023.

GOMPERS, P.; KAPLAN, S. N.; MUKHARLYAMOV, V. What do private equity firms say they do? **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 121, n. 3, p. 449–476, Sept. 2016. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.06.003>. Acesso em: 28 jan. 2023.

GROSSMAN, S. J.; HART, O. D. Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. **The Bell Journal of Economics**, New York, v. 11, n. 1, p. 42-64, 1980. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/3003400>. Acesso em: 24 maio 2023.

GROSSMAN, S. J.; HART, O. D. The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 94, n. 4, p. 691–719, Aug. 1986. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1833199>. Acesso em: 1 jun. 2023.

GRUENER, A.; MARBURGER, L. New insights into private equity: empirical evidence from more than 500 buyouts. **The Journal of Portfolio Management**, New York, v. 48, n. 9, p. 103–116, Aug. 2022. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.3905/jpm.2022.1.400>. Acesso em: 13 fev. 2023.

HART, O.; MOORE, J. Property rights and the nature of the firm. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 98, n. 6, p. 1119–1158, Dec. 1990. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2937753>. Acesso em: 24 maio 2023.

HOLMSTROM, B. R.; TIROLE, J. The theory of the firm. In: SCHMALENSEE, R.; WILLIG, R.D. (ed.). **Handbook of industrial organization**. Amsterdam: Elsevier Science B.V., 1989. v. 1, p. 61-133. Disponível em: [https://dx.doi.org/10.1016/S1573-448X\(89\)01005-8](https://dx.doi.org/10.1016/S1573-448X(89)01005-8). Acesso em: 10 maio 2023.

JENKINSON, T.; SOUSA, M. What determines the exit decision for leveraged buyouts? **Journal of Banking & Finance**, Amsterdam, v. 59, p. 399–408, Oct. 2015. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.06.007>. Acesso em: 21 fev. 2023.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, Princeton, v. 76, n. 2, p. 323–329, May 1986. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1818789>. Acesso em: 20 fev. 2023.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 3, n. 4, p. 305–360, Oct. 1976. Disponível em: [https://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X). Acesso em: 13 maio 2023.

JOVANOVIC, B.; MA, S.; ROUSSEAU, P. L. **Private equity and growth**. Cambridge: NBER National Bureau of Economic Research, 2020. (Working Paper, n. 28030). Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w28030>. Acesso em: 25 jan. 2023.

KAPLAN, S. N.; SCHOAR, A. Private equity performance: returns, persistence, and capital flows. **The Journal of Finance**, New York, v. 60, n. 4, p. 1791–1823, Aug. 2005. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.2005.00780.x>. Acesso em: 13 fev. 2023.

KAPLAN, S. N.; STRÖMBERG, P. Leveraged buyouts and private equity. **Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v. 23, n. 1, p. 121–46, 2009. Disponível em: <https://dx.doi.org/10.1257/JEP.23.1.121>. Acesso em: 5 fev. 2023.

KAUL, A.; NARY, P.; SINGH, H. Who does private equity buy? Evidence on the role of private equity from buyouts of divested businesses. **Strategic Management Journal**, Hoboken, v. 39, n. 5, p. 1268–1298, Dec. 2018. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2619960>. Acesso em: 29 jan. 2023.

KING, R. G.; LEVINE, R. Finance and growth: schumpeter might be right. **Quarterly Journal of Economics**, v. 108, n. 3, p. 717–737, Aug. 1993. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/2118406>. Acesso em: 15 fev. 2023.

KNIGHT, F. H. **Risk, uncertainty and profit**. New York: Dover Publications, 2006.

KOTTER, J.; SATHE, V. Problems of human resource management in rapidly growing companies. **California Management Review**, Berkeley, v. 21, n. 2, p. 29–36, Dec. 1978. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/41164804>. Acesso em: 29 maio 2023.

KURSHEV, A.; STREBULAIEV, I. A. Firm size and capital structure. **The Quarterly Journal of Finance**, New York, v. 5, n. 3, 1550008, Oct. 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1142/S2010139215500081>. Acesso em: 23 jun. 2023.

LAROCQUE, S.; SHIVE, S.; STEVENS, J. S. Private equity performance and the effects of cash-flow timing. **The Journal of Portfolio Management**, New York, v. 48, n. 9, p. 86–102, Aug. 2022. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3188867>. Acesso em: 26 fev. 2023.

LESLIE, P.; OYER, P. **Managerial incentives and value creation**: evidence from private equity. Bergen: EFA 2009 Bergen Meetings Paper, 2009. (Working Paper, n. 14331). Disponível em: <https://doi.org/10.3386/w14331>. Acesso em: 23 jun. 2023.

MACARTHUR, H. *et al.* Private equity outlook in 2023: anatomy of a slowdown. In: **Global private equity report 2023**, Boston: Bain & Company, 2023, p. 3-29. Disponível em: <https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/>. Acesso em: 24 jul. 2023.

MANJOO, F. Private equity doesn't want you to read this. **The New York Times**, New York, 4 Aug. 2022. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2022/08/04/opinion/private-equity-lays-waste.html>. Acesso em: 5 jul. 2023.

MANKIW, N. G. **Introdução à economia**. 4. ed. São Paulo: Cengage Learning Brasil, 2019. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522127924/>. Acesso em: 27 jul. 2023.

MCCARTHY, D.; POMERANCE, J. M. Private equity investing 2018 rethinking the private equity investment model to build value. **The Journal of Private Equity**, New York, v. 22, n. 1, p. 10–16, 2018. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/26556858>. Acesso em: 23 jun. 2023.

MCKINSEY. **Private markets turn down the volume**. New York: McKinsey & Company, 2023. Disponível em: <https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/mckinseys-private-markets-annual-review>. Acesso em: 24 jul. 2023.

METRICK, A.; YASUDA, A. The economics of private equity funds. **The Review of Financial Studies**, New York, v. 23, n. 6, p. 2303–2341, June 2010. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=996334>. Acesso em: 13 fev. 2023.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, Princeton, v. 48, n. 3, p. 261–297, 1958. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1809766>. Acesso em: 13 maio 2023.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, New York, v. 39, n. 3, p. 575–592, July 1984. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/2327916>. Acesso em: 23 jun. 2023.

MYERS, S. C. Capital structure. **Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v. 15, n. 2, p. 81–102, 2001. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2696593>. Acesso em: 14 jun. 2023.

NADANT, A.-L. LE; PERDREAU, F.; BRUINING, H. Industry specialization of private equity firms: a source of buy-out performance heterogeneity. **International Journal of Entrepreneurial Finance**, London, v. 20, n. 3, p. 237–259, July 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/13691066.2017.1422424>. Acesso em: 21 fev. 2023.

NICHOLSON, W.; SNYDER, C. **Teoria microeconômica: princípios básicos e aplicações**. São Paulo: Cengage Learning Brasil, 2019. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788522127030/>. Acesso em: 23 jul. 2023.

OECD. **New approaches to SME and entrepreneurship financing: broadening the range of instruments**. Paris: OECD, 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.1787/9789264240957-en>. Acesso em: 20 maio 2023.

OLSSON, M.; TÅG, J. Private equity, layoffs, and job polarization. **Journal of Labor Economics**, Chicago, v. 35, n. 3, p. 697–754, 1 jul. 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.1086/690712>. Acesso em: 27 jul. 2023;

PENROSE, E. Limits to the growth and size of firms. **The American Economic Review**, Princeton, v. 45, n. 2, p. 531–543, May 1955. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1823582>. Acesso em: 29 maio 2023.

PENROSE, E. **The theory of the growth of the firm**. 3rd ed. New York: Oxford University Press, 1959.

PORTER, M. E. The contributions of industrial organization to strategic management. **The Academy of Management Review**, Ada, v. 6, n. 4, p. 609–620, Oct. 1981. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/257639>. Acesso em: 14 jun. 2023.

PORTER, M. E. Towards a dynamic theory of strategy. **Strategic Management Journal**, Hoboken, v. 12, p. 95–117, 1991. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2486436>. Acesso em: 14 jun. 2023.

RAHAMAN, M. M. Access to financing and firm growth. **Journal of Banking & Finance**, Amsterdam, v. 35, n. 3, p. 709–723, Mar. 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.09.005>. Acesso em: 15 fev. 2023.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **The Journal of Finance**, New York, v. 50, n. 5, p. 1421–1460, Dec. 1995. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>. Acesso em: 10 fev. 2023.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. Financial dependence and growth. **The American Economic Review**, Princeton, v. 88, n. 3, p. 559–586, 1998a. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/116849>. Acesso em: 10 fev. 2023.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. Power in a theory of the firm. **The Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v. 113, n. 2, p. 387–432, May 1998b. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2586908>. Acesso em: 1 abr. 2023.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. The firm as a dedicated hierarchy: a theory of the origins and growth of firms. **The Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v. 116, n. 3, p. 805–851, Aug. 2001. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2696419>. Acesso em: 1 abr. 2023.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. **Salvando o capitalismo dos capitalistas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

RICHARDSON, G. B. The organisation of industry. **The Economic Journal**, Oxford, v. 82, n. 327, p. 883–896, Sept. 1972. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/2230256>. Acesso em: 1 jun. 2023.

RUBIN, P. H. The expansion of firms. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 81, n. 4, p. 936–949, 1973. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1831135>. Acesso em: 1 jun. 2023.

SCHMITZ, P. W. Completely relationship-specific investments, transaction costs, and the property rights theory. **Economics Letters**, Amsterdam, v. 226, 111103, May 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2023.111103>. Acesso em: 17 jul. 2023.

SINCERRE, B. P. *et al.* Impacto dos fundos de private equity e venture capital no desempenho operacional e financeiro pós IPO nas empresas brasileiras investidas. **Brazilian Business**

Review, Vitória. v. 16, n. 1, p. 87–101, jan. 2019. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2019.16.1.6>. Acesso em: 23 jan. 2023.

SLATER, M. The managerial limitation to the growth of firms. **The Economic Journal**, Oxford, v. 90, n. 359, p. 520–528, Sept. 1980. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/2231924>. Acesso em: 29 maio 2023.

TYKVOVÁ, T. Venture capital and private equity financing: an overview of recent literature and an agenda for future research. **Journal of Business Economics**, Heidelberg, v. 88, p. 325–362, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s11573-017-0874-4>. Acesso em: 29 jan. 2023.

VON HAYEK, F. A. The trend of economic thinking. **Economica**, London, n. 40, p. 121–137, 1933. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/2548761>. Acesso em: 13 jun. 2023.

WILLIAMSON, J. Profit, growth and sales maximization. **Economica**, London, v. 33, n. 129, p. 1–16, Fev. 1966. Disponível em: <https://doi.org/10.2307/2552269>. Acesso em: 5 jun. 2023.

WILLIAMSON, O. E. Corporate finance and corporate governance. **The Journal of Finance**, New York, v. 43, n. 3, p. 567–591, July 1988. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2328184>. Acesso em: 23 fev. 2023.

WILLIAMSON, O. E. A comparison of alternative approaches to economic organization. **Journal of Institutional and Theoretical Economics**, Tübingen, v. 146, n. 1, p. 61–71, Mar. 1990. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/40751303>. Acesso em: 16 fev. 2023.

WILLIAMSON, O. E. The institutions of governance. **The American Economic Review**, Princeton, v. 88, n. 2, p. 75–79, May 1998. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/116896>. Acesso em: 16 fev. 2023.