

De fundos de pensão a fundos de ações¹

As pensões não são como outros tipos de investimentos financeiros, nos quais os investidores escolhem uma parte de sua renda excedente para fazer uma aposta. As pensões têm como objetivo assegurar uma renda mínima para que a pessoa aposentada possa manter certa qualidade de vida. Os investidores em fundos de pensão são da classe média e, nos países mais desenvolvidos, trabalhadores e trabalhadoras. Suas rendas futuras não devem resultar do tipo de jogo de mercado feito pelos fundos *private equity* (PE) ou pelos fundos de *hedge*.

Fernando J. Cardim de Carvalho*

A maior parte dos sistemas de previdência social sofreu profundamente os impactos da queda das taxas de crescimento econômico depois da chamada “era de ouro” do capitalismo – do fim da Segunda Guerra Mundial até o fim da década de 1960. Mesmos nos países onde os benefícios oferecidos pelos planos oficiais de aposentadoria não eram particularmente generosos, como nos Estados Unidos, a previdência social entrou em crise quando o crescimento do emprego desacelerou na década de 1970 e nos anos seguintes. Em muitos casos, esses sistemas tinham sido convertidos em esquemas de Ponzi – os benefícios eram pagos não com os rendimentos de investimentos anteriores, mas com as receitas geradas por novas pessoas que entravam no sistema.

Enquanto as economias cresciam rapidamente e o emprego estava em expansão, as contribuições de novos membros eram mais que suficientes para pagar os benefícios. Com o fim da era keynesiana do pós-guerra e com o retrocesso das iniciativas econômicas estatais que caracterizaram a contra-revolução neoliberal de Ronald Reagan e Margaret Thatcher, as taxas de crescimento caíram e as novas receitas tornaram-se cada vez mais insuficientes para manter o sistema funcionando.

Paralelamente à acumulação de desequilíbrios financeiros nos planos de previdência social, os sistemas de segurança social se tornaram alvo de crescente crítica ideológica, que frequentemente apontava os “incentivos perversos” supostamente criados por esses sistemas. Mesmo na atualidade, os críticos conservadores e neoliberais das redes de proteção da seguridade social alegam, insistentemente, que elas estimulam a ociosidade da classe trabalhadora, que seria possível ganhar o suficiente para sobreviver sem ter de trabalhar.

Um amplo e persistente ataque aos planos de previdência social e as repetidas “reformas” a que esses planos foram submetidos tornaram evidente para a classe trabalhadora a necessidade de cuidar de sua própria aposentadoria ou, pelo menos, buscar formas de complementar a renda esperada depois que se aposentasse.

O Chile, sob a ditadura de Augusto Pinochet, chegou a praticamente eliminar os planos oficiais e substituí-los por planos inteiramente privados. Apresentado pela comunidade financeira e por aqueles que compartilham suas visões como uma “inovação” importante, o modelo chileno não pôde escapar de críticas, até mesmo das publicações dedicadas àquela comunidade. Assim, a revista *Institutional Investor*, por exemplo, teve de reconhecer:

a boa vontade usufruída pelas administradoras de fundos de pensão (AFP) por seu papel no sucesso econômico do Chile desviou a atenção de algumas falhas gritantes do sistema de fundos de pensão privatizados. (Kandell, 2007, p. 96)

Citando uma autoridade local, conclui sua análise afirmando que não importava quão útil tenham sido as AFPs para o desenvolvimento econômico do Chile, “elas parecem ter esquecido de seu papel no bem-estar social, a principal razão para sua criação” (Kandell, 2007, p. 99).

Na verdade, o suposto papel social dos fundos de pensão privados – fornecer uma renda de aposentadoria que os planos oficiais não eram mais capazes de oferecer – nunca foi a prioridade real, especialmente no caso dos países em desenvolvimento. As reformas que criaram os fundos de pensão privados, ou que estenderam seu papel onde já existiam, abordaram esses fundos, principalmente, como veículos promissores para aumentar as poupanças das famílias e canalizá-las para os mercados de títulos públicos e privados. Outra vez, esse foi claramente o caso do Chile de Pinochet, mas é também característica da experiência de outros países em desenvolvimento.

Nesse sentido, os fundos de pensão tornaram-se, rapidamente, apenas outro tipo de fundo de investimento. Sua natureza especial – fornecer uma renda básica no futuro – foi reconhecida residualmente em alguns dispositivos regulatórios, que limitavam sua exposição a certas classes de investimentos mais arriscados. Entretanto, essas

limitações tornaram-se cada vez menos efetivas, pois as instituições financeiras foram capazes de contorná-las com relativa facilidade.

Os fundos de pensão terminaram sendo somente outra categoria de plano de investimento coletivo. Concebidos como investidores institucionais, tornaram-se apenas outra forma de reunir investidores para criar uma *instituição* formal. São administrados por gerentes de fundos profissionais, normalmente treinados em instituições financeiras comuns, e seu desempenho é medido por critérios não muito diferentes daqueles aplicados noutros fundos de investimentos. Na verdade, muitas vezes, a administração desses fundos é feita por empregados de grandes conglomerados financeiros, por meio de suas divisões de administração de ativos.

Nesse cenário, o *papel social* dos fundos de pensão só é lembrado quando uma crise atinge um grupo particular, destruindo os ativos do respectivo fundo de pensão, como foi o caso da Enron. Quando isso acontece, escutam-se exigências de regulação e supervisão, que tendem a desaparecer rapidamente, afogadas pelos contra-argumentos dos mercados financeiros e seus porta-vozes que lutam para manter o sistema como está.

Investimentos mais arriscados

Desde o início da década de 1990, várias forças importantes combinaram-se com o objetivo de empurrar os fundos de pensão para mais longe de seu papel social, fazendo com que passassem a se comportar como investidores institucionais comuns. Por um lado, os mercados financeiros nacionais e internacionais têm apresentado uma liquidez muito alta, diminuindo as taxas de juros e os rendimentos dos investimentos financeiros. Além disso, ainda persiste o longo ciclo de expansão econômica que teve início no fim da década de 1980.

Por quase 20 anos, os períodos de crescimento prevalecem e as recessões são relativamente leves e curtas, com as óbvias exceções dos países atingidos por crises de fuga de capitais – caso das crises asiáticas de 1997/1998, da crise russa de 1998 e da crise argentina de 2002. Os empréstimos de liquidação duvidosa foram mantidos em baixos patamares, de modo que fatores de risco atenuados também contribuíram para a redução das taxas de juros nos principais mercados financeiros do mundo. Nessas condições, praticamente todos os investidores institucionais, incluindo

1 Na verdade, trata-se de um tipo específico de fundo de ações denominado em inglês de fundo *private equity* (PE). Esses fundos compram ações de uma empresa para retirá-las da negociação nas bolsas, “fechando” o capital da empresa até que decidam vendê-la ao público novamente.

* Professor titular do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro e consultor do Ibase.

IMPOSTOS PARA O BEM-ESTAR MUNDIAL

Andrea Baranes *

Na atualidade, é impossível para as nações encontrar e implementar, individualmente, soluções adequadas para os muitos problemas e desafios enfrentados pela comunidade internacional. Esses desafios incluem, entre muitos outros, aquecimento global, disseminação de doenças globais, instabilidade financeira, poluição e perda da biodiversidade.

Ao mesmo tempo, os governos enfrentam crise de receitas fiscais por uma variedade de motivos: processos recentes de globalização, novos mecanismos financeiros, uso generalizado de paraísos fiscais e práticas corporativas – como abusos na formação de preços de transferência, elisão fiscal¹ e sonegação de impostos.

Essa situação torna difícil para os governos, tanto no Sul como no Norte, garantir a justiça fiscal e financiar a seguridade social para sua cidadania. Conseqüentemente, a criação de mecanismos inovadores para financiar o bem-estar mundial, melhorar a cooperação internacional e garantir os bens públicos globais tornou-se uma das prioridades do planeta.

De outro ponto de vista, há necessidade de encontrar maneiras adequadas de regular e contrabalançar os impactos mais negativos da globalização e de aplicar instrumentos democráticos e eficazes para assegurar o con-

* Fundação Cultural Responsabilidade Ética Social Watch Itália.

1 Elisão fiscal é o uso de brechas legais na legislação tributária para pagar menos impostos.

trole político sobre os poderes da economia, do comércio e das finanças. Isso implica uma reforma profunda dos atuais mecanismos e das instituições de governança.

Os impostos internacionais parecem ser o melhor instrumento para implementar essas diferentes metas a médio prazo: encontrar novas maneiras de financiar a seguridade social e os bens públicos globais; regulamentar alguns dos impactos negativos da globalização; reforçar a cooperação internacional entre os diferentes países; reformar a governança internacional.

Se a meta primária dos impostos nacionais é gerar receitas, no caso de sistemas de taxação globais, o impacto positivo mais importante poderia ser seu efeito regulatório sobre os aspectos mais adversos das tendências econômicas recentes. A taxa Tobin sobre transações financeiras internacionais, por exemplo, contribuiria para combater a instabilidade financeira, ao passo que o imposto sobre as emissões de carbono teria como alvo as atividades mais poluidoras e promoveria o desenvolvimento e a utilização de fontes de energia mais limpas e sustentáveis.

Além disso, os impostos globais poderiam arrecadar fundos suficientes para cumprir as Metas de Desenvolvimento do Milênio (MDMs) ou para ajudar a financiar e preservar a seguridade social global, os direitos humanos fundamentais e os bens públicos globais.

Os problemas técnicos da implementação desses impostos globais já foram resolvidos. Em muitos casos, o maior obstáculo à sua aplicação é o poder de *lobby* de uma pequena elite que seria atingida por esses instrumentos. Atualmente, é questão de vontade política. A classe política precisa ter a inteligência e a coragem para avançar e implementar esses instrumentos, que beneficiariam a maioria das mulheres e dos homens do Norte e do Sul. ■

Fundos PE e suas polêmicas

Fundos *private equity* (PE) são parcerias entre investidores, denominados sócios limitados, e administradores de fundos, chamados sócios gerais, que se especializam em investimentos em capitais de risco ou em investimentos para aquisições de empresas (*buyout*) (cf. Phalippou; Zollo, 2005). São novos atores nos mercados financeiros, mas sua importância tem crescido dramaticamente nos últimos anos. Recentemente, a revista *The Economist* citou estimativa de um grupo de pesquisa de que os fundos PE levantaram US\$ 240 bilhões somente nos primeiros seis meses de 2007 (*The Business*, 2007). Pesquisadores da Wharton School, da Universidade da Pensilvânia, estimam que os fundos PE administram, aproximadamente, US\$ 1 trilhão de capital.

Os fundos PE, como os fundos de *hedge*, aumentam os rendimentos e alavancam, fortemente, o capital. Significa que esses fundos investem muito mais que seu capital próprio. Na verdade, a maior parte do capital próprio é usada para obter empréstimos que lhes permitam comprar ativos que, por sua vez, serão usados como garantia para obter mais empréstimos e assim por diante.

Dois terços desse trilhão de dólares sob o controle dos fundos PE são administrados por fundos de aquisições, que adquirem empresas “públicas” – empresas com ações negociadas nas bolsas de valores – e as “privatizam”, retiram-nas das vistas do público para reestruturá-las, aumentar o valor de mercado e vendê-las com lucro.

Nesse contexto, “reestruturação” pode ter vários significados. Os apologistas dos fundos PE argumentam que o valor de uma empresa é aumentado pelo corte de despesas desnecessárias, pela modernização da companhia, com a eliminação de divisões menos produtivas e a introdução de melhores métodos administrativos, e pelo alinhamento mais eficiente entre os interesses dos administradores e dos acionistas. Se isso for verdade, as empresas saem desse processo mais capazes e eficientes. É justamente a capacidade de realizar essa reestruturação que gera os lucros dos fundos.

Por outro lado, críticos dos fundos PE assinalam que o valor das empresas adquiridas tende a aumentar, principalmente, por causa da acumulação de dívidas (Chancellor, 2007). As empresas administradas por fundos PE são grandes tomadoras de empréstimos que visam aumentar o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Obviamente, isso torna as empresas muito mais vulneráveis a mudanças adversas nos mercados financeiros. Como já observado, desde o início da década de 1990, tem sido fácil tomar empréstimos com taxas de juros baixas, o que possibilitou a estratégia dos fundos PE.

os fundos de pensão, começaram a procurar investimentos alternativos que pudessem oferecer rendimentos maiores. Naturalmente, esses rendimentos maiores foram encontrados em investimentos mais arriscados, como os títulos de alto rendimento – antes conhecidos como *junk bonds*, uma denominação definitivamente menos atraente – ou títulos de países emergentes. Para participar desses mercados, os investidores institucionais normalmente investem em fundos de *hedge*² ou em fundos PE. Como o desempenho

dos administradores de fundos é normalmente avaliado com relação ao desempenho médio de sua classe, há uma forte tendência para que surja um “comportamento de rebanho”. Assim, uma vez que alguns fundos comecem a participar de mercados de maior risco e a desfrutar de rendimentos mais altos, os gestores de outros fundos praticamente têm de seguir os líderes para tentar emular seus ganhos. Depois que um número suficientemente grande de fundos de pensão decide por esse caminho, torna-se para os demais administradores sabedoria convencional acompanhá-los.

2 Para mais informações sobre fundos de *hedge*, ver o artigo de Aldo Calliari neste relatório.

No entanto, quando a liquidez de mercado excedente acabar, como necessariamente ocorrerá em algum momento, as empresas muito endividadadas podem sofrer perdas dramáticas. Nessas condições, como observou o *The Economist*, em artigo intitulado “The business of making money” (2007), um papel maior para os fundos PE pode tornar a economia mais vulnerável. Historicamente, algumas recessões ocorreram quando as taxas de juros crescentes reduziram os lucros corporativos, fazendo com que as empresas cortassem despesas com pessoal e capital. Num mundo em que a maior parte das empresas tivesse dívidas semelhantes às dos fundos PE, as empresas seriam muito mais vulneráveis e as recessões poderiam ser mais frequentes.

Entretanto, enquanto as taxas de juros permanecerem baixas, as bolsas de valores continuarem ativas e os preços das ações seguirem aumentando, os investimentos em fundos PE, provavelmente, permanecerão muito atraentes. Como foi amplamente observado por analistas do comportamento do mercado financeiro, os crescentes preços de ativos tendem a impedir que os participantes do mercado percebam os riscos. Além disso, a atração das oportunidades de lucro é forte demais, praticamente irresistível diante da ausência de limites regulatórios.

Na verdade, ainda que não ocorra um desastre como uma crise financeira em grande escala, o legado dos fundos PE é o aumento da dívida, o que poderá reduzir a capacidade das empresas de realizar investimentos produtivos. O aumento do risco de falência, que vem junto com empresas altamente endividadadas, aumenta o custo do capital e eleva a rentabilidade de capital mínima exigida para novos investimentos. Pode demorar muito para essas empresas reequilibrarem sua estrutura de capital e voltarem a operar normalmente.

A importância relativa dos fundos PE como fontes de financiamento é ainda pequena, mas cresce rapidamente. Além disso, esses fundos estão estendendo seu alcance a mercados considerados protegidos de sua influência, como os próprios mercados financeiros, e também se expandem na indústria imobiliária (DeCambre, 2006).

Geralmente, os fundos PE são favorecidos por um tratamento tributário mais brando dado aos ganhos de capital em comparação à renda, adotado pela maior parte dos países depois da contra-revolução de Reagan–Thatcher. Também são favorecidos pelo longo período de uma oferta excedente de empréstimos. Isso permitiu o que se conhece atualmente como estrutura de empréstimos *covenant-lite*. Significa que os concessionários de empréstimos são, neste momento, tão numerosos que não se sentem capazes de impor condições sobre o uso dos empréstimos, dando muito maior liberdade aos tomadores de empréstimos, como os

administradores dos fundos PE (Paulden, 2007). Naturalmente, pode muito bem haver elementos de verdade tanto nos argumentos de defensores como nos de críticos dos fundos PE. Seus benefícios podem ser mais visíveis no caso de capitais de risco, nos quais esses fundos ajudam a financiar novas empresas, do que no caso dos fundos de aquisições, em que a reestruturação da empresa pode muito bem ser, como sugeriu a revista *Institutional Investor* (Chancellor, 2007), uma mágica, um truque que permite aos administradores dos fundos aumentarem a aparente lucratividade da empresa para revendê-la nos mercados públicos.

Na verdade, ainda não se sabe qual é a estratégia dos fundos PE, embora esteja cada vez mais claro que os incentivos fiscais representados pelo tratamento favorável dado aos ganhos de capital devem ser eliminados e que devem ser reforçadas as regulamentações nesse segmento do mercado.³

Riscos e benefícios para fundos de pensão

Se os benefícios macroeconômicos ou sociais da operação dos fundos PE ainda são difíceis de determinar, quando essa alternativa de investimento for analisada mais detalhadamente pode revelar-se ainda menos do que parece. Como no caso dos fundos de *hedge*, existe uma visão muito disseminada de que não deve haver nenhuma tentativa de limitar esses tipos de investimento, pois eles seriam tão lucrativos que os atores do mercado sempre encontrariam maneiras de evitar as barreiras.

Se os investimentos em fundos PE são realmente assim tão lucrativos, impedir que os fundos de pensão desfrutem desses altos rendimentos – ainda que ao custo de algum grau de exposição ao risco – poderia ser injustificável ou simplesmente impraticável.

Entretanto, há várias razões importantes para questionar esse pressuposto. Estudos sobre o desempenho dos fundos PE têm mostrado que os rendimentos extremamente altos que tiveram nos últimos anos podem ocultar parte da história.

Em geral, aceita-se que os fundos PE atingiram rendimentos anuais sobre o capital acionário em torno de 25% – certamente, um percentual muito alto.

No entanto, antes de aceitar esse percentual como um reflexo do verdadeiro desempenho do setor dos fundos PE, é preciso fazer certas ressalvas. Vamos focalizar quatro delas. (Ler quadro: Os contras).

À luz de todos esses fatores, não é muito surpreendente concluir que os administradores dos fundos PE, ou sócios gerais, estejam se dando muito bem, ao passo que isso não acontece com os investidores ou sócios limitados.

Ludovic Phalippou e Maurizio Zollo (2005) mostraram que, levando em conta todos os fatores, os investidores em fundos PE podem ter tido ganhos menores do que se tivessem, simplesmente, comprado a carteira de ações da Standard and Poor’s 500 – ou seja, ganharam menos que a média do mercado.

Por outro lado, Andrew Metrick e Ayako Yasuda demonstraram, em estudo inédito de 2007, que os administradores de fundos foram muito bem-sucedidos, sendo que os administradores de aquisições ganharam mais que os gestores de capital de risco.

Palavra final?

Qualquer que seja a palavra final sobre a relação custo-benefício da operação dos fundos PE para a economia, na melhor das hipóteses, os benefícios desses investimentos para os fundos de pensão já podem ser julgados muito duvidosos.

O risco, em si mesmo, deveria ser um fator decisivo para impedir que os fundos de pensão participassem desses mercados. As pensões não são como outros tipos de investimentos financeiros, nos quais os investidores escolhem uma parte de sua renda excedente para fazer uma aposta.

As pensões têm como objetivo assegurar uma renda mínima que permita à pessoa aposentada manter certa qualidade de vida. Geralmente, os investidores ricos não investem nos fundos de pensão porque têm acesso a outras oportunidades mais lucrativas. Os investidores dos fundos de pensões são da classe média e, nos países mais desenvolvidos, são trabalhadores e trabalhadoras. Suas rendas futuras não devem resultar do tipo de jogo de mercado feito pelos fundos PE ou pelos fundos de *hedge*.

Essa preocupação é fortalecida por indícios de que o dinheiro de trabalhadores e trabalhadoras está sendo desperdiçado por esses fundos, pois seu desempenho está abaixo da média – embora isso não impeça que os gestores fiquem com grande parte dos lucros obtidos.

Uma regulamentação mais estrita dos investimentos que os fundos de pensão podem realizar é uma alternativa. A solução realmente adequada seria, acima de tudo, restaurar a primazia do pleno emprego como meta social, como foi nas primeiras duas décadas após o fim da Segunda Guerra Mundial. Isso evitaria muitos problemas

3 Na verdade, os próprios fundos PE podem estar se preparando para enfrentar, pelo menos, algumas dessas mudanças. Um documento recente emitido pelo órgão regulador financeiro britânico, FSA, observava que “a indústria solicitou que sir David Walker presidisse um grupo de trabalho de alto nível para avaliar a adequação dos arranjos de divulgação, assim como a clareza e consistência das avaliações e dos rendimentos empregados pelos fundos de PE no Reino Unido. A intenção é estabelecer um código de cumprimento voluntário nessas áreas” (Financial Services Authority, 2007, p. 4, gritos do autor). Os fundos PE parecem estar tentando evitar formas mais hostis de regulamentação oficial ao fazerem a oferta de restringir seu comportamento por meio de *auto-regulação*.

OS CONTRAS

A primeira ressalva é muito importante, dada a visão geralmente aceita de que essa é uma indústria especialmente arriscada. Quando se analisam os rendimentos da indústria, é preciso ajustar as informações disponíveis com o chamado “viés do sobrevivente”. Esse conceito é bastante simples.

Vamos supor que dois fundos PE invistam, cada um, US\$ 100. O primeiro é bem-sucedido e ganha US\$ 200; o segundo fracassa e perde seu capital. Quando se faz um levantamento da indústria, o segundo fundo não existe mais para responder às perguntas. Assim, o levantamento mostrará somente o resultado da primeira firma, com uma taxa de retorno de 100%. Nas indústrias de risco, a taxa de mortalidade tende a ser mais alta do que a média. Assim, os resultados tendem a exagerar muito a lucratividade dos fundos PE porque somente sobreviventes foram, de fato, pesquisados.

A segunda ressalva: depois que um fundo PE adquire uma empresa e a torna “privada”, é difícil precisar o valor dos ativos comprados pelo fundo. O fundo pode registrar quanto pagou pelo capital acionário. Porém, não há nenhuma garantia de que valha realmente o que foi pago. Alguns fundos PE simplesmente se tornam inativos como alternativa para evitar revender o capital acionário com perdas. Portanto, quando as pesquisas medem os ativos dos fundos PE, tendem a incluir ativos potencialmente sem valor como se ainda valessem seu preço original.

A terceira ressalva se refere ao risco. Todos os investimentos financeiros oferecem combinações de rendimento e risco. Quanto maior o risco, maior deve ser a taxa de retorno para induzir o investidor a comprar determinado ativo. As medidas contábeis de lucratividade não são ajustadas para o risco, o que é especialmente sério no caso dos investimentos mais arriscados, como os fundos PE.

Finalmente, a rentabilidade do fundo PE não é a mesma que a rentabilidade do investidor, pois os gestores dos fundos tendem a cobrar dos investidores taxas muito pesadas. Na verdade, a estrutura padrão inclui uma taxa fixa, um percentual do capital do fundo, uma parcela grande dos ganhos (normalmente 20% dos lucros), assim como outras taxas de menor impacto. ■

financeiros dos sistemas de previdência social. Também existe a necessidade de promover amplo debate com todos os setores da sociedade sobre as perspectivas do sistema de previdência social para torná-lo socialmente justo e economicamente sustentável. Infelizmente, o clima político é ainda desfavorável para esse debate, pois as idéias neo-liberais sobre as virtudes do mercado continuam fortes, especialmente entre os grupos políticos influentes. Nessa situação, deveria ser explorada uma alternativa que evitasse a troca pelos fundos de pensão do futuro de trabalhadores e trabalhadores por ganhos ilusórios de curto prazo. ■

Referências

- CHANCELLOR, Edward. Private illusions. *Institutional Investor*, Nova York, p. 99-100, jan. 2007.
- DE CAMBRE, Mark. Private property. *Institutional Investor*, Nova York, dez. 2006.
- FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (FSA). *Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement*. Londres, 2007, Feedback Statement 07/3, 30 p. (Discussion Paper 06/06). Disponível em: <http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/fs07_03.pdf>. Acesso em: 23 out. 2007.
- KANDELL, Jonathan. Chile: The empire strikes back. *Institutional Investor*, Nova York, p. 96-99, abr. 2007.
- PAULDEN, Pierre. Done Deals – Taking a plunge on univision. *Institutional Investor*, Nova York, abr. 2007.
- PHALIPPOU, Ludovic; ZOLLO, Maurizio. The performance of private equity funds. 2005. Disponível em: <www.hhs.se/NR/rdonlyres/336D4661-3B58-4C4F-A106-FOBB326063EA/0/PerfPEOctober2005.pdf>. Acesso em: 23 out. 2007.
- THE BUSINESS of making money. *The Economist*, Londres, 6 jul. 2007. Public versus private equity. Disponível em: <http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=9440821#top>. Acesso em: 23 out. 2007.