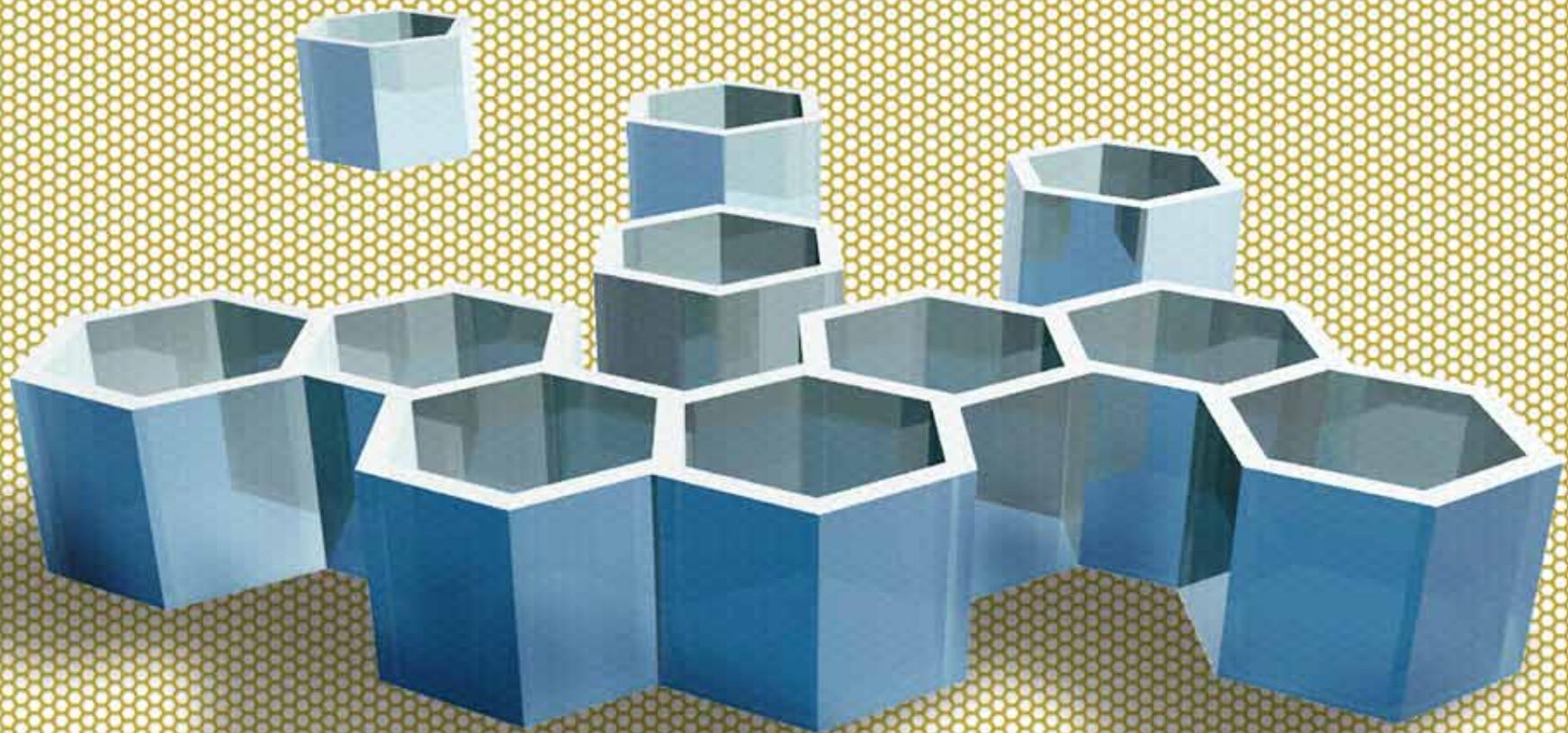


A indústria de  
***Private Equity e Venture Capital***  
2º Censo Brasileiro





**A Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital***  
**2º Censo Brasileiro**

1ª Edição  
Março de 2011

© 2011 – Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial – ABDI

A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro

Qualquer parte desta obra pode ser reproduzida, desde que citada a fonte.

Baseado no texto original do Relatório de Pesquisa – “Informações Atualizadas do 2º Censo da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital”, Copyright © ABDI 2010, revisto e ampliado nesta edição de março de 2011. Trabalhos elaborados pelo GVcepe da Fundação Getúlio Vargas – EAESP.

ABDI – Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial

FGV – Fundação Getúlio Vargas

### **Supervisão**

Maria Luisa Campos Machado Leal (ABDI)

### **Equipe técnica da ABDI**

Cássio Marx Rabello da Costa (Coordenador do Projeto)

Joana Wightman (Supervisão – Comunicação)

Mario Jorge Sampaio (Especialista em Projeto)

### **Equipe técnica da FGV**

Caio Ramalho (Organizador e Autor)

Cláudio Vilar Furtado (Organizador e Autor)

Rodrigo Lara (Organizador e Autor)

Alessandra Brochado (Autor)

Alexander Appel (Autor)

Carlos Motta (Autor/ Tauil & Chequer Advogados associado a Mayer Brown LLP)

Diogo Kudo (Autor)

Eduardo Paoliello (Autor/ Pinheiro Neto Advogados)

Estêvão Latini (Autor/Fundação Petros)

Fernando Kaufmam (Autor)

Gabriel Felisoni (Autor)

Gabriella Pegoraro (Autor)

Henrique D'Amico (Autor)

Henry Sztutman (Autor/ Pinheiro Neto Advogados)

Jacques Vaney (Autor/Emerge Capital)

João Ricardo Ribeiro (Autor/ Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados)

Lucas Amorim (Autor)

Lucas Martins (Autor)

Lucas Cancelier (Autor)

Marcelo Coura (Autor)

Marcelo Kubli (Autor)

Marcelo Person (Autor)

Rafael Martins (Autor)

Rafael Roldão (Autor)

Ricardo Lacaz (Autor/ Lacaz Martins, Halembeck, Pereira Neto, Gurevich & Schoueri Advogados)

Thiago Maia (Autor/ Tauil & Chequer Advogados associado a Mayer Brown LLP)

William Luk (Autor)

---

### Ficha Catalográfica

Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial.

A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro. / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2009.

420p.: il.; graf.; tab.

ISBN

1-Indústria. 2-Indústria. 3-. I- Título. II- Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. III-Série

CDU 338.47674

---

### **ABDI**

**Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial**

Setor Bancário Norte

Quadra 1 – Bloco B – Ed. CNC

70041-902 – Brasília – DF

Tel.: (61) 3962-8700

www.abdi.com.br

### **FGV**

**Fundação Getúlio Vargas**

Av. 9 de Julho, 2029 - Bela Vista

CEP: 01313-902

São Paulo - SP - Brasil

Tel.: (11) 3799-7768

www.fgv.br/cepe

## **República Federativa do Brasil**

**Dilma Rousseff**

Presidenta da República

## **Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC)**

**Fernando Pimentel**

Ministro

## **Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI)**

**Mauro Borges Lemos**

Presidente

**Clayton Campanhola**

Diretor

**Maria Luisa Campos Machado Leal**

Diretora

**Cássio Marx Rabello da Costa**

Coordenador do Projeto

## **Fundação Getúlio Vargas (FGV)**

**Carlos Ivan Simonsen Leal**

Presidente

**Francisco Oswaldo Neves Dornelles**

**Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque Sérgio Franklin Quintella**

Vice-Presidentes

## **Escola de Administração de Empresas de São Paulo (FGV-EAESP)**

**Maria Tereza Leme Fleury**

Diretora

**Maria José Tonelli**

Vice-Diretora

## **Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital (GVCEPE)**

**Cláudio Vilar Furtado**

Direção Executiva

**Caio Ramalho**

**Rodrigo Lara**

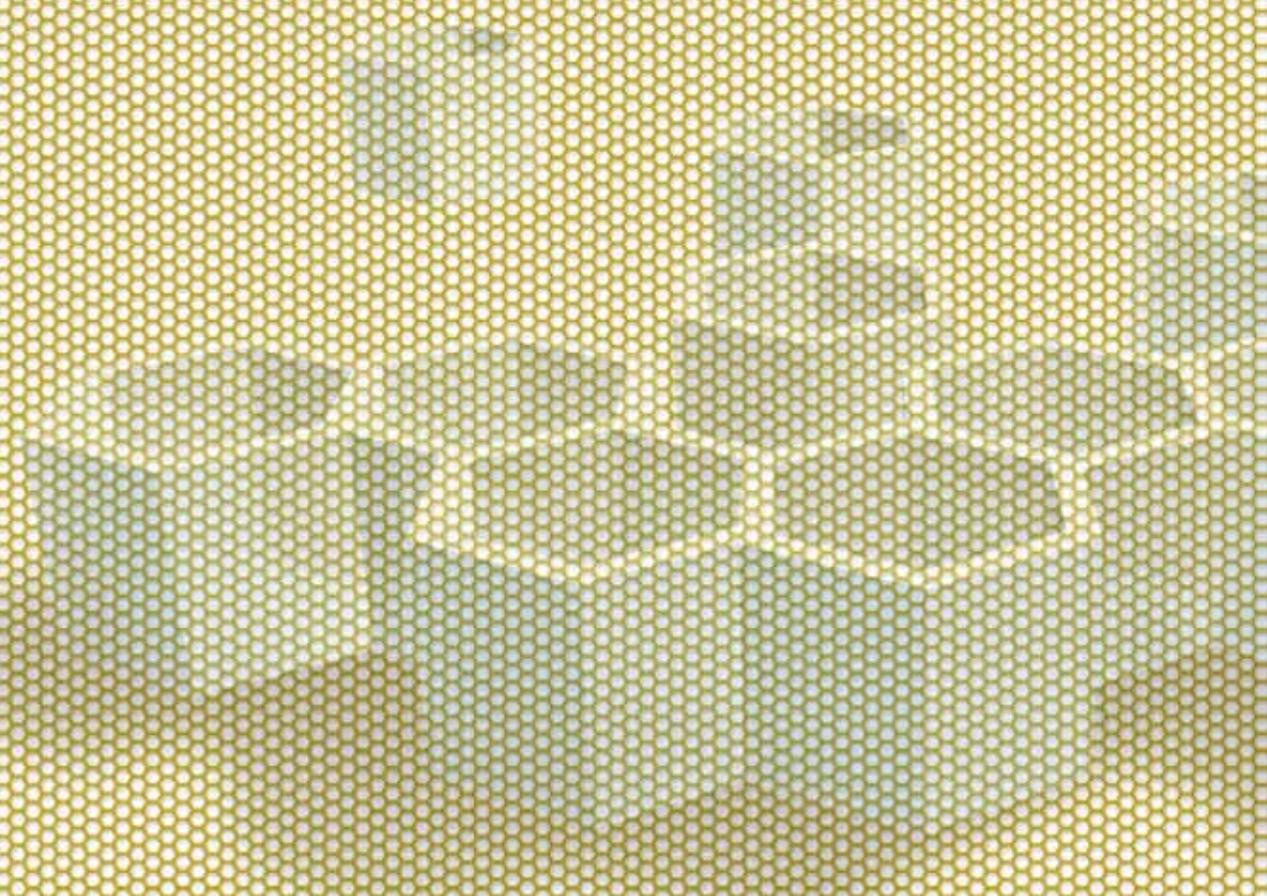
Coordenação do Projeto

**Edgar Alberto Cabral**  
Coordenação de TI e Base de  
Dados

**Abdala Razek**  
**Adilon Garcia**  
**Alessandra Brochado**  
**Alexander Appel**  
**André Assumpção**  
**André Coracini**  
**Ariel Almeida**  
**Breno Lopes**  
**Bruno Villena**  
**Caio Ramalho**  
**Carlos Eduardo Alvares**  
**Diogo Kudo**  
**Eduardo Camargo**  
**Eduardo Silva**  
**Fabio Camillo**  
**Fernando Kaufman**  
**Felipe Mattos**  
**Flavio Fioravanti**  
**Gabriel Felisoni**  
**Gabriella Pegoraro**  
**Henrique D'Amico**  
**João Victor de Souza**  
**Lucas Amorim**  
**Lucas Martins**  
**Lucas Cancelier**  
**Lucas Tavolaro**  
**Luiz Tanisho**  
**Marcel Kanopka**  
**Marcelo Coura**

**Marcelo Kubli**  
**Marcelo Person**  
**Maria José Felicio**  
**Marisa Bessa**  
**Maurício Leusin**  
**Paula Nagle**  
**Pedro Prellwitz**  
**Rafael Auriemo**  
**Rafael Martins**  
**Rafael Roldão**  
**Rachel Pacheco**  
**Renato Chu**  
**Rodrigo Lara**  
**Thiago Perim**  
**William Luk**  
Pesquisadores

# Agradecimientos





Esta obra, **A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro**, realizada pela Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI) e elaborada pelo Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da FGV-EAESP (GVcepe), representa o resultado tangível de 18 meses de trabalho. Sua conclusão só foi possível graças ao apoio e auxílio de diversas organizações, bem como a dedicação incansável de uma equipe de pesquisadores, que identificou, colheu e analisou informações de mais de 180 organizações gestoras de PE/VC que atuam no Brasil. Foram compilados os mais importantes materiais acadêmicos e técnico-científicos já publicados no exterior e no Brasil, que serviram de base para a concepção e elaboração deste trabalho.

Agradecemos aos membros do comitê selecionado pela ABDI para acompanhar o projeto original, por terem aceitado participar de um desafio desta magnitude: Guilherme Ary Plonski, José Aranha e Antônio Botelho (ANPROTEC), Sidney Chameh e Robert Binder (ABVCAP), Maria Luisa Cravo (APEX), Leandro Vieira (BANCO DO BRASIL), Eduardo Rath Fingerl e Eduardo Sá (BNDES), Eduardo Costa, Patrícia Freitas, André Calazans, Rochester Costa e Rafael Silva (FINEP), e Américo Cicarelli (SEBRAE).

Aos membros fundadores do GVcepe: Advent International, Intel Capital, Pátria Investimentos, Sebrae-SP, TMG Capital e Votorantim Novos Negócios, pela visão estratégica, empenho e confiança na equipe de colaboradores e pesquisadores, demonstrado desde 2003, ano de fundação do GVcepe, e à VISA pelo patrocínio institucional. À direção da Fundação Getúlio Vargas (FGV) e da Escola de Administração de Empresas de São Paulo (FGV/EAESP), ao Prof. Wladimir Antônio Puggina, além do GVpesquisa, pelo apoio.

Agradecemos a todas as organizações gestoras de *Private Equity* e *Venture Capital* que dedicaram seu tempo e sua equipe à participação neste trabalho, cujos resultados compõem material com abrangência e profundidade inéditas no país. Sem eles este projeto não teria sido possível. Agradecemos às contribuições de Daniel Kalansky (Motta, Fernandes Rocha Advogados), Guilherme Forbes (Souza, Cescon, Barriou & Flesch Advogados) e José Diaz (Demarest e Almeida Advogados) e de modo muito especial, a Patricia Dineen (Siguler Guff & Company), Roger Leeds (Johns Hopkins University e EMPEA) e Haydée Celaya (IFC – World Bank).



## Índice

|   |     |
|---|-----|
| Introdução. O Nexa deste 2º Censo de Private Equity e Venture Capital: dos empreendimentos InovaDores à Revolução Corporativa .....                         | 27  |
| CAPÍTULO 1. Histórico da Indústria de Private Equity e Venture Capital .....  | 39  |
| CAPÍTULO 2. O Ecossistema da Indústria de PE/VC no Brasil .....   | 67  |
| CAPÍTULO 3. O Ciclo de Private Equity e Venture Capital – Captação de Recursos (Fundraising), Capital Comprometido e Origem das Organizações Gestoras ..... | 121 |
| CAPÍTULO 4. O Ciclo de Private Equity e Venture Capital – Investimentos (Investing) .....   | 161 |
| CAPÍTULO 5. O Ciclo de Private Equity e Venture Capital – Saídas ou Desinvestimentos (Exiting) .....  | 207 |
| CAPÍTULO 6. Governança Corporativa e Contratos (Monitoring) .....   | 229 |
| CAPÍTULO 7. O Private Equity e Venture Capital no Contexto das Fontes de Financiamento de Longo Prazo no Brasil .....                                       | 317 |
| CAPÍTULO 8. Impacto Econômico da Indústria de PE/VC .....   | 341 |
| CAPÍTULO 9. Visão Prospectiva: Desafios e Oportunidades no Futuro .....   | 389 |
| Referências Bibliográficas .....  | 409 |



## Índice de Tabelas

|  |     |
|--|-----|
| Tabela 1.1. Impacto Legislativo em Investimentos de PE/VC nos EUA .....                              | 46  |
| Tabela 1.2. Número de Organizações Gestoras de VC (Estados Unidos e Europa) .....                    | 54  |
| Tabela 1.3. Organizações Gestoras Focadas em VC Investidas pelo IFC .....                            | 56  |
| Tabela 2.1. Estruturas dos FIPs VS. Holdings (2010) .....  | 76  |
| Tabela 2.2. Atores do Ecossistema de PE/VC .....   | 79  |
| Tabela 2.3. Tipos de Investidores .....  | 93  |
| Tabela 2.4. Tipos de Investimento VS. Risco Assumido .....   | 109 |
| Tabela 2.5. Venda de Bens vs. Serviços .....   | 114 |
| Tabela 2.6. Detalhamento das Operações .....   | 117 |
| Tabela 3.1. Principais Fatores para o Sucesso das Atividades de PE/VC .....                          | 124 |
| Tabela 3.2. Obstáculos ao Sucesso Provenientes de Fatores Macroeconômicos .....                      | 125 |
| Tabela 3.3. Obstáculos Provenientes de Fatores Sociais .....   | 126 |
| Tabela 3.4. Obstáculos Provenientes de Fatores Políticos .....                                       | 126 |
| Tabela 3.5.1. Obstáculos Provenientes do Arcabouço Jurídico-Institucional (PE) .....                 | 127 |
| Tabela 3.5.2. Obstáculos Provenientes do Arcabouço Jurídico-Institucional (VC) .....                 | 128 |
| Tabela 3.6. Obstáculos Provenientes da Estrutura da Indústria de PE/VC .....                         | 130 |
| Tabela 3.7. Penalidade para a Falta de Integralização de Capital .....                               | 132 |
| Tabela 3.8. Capital Comprometido Alocado ao Brasil pela Indústria de PE/VC .....                     | 133 |
| Tabela 3.9.1. Estrutura Legal dos Veículos de Investimento .....                                     | 134 |
| Tabela 3.9.2. Fundraising em 2009 por Estrutura Legal .....  | 135 |
| Tabela 3.10. Afiliação das Organizações Gestoras .....   | 137 |
| Tabela 3.11. Montante do capital (final closing) a ser levantado<br>por organização gestora PE ..... | 139 |
| Tabela 3.12. Montante do capital (final closing) a ser levantado<br>por organização gestora VC ..... | 139 |
| Tabela 3.13. Concentração do Capital Comprometido .....  | 152 |
| Tabela 3.14. Origem das Organizações Gestoras .....  | 153 |
| Tabela 4.1. Fontes da Prospecção Proprietária .....  | 164 |
| Tabela 4.2. Fontes de Indicação de Terceiros .....   | 165 |
| Tabela 4.3. Propostas Recebidas por Setores da Economia .....  | 166 |
| Tabela 4.4. Propostas Recebidas por Estágio de Investimento .....                                    | 167 |

|  |     |
|--|-----|
| Tabela 4.5. Requisitos da Empresa-alvo que Viabilizam o Investimento .....   | 168 |
| Tabela 4.6. Características da Empresa-alvo que Inviabilizam o Investimento .....  | 168 |
| Tabela 4.7. Quantidade de Oportunidades de Negócios Contidas no Processo de Seleção<br>de Propostas Classificadas por Meios de Apresentação .....  | 171 |
| Tabela 4.8. Principais Motivos que Inviabilizaram o Investimento nas<br>Propostas que Chegaram a Fase de Due Diligence .....                       | 173 |
| Tabela 4.9. Retornos Mínimos e Máximos Esperados por Estágios .....  | 177 |
| Tabela 4.10. Atuação do Comitê de Investimentos na Fase de Seleção .....   | 179 |
| Tabela 4.11. Método de Avaliação .....   | 181 |
| Tabela 4.12. Prazo para Fechamento de Novos Negócios .....   | 183 |
| Tabela 4.13. Aumento no Prêmio de Risco por País/Região .....  | 184 |
| Tabela 4.14. Número de Veículos por Prazo de Duração .....   | 185 |
| Tabela 4.15. Participação de Investidores Públicos nas<br>Empresas em Portfólio (Junho 2008) .....   | 186 |
| Tabela 4.16. Tíquete Médio por Estágio de Investimento .....   | 192 |
| Tabela 4.17. Distribuição Geográfica das Empresas em Portfólio (Dezembro 2009) .....   | 202 |
| Tabela 4.18. Setor de Atividade Econômica das Empresas em Portfólio em 2009 .....  | 204 |
| Tabela 5.1. Saídas de Negócios por Estágio em US\$ Milhões .....   | 210 |
| Tabela 5.2. Saídas de Negócios por Estágio .....   | 211 |
| Tabela 5.3. Saídas de Negócios por Mecanismo de Saída em US\$ Milhões .....  | 213 |
| Tabela 5.4. Retorno Líquido para Investidores (Cambridge Associates) .....   | 220 |
| Tabela 5.5. Retornos Excedentes no Brasil.....   | 220 |
| Tabela 5.6. Múltiplos Medianos de Investimento.....  | 224 |
| Tabela 5.7. Valores Medianos da Taxa Interna de Retorno .....  | 224 |
| Tabela 5.8. Retornos Medianos Excedentes ao CDI .....  | 225 |
| Tabela 6.1. Participantes do Ciclo de PE/VC .....  | 233 |
| Tabela 6.2. Estruturas Preferidas Mundialmente .....   | 236 |
| Tabela 6.3. Percentual do Capital Comprometido que Deve<br>Ser Disponibilizado Logo na Assinatura do<br>Contrato/Compromisso de Investimento ..... | 238 |
| Tabela 6.4. Integralização de Parcelas do Capital Comprometido .....   | 239 |

|  |     |
|--|-----|
| Tabela 6.5. Existência de Penalidade em Caso de Não Integralização do Capital .....  | 239 |
| Tabela 6.6. Possibilidade de Captação de um Novo Veículo Antes de Fechar o Atual .....   | 240 |
| Tabela 6.7. Percentual do Capital Comprometido após o Veículo Ser Investido .....  | 240 |
| Tabela 6.8. Prazo de Duração dos Veículos de Investimento .....  | 241 |
| Tabela 6.9. Prazo de Duração e Possibilidade de Extensão dos Veículos de Investimento ....   | 242 |
| Tabela 6.10. Restrições Definidas em Contrato com Investidores .....   | 243 |
| Tabela 6.11. Modelo de Aprovação de Investimentos .....  | 244 |
| Tabela 6.12. Possibilidade de Um ou Mais Investidores (LPs) Convocarem<br>uma Assembleia Extraordinária .....  | 245 |
| Tabela 6.13. Porcentagem de Capital Integralizado Necessário para<br>Um ou Mais Investidores (LPs) Convocarem<br>uma Assembleia Extraordinária ..... | 245 |
| Tabela 6.14. Direito do Investidor de Co-Investir Diretamente<br>nas Empresas do Portfólio .....   | 245 |
| Tabela 6.15. Duração do Período de Investimentos .....   | 246 |
| Tabela 6.16. Prazo de Investimento e Possibilidade de Extensão dos Investimentos .....   | 247 |
| Tabela 6.17. Duração do Período de Desinvestimentos.....   | 248 |
| Tabela 6.18. Prazo de Duração e Possibilidade de Extensão dos Desinvestimentos .....   | 249 |
| Tabela 6.19. Custos e Despesas Pagos pela Taxa de Administração .....  | 251 |
| Tabela 6.20. Atores Remunerados pela Taxa de Administração .....   | 253 |
| Tabela 6.21. Taxa de Administração .....   | 254 |
| Tabela 6.22. Base de Cálculo da Taxa de Administração nos<br>Períodos de Investimento e Desinvestimento .....  | 256 |
| Tabela 6.23. Timing de Pagamento da Taxa de Performance .....  | 258 |
| Tabela 6.24. Taxa-Piso (Hurdle Rate) .....   | 259 |
| Tabela 6.25. Catch-Up .....  | 260 |
| Tabela 6.26. Clawback .....  | 260 |
| Tabela 6.27. Taxa de Performance .....   | 261 |
| Tabela 6.28. Taxa de Administração versus Taxa de<br>Performance (Recebidas por Administrador) .....   | 262 |
| Tabela 6.29. Taxa de Administração versus Taxa de<br>Performance (Recebidas por Gestor) .....  | 262 |
| Tabela 6.30. Dedução da Taxa de Administração do<br>Montante da Performance .....  | 263 |

|   |     |
|---|-----|
| Tabela 6.31. Momento de Cálculo da Taxa de Performance .....  | 264 |
| Tabela 6.32. Poder do Investidor em Destituir o Gestor ou<br>Membros da Equipe do Gestor Deste Veículo .....                  | 265 |
| Tabela 6.33. Uso de Câmara de Arbitragem para Resolver Conflitos<br>entre a Organização Gestora de PE/VC e Investidores ..... | 266 |
| Tabela 6.34. Evolução da Quantidade de Adesões a Cada<br>Nível de Governança Corporativa da Bovespa .....                     | 268 |
| Tabela 6.35. Disposição a Pagar a Mais por Governança Corporativa .....   | 271 |
| Tabela 6.36. Governança Corporativa Efetivamente Paga .....   | 271 |
| Tabela 6.37. Nível de Governança Corporativa ao Longo do<br>Processo de Seleção de Investimentos .....                        | 272 |
| Tabela 6.38. Categorias de Estrutura Societária .....   | 273 |
| Tabela 6.39. Participação Acionária do Empreendedor/Empresário e CEO .....  | 277 |
| Tabela 6.40. Reuniões Formais do Conselho de Administração e Discussões Informais .....                                       | 281 |
| Tabela 6.41. Caracterização dos Membros do Conselho de Administração .....  | 282 |
| Tabela 6.42. Background dos membros Externos e Independentes<br>do Conselho de Administração .....                            | 283 |
| Tabela 6.43. Características das Pessoas chave (em %) .....   | 285 |
| Tabela 6.44. Pessoas-chave Mais Presentes nos Comitês e Subcomitês Listados .....   | 286 |
| Tabela 6.45. Frequência com que a Auditoria Reporta às Diferentes Pessoas-chave .....   | 288 |
| Tabela 6.46. Remuneração dos Membros do Conselho de Administração .....   | 288 |
| Tabela 6.47. Avaliação de Desempenho de Pessoas Chave .....   | 290 |
| Tabela 6.48. Distribuição da Remuneração Executiva nas<br>Empresas que Abriram Capital na Bovespa Depois de 2004 (em %) ..... | 295 |
| Tabela 6.49. Cláusulas de Proteção Anti-diluição e de<br>Direitos e Restrições na Transferência de Ações .....                | 296 |
| Tabela 6.50. Duração Média das Diferentes Modalidades<br>de Contato com as Empresas .....                                     | 305 |
| Tabela 7.1. Empresas em Portfólio (Junho 2008) .....  | 325 |
| Tabela 7.2. Dados da Composição da Carteira da BNDESPar .....   | 329 |
| Tabela 7.3. Divisão Setorial em Porcentagem de Ações,<br>Debêntures e Fundos da BNDESPar entre 2007 e 2009 .....              | 329 |
| Tabela 7.4. Divisão Setorial em Valores de Mercado de Ações,<br>Debêntures e Fundos da BNDESPar entre 2007 a 2008 .....       | 330 |

|   |     |
|---|-----|
| Tabela 7.5. Operações das Áreas de Mercado de Capitais e<br>Capital Empreendedor do BNDESPar .....  | 331 |
| Tabela 7.6. Emissão Debêntures Públicos e<br>Privados pela Bndespar (em R\$ bilhões) .....  | 331 |
| Tabela 7.7. Número e Valores dos Programas da FINEP (em R\$ Milhões) .....  | 333 |
| Tabela 7.8. Fundos de Investimentos Apoiados pela FINEP (em R\$ Milhões) .....  | 335 |
| Tabela 7.9. Captação Líquida e Participação Percentual no<br>Patrimônio Líquido por Categorias dos Fundos de Investimentos .....  | 339 |
| Tabela 8.1. Valor Adicionado pelas Indústrias de<br>Direitos Autorais no Mercosul em 1998.....  | 348 |
| Tabela 8.2. Obstáculos no Brasil para a Captação de<br>Recursos e Investimentos – Proteção aos<br>Direitos de Propriedade Intelectual .....                                 | 351 |
| Tabela 8.3. Ranking Global de Inovação Tecnológica 2009 – 2010.....   | 353 |
| Tabela 8.4. Quantidade de Empregados nas Empresas por<br>Ano Reportado pelas Organizações Gestoras .....  | 362 |
| Tabela 8.5. Comparativo sobre o Aumento no Número de Empregos e Vendas<br>entre as Empresas Investidas e não Investidas por Venture Capital .....                           | 363 |
| Tabela 8.6. Obstáculos no Brasil para a Captação de Recursos e<br>Investimentos – Dificuldade no Recrutamento<br>de Profissionais para o Gestor .....                       | 364 |
| Tabela 8.7. Obstáculos no Brasil para a Captação de<br>Recursos e Investimentos – Dificuldade no Recrutamento de<br>Profissionais para as Empresas Investidas.....          | 364 |
| Tabela 8.8. Empresas Investidas por PE/VC em Portfólio em 31/Dez/2009:<br>Quantidade de Funcionários Reportados pelas<br>Organizações Gestoras por Setor .....              | 365 |
| Tabela 8.9. Empresas Investidas por PE/VC em Portfólio em 31/Dez/2009:<br>Quantidade de Funcionários Reportados pelas Organizações<br>Gestoras por Estágio da Empresa ..... | 366 |
| Tabela 8.10. Obstáculos no Brasil para a Captação de<br>Recursos e Investimentos – Burocracia .....   | 367 |
| Tabela 8.11. Obstáculos no Brasil para a Captação de Recursos e<br>Investimentos – Alta Carga Tributária .....  | 367 |

|   |     |
|---|-----|
| Tabela 8.12. Obstáculos no Brasil para a Captação de Recursos e Investimentos – Informalidade .....                               | 373 |
| Tabela 8.13. Obstáculos no Brasil para a Captação de Recursos e Investimentos – Restrições Impostas pelas Leis Trabalhistas ..... | 376 |
| Tabela 8.14. Investimentos de Venture Capital em Cleantech por ano na América do Norte, Europa, Israel, China e Índia .....       | 384 |
| Tabela 8.15. Maiores Setores de Venture Capital em Cleantech em 2009 .....  | 384 |
| Tabela 9.1. Fundamento de Longo Prazo – Razões pelas quais o Carlyle investe no Brasil .....                                      | 394 |

## Índice de Gráficos

|  |     |
|--|-----|
| Gráfico 1.1. Os Maiores Mercados Europeus (1992 a 1999) .....  | 53  |
| Gráfico 3.1. Capital Comprometido por Estrutura Legal .....  | 136 |
| Gráfico 3.2. Afiliação das Organizações Gestoras (2009) .....  | 137 |
| Gráfico 3.3. Intenção das Organizações Gestoras em levantar um novo<br>fundo de investimento para o Brasil nos 3 anos posteriores a 2009 ..... | 138 |
| Gráfico 3.4. Oferta e demanda de fundos para investimentos em PE/VC .....  | 142 |
| Gráfico 3.5. As Cinco Principais Localizações com Maior Expectativa<br>de Ganho Econômico (Investidores Norte-Americanos) .....                | 144 |
| Gráfico 3.6. As Cinco Principais Localizações com Maior Expectativa<br>de Perda Econômica (Investidores Norte-Americanos) .....                | 145 |
| Gráfico 3.7. Classificação dos Mercados com Melhores Oportunidades em PE/VC .....  | 145 |
| Gráfico 3.8. Evolução do Capital Comprometido<br>Alocado ao Brasil em US\$ Bilhões .....   | 146 |
| Gráfico 3.9. Porcentagem do Capital Comprometido<br>em Relação ao PIB (Agosto/2008) .....  | 147 |
| Gráfico 3.10. Comparação do processo de fundraising (Em milhares US\$) .....   | 147 |
| Gráfico 3.11. Evolução do Capital Comprometido<br>Alocado ao Brasil como Porcentagem do PIB .....  | 148 |
| Gráfico 3.12. Captação de Recursos para o Brasil .....   | 148 |
| Gráfico 3.13. Captação de Recursos para Mercados Emergentes (Em US\$ MM) .....   | 149 |
| Gráfico 3.14. Início das Atividades da Organização .....   | 149 |
| Gráfico 3.15. Safra de Veículos Levantados por Data de Criação .....   | 150 |
| Gráfico 3.16. Composição dos Investidores em Fundos de PE/VC (2009) .....  | 150 |
| Gráfico 3.17. Breakdown dos Investidores Locais (2009) .....   | 151 |
| Gráfico 3.18. Concentração do Capital Comprometido<br>(Capital Médio em Relação ao Capital Total) .....  | 152 |
| Gráfico 3.19. Origem do capital das Organizações Gestoras .....  | 154 |
| Gráfico 3.20. Prazo para Captação de Recursos .....  | 154 |
| Gráfico 3.21. Captação de Recursos (Fundraising)<br>e Proporção do Produto Interno Bruto .....   | 156 |
| Gráfico 3.22. Foco Setorial dos Veículos em Captação de Recursos (2009) .....  | 156 |
| Gráfico 3.23. Foco Setorial dos Veículos em Captação em 2009 .....   | 157 |

|  |     |
|--|-----|
| Gráfico 3.24. Captação de Recursos por Estágio 2009 .....  | 157 |
| Gráfico 3.25. Capital Comprometido nas Associações de<br>Investidores-Anjos (em US\$ Milhões) .....                                | 159 |
| Gráfico 4.1. Quantidade de Investimentos Totais Realizados por<br>Organizações Gestoras Privadas por Estágio de Investimento ..... | 189 |
| Gráfico 4.2. Número de Novos Investimentos Realizados por<br>Organizações Gestoras Privadas por Estágio .....                      | 189 |
| Gráfico 4.3. Número de Follow-Ons Realizados por<br>Organizações Gestoras Privadas por Estágio .....                               | 190 |
| Gráfico 4.4. Valor de Investimentos Totais Realizados por<br>Organizações Gestoras Privadas por Estágio .....                      | 191 |
| Gráfico 4.5. Valor de Novos Investimentos Realizados por<br>Organizações Gestoras Privadas por Estágio .....                       | 193 |
| Gráfico 4.6. Valor de Follow-Ons Realizados por<br>Organizações Gestoras Privadas por Estágio .....                                | 193 |
| Gráfico 4.7. Quantidade de Investimentos Realizados por<br>Organizações Gestoras Privadas por Setor (2009).....                    | 194 |
| Gráfico 4.8. Número Total de Investimentos Realizados por<br>Organizações Gestoras Privadas (2005 a 2008) .....                    | 195 |
| Gráfico 4.9. Quantidade de Novos Investimentos Realizados por<br>Organizações Gestoras Privadas por Setor (2009).....              | 195 |
| Gráfico 4.10. Número de Novos Investimentos Realizados por<br>Organizações Gestoras Privadas (2005 a 2008) .....                   | 196 |
| Gráfico 4.11. Número de Follow-Ons Realizados por Organizações<br>Gestoras Privadas por Setor (2009).....                          | 196 |
| Gráfico 4.12. Número de Follow-Ons Realizados por Organizações<br>Gestoras Privadas (2005 a 2008) .....                            | 197 |
| Gráfico 4.13. Valor de Investimentos Totais Realizados por<br>Organizações Gestoras Privadas (2009).....                           | 197 |
| Gráfico 4.14. Valor de Investimentos Totais Realizados por<br>Organizações Gestoras Privadas (2005 a 2008) .....                   | 198 |
| Gráfico 4.15. Valor de Novos Investimentos Realizados por<br>Organizações Gestoras Privadas (2009).....                            | 198 |
| Gráfico 4.16. Valor de Novos Investimentos Realizados por<br>Organizações Gestoras Privadas (2005 a 2008).....                     | 199 |

|  |     |
|--|-----|
| Gráfico 4.17. Valor de Follow-Ons Realizados por<br>Organizações Gestoras Privadas (2009) .....  | 199 |
| Gráfico 4.18. Valor de Follow-Ons Realizados por<br>Organizações Gestoras Privadas (2005 a 2008) .....   | 200 |
| Gráfico 4.19. Distribuição por Estágio das Empresas Investidas (2009) .....  | 200 |
| Gráfico 5.1. Desinvestimentos por Modalidade de Saída .....  | 212 |
| Gráfico 5.2. Número Total dos Desinvestimentos<br>por Setor (2005 – 2008 vs. 2009) .....   | 214 |
| Gráfico 5.3. Valor Total dos Desinvestimentos por Setor (2005 – 2008 vs. 2009) .....   | 215 |
| Gráfico 5.4. A J-Curve .....   | 216 |
| Gráfico 5.5. Revisão de Leitura – Conclusões Gerais .....  | 217 |
| Gráfico 5.6. Índice Dow Jones De Venture Capital .....   | 219 |
| Gráfico 5.7. Múltiplo de Investimento para Investimentos<br>Individuais Entre 2004-2009 .....  | 223 |
| Gráfico 5.8. Taxa Interna de Retorno por Investimentos<br>Individuais 2004-2010 .....  | 224 |
| Gráfico 5.9. Retornos Anuais sobre Investimentos Individuais<br>Excedentes sobre CDI entre 2004 – 2010 .....   | 225 |
| Gráfico 5.10. Taxa de Retorno Nominal ao ano Esperado para<br>Investimentos Individuais por Estágio de Investimento .....                                      | 226 |
| Gráfico 6.1. Estrutura dos Veículos de PE/VC .....   | 234 |
| Gráfico 6.2. Encontros entre Investidores e Empresas em Portfólio .....  | 246 |
| Gráfico 6.3. Importância atribuída pelas organizações gestoras às<br>“boas praticas de Governança Corporativa” em<br>diferentes estágios do investimento ..... | 269 |
| Gráfico 6.4. Organizações gestoras que efetivamente pagaram pela Governança .....  | 271 |
| Gráfico 6.5. Distribuição dos instrumentos financeiros<br>utilizados nas empresas investidas .....   | 274 |
| Gráfico 6.6. Características dos investimentos financiados<br>por ações preferenciais (em %) .....   | 275 |
| Gráfico 6.7. Características dos investimentos<br>financiados por instrumento de dívida (em %) .....   | 275 |
| Gráfico 6.8. Características relacionadas ao CEO da empresa investida .....  | 276 |
| Gráfico 6.9. Presença dos familiares do empreendedor em<br>diferentes cargos das empresas investidas .....   | 277 |

|  |     |
|--|-----|
| Gráfico 6.10. Existência de planos de sucessão/substituição para CEOs e Diretores Executivos .....   | 278 |
| Gráfico 6.11. Empresas investidas que apresentam Directors and Officer Liability Insurance e cargos beneficiados .....                             | 279 |
| Gráfico 6.12. Conselhos de Administração estabelecidos e Conselhos de Administração que também se reúnem informalmente.....                        | 280 |
| Gráfico 6.13. Ações cuja implementação necessita do aval do Conselho de Administração (em %) .....   | 284 |
| Gráfico 6.14. Frequência das Auditorias Externas que se reportam ao Comitê de Administração .....  | 287 |
| Gráfico 6.15. Frequência das Auditorias Internas que se reportam ao Comitê de Administração .....  | 287 |
| Gráfico 6.16. Frequência de utilização dos mecanismos formais extra-judiciais de resolução de controvérsias societárias (em %) .....               | 289 |
| Gráfico 6.17. Frequência absoluta das metas utilizadas como base para avaliação de desempenho das pessoas-chave.....                               | 290 |
| Gráfico 6.18. Frequência de Direito de Preferência das Organizações Gestoras e Direito mais comuns (em %) .....                                    | 291 |
| Gráfico 6.19. Poder de veto e ocorrências que podem ser vetadas pela Organização Gestora quando a mesma possui uma posição minoritária (em %)..... | 292 |
| Gráfico 6.20. Incentivos e/ou penalizações relacionadas à performance do empreendedor/fundador da empresa (em %) .....                             | 294 |
| Gráfico 6.21. Cláusulas de proteção anti-diluição presentes no acordo de acionistas.....   | 296 |
| Gráfico 6.22. Responsáveis pelas análises feitas de diferentes setores da empresa como parte do Plano de 100 dias e áreas estudadas ....           | 298 |
| Gráfico 6.23. Características da revisão de metas feitas como parte do Plano de 100 dias.....  | 299 |
| Gráfico 6.24. Características da descontinuidade de Gestão feita como parte do Plano de 100 dias .....   | 300 |
| Gráfico 6.25. Características da substituição ou complementação de cargos feitas como parte do Plano de 100 dias .....                             | 301 |

|   |     |
|---|-----|
| Gráfico 6.26. Características da promoção de contratos pela<br>Organização Gestora de PE/VC para a investida como<br>parte do Plano de 100 dias .....             | 302 |
| Gráfico 6.27. Características do monitoramento de implementação<br>feito como parte do Plano de 100 dias .....  | 303 |
| Gráfico 6.28. Tempo médio (em horas) que é gasto por mês pela<br>Organização Gestora na atividade de monitoramento de cada<br>uma das empresas em portfólio ..... | 304 |
| Gráfico 6.29. Frequência do contato direto das<br>organizações gestoras de PE/VC com os membros da diretoria<br>executiva com fins de monitoramento .....         | 306 |
| Gráfico 6.30. Características do envolvimento operacional<br>nas atividades rotineiras da investida .....   | 307 |
| Gráfico 6.31. Extensão do envolvimento com contatos<br>externos nas atividades da investida .....   | 308 |
| Gráfico 6.32. Característica das rodadas de investimento<br>nas empresas investidas .....   | 309 |
| Gráfico 6.33. Caracterização da proporção dos<br>coinvestimentos no total de investimentos .....  | 310 |
| Gráfico 6.34. Caracterização da incidência de reestruturações<br>nas empresas investidas e áreas reestruturadas .....   | 310 |
| Gráfico 6.35. Caracterização da incidência e causas de<br>joint ventures nas empresas investidas .....  | 311 |
| Gráfico 6.36. Caracterização da ocorrência de<br>conflitos com as empresas investidas .....   | 312 |
| Gráfico 6.37. Caracterização da rentabilidade dos investimentos após<br>conflitos nas empresas investidas .....   | 313 |
| Gráfico 7.1. Volume Monetário de Emissão de Debêntures .....  | 320 |
| Gráfico 7.2. Volume Monetário de Emissão de Ações Primárias e Secundárias .....   | 321 |
| Gráfico 7.3. Índice Bovespa de 2005 a 2009 .....  | 321 |
| Gráfico 7.4. Taxa de Juros de Longo Prazo (% ao Ano) .....  | 327 |
| Gráfico 7.5. Prazo Médio de Operações de Crédito no Brasil .....  | 337 |
| Gráfico 7.6. Composição do Crédito por Estrutura de<br>Vencimento para Pessoa Jurídica.....   | 337 |

|   |     |
|---|-----|
| Gráfico 7.7. Operações de Crédito do BNDES .....  | 338 |
| Gráfico 7.8. Captação Líquida e Patrimônio Líquido<br>dos Fundos no Mercado Doméstico .....   | 339 |
| Gráfico 8.1. Importância das Atividades Inovadoras<br>Realizadas no Brasil 1998-2000 e 2001-2003 .....  | 347 |
| Gráfico 8.2. Quantidade e Variação dos Processos de Patentes Iniciados<br>no Mundo (Países que Aderiram<br>ao Patent Cooperation Treaty), 1978-2009 ..... | 349 |
| Gráfico 8.3. Variação do PIB por Ano entre 2008 a 2011 .....  | 350 |
| Gráfico 8.4. Estágio das Empresas em Portfólio .....  | 352 |
| Gráfico 8.5. Direcionamento dos Recursos Investidos nas Empresas Indianas .....   | 354 |
| Gráfico 8.6. Comparativo entre o Crescimento das Receitas<br>entre Empresas Apoiadas por Recursos de Venture Capital e a Média Total .....                | 355 |
| Gráfico 8.7. Percentual da Receita Líquida de Vendas Destinado a<br>Atividades Inovadoras – Brasil – 2000/2003.....                                       | 356 |
| Gráfico 8.8. Efeitos da Inovação de Acordo com as<br>Empresas Brasileiras – 1998-2000 e 2001-2003.....  | 357 |
| Gráfico 8.9. Empregos Formais e Informais no Brasil –<br>Março de 2002 a Junho de 2010.....   | 368 |
| Gráfico 8.10. Empresas em Estágio de Expansão Durante o<br>Período de Pós-Investimento – Mudança na Remuneração .....                                     | 369 |
| Gráfico 8.11. Empresas em Estágio de Seed/Start-up<br>Durante o Período de Pós-Investimento – Mudança na Remuneração .....                                | 370 |
| Gráfico 8.12. Evolução do Número de Signatários do Pri e<br>dos Ativos sob Gestão – Julho/2009 a Julho/2010 .....   | 375 |
| Gráfico 8.13. Organizações Gestoras de Private Equity Signatárias do PRI .....  | 376 |
| Gráfico 8.14. Quantidade de Veículos de PE/VC de Orientação Florestal .....   | 382 |
| Gráfico 8.15. Número de Veículos Cleantech por Vintage Year .....   | 383 |

## Índice de Figuras

|  |     |
|--|-----|
| Figura 2.1. Ciclo de Vida das Empresas .....   | 70  |
| Figura 2.2. Fluxo das Origens e Aplicações de Recursos<br>em Private Equity e Venture Capital 55 ..... | 73  |
| Figura 2.3. Ecosistema de PE/VC.....   | 77  |
| Figura 3.1. Dinâmica da Atividade de PE/VC .....   | 123 |
| Figura 4.1. Conversão de Oportunidades de Negócios em Investimentos.....                               | 170 |
| Figura 6.1. Estrutura dos Veículos de PE/VC.....   | 235 |
| Figura 8.1. J-Curve e a Necessidade de Recursos .....  | 359 |
| Figura 8.2. Evolução da Divulgação de Relatórios de Sustentabilidade .....                             | 378 |
| Figura 9.1. Análise SWOT do PE/VC no Brasil .....  | 345 |



# Introdução

**O Nexó deste 2º Censo da Indústria Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*: dos Empreendimentos Inovadores à Revolução Corporativa**



# O Nexo deste 2º Censo da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital: dos Empreendimentos Inovadores à Revolução Corporativa<sup>1</sup>

Nesta segunda década do século 21, o Brasil contempla um cenário de oportunidades e desafios a serem vencidos, como jamais vislumbrou em sua história de desenvolvimento dos últimos 50 anos.

Enquanto os países do G7 ensaiam o terceiro passo de uma lenta recuperação da crise de 2008, o Brasil cresce a mais de 5% ao ano. Tornou-se vitrine de oportunidades de negócio, paradigma de gestão macroeconômica, desenvolvimento institucional e consolidação democrática.

No mundo dos negócios vive-se um clima de “Brasil, país cujo futuro já chegou”. Estigmas do passado perduraram em certas áreas das instituições políticas, da sociedade e da economia, mas a sociedade organizada demonstra-se capaz de isolá-los para tratamento corretivo ao longo de poucos anos no futuro.

Há não mais de 12 anos, emergiu no país uma geração de gestores de investimentos de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC), num movimento que, tímido nos primeiros cinco anos, agigantou-se na segunda metade da década, tendo atravessado, sem grandes percalços, a crise financeira de 2008.

Nossa “indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*” completava, ao longo de 2005, o seu primeiro ciclo de vida: diplomava-se a alguns gestores com louvor! O que parecia uma remota possibilidade durante os cinco ou seis anos anteriores, a saída dos investimentos nas empresas da carteira por meio de abertura de capital, já se tornar realidade no fim de 2004. As poucas aberturas de capital de empresas investidas ofereciam ativos ambicionados pelos investidores internacionais, que afluíam ao Mercado de Capitais Brasileiro. A cada oferta pública de empresa investida pelas organizações gestoras de PE/VC, em torno de dois terços das ações eram vendidas a investidores estrangeiros.

As OPAs, que já ofereciam gratificantes retornos aos investidores dos fundos de PE/VC, retroalimentavam a captação de novos recursos pelas organizações gestoras. As novas empresas em bolsa, com seus

---

<sup>1</sup> Texto original de autoria de Claudio V. Furtado para o livro **Financial Institutions in Brazil – Positioning for a New Scenario**. São Paulo, 2010. © Copyright Delloitte e Claudio V. Furtado, adaptado para este 2º Censo da Indústria de PE/VC.

sólidos padrões de governança corporativa e modelos de negócios reconcebidos pela ação dos gestores de PE/VC, ofereciam ao público investidor ativos financeiros de setores econômicos jamais encontrados no Mercado de Capitais: empresas de locação de veículos, de logística ferroviária, medicina diagnóstica, assistência odontológica e comércio eletrônico diversificavam as oportunidades de investimento nos negócios do Novo Mercado da Bolsa de Valores.

As estatísticas que refletem a consolidação desse segmento diferenciado da indústria Brasileira de intermediação financeira, especializado na criação de valor e gestão de empreendimentos, mostravam-se nas telas do radar de investidores globais, interessados nas dinâmicas economias emergentes.

No início de 2005 existiam 71 organizações gestoras com não mais do que US\$ 6 bilhões em veículos de investimento (fundos) de PE/VC, o equivalente a 0,7% do PIB. Ao fim de 2009, 144 gestores administravam compromettimentos de capital de US\$ 36,1 bilhões alocados ao Brasil, 2,3% do PIB. Essas organizações gestoras empregavam em torno de 1593 profissionais, dos quais 2/3 detinham formação superior. Essas organizações possuíam participação acionária e realizavam governança ativa em 502 empresas, a maioria fechadas ou levadas à abertura de capital em bolsa por aqueles gestores de PE/VC.

Criar negócios e times empreendedores administrá-los estrategicamente, monitorar o processo de criação de valor e garantir rodadas sucessivas de financiamento constituem as funções características dos investimentos de PE/VC. A liquidez dos investimentos de PE/VC geralmente ocorre ao fim de 3 a 5 anos de trabalho diligente com foco nos ganhos de longo prazo. Os capítulos seguintes documentam a extensão dos trabalhos dessa indústria no Brasil.

Fundos de aposentadoria e pensão, patrimônios administrados de indivíduos e *family offices*, aplicação de carteiras próprias de algumas instituições financeiras, são tipicamente os investidores nos fundos de PE/VC. O capítulo “O Ciclo de *Private Equity* e *Venture Capital* (*Fundraising*), Capital Comprometido e Origem das Organizações Gestoras” documenta esse processo.

As empresas gestoras precisam manter relações complexas de incentivo, estabelecer teses de investimento e regras de tomada de decisão com os investidores dos seus fundos. Manter o “*track record*” de sucesso para levantar sucessivos veículos de investimento, consolidando-se no negócio; criar métodos e manter-se na disciplina da prospecção, aquisição, monitoramento e gestão estratégica dos negócios em que investem; ter competência para escolher a forma e o momento de alienar as participações nas

empresas investidas, e, finalmente, realizar o ganho de capital para investidores, constituem os grandes desafios estratégicos dos gestores de PE/VC.

É muito difícil a uma empresa gestora atingir os quartis superiores de performance na indústria, mas quando o consegue e transfere os talentos da liderança ao resto da organização, o sucesso tende a persistir. Esta é a evidência empírica mais impressionante da indústria, em contraposição ao que se documenta sobre a performance na gestão de fundos mútuos de investimentos: estima-se que nos EUA, no período de 1980 a 1995, o diferencial de performance entre um ótimo gestor e um mau gestor de PE/VC tenha atingido 15% ao ano. Esse diferencial foi de apenas 2,2% a.a. entre bons e maus gestores de fundos mútuos de ações transacionadas em bolsa (Broedel e Furtado, 2006).

As relações de convivência entre investidores e gestores de PE/VC são estabelecidas de modo predominantemente contratual, sujeitos, no Brasil, a requisitos gerais de interesse público e métodos inovadores de resolução de conflitos estabelecidos em Instruções da Comissão de Valores Mobiliários (ICVM 209 e 391). Os requisitos de prestação de informações à CVM no Brasil são muito maiores do que aqueles que se exigem das *limited partnerships* nos EUA, como será discutido no capítulo dedicado ao Ecossistema da Indústria de *Private Equity* no Brasil.

A diversidade de competências requeridas dos gestores nas atividades de prospecção de oportunidades, estruturação, monitoramento e saída dos investimentos, bem como o grau de concorrência na captação de recursos de investidores, conduzem à especialização dos gestores de PE/VC. Eles financiam empreendimentos de alto risco e elevadas perspectivas de retorno. O processo decisório desses investimentos requer cuidadosa *business due diligence* e após investirem, os gestores protegem o valor do seu investimento incorporando-se à gestão dos empreendimentos, usando melhores práticas de governança e retendo grandes poderes de supervisão e gestão estratégica, ainda que possam não deter o controle do capital votante. O capítulo “O Ciclo de *Private Equity* e *Venture Capital* – Investimentos (*Investing*)” irá cobrir a realidade empírica dessas atividades no Brasil.

Empreendimentos na fase inicial de sua existência, usualmente baseados grandes inovações, em tecnologias avançadas, com modelos de negócios que requeiram grandes ajustes, times empreendedores em formação, e alto potencial de crescimento são o universo dos investimentos de *Venture Capital*, nas suas modalidades *seed*, *early stage* e *later stage*, negócios nos quais a indústria Brasileira de PE possui experiência desde o primeiro ciclo e em que agora começa a se especializar tomando cores tipicamente locais por meio de fundos dedicados a esse estágio.

No estágio subsequente de maturidade, encontram-se empreendimentos consolidados, que requerem aportes de capital para sustentar um crescimento rápido, visando, por exemplo, consolidar setores fragmentados a partir de uma empresa plataforma. O reposicionamento estratégico, a revisão ou re-concepção do modelo de negócios, a obtenção de ganhos de escala e de produtividade, que se traduzem em maiores resultados por unidade de capital investido, caracterizam as oportunidades de investimento do tipo *build and hold*. Esse é o universo dos investimentos de *Private Equity* dedicados a expansão e consolidação. Quando adquire controle acionário das empresas são operações de *buy out*; e se financiam as aquisições com elevadas parcelas de dívidas sêniores e subordinada, as operações são ditas alavancadas ou *leveraged buy outs*.

Outra forma de *Private Equity* são os veículos de mezanino, que investem em instrumentos híbridos de financiamento. PIPES são veículos que investem em empresas de capital aberto com baixa liquidez e agregam valor pela implantação de melhores práticas de governança e melhores relações com investidores.

Todas essas modalidades são encontradas no universo Brasileiro de veículos de PE/VC, sendo raras as operações de *leveraged buy outs*, como examinamos no capítulo de investimentos.

Há organizações gestoras que se dedicam a setores particulares, que requerem alta especialização para gerirem os investimentos, tais como os imobiliários, de energia, de infraestrutura e florestais. Fundos de fundos investem em outros fundos de PE/VC, permitindo ampla diversificação e retornos compatíveis com o menor risco. Fundos de operações secundárias promovem compra e venda de cotas de fundos de PE/VC, possibilitando liquidez aos investidores antes do final do prazo do veículo primário de PE/VC. Neste Segundo Censo, realiza-se uma análise desagregada do capital comprometido e do fluxo de recursos para esses fundos especializados e os tradicionais de PE/VC.

O modelo de organização e gestão dos investimentos de *Venture Capital* decorre da necessidade de financiar um negócio com alto potencial de crescimento num ambiente de enorme assimetria de informações entre o gestor e o time empreendedor, e de grande incerteza sobre os resultados do negócio. São investimentos em negócios que derivam de conhecimento proprietário, de tecnologias disruptivas ou em empreendimentos que requeriam mudança do modelo de negócio, expansão por aquisição ou reestruturação financeira.

Como intermediários no processo de financiar investimentos de longo prazo, os gestores de fundos VC resolvem ou minimizam alguns problemas centrais desses empreendimentos, que se caracterizam por grande assimetria de informação e problemas de agência.

Os gestores de PE/VC, como “intermediários especializados” resolvem ou mitigam esses problemas: envolvem-se diligentemente na compreensão do modelo de negócios, do seu potencial futuro e fazem a análise de contingências antes de concretizarem o investimento. Com governança ativa, monitoram o negócio criam valor por muitos anos, antes de venderem sua participação no negócio. Por isto recebem remuneração e incentivos fortemente vinculados à criação de valor resultante do investimento. Sob a ótica do sistema econômico, ao reduzirem a assimetria de informação, eliminaram também as restrições ao fluxo de capitais no processo poupança-investimento. Esse é o nexu econômico da atividade de *Private Equity* e *Venture Capital* (Lerner, 2005).

Essas funções não poderiam ser economicamente conduzidas por intermediários regulamentados, como os bancos comerciais e de investimentos. Sua natureza torna o modelo de PE/VC interessante ferramenta de política pública para fomentar a capitalização de empresas nascentes de alto risco tecnológico, e até mesmo as empresas existentes que necessitem reestruturação e novas práticas de governança. O Governo Brasileiro adota esse modelo em suas políticas públicas, como discutido no Capítulo 7, *O Private Equity no Contexto das Fontes de Financiamento de Longo Prazo*.

A indústria de PE/VC está hoje em rápida expansão pelo mundo. À medida que as economias nacionais apresentem dimensões adequadas, com PIBs superiores a US\$ 500 bilhões, instituições garantidoras do cumprimento de contratos, mercados de capitais ativos, que apresentem facilidade para abertura de capital, estabilidade institucional e macroeconômica, governos com atitudes e políticas favoráveis à criação de novas empresas, à transformação de empresas tradicionais, o modelo de PE/VC se instala e se consolida. Ele está hoje presente em mais de 90 países.

Estima-se (Preqin, 2010a) que os ativos sob gestão da indústria de PE/VC no mundo tenham atingido US\$ 2,5 trilhões de dólares em 2008, saltando do patamar de US\$ 960 bilhões em 2003. As organizações gestoras de *Private Equity* do *buy out* detinham, ao fim de 2008, US\$ 1 trilhão sob gestão; as organizações gestoras de *Venture Capital* respondiam por 15% dos ativos da indústria com US\$ 350 bilhões; os veículos de investimento de PE/VC imobiliários detinham US\$ 500 bilhões e todos demais (reestruturação, infraestrutura, mezanino, balanceados, recursos naturais, etc.) respondiam por US\$ 510 bilhões. Ao todo, estima-se que a indústria de PE/VC empregue 65.000 pessoas distribuídas, por ordem decrescente: 37,5 mil nos EUA, 7,5 mil na Inglaterra, 2,2 mil na França, 1,5 mil na Alemanha, 1,4 mil na Austrália, 1,2 mil no Canadá, 1,1 mil no Japão. É surpreendente verificar que neste 2º Censo estima-se existirem 1.593 profissionais empregados na indústria Brasileira de PE/VC em dezembro de 2009.

Informação independente e de alta qualidade é um dos requisitos essenciais para a promoção do fluxo de investimentos e interessar investidores na classe de ativos de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil. Tal motivação levou os autores a assumir o desafio de muito ampliar a primeira fotografia desse mercado financeiro, tirada no ano de 2005, abrangendo todas as informações que o Primeiro Censo, elaborado pelo GVcepe da FGV-EAESP, já cobria – estrutura das organizações gestoras, investidores, natureza dos veículos de investimento, empresas investidas e práticas de governança – muito aprofundando a questão da governança, por exemplo, incluindo um mapa detalhado de cada uma das atividades, tempo e recursos investidos, o grau de importância de cada etapa do ciclo de PE/VC: Levantamento de Recursos (*Fundraising*), Seleção de Investimentos (*Screening*), Execução dos Investimentos (*Investing*), Monitoramento (*Monitoring*) e Saídas ou Desinvestimentos (*Exits*), incluindo estudo inédito sobre Retornos (*Returns*).

Este Segundo Censo é o resultado concreto de mais de 18 meses de trabalho e do esforço de várias pessoas, de apoiadores deste projeto na indústria de PE/VC e de uma equipe de pesquisa dedicada.

A crise de 2008 e a recessão de 2009 revelaram fatos surpreendentes: as chamadas economias emergentes, sobretudo China, Índia e Brasil tiveram uma capacidade de recuperação muitíssimo superior à das economias desenvolvidas (G-7); o mundo constatou que até 2014 a soma dos PIBs dos emergentes poderá ser mais de metade do PIB mundial e as perspectivas de crescimento levaram pesquisadores da Universidade de Chicago a projetar para 2040, uma China com 40%, uma Índia com 12% e o Brasil estará incluído no conjunto restante de países que somarão 15% do PIB mundial, enquanto os EUA terão 14%, a União Europeia 5% e o Japão 2%! (Foreign Policy *apud* Fogel, 2010)

Esse universo de oportunidades galvanizou o interesse das organizações gestoras de PE/VC que atuam em escala global, de um número crescente de gestores e de investidores locais, sobretudo fundos de pensão Brasileiros, cuja participação já se eleva a 22% do capital comprometido no país; dos *family offices* (9%); dos fundos de investimentos (6%), dos bancos (4%); das organizações mães (18%), dentre outros. Isto também indica a importante diversificação de investidores nos veículos de PE/VC comparável a das economias desenvolvidas.

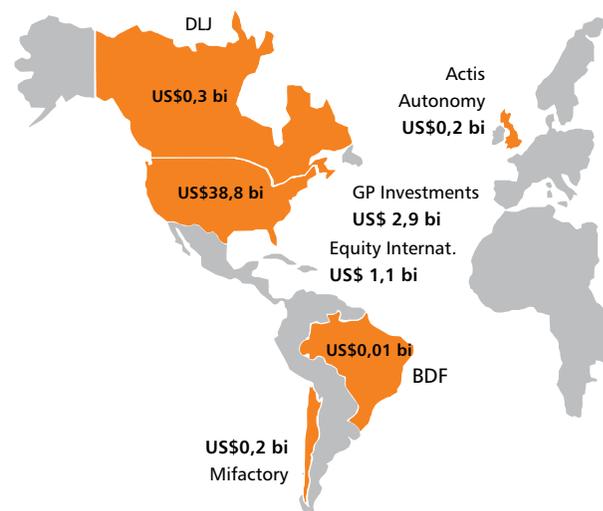
Os investidores domésticos detinham, em 2009, a maior parcela do capital comprometido (62%) dos veículos de investimento de PE/VC. Embora crescente em volume, a participação relativa dos investidores estrangeiros nas captações de 2006 a 2009 declinou para pouco menos de 50% do total saindo de um pico de 65% em 2006.

Importantíssima também é a presença de organizações gestoras internacionais de origem norte-americana (25) e europeia (8) que compunham um quadro globalizado e de organizações gestoras atuantes no país, seja por meio de veículos globais ou de veículos exclusivos para investimento no Brasil (ver gráfico 3.17.).

Gráfico 3. Origem das Organizações Gestoras que investem no Brasil utilizando veículos de investimentos com abrangência global regional e/ou para *emerging markets*.

AAI Global  
Advent  
Danby  
Econergy  
General Atlantic  
Merril Lynch  
One Equity Partners  
Paul Capital  
The Carlyle Group

Gráfico 3. Origem das Organizações Gestoras estrangeiras que atuam no Brasil utilizando veículos exclusivos para investimento no país.



- Alothon (EUA)
- ABN AMRO Real (ESP)
- Banif (POR)
- Cartica Capital (POR)
- DEG-KFW Banking (ALE)
- ES Capital (POR)
- Franklin Templeton (EUA)
- Inter Capital (EUA)
- Itacaré (Ilh VIR)
- Marathon (EUA)
- Monashees (EUA)
- Santander (ESP)
- Spinnaker (EUA)
- Standard Bank (SAF)
- Tarpon (BER)
- Timber Capital (BER)
- Vita Bioenergia (SUI)

Fonte: Ramalho e Furtado (2008)<sup>1</sup>

Esse é o reflexo de uma tendência global observada na indústria de PE/VC das economias desenvolvidas: estabelecer veículos de investimento afiliados e alianças estratégicas nos países e regiões que apresentem condições de crescimento sustentável, adequado ambiente de negócios, e gestores locais qualificados, capazes de realizar o ciclo completo de PE/VC (Lerner, 2005).

Os gestores norte-americanos e europeus diferenciam-se, sob pressão da concorrência nos seus países, seja criando veículos adicionais (aos *Buy outs* e *VC's* tradicionais) como mezaninos, fundos imobiliários, fundos de reestruturação, seja desenvolvendo parcerias estratégicas com gestores locais, participando da captação de recursos e prestação de serviços diferenciados (Lerner, 2008). A configuração da indústria Brasileira de PE/VC, cada vez mais, absorverá a influência dessas tendências globais.

Ao lado das oportunidades de reestruturar empresas fechadas em setores tradicionais e de grande crescimento, do grau de dinamismo e de inovação, da quantidade de profissionais de alto gabarito técnico e de administradores que desejam tornar-se empreendedores, as oportunidades em infraestrutura,

educação, energia, criam as condições que impulsionam demanda por investimentos de PE/VC no Brasil.

E a educação para a indústria de PE/VC, somada às práticas profissionais especializadas das consultorias de gestão, serviços de contabilidade, gestão de investimentos e de executivos conhecedores do modelo de PE/VC, competências que se consolidaram no país nos últimos cinco anos, vão tornar mais acessível a realização de negócios e investimentos de PE/VC, como amplamente documentado no capítulo dedicado ao Ecosistema de PE/VC.

Está preparado, na economia Brasileira, o terreno fértil para receber a revolução corporativa plantada pela indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*.

O trabalho de campo foi muito ampliado em relação ao do Primeiro Censo (2005) em razão da amplitude dos questionários temáticos, do número de organizações gestoras de PE/VC mapeadas pela pesquisa, que em 2005 totalizavam 65 ativas, e passaram a 180 identificadas em 2009, dentre as quais a equipe de pesquisa do GVcepe da FGV-EAESP conseguiu levantar informações relativas a 144 organizações gestoras. Diversas novas organizações nacionais e internacionais entraram nessa indústria ou instalaram bases no Brasil, e organizações antes estruturadas como escritórios de investimento foram reorganizadas como organizações gestoras de PE/VC. Ampliou-se também, a base de capital comprometido, a diversificação de foco setorial e de estágio ou modalidade de investimento, assim criando-se novas oportunidades tanto para investidores interessados em alocar capital a essa classe de ativos quanto para empresas em busca de recursos para o seu crescimento.

O momento vivido pelo Brasil também é outro, mais desafiador para os pesquisadores em relação ao Primeiro Censo, com diversas organizações gestoras dedicadas ao levantamento de novos veículos e ao investimento dos recursos dos veículos sob gestão. Da mesma forma, outras organizações gestoras passaram recentemente por processos de fusões e aquisições com organizações internacionais, o que também as colocou numa situação de temporária indisponibilidade para o preenchimento da pesquisa de campo.

Para este trabalho de campo a equipe de pesquisa utilizou o Sistema Qualtrics que viabilizou o preenchimento dos questionários (um total de sete) por meio eletrônico, com total segurança da confidencialidade das informações, complementado por reuniões pessoais com uma amostra selecionada de organizações gestoras para o aprofundamento qualitativo das respostas fornecidas.

O Relatório apresenta um estudo com abrangência e profundidade que a equipe de pesquisa do GVcepe da FGV-EAESP acredita não ter similar no mercado Brasileiro. Noutros mercados emergentes, muitos dos quais foram amplamente estudados com o objetivo de se estabelecer um *benchmark* para este Segundo Censo, também não foi identificado estudo similar. Ao longo do processo de elaboração deste Censo, foram documentados e fichados mais de 300 estudos, *papers*, artigos e relatórios de pesquisa produzidos em todo o mundo por associações de PE/VC, centros de estudo de *Private Equity* e *Venture Capital*, Empreendedorismo e Inovação, por professores e profissionais da indústria. Enfim, o presente trabalho pretende contribuir para elevar a qualidade das informações da indústria Brasileira de PE/VC ao nível dos principais mercados de PE/VC no mundo.



# Capítulo 1

**Histórico da Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital***



# Histórico da Indústria de Private Equity e Venture Capital <sup>1,2</sup>

## 1.1. O que é *Private Equity*?

*Private Equity* (PE), em sua definição estrita, refere-se a investimentos em ações (*equity investments*) de empresas não listadas em mercados públicos de valores, independentemente da estrutura societária utilizada. Em razão de sua natureza caracterizada por baixa liquidez, retornos de longo prazo, e assimetria informacional, negócios de *Private Equity* possuem riscos e retornos mais elevados que os tradicionais, o que os classifica na categoria de ativos alternativos (*alternative assets*). Esta característica diferenciada, de alto risco, mas com potencial para retornos significativos, contribui para inibir sua adoção como um tipo de investimento comum entre investidores institucionais nos EUA até a década de 70. (Gill, 1981; Gompers, 1994; Gompers e Lerner, 2002; Anson, 2006; Metrick, 2007; EVCA, 2007; Mathonet e Meyer, 2008). Mas o que é risco? Como dimensionamos risco? Quanto mais os investidores têm informações sobre as empresas de capital fechado menor o risco percebido. E quanto mais estas informações são propriedade de organizações gestoras de *Private Equity* que detém conhecimento em função de investimentos prévios ou em função de gestores com larga experiência nos setores alvo, maiores as oportunidades de se identificar ativos cujo valor ainda não é apreçado pelo mercado, que podem ser adquiridos a preços competitivos, que apresentam uma clara rota de potencial de valorização, permitindo à gestora auferir retornos acima da média de mercado, desde que o investidor selecione a gestora certa com as capacitações, recursos e portfólio de negócios corretos, que possam inclusive compensar maus retornos em alguns investimentos com bons retornos em outros investimentos, e ainda assim apresentar ao investidor um retorno líquido médio acima de um adequado *benchmark* utilizado como comparação.

De acordo com Harper (2010), o termo “*venture*” originou-se por volta de 1400, com o significado de “arriscar a perda” (de algo), uma versão mais curta de “*aventure*”, originada do inglês *adventure*, que significava “oportunidade, fortuna, sorte” no início de 1200. O significado original de *adventure* era “chegar”, em Latim, mas modificou-se para “risco/perigo” (tentativa de aproveitar oportunidades), e, “empreendimento perigoso” (início de 1300). Após isso, modificou-se para “incidente emocionante” (1560). A palavra *venture*, com um significado geral de “ousar, presumir” foi originada em meados do século XVI. Como um substantivo para “correr riscos”, foi inicialmente utilizada por volta de 1560, e, como o significado de “empresa com natureza de empreendimento” por volta de 1580.

---

1 Autores: Caio Ramalho e Rodrigo Lara.

2 Texto original de autoria de Caio Ramalho em sua dissertação **Essays on Private Equity** do programa de Mestrado em Finanças e Economia Empresarial da EPGE – Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas, traduzido e adaptado para este 2º Censo da Indústria de PE/VC.

É difícil identificar precisamente quando investimentos inovadores no setor de PE começaram a ser chamados de *Venture Capital* (VC). Ellis e Vertin (2001) atribuem essa denominação a Benno C. Schmidt (sócio da J.H. Whitney & Co e, futuramente, presidente da Universidade de Yale) na década de 60. Ao mesmo tempo, Bolton e Thompson (2000) indicam que Arthur Rock é o criador do termo *Venture Capital*, também, na década de 60. Em oposição a eles estão Harper (2010), que data a primeira utilização do termo em 1943, e Reiner (1991), que se refere a Jean Witter, sócio do Dean Witter & Co, durante sua palestra na convenção de 1939 da *Investment Bankers Association of America*. Já Avnimelech, Kenney e Teubal (2004) atribuem a primeira utilização de *Venture Capital* a Lamnot du Pont, presidente da Du Pont, em 1938. Todavia, eles atestam, também, que a utilização poderia já estar, anteriormente, em circulação no meio acadêmico de Boston. De fato, a primeira utilização do termo encontrada por Ramalho (2010) ocorreu em 1925, num subcomitê formado por acadêmicos e outros membros da sociedade da Nova Inglaterra, como mencionado por Ante (2008).

Apesar de estar claro que VC é um tipo de investimento de PE, os termos começaram a ser utilizados com significados distintos com o passar dos anos. Investimentos de PE foram, tradicionalmente, divididos entre VC e *Buyout*, referindo-se o primeiro a uma pequena participação acionária em empresas em estágio inicial de desenvolvimento, que se tornaram mundialmente conhecidos através das empresas de garagem<sup>3</sup> de um dos maiores “clusters”<sup>4</sup> de empresas inovadoras do mundo, o Vale do Silício, na Califórnia.

Contudo, o fato citado não implicava no impedimento de compra de ações de uma parcela significativa de uma empresa em estágio inicial, ou, da mesma forma, uma parcela pequena das ações de uma empresa grande e tradicional. Estes acontecimentos eram apenas incomuns durante a criação e desenvolvimento da indústria de PE nos Estados Unidos (EUA). Como consequência, o termo VC foi estabelecido como uma “marca” para investimentos em empresas que se situavam em estágios iniciais, e, da mesma forma, PE para empresas em estágios mais avançados, como se fossem duas atividades distintas. Aqui nos referimos à indústria de PE/VC para caracterizar toda a indústria, PE para estágios mais avançados e VC estágios iniciais.

3 Desde a Hewlett Packard, a primeira empresa de garagem do vale do silício, até ícones como Apple, Netscape, Yahoo e Google, que começaram com dois empreendedores na garagem e um investidor-anjo e/ou organização gestora de *Venture Capital*.

4 *Clusters* (que no Brasil foram chamados de Arranjos Produtivos Locais, ou APLs) são concentrações geográficas de empresas interconectadas, fornecedores especializados e instituições associadas em uma área de negócios específica presentes em uma determinada região. Além da proximidade física, as empresas de um mesmo *cluster* colaboram entre si e, assim, tornam-se mais eficientes. Os *cluster* nascem porque eles aumentam a produtividade com a qual as companhias participantes podem competir. Os *cluster* afetam, desta forma, a competição de três formas: aumentando a produtividade das empresas, direcionando inovação no setor, e estimulando novos negócios. Este conceito foi popularizado pelo economista Michael Porter em seu livro **Competitive Advantages of Nations**. “As vantagens competitivas das nações” (Porter, 1980)

## 1.2. Antecedentes Históricos

A Rainha Isabella de Castilla realizou um investimento de PE/VC no projeto inovador de Cristovão Colombo em 1492, um ano após o Rei João II de Portugal recusar-se a participar. Assim como os investimentos de PE/VC atuais, os reis católicos da Espanha não proveram apenas capital para a viagem, mas, também, gestão e assistência na seleção da tripulação e estabeleceram a divisão dos resultados com a equipe da expedição, uma das pedras fundamentais da atividade de PE (Pavani, 2003; Mathonet e Meyer, 2008). Apesar de Anson (2006) reconhecer a trajetória de Colombo como uma contribuição para a história de PE/VC, ele sugere que a estrutura e base para os investimentos modernos de PE/VC iniciaram-se em 1800 no Reino Unido, com a revolução industrial.

### 1.2.1. Os Estados Unidos e a Ascensão da Indústria de PE/VC

As primeiras sementes da indústria de PE foram plantadas nos EUA no fim do século XIX quando o país começou a desenvolver-se como uma nação e economia integrada. Os escritórios que administravam o capital de famílias ricas (equivalentes aos atuais *family offices*) realizavam investimentos diretos em ações de novas empresas. Estas famílias bem-sucedidas, os Rockefellers, Vanderbilts, Phippses, e Whitneys, Bessemers, dentre outros, que construíram suas fortunas em setores como os de petróleo, marinha mercante e ferrovias, imobiliário entre outros. (Bygrave e Timmons, 1992; Gompers e Lerner, 2001a).

No início de 1930, com o advento do “*New Deal*” de Franklin Delano Roosevelt, os EUA recuperavam-se lentamente da crise de 1929. Muitos aumentos de impostos, e novos tributos introduzidos pelo “*New Deal*” de 1932 a 1939 estavam sufocando as pequenas empresas e *startups*. As altas tributações sobre ganhos de capital restringiam o reinvestimento dos resultados, além de impedir indivíduos e famílias poderosas de investir em empresas novas (Ante, 2008).

Em 1934, Karl Compton, presidente do Massachusetts Institute of Technology (MIT) propôs um programa denominado “coloque a ciência para funcionar”, em que defendia que a ciência deveria gerar novos negócios. Em 1939, o Conselho de New England, um grupo de empresários, políticos e acadêmicos da Nova Inglaterra, nos EUA, organizados em 1929, formou o Comitê de Novos Produtos para examinar como novas tecnologias poderiam reverter o declínio da indústria têxtil da região. Incluindo Karl Compton, o Comitê de Novos Produtos reuniu oito pessoas para estudar o problema. Um deles era Georges F. Doriot, professor da Harvard Business School (HBS) que foi designado para comandar os procedimentos para o desenvolvimento, e o subcomitê de *Venture Capital*. O Comitê de Novos Produtos concluiu que havia capital disponível para novos empreendimentos, mas havia lacunas em organização, e em técnicas adequadas de avaliação de oportunidades de novos negócios. Como resultado foi criada a Fundação Industrial de Nova Inglaterra, cujo

objetivo não era de investir em novas companhias, mas sim, analisar as oportunidades, e promover fluxo de oportunidades (*Deal Flow*) para qualquer investidor da Nova Inglaterra. (Ante, 2008).

Aproximadamente na mesma época, a *Enterprises Associates* (Empresas Associadas, em tradução livre), outro grupo elitista da Nova Inglaterra, estava trabalhando na resolução do mesmo problema. O grupo era dirigido por William Coolidge, investidor de modernas tecnologias de raios X em 1916. A *Enterprises Associates* levantou US\$ 300.000 de 20 acionistas para prover capital semente com o objetivo de financiar os estágios finais de projetos em destaque, e Doriot juntou-se ao Conselho de Administração. De 1938 a 1940, o escritório da *Enterprises Associates* e acionistas avaliaram várias ideias, e, finalmente, em sete de maio de 1940 apoiaram uma nova empresa chamada *National Research*. Apesar de tudo o que não era relacionado à 2ª Guerra Mundial ter sido posto de lado diante de guerra, a experiência do Comitê de Novos Produtos e da *Enterprises Associates* foi extremamente válida (Ante, 2008).

Após a 2ª Guerra, Karl Compton decidiu criar uma nova maneira de financiar as *startups* (empresas emergentes em início de vida) que utilizavam novas tecnologias. Ele juntou-se a Ralph Flanders (diretor da *Vermont's Jones & Lamson Machine*), Merrill Griswold (membro da Comissão de Compra e Venda de Títulos), e Donald David (Coordenador da Harvard Business School), ex-membros do Comitê de Novos Produtos, para criar uma empresa de *Venture Capital*. Em 6 de junho de 1946, a Corporação Americana de Pesquisa e Desenvolvimento (*American Research and Development Corporation* ou *ARD*) foi constituída e estruturada como um fundo negociado em mercado público de valores. Georges F. Doriot, a esta altura general das forças armadas americanas, professor da Harvard Business School (HBS), assumiu a presidência da empresa. A *ARD* foi capaz de obter todas as isenções sobre emissão de títulos e da *Securities and Exchange Commission* (SEC) para a venda de suas ações. Assim, em dezembro de 1946, levantou US\$ 3.5 milhões, de um objetivo inicial de US\$ 5 milhões. Em março de 1981, a *ARD* foi a primeira empresa de VC autorizada a negociar suas ações na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE). A *ARD* foi vendida para a *Texton* em 1972 como uma forma de lidar com as regulamentações da SEC, assim como com problemas organizacionais internos (Bygrave and Timmons, 1992; Gompers, P. and Lerner, J., 2001a; Metrick, 2007; Ante, 2008). Ante (2008), destacou que anteriormente, em 1946, outras empresas de PE/VC foram criadas por famílias ricas: *J.H Whitney & Company* e *Rockefeller Brothers Company*. Contudo, ele classifica a *ARD* como a primeira empresa de PE/VC a adquirir capital de fontes não familiares, principalmente de investidores institucionais.

John Hay "Jock" Whitney vinha investindo o dinheiro de sua família desde 1930, e, decidiu fundar a *J.H. Whitney & Company* em 1946. A empresa começou com o capital próprio de US\$ 5 milhões para fundar *startups* e pequenas e médias empresas (PMEs ou em inglês *Small and Medium Enterprises, SMEs*).

Benno Schmidt, a quem é creditada a expressão “*Venture Capital*”, juntou-se ao time no início do desenvolvimento da empresa. Somente em 1990, T.H. Whitney and Co. decidiu aumentar o capital com fontes não exclusivas da família Whitney: buscar capital com investidores institucionais como fundações, universidades, fundos de pensão, etc. A empresa é ainda a mais antiga a operar no mercado.

Em 1946, Laurance S. Rockefeller, o quarto de seis filhos de John D. Rockefeller Jr., fundou a Rockefeller Brothers Company, uma das primeiras organizações gestoras de *Venture Capital* do pós-guerra, que realizou investimentos numa ampla variedade de setores industriais, tais como aviação, processamento de dados, eletrônicos, ópticos e lasers. Em 1969, foi criada a Venrock (um composição das palavras “*Venture*” e Rockefeller), em sociedade com seus outros quatro irmãos e uma irmã, sediada em Palo Alto, na Califórnia, com foco em investimentos de VC, para estruturar melhor os investimentos da família Rockefeller que já os havia iniciado nos anos 1930. O primeiro investimento foi na Intel Semiconductors, seguido de vários investimentos bem sucedidos em empresas como Apple, Mosaic (Netscape) e mais recentemente em setores ligados a nanotecnologia, biotecnologia e saúde (*healthcare*). Os investimentos de PE realizados pela Rockefeller Brothers Company e Venrock somaram mais de US\$ 25 bilhões em 44 companhias no passar dos anos. (Venrock, 2010).

O Governo Norte Americano enxergou este potencial para desenvolvimento de pequenas empresas e em 1958, instituiu o Small Business Act, e criou a *Small Business Administration (SBA)*, e estabeleceu o programa de investimento em empresas pequenas (*Small Business Investment Companies* ou *SBICs*). O programa SBICs proporcionava financiamentos de quatro dólares do governo para cada dólar investido pelo empreendedor a juros baixos, e, como consequência, essa disponibilidade de dinheiro governamental a baixo custo atraiu vários novos participantes para a indústria de PE/VC. Em 1962 nos EUA, uma quantidade de 585 SBICs estava autorizada a operar na indústria Norte Americana. (Bygrave and Timmons, 1992).

Apesar de o programa SBIC possibilitar o treinamento de uma grande quantidade de novos gestores, houve vários problemas. Claramente, o esforço e o monitoramento exigidos pelos investidores de PE/VC foram subestimados. Os SBICs também estruturavam seus empreendimentos com uma grande quantidade de dívida, ao invés de utilizar exclusivamente a aquisição de participação societária (Bygrave and Timmons, 1992; Metrick, 2007). Quando o mercado de ações caiu drasticamente em 1962, após a formação de uma bolha de IPOs de empresas de alta tecnologia de 1955 a 1962, os SBICs foram profundamente afetados (Ante, 2008). Como consequência, de 1966 a 1967 um total de 232 SBICs foram classificados como “desastres”, com acusações de incompetência a fraude.

Com isso, novas regulações foram impostas aos SBICs, para reduzi-los a 250. (Bygrave and Timmons, 1992).

A tabela 1.1. abaixo ilustra de forma cronológica algumas das inovações em regulamentações que foram implantadas no contexto de início e desenvolvimento desta iniciativa de SBICs nos Estados Unidos.

**Tabela 1.1. – Impacto Legislativo em Investimentos de PE/VC nos EUA**

| Small Business Act (1958)                              | Aumentou a disponibilidade de PE/VC para pequenos negócios.   |
|--|---|
| Employee Retirement Income Security Act – ERISA (1974) | Plano para desestimular investimentos de alto risco. Como consequência, fundos de pensão evitaram investimentos de PE/VC.   |
| Revenue Act (1978)                                     | Reduziu as taxas sobre ganhos de capital de 49.5% para 28%, dessa forma, criando o maior incentivo tributário para investimentos de longo prazo em ações desde a década de 60.                                  |
| Prudent Man Rule – ERISA (1979)                        | As regras de respeito a diretrizes para investimentos por fundos de pensão foram revisadas e esclarecidas. A principal diretriz foi a consideração de que diversificação do portfólio era considerado prudente. |
| Small Business Investment Incentive Act (1980)         | Redefiniu as empresas de VC como empresas de desenvolvimento de negócios, removendo a necessidade de registrarem-se como conselheiros de investimento na SEC.   |
| Safe Harbor Rule – ERISA (1980)                        | Constatou claramente que gestores de fundos de PE/VC não seriam considerados fiduciários das ações investidas pelos LPs nos fundos que administram.   |
| Ato de taxaço para recuperação econômica (1981)        | Diminuiu ainda mais a taxa de imposto sobre os ganhos de capital pagos por indivíduos de 28% para 20%.  |
| Ato de reforma tributária (1986)                       | Reduziu incentivos para ganhos de capital de longo prazo.   |

Fonte: Bygrave e Timmons (1992); Gompers, P. e Lerner, J. (2001a)

Em 1965, William Elfers deixou a ARD para formar a Greylock Capital, uma empresa no modelo de *Limited Partnership*, que foi uma das primeiras organizações gestoras de VC a captar recursos de várias famílias importantes como os Watsons (IBM), Warren Corning (*Corning Glass*, e depois fibras ópticas) e Sherman Fairchild (*Fairchild Semiconductors*) ao invés de somente um *family office* (Ante, 2008). Greylock Capital trouxe uma importante inovação para a indústria de PE/VC em 1972, quando decidiu constituir uma nova forma de veículo de investimento (*Limited Partnership*) ao invés de captar recursos para os veículos já existentes. (Ante, 2008). Era o início do já conhecido e trabalhoso processo de levantamento de recursos (*fundraising*) pelo qual tantas organizações gestoras hoje passam.

Em 1966, a ARD realizou a abertura de capital (IPO) da Digital Equipment Corporation (DEC) que é considerado o primeiro “*home run*” da história da indústria de PE/VC; a ARD investiu US\$ 70,000 por 77% das ações ordinárias da DEC em 1957, e, em 1971, sua participação foi avaliada em US\$ 355 milhões. Isto representou metade da impressionante taxa interna de retorno (TIR ou IRR) de 15.8% a.a. da ARD em mais de 25 anos de operação (Bygrave e Timmons, 1992; Fenn, Liang e Prowse, 1998; Ante, 2008).

Entre 1968 e 1969 foram realizados 1,000 IPOs que somaram US\$1.4 bilhão. A crise financeira, novamente, no fim de 1969 e o representativo aumento de impostos para financiar a Guerra do Vietnam ameaçaram a sustentabilidade econômica das *startups* e PMEs, assim como havia ocorrido antes, nos anos 30. A crise do petróleo de 1974-1975 foi a gota d’água para muitas empresas financiadas por SBICs que não conseguiram sobreviver, dado terem sua estrutura de capital fortemente baseada em dívida e um declínio significativo das vendas. (Bygrave e Timmons, 1992)

O período de 1970 a 1977 foi bastante difícil para a indústria americana de PE/VC, todavia, surpreendentemente, esse foi o período no qual a Costa Oeste floresceu. Durante o início dos anos 60, a costa oeste iniciou os incentivos à indústria de alta tecnologia baseada em alto nível educacional, onde se desenvolveu um ambiente propício a novos empreendimentos e atraiu as primeiras organizações gestoras de investimentos de PE/VC para a região. Era o início do Vale do Silício. (Bygrave e Timmons, 1992)

Em 1957, um importante evento marcou a evolução desta indústria e reforçou a importância da formação de *clusters* de pessoas e ativos em torno deste que é um dos mais importantes *clusters* tecnológicos do mundo. Nessa época, oito cientistas deixaram o Laboratório Shockley e encontraram Sherman Fairchild, um grande investidor e o maior acionista individual da IBM. Além de rico, Fairchild foi o inventor que desenvolveu a câmera aérea – e então teve que criar um avião para carregar a câmera. Foi desta forma que a Fairchild Camera & Instrument e a Fairchild Aviation tornaram-se duas companhias distintas.

A Fairchild Camera & Instrument emprestou US\$1,5 milhões aos oito cientistas para formar a companhia e recebeu por isto uma opção para comprar a companhia de volta por US\$3 milhões. Assim nasceu a Fairchild Semiconductors. Em dois anos Fairchild comprou a empresa de volta pelos US\$3 milhões. Quando os oito cientistas deixaram a Fairchild Semiconductor ela já estava gerando lucros maiores que os da Fairchild Camera.

Entre estes oito cientistas que deixaram a Fairchild estavam Robert Noyce e Gordon Moore, que deixaram a companhia que fazia transistores para criar uma nova companhia dedicada ao desenvolvimento e fabricação de memória de semicondutores. Esta nova companhia se chamaria Intel. E assim nascia uma indústria! É bem possível que não existisse o Vale do Silício se não fosse pela formação da Fairchild Semiconductor. Estas oito mentes brilhantes teriam se dispersado ao invés de se juntarem novamente para formar a Intel.

Entre o final dos anos 50 e o início dos anos 70 diversas organizações gestoras começaram a organizar-se como tal, estabelecendo as pedras fundamentais para algumas das mais importantes organizações gestoras de PE/VC no mundo. Em 1958, o General William H. Draper Jr., Rowan Gaither (fundador da RAND Corporation) e Frederick L. Anderson (general das Forças Aéreas Americanas) formaram a Draper, Gaither & Anderson (DGA), que é considerada a primeira Organização gestora de recursos de PE/VC da Costa Oeste, e a primeira a utilizar a estrutura jurídica de *Limited Partnership*. Em 1959, William H. Draper III, filho do General Draper e ex-aluno de Doriot, saiu da DGA para fundar a Draper & Johnson com seu amigo Pitch Johnson. Em 1965, ele decidiu deixar a companhia para formar a Sutter Hill Ventures (SHV). Seu filho, Timothy C. Draper, seria o fundador da Draper Fisher Jurvetson (DFJ) exatamente 30 anos após seu avô entrar em PE/VC (Ante, 2008; SHV, 2010; DFJ, 2010).

Em 1961, Arthur Rock, também ex-aluno de Doriot, e Thomas J. Davis fundaram a Davis & Rock, no modelo jurídico de *Limited Partnership*. Arthur Rock, que havia desempenhado um papel fundamental na criação da Fairchild Semiconductors antes da fundação da Davis & Rock, decidiu iniciar sua própria empresa de VC focada em PE em 1968, e, financiou, entre outros, a fundação da Intel Capital. Além disso, Thomas J. Davis fundou a organização gestora Mayfield em 1969 (Metrick, 2007; Ante, 2008). Em 1968, Peter A. Brooke, ex-executivo da Bessemer Trust, fundou a T.A. Associates (TAA), uma organização gestora de PE/VC que, posteriormente, em 1984, originou a Advent International. Em 1981 a TAA possuía US\$ 150 milhões e 80 companhias em portfólio sob sua gestão (Brooke, 1981).

A Costa Oeste também presenciou, nos anos 70, a ascensão de outras organizações gestoras de PE bem-sucedidas como a Kleiner Perkins Caufield & Byers (KPCB) em 1972, Institutional Venture Partners (IVP) em 1974, e Sequoia Capital em 1975, dentre outros. Eugene Kleiner deixou a Fairchild Semiconductors e Tom Perkins deixou a Hewlett-Packard para fundar a Kleiner Perkins Caufield & Byers. Eles catalisaram o maior fundo de PE/VC da época, com US\$ 8 milhões, focado em *startups* e PMEs. Desde sua criação, a KPCB a financiou mais de 300 companhias de alta tecnologia, muitas extremamente bem-sucedidas como Amazon, America Online, Compaq, Electronic Arts, Flextronics, Genentech, Google, Netscape e Sun Microsystems entre outras.

Em 1972, Donald Valentine, que tinha trabalhado na Fairchild Semiconductors, foi contratado pela Capital Group, uma empresa especializada em *Asset Management*, para trabalhar em sua divisão de situações especiais (outra nomenclatura utilizada pelo mercado para classificar investimentos de PE/VC). Eles captaram US\$ 5 milhões de investidores institucionais para investir em *startups* e pequenas companhias de capital fechado e organizaram os fundos Sequoia I e Sequoia II. Em 1975 Valentine deixou a Capital Group e iniciou sua própria organização gestora independente de PE/VC focada em *startups* e PMEs denominada Sequoia Capital. Eles possibilitaram as atividades de muitas empresas de sucesso, como, Atari, Apple Computer e Genentech (que em 1980 realizou a primeira abertura de capital em bolsa de valores (IPO) de uma empresa de biotecnologia da história). (Bygrave and Timmons, 1992; Ante, 2008; KPCB, 2010)

Até esta época, a indústria de PE nos EUA era basicamente um fenômeno de VC. Todavia, durante a década de 80 o foco da indústria mudou drasticamente para negócios de operações de *leveraged buyout* (LBO) de muito grande porte como a RJR Nabisco que foi comprada pela organização gestora de PE Kohlberg Kravis Roberts & Co (KKR), uma negociação de US\$ 25 bilhões, o maior negócio já realizado na história de PE<sup>5</sup>. Foi provavelmente durante esta época que PE/VC começou a ser utilizado como um sinônimo de *buyout* (aquisição de controle acionário) devido às fusões e aquisições (M&A) e aos mega negócios de LBOs (Operações de *buyout* alavancadas por dívida).

Apesar de o capital ter fluído para os *buyouts* durante a década de 80, as atividades de VC também apresentaram crescimento. Os investimentos em *startups* e PMEs saltaram de US\$ 600 milhões em 1980 para US\$ 3,0-3,5 bilhões de 1983 a 1989. Outra vez, impulsionada pelo mercado de ações aquecido, a indústria de PE/VC nos EUA atingiu o pico em 1987; existiam mais de 700 Organizações gestoras de PE, e investimento de US\$ 3.9 bilhões em mais de 1.700 empresas em portfólio. Até mesmo as SBICs recuperaram-se e representavam 450 empresas na época. Este fenômeno já foi tema de amplo estudo na indústria de PE/VC incluindo o clássico estudo dos ciclos de explosão de crescimento e retração ("*Boom and Bust*") por Paul Gompers e Josh Lerner, professores de HBS (Gompers and Lerner, 2001), que estuda os desequilíbrios entre oferta e demanda de *Venture Capital* e seus impactos sobre a indústria. Discorreremos mais sobre este tema no capítulo dedicado a Captação de Recursos (*Fundraising*).

---

5 Em números absolutos, a aquisição da RJR Nabisco pela KKR foi superada pela aquisição da Hospital Corporation of America (HCA) pela KKR, Bain Capital e Merrill Lynch em 2006, e depois em 2007 pela aquisição do Equity Office Properties Trust pelo grupo Blackstone. Todavia, a negociação da RJR Nabisco representa não somente um marco histórico, mas, também, em se considerando números ajustados pela inflação, continua sendo a maior transação da história. (Fortune, 2007).

Os anos 80 foram portanto um período de grande mudança para a indústria de PE/VC. O mercado dos EUA começou a se especializar em relação a foco, estágio de investimentos e estratégia (i.e. mezanino, LBOs, etc). Os bancos de investimento e suas áreas de finanças estruturadas (*structured finance*) floresceram permitindo à indústria se utilizar de diversas estruturas de financiamento complexas, envolvendo títulos conversíveis, garantias contingentes, empréstimos ponte (*bridge loans*) e fórmulas de amortização de principal customizadas para as necessidades das transações específicas. Adicionalmente, as *Limited Partnerships* se estabeleceram como a estrutura legal padrão do mercado e ampliaram em muito a acessibilidade desta classe de ativos a um leque maior de investidores institucionais (Bygrave and Timmons, 1992).

O começo da década de 90 foi novamente desafiador para a indústria de PE/VC. Após a queda do mercado de ações em outubro de 1987, a economia dos EUA estava vivendo uma recessão em 1990. O aumento do preço do petróleo em razão da Guerra do Golfo não estava ajudando esse cenário, e em meados da década um terço de todos os SBICs tinham falido (Bygrave and Timmons, 1992). Após a redução em 1990 (US\$ 2,8 bilhões) e em 1991 (US\$ 2,3 bilhões), a atividade de VC nos EUA começou a se recuperar rapidamente em função do crescimento acelerado da internet e de empresas de alta tecnologia. O mercado atingiu US\$ 4,1 bilhões em 1994 e US\$ 7,6 bilhões em 1995. O período de 1995 a 2000 é amplamente considerado como o período de *boom* do segmento de VC, quando os investimentos nos EUA atingiram US\$ 105,9 bilhões (Bygrave and Timmons, 1992; Metrick, 2007). A história da Netscape ilustra claramente esse cenário.

Na segunda metade dos anos 1990, o Vale do Silício era o centro do universo assim como Wall Street havia sido nos anos 1980. A internet foi o grande Cavalo de Tróia por meio do qual os aficionados tecnológicos (*tecnogeeks*) e engenheiros conseguiram entrar em quase toda a sorte de mercados previamente inacessíveis a este tipo de profissional. A história da Netscape é um exemplo clássico desse fenômeno e gira em torno de duas figuras carismáticas e empreendedoras, Jim Clark e Mark Andreessen.

Jim Clark foi o criador de três companhias do porte de bilhões de dólares em menos de duas décadas, foi o principal inventor do chip gráfico de engenharia de geometria (*geometry engine*), em 1979, no XEROX Parc, e fundador da Silicon Graphics, sua primeira companhia de bilhão de dólares.

A Silicon Graphics é mais conhecida pelos filmes de computação gráfica que ajudou a criar, dando vida aos dinossauros do Jurassic Park, de Steven Spielberg e aos furacões do filme Twister. Sua tecnologia ajudou ainda no design de carros e aeronaves, e nos brinquedos e jogos de realidade virtual. Clark era um visionário no lugar certo na hora certa. Em 1991, após um grave acidente de motocicleta, ele escre-

veu um artigo acadêmico, ainda no hospital, chamado “O Telecomputador”, anunciando profeticamente a fusão da computação pessoal com a comunicação pessoal. Esta ideia na época parecia um pouco absurda, mas Clark acreditava que as pessoas usariam os seus PCs para se comunicar umas com as outras e que o computador seria mais do que uma ferramenta de trabalho. Foi com este cenário em mente que Clark encontrou Marc Andreessen.

Para criar aplicações para o seu telecomputador, Clark trouxe um recém-formado da Universidade de Illinois, com 22 anos, que tinha escrito um *software* chamado Mosaic que permitia ao usuário navegar pela internet. Em 4 de abril de 1994 a Mosaic Communications foi constituída e capitalizada com US\$ 3 milhões de dólares de dinheiro do próprio Clark; naquele momento a empresa tinha sete recém-graduados da Universidade de Illinois como empregados e foi avaliada em US\$ 18 milhões.

Pouco tempo depois, Clark negociou a entrada da organização gestora de PE/VC Kleiner Perkins Caufield & Byers baseado em uma avaliação do negócio de US\$54 milhões, ou seja, um preço três vezes maior do que o que ele próprio havia pago na condição de investidor-anjo e cofundador. A organização gestora comprou 5% de participação na empresa enquanto Clark ficou com 25%. Mais tarde a empresa foi renomeada para Netscape Communications, nome que a tornou famosa por causa do seu produto para internet Netscape Navigator.

Dezoito meses depois, e muito antes da empresa lucrar um centavo, ela abriu seu capital num dos IPOs mais bem sucedidos da história do mercado de ações americano, e possivelmente a mais famosa<sup>6</sup>. No primeiro dia a ação subiu de US\$ 12 para US\$ 48 e em três meses já atingia US\$ 140, e Marc Andreessen, com 24 anos, tinha um patrimônio pessoal de US\$ 80 milhões, consagrando a era dos “Golden Geeks” com a famosa capa da Revista TIME, que afetou as mentes e corações de todos os jovens empreendedores em todo o mundo e suas aspirações de também tornarem-se milionários instantâneos. A empresa quebrou grandes paradigmas até então existentes na indústria de PE/VC norte-americana, de só levar empresas a mercado após quatro trimestres consecutivos de lucros, quebra essa que voltaria a ser questionada e chamada de exuberância irracional (Greenspan, 1996).

O Presidente da Reserva Federal dos Estados Unidos da América, Alain Greenspan, utilizou-se desta expressão exuberância irracional num discurso no American Enterprise Institute durante o auge da chamada bolha da internet ou bolha das empresas “ponto-com” (“dot-com”). Greenspan comentou em 5 de de-

---

6 Thomas Friedman cita o IPO da Netscape como uma das dez forças que planificaram o mundo em seu livro “O Mundo é Plano” (Friedman, 2005)

zembro de 1996 nesta conferência que “claramente, a inflação baixa sustentada implica menos incerteza sobre o futuro, e os prêmios de risco mais baixos resultam em preços implícitos mais elevados de estoques e outros ativos remunerados. Podemos notar isto ao ver a relação inversa exibida por relações preço/lucro e taxas de inflação no passado. Mas como podemos saber quando a exuberância irracional impulsionou indevidamente os valores dos ativos (superando seu valor justo), que então passam a estar sujeitos às contrações inesperadas e prolongadas, como ocorreu no Japão ao longo da última década? [...]”

Durante os anos 90, várias organizações gestoras de PE/VC começaram a se interessar pelos mercados emergentes e a expandir suas atividades na Europa e Ásia buscando melhores retornos (Lerner, 2001). Cabe aqui ressaltar um pouco desta história do interesse das organizações gestoras globais pelos mercados emergentes. Uma década antes desse interesse se consolidar os mercados emergentes não eram um campo tão atrativo para o PE/VC. De fato, em 1981, quando o financista holandês Antoine van Agtmael, trabalhando então com o International Finance Corporation (IFC), braço de investimentos do Banco Mundial, cunhou esta expressão, os mercados emergentes ainda enfrentavam sérias dificuldades. Naquele ano, muitos países, incluindo o Brasil, estavam prestes a decretar moratória da dívida externa. Dizia-se que “O Brasil é o país do futuro, e sempre será”, e isto era doloroso para nós Brasileiros, orgulhosos de nossa pátria, e inconformados com a possibilidade de o país não conseguir atingir o seu pleno potencial. Os mercados emergentes eram então conhecidos como “subdesenvolvidos” ou “Terceiro Mundo”. Agtmael sugeriu que o termo pejorativo fosse substituído por mercados emergentes. Acreditava que “já era possível captar a energia latente na Ásia, na América Latina, no Oriente Médio e até na África”. Agtmael insistiu na causa e, em 1987, criou a gestora de fundos Emerging Markets Management, que tem US\$ 17 bilhões e cujos fundos têm rendido mais de 25% ao ano. O mundo todo adotou e hoje existem diversos fundos e departamentos dedicados aos chamados Mercados Emergentes, entre os quais em especial destaque está hoje o nosso Brasil.

### **1.2.1. O Private Equity na Europa**

No final dos anos 70, a atividade de PE/VC era praticamente inexistente na Europa, e ao final da década de 80 apenas a Inglaterra era relevante. Para o bem e para o mal a Europa sempre foi mais conservadora e esta tendência não se mostra diferente no mercado de PE/VC. Em 1980 a Comissão das Comunidades Europeias, realizou uma análise das barreiras à inovação industrial na Europa, a qual revelou que, em todos os Estados Membros (nove na época) da Comunidade Europeia (CE), a falta de acesso das novas empresas de base tecnológica a um financiamento adequado foi identificado como o grande problema.

Para ajudar a superar isso, e incentivar as operações entre países (“Cross-border”), a Direção Geral instituiu um regime-piloto para apoiar a colaboração entre empresas nacionais de capital de risco cujas

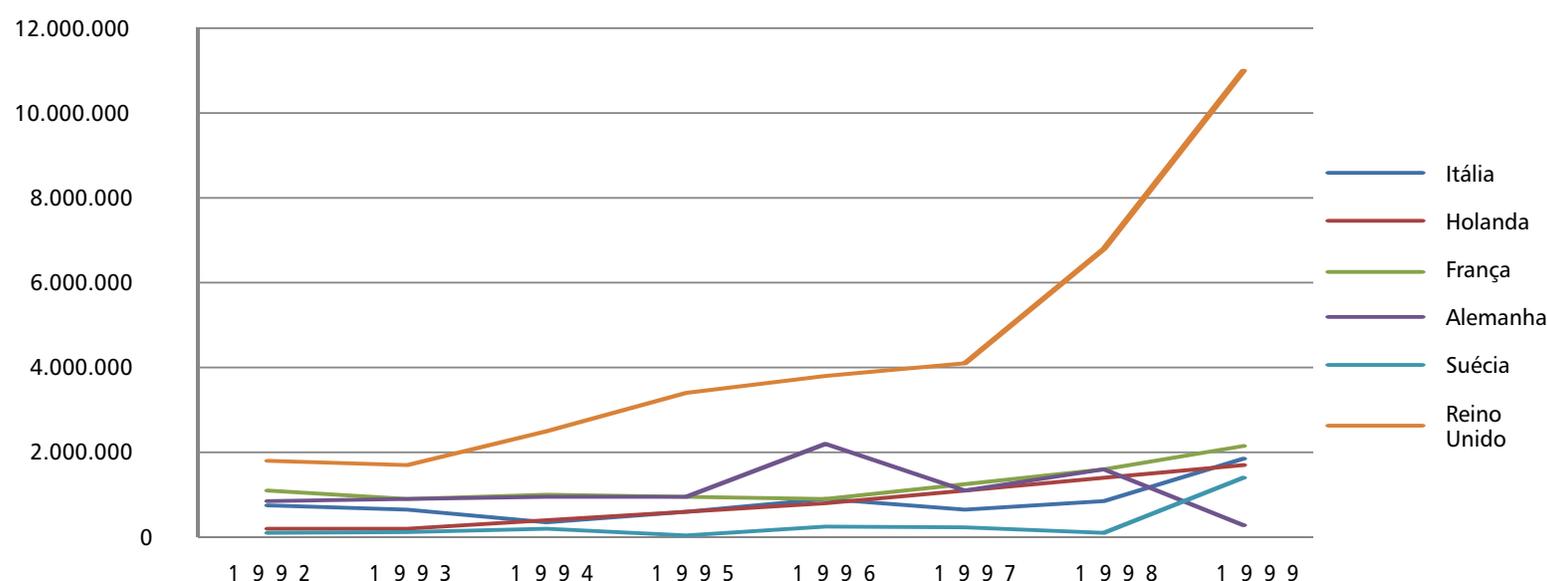
empresas investidas precisavam operar em uma escala mais ampla do que a nacional. O esquema foi limitado a uma empresa de capital de risco a partir de qualquer Estado-Membro, e começou em outubro de 1980, com quatro gestoras: Sofinnova da França, TDC do Reino Unido, Prominvest da Bélgica, e Eurabelge (IMI Group) da Itália.

Este Comitê Gestor reunia-se a cada dois meses, e no início havia apenas algumas poucas empresas investidas apresentadas pelos participantes, que foram talvez um pouco cautelosos em revelar detalhes da sua carteira para os outros. Mas, como os benefícios tornaram-se evidentes, e as hesitações iniciais foram superadas, o “fluxo de negócios” aumentou, e reuniões tornaram-se mais frequentes. Até o final de 1981, as empresas de mais três Estados-Membros tinham aderido ao regime: WFG da República Federal da Alemanha, Parnib da Holanda, e DCC da Irlanda. Em paralelo a esta iniciativa, a Comissão organizou conferências no final de cada ano, em Luxemburgo, cujo foco temático abordava diferentes aspectos do financiamento da inovação, nas quais os participantes destes projetos-piloto falavam de suas experiências. Este comitê viria a dar origem à “*European Venture Capital Association*” (EVCA) em 1983.

Já nos anos 90 a indústria de PE/VC na Europa se expandiu rapidamente, embora o crescimento não tenha sido homogêneo entre os países (Bygrave and Timmons, 1992; Martin, Sunley and Turner, 2002).

## Gráfico 1.1. Os Maiores Mercados Europeus (1992 a 1999)

Os cinco maiores mercados de Venture Capital da Europa, em milhares de European Currency Unit (ECU) – unidade monetária Europeia, em tradução livre –, moeda precursora do Euro para uso em transações financeiras internacionais.



Fonte: Martin, Sunley e Turner (2002)

**Tabela 1.2. – Número de organizações gestoras de vc (Estados Unidos e Europa)**

Membros da European Venture Capital Association (EVCA) e National Venture Capital Association (NVCA)

|      | EUA | EU  | RU | França | Suécia | Itália | Bélgica | Espanha | Nenhum |
|------|-----|-----|----|--------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 1991 | 389 | 163 | 42 | 30     | 1      | 10     | 12      | 5       | 21     |
| 1992 | 397 | 161 | 38 | 29     | 2      | 12     | 11      | 6       | 20     |
| 1993 | 401 | 159 | 40 | 29     | 3      | 11     | 12      | 7       | 19     |
| 1994 | 400 | 162 | 42 | 27     | 5      | 11     | 14      | 8       | 17     |
| 1995 | 425 | 169 | 40 | 32     | 5      | 11     | 13      | 8       | 16     |
| 1996 | 460 | 176 | 42 | 31     | 4      | 13     | 13      | 8       | 18     |
| 1997 | 507 | 184 | 52 | 32     | 5      | 12     | 16      | 8       | 19     |
| 1998 | 547 | 210 | 61 | 33     | 7      | 12     | 17      | 10      | 25     |
| 1999 | 620 | 331 | 79 | 48     | 11     | 16     | 23      | 14      | 32     |
| 2000 | 693 | 424 | 90 | 59     | 22     | 19     | 30      | 17      | 33     |

Fonte: Bottazzi e Da Rin (2002)

## 1.2.1.1. Inglaterra

Após a 2ª Guerra Mundial, o Governo da Inglaterra mais uma vez decidiu endereçar os problemas crônicos de falta de financiamento de longo prazo para pequenas e médias empresas (PMEs), já identificado desde o relatório do Comitê MacMillan de 1931. Em 1945, o governo inglês apoiou a criação do Finance Corporation for Industry (FCI), e sua subsidiária, a Industrial and Commercial Finance Corporation (ICFC), pelo Banco da Inglaterra (15%) junto com outros grandes bancos ingleses (85%).

Durante os anos 70, o FCI e a ICFC se fundiram para criar a Finance for Industry (FFI), a qual durante os anos 80 virou a Investors in Industry (3i). A 3i, como passou oficialmente a se chamar a partir dos anos 90, foi uma das primeiras organizações gestoras de PE/VC a terem seu capital aberto em bolsa de valores no mundo (IFC, 1981; 3i, 2010).

Em 1948, a National Research and Development Corporation (NRDC) foi a primeira empresa pública a realizar investimentos de PE/VC na Inglaterra. Como parte de um programa nacional de suporte P&D em empresas nascentes e PMEs, o governo inglês criou a National Enterprise Board (NEB) em 1975. A NEB atuava como braço de PE do governo, e em 1980 já havia investido em diversas indústrias. Em 1981, a NRDC e a NEB foram fundidas para criar o British Technology Group (BTG). Em 1991, o BTG tinha 430 empresas de diversos setores em seu portfólio de investimentos, contabilizando mais de US\$ 430 milhões de investimentos (Souza Neto e Stal, 1991).

### 1.2.1.2. França

As Societes Development Regional (SDRs) foram criadas em 1955 para prover capital acionário e dívida para empresas nascentes na França. Mais tarde, em 1968, o governo francês formou a Agence Nationale de Valorisation de la Recherche (ANVAR), a qual se tornou uma importante fonte de investimento de PE/VC para *startups* e PMEs inovadoras (IFC, 1981).

Ao final de 1963, a European Enterprise Development Company (EED) foi criada na França com o suporte da ARD e empenho pessoal do George Doriot (Ante, 2008). Esta parece ter sido a primeira empresa privada de PE criada na França, um título normalmente atribuído à Société pour le Financement de l'Innovation (Sofinnova), que foi formada em 1972 pelos maiores bancos do país. Sofinnova tinha Peter Brooke como membro do conselho e investiu em mais de 460 empresas desde sua criação o presente (IFC, 1981; Brooke, 1981; Sofinnova, 2010).

Sofinnova foi uma das Sociétés Financiere d'Innovation (SFIs) criadas na França nos anos 70 a partir de uma regulamentação do governo visando estimular os investimentos em ações de *startups* e PMEs inovadoras e de alto potencial de crescimento. As SFIs se assemelham às SBICs norte-americanas em função do financiamento público e possibilidade de investir por meio de empréstimos ao invés de ações. Em 1981, as SFIs em operação na França eram a Sofinnova, sua subsidiária Batinnova, e a Soginnove, uma *joint-venture* entre a Sofinnova e o Société Générale (IFC, 1981).

### 1.2.1.3. Outros Mercados Europeus

Nos anos 80, o restante da Europa ressentia-se de um mercado ativo, ou mesmo minimamente estruturado de PE/VC. Por exemplo, embora a primeira organização gestora de PE/VC da Alemanha tenha sido formada na década de 1960, como um braço de PE/VC de um banco comercial, a indústria de PE/VC era muito pequena até meados dos anos 80 (Von Drathen, 2007).

No começo da década de 80 existiam apenas duas organizações gestoras de PE/VC na Espanha: a Sociedad Espanola de Financiacion de la Innovacion (Sefinnova), formada em 1978 pelo Banco de Bilbao e outros investidores locais, tendo como apoio o IFC e o Governo Espanhol; e a Fomento de Inversiones Industriales, um braço de PE/VC do Banco Español de Credito, o maior banco do país naquela época (IFC, 1981).

### 1.2.2. Mercados Emergentes

A Commonwealth Development Corporation (CDC) foi criada em 1948 pelo governo da Inglaterra com o objetivo de desenvolver suas colônias (e ex-colônias). Ela começou a operar provendo emprésti-

mos, além de capital acionário, para empresas privadas. Investimentos de PE/VC representavam cerca de 10 a 20% de seus ativos sob gestão. Em 1972, a CDC expandiu sua cobertura para países em desenvolvimento fora do Commonwealth. Em 2004, a CDC fez o *spin-off* da ACTIS como uma empresa independente de PE/VC focada em mercados emergentes (Fox, 1996; Actis, 2010; CDC, 2010).

Bygrave e Timmons (1992) reconhecem os esforços feitos por diversas instituições, especialmente do Banco Mundial e do International Finance Corporation (IFC) para disseminar a atividade de PE/VC nos mercados emergentes durante a década de 80. Eles também apontam as dificuldades e desafios em razão da falta de um ambiente adequado para a atividade.

Em 1988, os mercados emergentes (naquela época chamados de países em desenvolvimento) respondiam por US\$ 350 milhões em capital comprometido de acordo com Bygrave and Timmons (1992). De acordo com Gill (1981), o IFC investiu em diversas organizações gestoras de PE ao redor do mundo tais como a Sociedad Espanola de Financiacion de la Innovacion (SEFINNOVA), Venturas in Industry and Business (VIBES) e Brasilpar (no Brasil).

**Tabela 1.3. – Organizações gestoras focadas em VC investidas pelo IFC**

| Data     | País            | Nome do Projeto                       |
|----------|-----------------|---------------------------------------|
| Jan 1977 | Espanha         | SEFINNOVA I                           |
| Set 1979 | Filipinas       | VIBES                                 |
| Nov 1980 | Brasil          | BrasilPar                             |
| Jun 1982 | Quênia          | IPS(Kenia)                            |
| Mai 1983 | Coreia          | KDIC                                  |
| Nov 1983 | Malásia         | Malaysia Ventures                     |
| Nov 1983 | Asia Regional   | SEAVIC                                |
| Out 1984 | Argentina       | SADICAR                               |
| Jun 1987 | China           | JF China                              |
| Nov 1987 | Costa do Marfim | IPS (Côte D'Ivor)                     |
| Mai 1988 | Portugal        | Inter-Risco                           |
| Jul 1989 | Hungria         | First Hungary Fund                    |
| Dez 1989 | Madagascar      | AEF-FIARO                             |
| Abr 1990 | Índia           | TDICI-VECAUS II                       |
| Dez 1990 | Tailândia       | SEAVI Thailand                        |
| Dez 1990 | Indonésia       | SEAVI                                 |
| Mai 1991 | Zimbabue        | Indonesia                             |
| Dez 1992 | Europa Oriental | VC of Zimbabwe                        |
| Dez 1993 | Rússia          | Framlington Russian - Investment Fund |
| Dez 1993 | Ucrânia         | Ukraine VC Fund                       |
| Mai 1994 | Bulgaria        | Balkan Fund                           |
| Jun 1994 | Ilhas Maurício  | Mauritius VC Fund                     |

Holding – Fonte: Carter (1996)

### 1.2.3. A Evolução da Indústria Brasileira

Podemos rastrear as origens da indústria Brasileira de PE/VC à iniciativa de expedição de Pedro Álvares Cabral e o investimento de Portugal nesse empreendimento. Da mesma forma que nos EUA, o conceito de PE/VC começou a se desenvolver durante o começo da era de industrialização do país, no início do século XX, quando famílias abastadas começaram a fazer investimentos diretos em empresas.

Entre os anos 50 e 60, os homens de negócios Brasileiros estavam investindo em negócios tradicionais tais como têxteis, móveis, alimentos, vestuário e construção civil, enquanto as multinacionais começaram a entrar no país para produzir bens de consumo. O Brasil estava crescendo, e crescendo rapidamente. Naquela época o país começou a montar uma economia diversificada, o que seria muito importante nas décadas seguintes para a estruturação e consolidação de sua indústria de PE/VC.

Em função do programa de substituição de importações, as empresas estatais começaram a apoiar o desenvolvimento de suas cadeias de fornecedores de produtos e serviços. Como consequência muitas PMEs floresceram no Brasil, o que oferecia um terreno fértil para investimentos de PE/VC (Souza Neto e Stal, 1991). O começo da moderna indústria de PE/VC no Brasil é amplamente situado pela literatura entre meados da década de 70 e o início da década de 80 (Romani, 1997; Checa, Leme e Schreier, 2001; Freitas e Passoni, 2006; Sousa, 2008). Entretanto, há que corrigir a imprecisão histórica em razão de novas evidências aqui pela primeira vez apresentadas.

#### a) 1960 – 1970: o “Elo Perdido”

Segundo Ramalho (2010), a primeira iniciativa de implantar a Indústria Brasileira de PE/VC ocorreu em 24 de Setembro de 1964 com a criação da Adela Investment Company S.A., um ano após o Atlantic Community Development Group for Latin America (ADELA) ter sido formado num modelo de uma força tarefa da North Atlantic Treaty Organization (OTAN) liderada pelo senador dos EUA Jacob K. Javits. O objetivo da força-tarefa era propor políticas para apoiar o desenvolvimento econômico da América Latina.

Originalmente uma parceria público-privada, esta se tornou uma iniciativa exclusivamente privada, apoiada pelos senadores Javits e Hubert Humphrey. A Adela Investment Company (AIC) iria adquirir participações minoritárias em *startups* e PMEs, vender suas participações uma vez maturadas, e reinvestir os lucros em novos empreendimentos. Ela iria aplicar princípios de mercado na busca de projetos rentáveis de alto impacto nas economias locais, e sem orientação política ou filantrópica (U.N, 1965; Fox, 1996; Rivera, 2007; Boyle e Ross, 2009).

A AIC levantou US\$ 16 milhões de 50 investidores em 12 países, incluindo Canadá, Europa e Japão. Cada investidor poderia contribuir individualmente com US\$ 100 mil a US\$ 500 mil. A AIC conseguiu atrair 240 investimentos de 23 países, incluindo o Brasil<sup>7</sup>. Foi criada uma *holding* com um capital autorizado de US\$100 milhões e um prazo de 30 anos. (Boyle e Ross, 2009).

A AIC fez seu primeiro investimento no Brasil em 1965, de um total de 22 investimentos (US\$ 23 milhões) em 15 anos. Após investir um total de US\$ 122 milhões em 141 negócios na América Latina, a Adela Investment Company fechou suas operações em 1980 em função de problemas financeiros.

Outra iniciativa pioneira foi a do IFC, o braço do Banco Mundial, criado em 1956 para apoiar o desenvolvimento dos países. Por volta de 1966-1967, o IFC passou a fazer investimentos acionários diretos na forma de participação no capital acionário de empresas na América Latina, incluindo Brasil, com o objetivo de promover as economias locais e fomentar os mercados acionários (U.N, 1965)

### **b) 1970 – 1990**

Em 1974 o BNDES criou 3 subsidiárias para prover capital para PMEs e, especialmente, apoiar a política de desenvolvimento industrial no Brasil: Insumos Básicos S.A., Investimentos Brasileiros S.A. e Mecânica Brasileira S.A. Em 1982, estas empresas foram fundidas para criar uma nova empresa denominada BNDESPar (Gorgulho, 1996; Pavani, 2003), cuja criação da BNDESPar, em 1982, seria muito importante para a indústria de PE/VC nas décadas seguintes.

Em 1976, a Financiadora de Estudos e Projetos S.A. (FINEP), criou o programa de Apoio ao Desenvolvimento Técnico da Empresa Nacional (ADTEN) com o objetivo de promover inovação tecnológica nas PMEs, por meio de investimentos de PE/VC. Entretanto, o ADTEN apenas utilizava empréstimos subsidiados, ao invés de ações, nos seus cerca de 60 investimentos. Em razão do fraco resultado obtido pelo programa, a FINEP o descontinuou em 1991 e decidiu reorganizar sua metodologia de monitoramento e controle (Souza Neto e Stal, 1991; Gorgulho, 1996).

Também em 1976, foi criada a Brasilpar, formada a partir de uma parceria entre o Unibanco e o Banco Paribas, com o objetivo de fazer investimentos de PE/VC no Brasil. Esta iniciativa foi apoiada

---

<sup>7</sup> Banco de Investimentos Residência, Banco Itaú de Investimentos, Banco Real de Investimentos, Banco Safra de Investimentos, Companhia Antartica Paulista, Companhia Brasileira de Participações Cobrapar S.A, Companhia Nacional de Tecidos, Kablin Irmãos & Cia, Monteiro, Aranha – Engenharia, Comércio e Indústria S.A. (Boyle and Ross, 2009)

por Roberto Teixeira da Costa, primeiro presidente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e foi estruturada como uma *holding*. A Brasilpar investiu US\$ 4 milhões até 1980 quando foi reestruturada para admitir a entrada de novos sócios e teve seu capital aumentado para US\$ 10 milhões<sup>8</sup> (Gorgulho, 1996).

A década de 80 e início da década de 90, foram marcadas pela hiperinflação e recessão econômica que inibia quaisquer investimentos de longo prazo no país, especialmente os privados. Era praticamente impossível imaginar que a indústria de PE/VC poderia florescer em tempos tão difíceis.

De acordo com IFC (1981), existiam seis organizações gestoras privadas e três públicas em operação no Brasil em 1981:

|   | Início | Controle | Observações  |
|---|--------|----------|--|
| ADELA – Empreendimentos e Consultoria                     | 1967   | Privado  | Início dos investimentos no Brasil em 1965. Operação local criada em 1967  |
| COBESA – Cia. Brasileira de Empreendimentos               | 1973   | Privado  |  |
| IBRASA, FIBASE and EMBRA-MEC                              | 1974   | Público  | Reorganizados como BNDESPar em 1981  |
| Brasilpar – Comércio e Participações                      | 1975   | Privado  |  |
| Brazilinvest S.A. Investimentos, Participações e Negócios | 1976   | Privado  | 33.33% grupos privados, 33.33% governo Brasileiro e 33.33% empresas internacionais                               |
| Minas Gerais Participações (MGI)                          | 1976   | Público  |  |
| Multipar – Empreendimentos e Participações Ltda           | 1977   | Privado  |  |
| Promoções e Participações da Bahia (PROPAR)               | 1977   | Público  | Utilizava ações preferenciais e realizava investimentos minoritários   |
| Brasilinterpart Intermediações e Participações S.A        | 1979   | Privado  | Governo Brasileiro, Brazilinvest, ADELA e diversos outros acionistas locais e internacionais <i>shareholders</i> |

Fonte: IFC (1981)

8 Roberto Teixeira da Costa, IFC, Villares Group, Pão de Açúcar, Brasmotor, and João Fortes Engenharia (Gorgulho, 1996).

Além destas organizações gestoras de PE/VC destacadas pelo IFC (1981), Montezano (1983) identifica Monteiro Aranha S.A. e a PHIDIAS Administração e Participações S.A. operando no Brasil desde 1982, enquanto Leonardo (1985) também destaca as operações da Riopart e da Property desde 1983.

Não obstante, a indústria Brasileira de PE/VC não dispunha de estímulo fiscal nem arcabouço legal adequados, como os que havia nos EUA. Apenas em 1986 a atividade de PE/VC foi beneficiada pelo Decreto-Lei 2.287, regulado pelas Leis N<sup>os</sup> 1.184/86 e 1.346/87. A nova regulamentação reconhecia as Sociedades de Capital de Risco (SCR), organizações gestoras de VC focadas exclusivamente na aquisição de participações minoritárias em PMEs. As SCRs beneficiavam-se de isenções e incentivos fiscais (Gorgulho, 1996; Pavani, 2003; Sousa, 2008).

Embora esta regulamentação tenha sido uma boa ideia para fomentar a indústria de PE/VC no Brasil, ela se mostrou insustentável, pois: a) excluía as médias e grandes empresas; b) não permitia a utilização de instrumentos de dívida; c) a regulamentação do BACEN sobre ganho de capital era incompatível com as SCRs; d) A Lei N<sup>o</sup> 7.714/88 cancelou os benefícios fiscais. Como consequência, apenas poucas iniciativas foram realizadas sob a regulamentação do Decreto-Lei 2.287/86, não tendo prosperado muito tempo (Costa e Lees, 1989; Gorgulho, 1996; Pavani, 2003). Exemplos de SCRs constituídas fora a ACEL Sociedade de Capital de Risco, do Rio de Janeiro e focada em empresas de tecnologia, e a PAD Investimentos, de São Paulo e focada em empresas com produtos e serviços diferenciados. Elas fizeram menos de 10 investimentos no total e encerraram suas operações no início dos anos 90 (Gorgulho, 1996).

De acordo com Costa e Lees (1989), em Julho de 1988 existiam no Brasil 15 organizações gestoras de PE com um capital comprometido total de US\$ 150 milhões<sup>9</sup>.

Em 1981, o Sr. Ary Burger, ex-presidente do Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul (BRDE) e ex-diretor do BACEN, criou a Companhia Riograndense de Participações (CRP). A organização constituiu uma *holding* para investimentos, denominada PARGS, e levantou capital junto a investidores privados locais, BRDE e Banco de Desenvolvimento do Rio Grande do Sul (BADESUL), este último adquirido posteriormente pelo Banco do Estado do Rio Grande do Sul (BANRISUL). De 1981 a 1990, a CRP investiu US\$ 5,2 milhões (US\$ 2,5 milhões dos acionistas e US\$ 2,7 milhões de ganho de capital) em 40 negócios (Gorgulho, 1996). Em 1990, a CRP constituiu uma nova *holding* denominada CADERI com o intuito de acomodar a estrutura do International Investment Corporation (IIC), uma subsidiária do Inter-American

9 Inclui Acel Investimentos, Arbi Participações, Brasilpar, Brazilian Venture Capital (BVC), Citicorp Venture Capital (CVC), Companhia Riograndense de Participações (CRP), Credibanco Participações e Partbank. Exclui BNDESPar (Costa e Lees, 1989).

Development Bank (IBD) e 5 novos investidores privados (Docas, Petropar, Siderúrgica Riograndense, Olvebra e DG Participações). Esta *holding* de investimentos tinha 14 anos de prazo e um capital de US\$ 6,5 milhões (Gorgulho, 1996).

Durante os anos 80, Jorge Paulo Lemann, Carlos Alberto Sicupira e Marcel Hermann Telles, sócios do Banco Garantia, compraram as Lojas Americanas (1982) e a Cervejaria Brahma (1989) com capital próprio. Este foi o passo inicial do que se tornaria a GP Investimentos em 1993.

### c) 1991 – 1995

No começo da década de 90, o governo Brasileiro começou uma série de reformas estruturais no país, tais como liberalização do comércio, desregulamentação de setores e privatizações.

Em julho de 1991, a BNDESPar criou um veículo especialmente para apoiar PMEs tecnológicas por meio de participações minoritárias (incluindo debêntures conversíveis), o Condomínio de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica (CONTEC), que incorporou 4 empresas que já haviam sido investidas diretamente pelo banco entre 1988 e 1990. O CONTEC foi depois reestruturado como um programa e renomeado Programa de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica. Entre 1991 e 1995, a BNDESPar, por meio do CONTEC, analisou cerca de 300 oportunidades de negócio, tendo investido em 24 delas, incluindo 2 organizações gestoras de PE/VC: CRP e Pernambuco Participações S.A. (Souza Neto e Stal, 1991; Gorgulho, 1996).

A CADERI, *holding* da CRP, teve seu capital aumentado em 1993 para acomodar a entrada da BNDESPar e novamente em 1995 para a entrada do IFC. Em 1995, a CADERI tinha um capital total de US\$10,5 milhões para investir em PE/VC (Gorgulho, 1996). A Pernambuco Participações S.A foi estruturada como uma *holding* para realizar investimentos de PE/VC em Pernambuco, Alagoas, Paraíba e Rio Grande do Norte. Ela captou US\$ 8 milhões de 81 investidores no Nordeste, além da BNDESPar (Gorgulho, 1996; Pavani, 2003).

Em 1994, a GP Investimentos foi a primeira organização gestora de PE/VC a levantar um grande veículo de investimentos dedicado ao Brasil, o GPCP I com US\$ 500 milhões de capital comprometido. Em 1994, a CVM lançou a Instrução 209 que regulamentou os investimentos em PMEs, com a criação do Fundo de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE). Nesse ano, o governo Brasileiro finalmente conseguiu controlar a inflação por meio do Plano Real. Entretanto, as taxas de juros continuavam em níveis elevados, o que dificultava o crédito privado e limitava o crescimento sustentado da economia.

De acordo com Carvalho, Ribeiro and Furtado (2006), o capital comprometido dos participantes da indústria de PE/VC em 1993 era de US\$ 732 milhões. Entretanto, já em 1994, recursos na ordem de US\$578 milhões foram levantados como capital comprometido à infante indústria de PE/VC.

### **d) 1995 - 1998**

Entre 1995 e 1998, o Brasil experimentou o desenvolvimento de sua indústria de PE/VC em função da estabilidade econômica, além de novas oportunidades de negócios trazidas pelas privatizações.

As organizações gestoras internacionais, tais como Advent International, AIG Capital, Darby International e WestSphere, começaram a levantar veículos de investimentos dedicados à América Latina e Brasil. Durante este período, eles viam a região como um “opção de compra”, onde poderiam alocar um pequeno percentual de seus fundos globais ou regionais, para testar a dinâmica do mercado local.

Em 1994, a GP Investimentos levantou seu segundo fundo, o GPCP II com US\$ 800 milhões. O Banco Bozano, Simonsen, em parceria com a Advent International, levantou o fundo Bozano, Simonsen-Advent em 1995, o qual Romani (1997) atribui como sendo o primeiro FMIEE criado no país. Em 1994, o Patrimônio *Private Equity* foi constituído como um braço de PE/VC do Patrimônio, no início uma consultoria financeira de fusões e aquisições (“*mergers and acquisitions*” ou simplesmente M&A), criado em 1988, e posteriormente transformado em Banco de Investimentos em uma parceria com o Salomon Brothers. Em 1997, foi criado o Patrimônio *Brazil Private Equity Fund I*, um fundo de US\$235 milhões em parceria com o banco Americano Oppenheimer (mais tarde adquirido pelo Canadian Imperial Bank of Commerce).

Em 1996, a Brasilpar vendeu sua operação de PE/VC, denominada BPE, para a WestSphere, a qual levantou US\$ 220 milhões com o fundo *South America Private Equity* naquele ano (Pavani, 2003). Já em 1997, o Brasil viu a criação de seu primeiro fundo de PE/VC bilionário, o CVC/Opportunity, uma parceria entre o Citibank *Venture Capital* (CVC) e o Opportunity, uma empresa local de gestão de recursos. Este fundo tinha como principal foco as privatizações.

A onda de crises financeiras ao redor do mundo em 1997 e 1998 trouxe turbulência para o mercado Brasileiro, que culminou com a mudança de regime cambial no início de 1999. O aumento da volatilidade causou uma redução significativa nos comprometimentos de PE/VC no país durante 1998 e início de 1999, especialmente dos investidores internacionais.

**e) 1999 - 2000**

Durante os anos 90, os investimentos de PE/VC em *startups* e PMEs foram muito pequenos, apesar da Instrução CVM 209. Entretanto, este regulamento se mostrou importante no período de 1999 a 2001, o qual foi caracterizado pelo crescimento acelerado de negócios de internet e comércio eletrônico, o que reacendeu a captação de recursos de PE/VC para negócios nascentes.

Durante este período, os investimentos de PE/VC saltaram de US\$200 milhões em 1997 para US\$ 1,1 bilhão em 2000, sendo que 78 de 118 negócios em 2000 eram relacionados à internet (Stein, Trigueiro e Herndl Filho, 2001).

Em função do crescimento acelerado da indústria Brasileira de PE/VC, em 2000 foi criada a Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR), renomeada em 2005 para Associação Brasileira de *Venture Capital e Private Equity* (ABVCAP). Entretanto, a indústria Brasileira teve um novo revés com o estouro da “bolha da internet” ao final de 2000.

**f) 2001 - 2003**

Em abril de 2003 foi criado o Centro de Estudos em *Private Equity*. A iniciativa da criação do GVcepe respondeu a uma demanda da comunidade de investimentos, agências multilaterais, órgãos do governo, instituições do Mercado de Capitais por informações confiáveis, tratavam com independência e rigor estatístico sobre natureza, a estrutura e os investimentos das organizações sediadas no país (Carvalho, Ribeiro, Furtado, 2006). Desde o segundo semestre de 1999 a Escola de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas, EAESP-FGV, havia incluído pioneiramente no país, a disciplina de formação em PE/VC, denominada Finanças de Empreendimentos e *Private Equity*.

O período de 2001 a 2003 foi novamente difícil para a indústria. Após o declínio das estratégias de negócios de internet, o mundo enfrentou os ataques terroristas de 11 de Setembro de 2001. Além disso, o Brasil vivia uma crise energética, em 2001, e as eleições presidenciais de 2002 trouxeram de volta alta volatilidade aos mercados, grande desvalorização do Real e aumento expressivo nas taxas de juros. A estabilidade macroeconômica e o crescimento do país pareciam comprometidas.

Como consequência, a indústria Brasileira reestruturou-se como parte de sua evolução natural. Com empresas problemáticas em carteira, algumas organizações gestoras locais, e principalmente internacionais, encerraram suas operações no Brasil durante este período, ou então liquidaram parte de

seu portfólio. De acordo com Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006), 35 investimentos foram liquidados e 10 outros foram vendidos de volta aos fundadores.

Em 2003, a CVM publicou a Instrução 391, que regulamentava os veículos de investimento de PE/VC constituídos no Brasil, abrindo caminho para a maior participação dos fundos de pensão como investidores de novos veículos especialmente fundos de pensão locais, aumentarem suas alocações em PE/VC no país. Em 2003, foi fundado o Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da FGV-EAESP (GVCEPE), uma iniciativa pioneira no país, liderada pelo professor Cláudio V. Furtado e patrocinado por algumas organizações gestoras<sup>10</sup>.

### g) 2004 - 2008

Em 2005, após a primeira fase de reorganização, a indústria Brasileira de PE/VC iniciava seu segundo ciclo. Os primeiros desinvestimentos de empresas em portfólio por meio de IPO haviam ocorrido no final de 2004.

Ao fim de 2005 o GVcepe, em uma iniciativa pioneira em mercados emergentes, publicou no Brasil e no exterior, o livro *“A indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil – Primeiro Censo Brasileiro, coautorado por A.G. Carvalho e Leonardo Ribeiro. Foi ante o ponto de inflexão nas informações, estatísticas e conhecimento sistematizado sobre a Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital.*

### h) 2009 - 2011

Após navegar firmemente através da crise financeira de 2008 o Brasil emergiu como uma das grandes potências do futuro, reunindo fundamentos macro e microeconômicos que o colocam hoje em posição de destaque, competindo pela preferência internacional de investimentos com a China. Assim como os demais BRICs os fundamentos que fazem do Brasil um país tão atrativo estão centrados no tamanho de sua população e principalmente no potencial de ascensão econômica desta população, somado a algumas das mais competitivas indústrias do mundo com base no Brasil, o potencial agrícola e a perspectiva de tornar-se um grande produtor de alimentos e petróleo, entre outros produtos. É com este cenário que atingimos o impressionante montante de US\$ 36,1 bilhões de capital comprometido no Brasil em 2009, data base deste censo, e é este o contexto dentro do qual analisaremos cada um dos impactos sobre os participantes desta indústria, em função da evolução das etapas do ciclo de PE/VC.

<sup>10</sup> Fundadores do GVcepe – Advent International, Intel Capital, Pátria Banco de Negócios, Sebrae-SP, TMG Capital Partners, Votorantim Novos Negócios, J.P. Morgan Partners.

O primeiro passo para o entendimento do ciclo de PE/VC é o mapeamento e o detalhamento do Ecosistema, sobre o qual discorreremos no próximo capítulo.



# Capítulo 2

## O Ecossistema da Indústria de PE/VC no Brasil



# O Ecossistema da Indústria de PE/VC no Brasil<sup>1</sup>

## 2.1. Introdução

Apesar de estar claro que VC é um tipo de investimento de PE, os termos passaram a ser utilizados para indicar segmentos diferentes com o passar dos anos. Como visto no capítulo 1 os investimentos de PE foram, tradicionalmente, divididos entre VC e *Buyout*, referindo-se primeiro à uma participação acionária em empresas inovadoras, num estágio inicial de desenvolvimento e de alto potencial de crescimento. Isso não significa o impedimento de uma parte majoritária das ações de uma empresa em estágio inicial ser adquirida pelas organizações de PE/VC, ou, da mesma forma, uma parcela minoritária das ações de uma empresa grande e tradicional. Com efeito, o termo VC foi estabelecido como uma “marca” para investimentos em empresas que se situavam em estágios iniciais, e, da mesma forma, PE para empresas em estágios mais maduros, para designar segmentos distintos de atuação dos gestores, sem dúvida com ferramental de trabalho distinto em cada caso.

Ao redor do mundo as classificações em estágios dos investimentos de PE/VC estão longe de ser unanimidade, embora se baseiem nas classificações que prevalecem no mercado norte-americano.

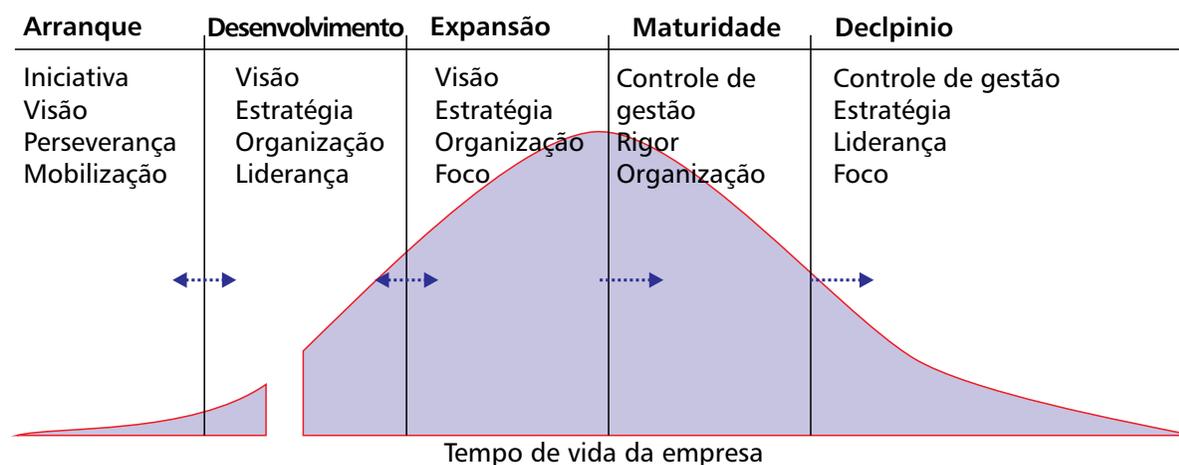
No Brasil, De Carvalho, Ribeiro e Furtado (2005) classificam juntos estágios com modalidade de estruturação acionária, já Ramalho e Furtado (2008) separam a modalidade, mas ainda mantêm o padrão internacional de participação acionária (*Buyout*) junto com o estágio de vida da empresa: estágio *seed*, *start up*, *early stage*, *later estage*, estes integrantes do *Venture Capital* e PE – *expansion*, PE – *later stage*, PE- *buy outs*, *Mezzanine* e PIPE integrando o *Private Equity*.

O presente estudo rediscute as definições que permeiam esta questão e introduz uma nova classificação para os estágios e modalidades, que observa as definições internacionais e nacionais, porém redefine os estágios baseado no ciclo de vida das empresas.

---

<sup>1</sup> Autores: João Ricardo Ribeiro, Ricardo Lacaz, Gabriella Pegoraro, Caio Ramalho, Rodrigo Lara, Marcelo Coura, Henry Sztutman, Eduardo Paoliello e Jacques Vaney.

Figura 2.1. – Ciclo de vida das empresas



Fonte: GBB (2010)

Dessa forma, mantivemos a separação de *Venture Capital* e *Private Equity*, pois esta é facilmente reconhecida por todos os participantes da indústria, sejam as organizações gestoras, sejam agentes de políticas públicas, sejam empreendedores locais e internacionais. Entretanto, excluimos o termo *Buyout* de nossa classificação, pois este se refere ao formato de aquisição de participação acionária na empresa investida. Embora normalmente associado a *Private Equity* nos EUA, o termo *Buyout* também pode ser associado a *Venture Capital*, caso ocorra aquisição de participação com poder de voto majoritário nas empresas em estágios iniciais, o que é incomum nos EUA, mas ocorre no Brasil em certos acordos de investimentos atendendo às características de risco e alinhamento de incentivos nos negócios.

## Estágio Inicial:

**Seed:** Capital semente. Pequeno aporte feito em fase pré-operacional para desenvolvimento de uma ideia, de um projeto ou ainda para testes iniciais de mercado ou registro de patentes; (Fase de pré-incubação, admitindo a primeira rodada de financiamento).

**Startup:** Aporte de capital para empresas em fase de estruturação, em geral do primeiro ano ao segundo ano de seu funcionamento, quando ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente. Nesta fase a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para se colocar em prática o plano de negócios, e realiza *beta tests* e prova de conceito do negócio. Nesse estágio, o investimento é normalmente usado para desenvolvimento de produto e marketing inicial (primeira rodada de financiamento).

**Desenvolvimento:**

- *Venture Capital – Early Stage*: Estágio inicial de financiamento das empresas que apresentam produtos ou serviços já testados comercialmente, usualmente, com até quatro anos de operação e faturamento não superior a R\$ 8 milhões. (Segunda rodada de financiamento).
- *Venture Capital – Later Stage*: a empresa já atingiu a fase de comercialização plena do produto e a sua rápida expansão requer mais recursos do que podem ser criados pela geração interna de veículos de investimento para ampliar a comercialização, melhoraria de produto, aumento da capacidade produtiva, distribuição, etc. A empresa pode ou não ter atingido o *break-even*. Ocorre nesta fase a terceira e quarta rodadas de financiamento.

**Expansão:**

- *Private Equity – Growth*: Expansão ou crescimento. Aporte de capital para a expansão de empresa já estabelecidas com linhas de produtos e marca consolidada. O aporte é destinado à expansão de planta e/ou rede de distribuição, capital de giro ou ainda para ser investido e formação de marca. A taxa de crescimento de vendas é usualmente superior a 25% a.a. neste estágio.

**Maturidade:**

- *Private Equity – Later Stage*: Neste estágio a empresa já atingiu uma taxa de crescimento alta e estável, fluxo de caixa expressivo, marca consolidada e pode ser caracterizada como plataforma de expansão e aquisição de empresas do mesmo setor.
- *Distressed*: investimentos destinados à reestruturação de empresas que estão a caminho ou já se encontram no estado de dificuldade financeira, concordata etc.
- Além dos investimentos “tradicionais” de PE/VC, este trabalho conceitua como investimento privado de PE as seguintes categorias:
- *Greenfield*: investimento em uma nova planta em área com pouca ou nenhuma estrutura física e/ou instalações pré-existentes. Normalmente relacionado com investimentos imobiliários, florestais, em energia e infraestrutura.
- Imobiliário: essa modalidade tem como alvo *shoppings centers*, loteamentos residenciais, imóveis comerciais e industriais. Não possuem foco único, mas, estão todos direcionados para o desenvolvimento do mercado imobiliário de uma determinada área ou frente comercial ou distrito industrial.
- Florestal: investimentos utilizados para explorar de forma sustentável, mudar a estrutura de propriedade, desenvolver o manejo e ampliar florestas para uso industrial e comercial. O esforço para a conservação gera, nos EUA, *Biodiversity Conservation Certificates* (Certificados de Conservação da Biodiversidade), que, ao serem vendidos, garantem retorno financeiro para os investidores.

- **Infraestrutura:** representa os investimentos em uma grande variedade de empreendimentos voltados para a produção ou venda de energia, incluindo extração, manufatura, refinaria, distribuição e transmissão. Além disso, investimentos em atividades públicas como construção de pontes, túneis, rodovias, pontes, aeroportos, saneamento, distribuição de água e malhas rodoviárias.

A modalidade de aporte dos investimentos também pode variar em função da forma de estruturação, além do “tradicional aporte” de capital acionário.

- **Mezanino:** Investimentos em empresas ou empreendimentos de infraestrutura com potencial de alta geração estável de caixa por meio de instrumentos de dívida subordinada, instrumentos híbridos de financiamento, incluindo debêntures conversíveis em ações ou de outras modalidades e direitos de subscrição.
- **Private Investment in Public Equity (PIPE):** aquisição de participação acionária relevante em empresas já listadas em bolsa e que, normalmente, possuam baixa liquidez. Nessa modalidade de investimento, a organização gestora envolve-se no aprimoramento da governança, na gestão estratégica e no relacionamento com os demais acionistas e investidores por meio do Conselho de Administração.

Na estrutura tradicional de investimentos de *Private Equity* e *Venture Capital*, os investidores comprometem-se a aportar capital nos veículos de investimento que são administrados pelas organizações gestoras. As organizações gestoras por sua vez tomam as decisões de investimento e compram participações acionárias nas empresas, que depois de um período de 3 a 5 anos, são vendidas retornando o capital e resultados para os investidores do veículo (cotistas) e, parcialmente, para os gestores.

Neste contexto, a indústria de PE/VC é composta por quatro participantes: **organizações gestoras, veículos de investimentos, investidores e empresas investidas**. As organizações gestoras administram veículos de investimento (chamados de veículos de investimentos de PE/VC, FIPs, FIEEs, FICs, no Brasil, ou veículos de investimento). Os investidores (fonte dos recursos comprometidos com investimentos nos veículos) fazem aporte de capital nos veículos de investimento à medida que lhes seja solicitado pelas organizações gestoras. Os recursos desses veículos, por sua vez, são aplicados nas empresas investidas (ou empresas do portfólio).

Outros instrumentos financeiros tais como dívidas conversíveis em ações, opções de compra, opções de venda e bônus de subscrição também são usados. Os investimentos de PE/VC são tempo-

rários e de longo prazo. Os veículos costumam ter prazo de duração limitada. Findo o prazo, os gestores devem liquidar todos os investimentos e retornar os proventos aos investidores, segundo regras de divisão e prioridade de recebimento estabelecidas nos regulamentos dos veículos, FIPs ou veículos de investimento.

**Figura 2.2 – Fluxo das origens e aplicações de recursos em Private Equity e venture capital**



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Existem variações das estruturas tradicionais de PE/VC. Em alguns poucos casos, os veículos de investimento não possuem comprometimento de capital definido. Em outros, os próprios investidores atuam como organizações gestoras e administram recursos proprietários, seja por meio de investimentos diretos ou utilizando empresas de participações (*holdings*). Nesta pesquisa foram considerados as seguintes modalidades de investimento de *Private Equity* e *Venture Capital*.

- **Limited Partnership:** A organização gestora assume o papel de um sócio-administrador, denominado *general partner* (GP), e os demais investidores no veículo de investimento são os *limited partners* (LP). Os investidores possuem distanciamento da gestão do veículo de investimento e não assumem responsabilidade legal sobre os passivos que ultrapassem o valor do capital investido. Modalidade que prevalece nos Estados Unidos e ainda muito importante no Brasil.
- **CVM - FIPs** – Condomínios de Investimento: As Instruções CVM foram criadas para suprir a ausência da figura do *Limited Partnership* na legislação Brasileira. Destaque para a Instrução CVM

209 que instituiu os Fundos Mútuos de Investimentos (FMIEE) em Empresas Emergentes em 1994 e para a Instrução CVM 391 que criou os Fundos de Investimentos em Participações (FIP) em 2003 e posteriores.

- **Investimento Direto:** Inexiste a segregação clássica entre o investidor no fundo ou veículo de investimento e a organização gestora. O gestor de investimento atua com as normas definidas e ferramental de um gestor de PE/VC, mas ele não administra recursos de terceiros para investimento nas empresas de seu portfólio.
- **Empresas de Participação (Holding):** Na maioria dos casos é muito similar ao investimento direto, com a diferença que a organização gestora realiza seus investimentos por meio de uma empresa de participações e pode ter na sua estrutura acionária vários participantes distintos (investidores).
- **Divisão de empresa não financeira (Corporate Venture):** Subsidiária de uma empresa ou grupo econômico responsável por investimentos de PE/VC em negócios não pertencentes aos segmentos-foco do grupo econômico.
- **Outros:** São estruturas não enquadradas nas acima, incluindo *club deals* ou estruturas híbridas, que realizam investimentos de PE, mas não administram recursos de terceiros.

As organizações gestoras de PE/VC captam recursos com os investidores, os quais comprometem estes recursos aos veículos de investimentos que, por sua vez, são estruturados e geridos pelas organizações gestoras. Os recursos desses veículos são utilizados para investir em empresas, por meio dos seguintes instrumentos:

- **Participações Acionária:** É o método mais incidente dos investimentos de PE/VC realizados no Brasil, podem ser adquiridas ações ordinárias e/ou preferenciais e bônus de subscrição.
- **Dívida:** O capital recebido pela empresa é contabilizado como exigível a longo prazo, tendo como financiador o veículo que realizou o investimento.
- **Dívida Conversível:** Aquisição de debêntures com opção de conversão em ações omitidas pela empresa objeto de investimento. Também designado como *Mezzanine Financing*, traz usualmente a cláusula de subordinação a dividas *seniors*, e, geralmente preferencial em relação a direitos de acionistas.

O ponto central que caracteriza a organização como gestora de PE/VC é, após sua decisão de investir, a sua participação efetiva no processo decisório, na gestão e estabelecimento de estratégias das companhias ou empreendimentos em quanto que investe nos termos definidos na ICVM 391. Como

vimos, ter ou não um fundo específico para gerir, não foi considerado neste trabalho um requisito central para que uma organização fosse reconhecida como integrante da indústria Brasileira de PE/VC, desde que ele perfaça o requisito de efetiva participação no processo decisório de gestão definido anteriormente.

No Brasil, a estruturação dos veículos de investimento, seu domicílio jurídico e seu regulamento são influenciados por uma ou mais das seguintes condições:

- **Impostos:** Os impostos da nação Brasileira corresponderam a, aproximadamente, 33,58% do PIB em 2009 (Economist, 2009). No Brasil, inclui-se aí, impostos que afetam o mercado financeiro, e, mais especificamente a indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*, como o Imposto sobre Operações Financeira (IOF) e o imposto de renda sobre ganhos de capital auferidos por não residentes.
- **Governança Corporativa:** O órgão de governança por meio do qual as organizações gestoras naturalmente exercem controle nas empresas investidas é o conselho de administração (CA), mas, dispõem também, de outros mecanismos tais como os comitês de gestão, conselho fiscal, etc, e de normas contratuais que podem ser utilizadas, como, as cláusulas de *catch up* e *clawback*, com o objetivo de minimizar possíveis conflitos oriundos da assimetria de interesses entre gestores e demais participantes no capital das empresas investidas.
- **Liquidez:** Em uma economia com alta liquidez dos investimentos (mercado ativo de IPOs), os investidores apresentam-se mais propensos a realizar investimentos, o que, conseqüentemente, cria condições favoráveis à indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*.
- **Apetite de Risco do Investidor:** Risco e Retorno andam juntos. Os investidores requerem uma taxa de retorno maior para compensar um maior risco tomado em um determinado investimento. Um conceito clássico na indústria de administração de ativos (*Asset Management*) que reflete a expectativa do investidor é o de Retorno Ajustado a Risco (*Risk-Adjusted Return*), ou seja, a demanda do investidor de um mesmo retorno ajustado ao risco esperado de cada ativo. A estrutura dos investimentos, e, conseqüentemente a forma como a indústria de PE/VC se desenvolve sofrem influência da predisposição dos investidores a correrem risco.

O nível de tributação, particularmente para investidores estrangeiros, pode impactar o formato do veículo de investimento escolhido para certo negócio. O tratamento preferencial recebido por veículos registrados na CVM tem como consequência um crescimento dessa modalidade de PE/VC. Essa tendência também foi impactada pela busca por liquidez adicional de instrumen-

tos negociáveis. A decisão de realizar um investimento por meio de *equity* ou de dívida pode ser influenciada pelo apetite de risco dos investidores. Por exemplo, alguns investidores mais conservadores podem optar por um investimento por meio de dívida para evitar a exposição do investimento ao risco total do negócio. Em outros casos, investimento em *Equity* é preferível por proporcionar uma posição vantajosa que aumenta o nível de participação do investidor na governança da empresa investida.

O Fundo de Investimento em Participações (FIP CVM 391/03) tem sido bastante utilizado pela indústria em função a significativa redução do impacto fiscal para investidores internacionais quando comparado à estrutura tradicional de *holding*, basicamente em função do tratamento vantajoso dado aos ganhos de capital esperados quando da concretização da Estratégia de Saída.

**Tabela 2.1 – Estruturas dos FIPS Vs. Holdings (2010)**

|   | FIP   | HOLDING   |
|---|---|---|
| Regulamentação  | CVM   | Lei das S/As.   |
| Registro  | Resolução CMN 2689/00,<br>Instrução CVM 391/03  | Lei Nº 4131   |
| IOF   | 2% na entrada ( <i>inflows</i> ); 0% na distribuição de dividendos ou redenções parciais ou totais ( <i>outflows</i> )                    | 3x 0,38% sobre Investimentos diretos estrangeiros, distribuições de dividendo ou repatriação de capital |
| IRRF sobre Ganhos de Capital (para o Veículo de Investimento)   | 0% IRRF sobre ganhos de capital na venda de ações de empresas do portfólio de investimentos do FIP  | 34% IRRF sobre ganhos de capital na venda de participações acionárias detidas pela <i> Holding</i>      |
| IRRF sobre Ganhos de Capital (para Investidores Brasileiros)    | 15% IRRF devido somente quando da redenção das cotas do FIP   | 20% IRRF  |
| IRRF sobre Ganhos de Capital (para Investidores Internacionais) | 0% IRRF para Investidores Internacionais detentores de menos de 40% das cotas do FIP; 15% IRRF em casos de concentrações maiores de cotas | 15% IRRF  |
| Dividendos  | Isento  | Isento  |

Fonte: Autores

No Brasil, tradicionalmente, em razão das históricas altas taxas de juros, os investidores locais possuem uma tendência a manter seu capital investido em renda fixa já que essas proporcionam retornos altos, comparando-se com outros locais como EUA e União Europeia, nos quais as taxas de juros mantêm-se

próximas de zero. Assim, verifica-se um perfil bastante diverso do investidor Brasileiro em comparação aos investidores americanos ou europeus: os dois últimos tendem a buscar investimentos alternativos que geram retornos mais significativos dentro de seus países.

Outro fator importante, pode ser evidenciado pela presença histórica, e, mais representativa de uma cultura empreendedora nos países mais desenvolvidos. Por isso, também, identifica-se um perfil mais agressivo do investidor oriundo dessas localidades.

Dessa forma, o perfil do investidor associado a seu apetite ao risco exerce uma influência importante na formação da indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*, que pode diferir significativamente de acordo com as características econômicas e históricas de cada nação.

O ecossistema de *PE/VC* consiste em um conjunto de agentes muito mais complexo formado por atores interdependentes. Além das organizações gestoras, investidores e empresas, temos como principais atores desse ambiente os investidores anjo, prestadores de serviço (advogados, consultorias, auditorias,...), entidades de fomento e apoio, instituições governamentais, universidades, incubadoras e associações. Dentro desse ecossistema, estes atores trabalham de forma cooperativa, com o intuito de promover a evolução das empresas ao longo de todo seu ciclo de desenvolvimento.

**Figura 2.3 – Ecossistema de PE/VC**



Fonte: Adaptado pelos autores de Ferrary e Granovetter (2009)

## **2.2. Atores do Ecossistema de PE/VC no Brasil**

Podemos classificar os agentes desse ecossistema em 3 grandes grupos:

*Prestadores de Serviço – Incluem escritórios de advocacia, auditoria, consultorias, bancos de investimento, boutiques de assessoria financeira e fusões & aquisições, provedores de tecnologia, etc. Entre outras funções, estes prestadores de serviços levam propostas de negócios para as organizações gestoras, auxiliam na estruturação do negócio e na negociação entre a organização gestora e o empreendedor, executam e auxiliam o processo de diligência (due diligence), e colaboram com a implementação de melhorias operacionais nas empresas investidas, etc.*

*Entidades de Representação, de Apoio e Fomento Não-Governamentais – Têm como objetivo desenvolver a indústria Brasileira de PE/VC por meio de atuação institucional, pesquisa e publicações, base de dados sobre a indústria, mobilização das organizações gestoras, desenvolvimento de profissionais qualificados e atividades relacionadas. Neste grupo, destacamos a Associação Brasileira de Venture Capital e Private Equity (ABVCAP), e, o Centro de Estudos em PE/VC da FGV-EAESP (GVcepe).*

*Instituições de Apoio e Fomento Governamentais – Desenvolvem o empreendedorismo voltado para PE/VC, o investimento de PE/VC e participantes da criação do veículo como gestores de PE/VC. Neste grupo, destacamos a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI), Financiadora de Estudos e Projeto (FINEP), Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e o Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE).*

Todos os atores deste ecossistema possuem funções formais e informais bem definidas nas relações sociais e de negócio da indústria, conforme mostra a Tabela 2.2.

**Tabela 2.2 – Atores do Ecosistema de PE/VC**

| Atores  | Funções Formais  | Funções Informais  |
|---|--|--|
| ABDI  | Promover a execução da Política de Desenvolvimento Industrial, em consonância com as políticas de Comércio Exterior e de Ciência e Tecnologia.   | Promoção do Empreendedorismo, Inovação, PE/VC.   |
| ABVCAP  | Representar os interesses das organizações gestoras do “capital empreendedor” no Brasil. É voltada ao estímulo, desenvolvimento e propagação de investimentos de longo prazo no setor real da economia Brasileira.       |  |
| APEX  | Promover as exportações Brasileiras e atrair investimentos estrangeiros para o Brasil.   | Convênio com a ABVCAP para atrair capital estrangeiro para a indústria Brasileira de PE/VC.  |
| Bancos Comerciais   | Permitir transações financeiras.   |  |
| Bancos de Investimento  | Organizar IPO’s, facilitar aporte de capital e organizar aquisições de empresas de alto impacto  | Geração de <i>deal flow</i> .  |
| BNDES   | Prover financiamento de longo prazo para a realização de investimentos em todos os segmentos da economia.  | Oferta de recursos para os investimentos no Brasil. Conta ainda com um programa de financiamento de capital de giro.                 |
| Escritórios de Advocacia  | Acumular conhecimento legal; Lidar com aspectos legais, societários e de propriedade intelectual.  | Providenciar consultoria legal especializada.  |
| Fundações Estaduais de Amparo à Pesquisa (e.x FAPESP, FAPERJ, FAPEMIG, etc) | Fomento à pesquisa científica e tecnológica;   | Integrar empresas de alto impacto com a rede.  |
| FINEP   | Fomento à Ciência, Tecnologia e Inovação em empresas, universidades, institutos tecnológicos e outras instituições públicas ou privadas.   | Amparo à Pesquisa.   |
| Incubadoras   | Incubação e aceleração de projetos de negócios e empreendimentos em estágio inicial de vida.   | Fomento público à Ciência, Tecnologia e Inovação em instituições.  |
| GVCEPE  | Análise, produção de conhecimento, capacitação profissional e a formulação de propostas de evolução institucional da indústria de PE/VC.   | Estudo sobre a indústria de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> .   |
| Laboratórios de Pesquisa e Parques Tecnológicos                             | Fomentar inovação;<br>Acumular conhecimento.   | Gerar interação, principalmente, entre as organizações gestoras e as empresas que estão buscando investimento.                       |
| Mídia   | Circular informação. Acumular conhecimento.  | Incubação de <i>startups</i> ; Gerar interação entre atores.   |
| Organizações Gestoras de PE/VC  | Financiar empresas de alto impacto.  | Sustentar uma cultura empreendedora; Divulgar as empresas de alto impacto.   |
| SEBRAE  | Apoiar a criação e desenvolvimento de micro e pequenas empresas Brasileiras, nos mais diversos setores, via do empreendedorismo.   | Gerar empregos e renda por meio do estímulo à atividade empreendedora.   |
| Universidades   | Fomentar inovação por meio de pesquisa básica e aplicada;<br>Acumular e disseminar conhecimento.   | Selecionar empresas; Acumular conhecimento empreendedor; Integrar empresas de alto impacto com a rede. Gerar interação entre atores. |
| Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq)        | Agência do Ministério da Ciência e Tecnologia que se reserva ao financiamento da pesquisa científica e tecnológica e ao desenvolvimento de recursos humanos para a pesquisa no país. Acumular e disseminar conhecimento. | Promove o desenvolvimento científico e tecnológico do Brasil.  |

Fonte: Adaptado pelos autores de Ferrary e Granovetter (2009)

### a) ABDI

A Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI), ligada ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), promove a Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP). Após a consolidação da estabilidade macroeconômica do país, o MDIC criou a PDP que possui quatro metas-país: ampliação do investimento fixo, ampliação da participação das exportações Brasileiras, elevação do gasto privado em P&D e dinamização do gasto privado em P&D com foco nas micro e pequenas empresas exportadoras.

A atuação da ABDI na promoção da PDP e do ambiente de inovação visa ampliar o acesso aos instrumentos de desenvolvimento e inovação pela indústria nacional, o que envolve a promoção do empreendedorismo, inovação e *venture capital*. As áreas estratégicas que a ABDI considera fundamentais para o desenvolvimento industrial, tidas como portadoras de futuro e de aplicação transversal à cadeia produtiva nacional, são: biotecnologia, indústria de semicondutores, bioetanol, nanotecnologia e tecnologia da informação e comunicação (TICs). Essas áreas também são foco de inúmeros veículos de investimento de organizações gestoras de PE/VC e a indústria de PE/VC constitui elementos de transversalidade no desenho da atuação estratégica de Agência.

### b) ABVCAP

A Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* possui a finalidade de fomentar a indústria Brasileira de PE/VC por meio de sete objetivos básicos: 1) Representar e defender os interesses da comunidade de investimentos de longo prazo Brasileira. 2) Desenvolver a indústria de investimentos de longo prazo no Brasil. 3) Promover a indústria de capital empreendedor (*Venture Capital* e *Private Equity*) no Brasil e internacionalmente; 4) Atuar como facilitador no relacionamento entre os integrantes da comunidade Brasileira de investimentos de longo prazo no País e no exterior; 5) Coletar, processar e difundir conhecimentos e dados relacionados à indústria de investimentos de longo prazo no Brasil. 6) Zelar pela ética e boas práticas na consecução dos investimentos de longo prazo no Brasil. 7) Cooperar com as instituições nacionais e internacionais correlatas.

A ABVCAP busca atingir seus objetivos por meio da cooperação com os entes integrantes da administração pública e instituições privadas relacionadas, pela criação de comitês e núcleos de discussão sobre PE/VC no Brasil, pela realização de congressos nacionais e internacionais e pelo desenvolvimento de treinamentos e estudos sobre a indústria Brasileira de PE/VC (ABVCAP, 2010).

**c) ANPROTEC**

A Associação Nacional de Entidades Promotoras de Empreendimentos Inovadores (ANPROTEC) representa os interesses das incubadoras de empresas, parques tecnológicos e empreendimentos inovadores no Brasil. Ela promove a capacitação, articulação de políticas públicas e geração e disseminação de conhecimentos.

As incubadoras e os parques tecnológicos possuem uma grande importância no ecossistema de *PE/VC*, fomentando a atividade e dando grande apoio às *startups*. O foco das incubadoras são os pesquisadores ou pessoas focadas na área técnica e que possuem um produto ou serviço inovador, mas não possuem experiência de gestão e desejam formatar melhor o seu modelo de negócio. Hoje no Brasil, existem cerca de 420 incubadoras e parques tecnológicos no Brasil.

**d) APEX-BRASIL**

A Associação Brasileira de Promoção de Exportações e Investimentos (Apex-Brasil) oferece atendimento às empresas Brasileiras com foco no mercado externo e aos empresários estrangeiros que pretendem investir no Brasil. Para isso, ela conta com unidades de atendimento e centros de negócios espalhados pelo mundo que funcionam como plataformas destinadas a auxiliar o processo de internacionalização das empresas Brasileiras e incrementar a participação nacional nos principais mercados, como Ásia e América do Norte.

Buscando atrair para o país investimentos internacionais entre investidores e os fundos de participação e as empresas Brasileiras atuante no setor de *PE/VC*, a Apex-Brasil e a ABVCAP se uniram no Convênio ABVCAP/Apex-Brasil, criando uma plataforma que facilite essa conexão, promovendo informações sobre o setor e sua trajetória histórica.

A instituição oferece soluções nas áreas de informação, qualificação para exportação, promoção comercial, posicionamento e imagem e apoio à internacionalização.

**e) BNDES**

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social é uma empresa pública federal que tem como objetivo a realização de financiamento de longo prazo para investimento nos mais diversos setores econômicos do país, abrangendo uma dimensão social, regional e ambiental.

**f) FINEP**

A Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) é uma empresa Brasileira que, por meio do estímulo a inovação, promove o desenvolvimento econômico e social do país auxiliando no fomento público à

Ciência, Tecnologia e Inovação em empresas, universidades, institutos tecnológicos e outras instituições privadas e públicas. Atua no país, promovendo a inovação, por meio de ações estratégicas, estruturantes e de impacto para o desenvolvimento sustentável do país.

### g) GVCEPE

O Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da FGV-EAESP está comprometido com o pensamento, a análise, a produção de conhecimento e de propostas de evolução institucional da indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*, e, por meio de seus programas promove a educação para a indústria, a inovação, a competitividade, a criação e modernização de práticas e empreendimentos, assim impactando o desenvolvimento socioeconômico do país.

### h) SEBRAE

O Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas, além de sua forte atuação junto aos micro e pequenos empresários, promovendo a competitividade e o desenvolvimento sustentável dos negócios, e além de políticas de incentivo a formalização das empresas desse porte, possui um papel muito importante na indústria Brasileira de *PE/VC*.

Essa instituição foi uma das primeiras a investir em organizações gestoras de *PE/VC*, sendo que entre 1999 e 2004 aportou capital para a constituição de oito veículos de investimento. Além disso, ela auxiliou na criação da ABVCAP e na originação dos congressos sobre o tema, sendo que o primeiro possuía a intenção de discutir a contaminação das organizações gestoras em questões trabalhistas das empresas investidas.

O SEBRAE também foi um ator importante na criação do Programa INOVAR, o que inclui participação nas bancas selecionadoras e *due diligences* nas organizações gestoras.

O governo Brasileiro promove incentivos, como, o aumento da segurança dos investidores por meio da reforma da legislação relacionada aos *shareholders*, e, atua como amortecedor em períodos de baixa captação e investimento. Dessa forma, destaca-se como um importante catalisador no desenvolvimento desta indústria no país.

### 2.2.1. Atores dos investimentos de PE/VC na Economia Brasileira

Os atores dos investimentos de *PE/VC* na economia Brasileira possuem origens e estruturas diferentes, e podem ser constituídos no Brasil ou no exterior. Suas categorias são:

### Organizações Gestoras

**Independentes** – Não pertencem a nenhuma instituição financeira ou grupo empresarial, e possuem equipe de gestão (os chamados gestores de *PE/VC*) totalmente independente. Essas organizações têm seu capital fechado ou, em alguns casos, aberto em bolsa de valores. A estrutura independente de capital fechado é a categoria mais típica de organizações gestoras de *PE/VC* ao redor do mundo e se caracterizam por captar e gerir recursos de terceiros. Outros, são gestores de investimentos em ativos financeiros (excluídos os *hedge funds*) que possuem alocação específica de sua carteira e equipes profissionais designadas para gerir exclusivamente os investimentos de *PE*.

**Corporate Venture** – São estruturas de corporações ou conglomerados empresariais que alocam recursos a um determinado departamento ou divisão com o intuito de realizar investimentos de *PE/VC*, normalmente em negócios nascentes ou pequenas empresas inovadoras de alto impacto. Notem que alocações de recursos de empresas ou conglomerados empresariais em veículos de *PE/VC* geridos por terceiros não são contabilizados nesse trabalho (*Corporate Ventures*). Intel Capital, Google Ventures, Siemens Venture Capital, Dow Venture Capital e Votorantim Novos Negócios são exemplos de *corporate ventures*.

### Subsidiárias de *PE/VC*

#### ligadas a Instituição

**Financeira** – Alguns bancos e instituições financeiras atuam na indústria de *PE/VC* diretamente ou por meio de um departamento, divisão, subsidiária ou dentro de sua estrutura de administração de recursos (*asset management*).

#### Gestores de *PE/VC*

**do Setor Público** – Embora o setor público atue, prioritariamente, como investidor, terceirizando a gestão de suas alocações de recursos em *PE/VC*, algumas instituições públicas fazem esses investimentos em empresas diretamente. No Brasil, temos o BNDES como uma estrutura gestora típica do setor público.

No Brasil, verifica-se a existência de um modelo empreendedor que caracteriza a indústria, dada a concentração de 73% das organizações gestoras na categoria “independentes”, de acordo com as categorias acima.

## 2.2.2. Investidores

Dadas as características de baixa liquidez, elevado risco e alta expectativa de retorno, os veículos de PE/VC são especialmente atrativos para investidores com elevado nível de riqueza e com longo horizonte de investimento – ricos investidores individuais, investidores institucionais (companhias seguradoras e fundos de pensão), *trusts* e *endowments*, empresas, *holdings* bancárias, instituições multilaterais etc. Dada a importância do PE/VC para a criação de empresas, geração de empregos e investimentos em tecnologia e inovação, vários países têm visto na promoção do PE/VC um mecanismo para potencializar o crescimento econômico, a inovação e a competitividade. Por esta razão, também é comum encontrar entre os investidores de PE/VC agências de fomento, instituições multilaterais, bancos oficiais etc.

Além dos investimentos tradicionais de PE/VC, também é importante os empreendedores conhecerem duas importantes modalidades para o financiamento de novos negócios, empresas nascentes e projetos empreendedores. Nestas, o empreendedor pode: (i) acessar pessoas com alto patrimônio (*high net worth individuals*), experiência e espírito empreendedor que podem estar dispostos a apoiá-lo em seu projeto; ou (ii) ser financiado por um grupo de indivíduos para identificar e adquirir um negócio em um setor onde tenha bastante conhecimento ou uma empresa que ele saiba que tem problemas de gestão e como eles podem ser sanados. São elas, respectivamente, o investimento anjo e a constituição de um *search fund*.

## 2.3. Arcabouço Institucional

A estruturação de operações de investimento tem, via de regra, dois principais pontos de partida, a saber (i) qual a melhor estrutura que garanta segurança jurídica ao negócio; e (ii) qual a estrutura mais eficiente para o negócio do ponto de vista financeiro-tributário.

À medida que grande parte dos investidores de PE/VC está sediada no exterior, a estrutura utilizada pelos gestores dos veículos de PE/VC para a captação dos recursos busca criar um ambiente favorável para tais investidores.

Para facilitar o processo de educação de investidores dessa natureza em operações no Brasil, durante muito tempo a indústria Brasileira de PE/VC fez uso de estruturas tradicionais, já utilizadas para investimentos em outros países, que facilitaram a atração de recursos. Tais estruturas garantiam aos investidores que, independentemente do sucesso ou não do investimento em si, o investidor teria investido num veículo em que ele (i) já tinha familiaridade quanto à estrutura financeira e tributária; e (ii) dava a ele a segurança jurídica desejada para seu relacionamento com os demais investidores e, principalmente, com o gestor do veículo.

### 2.3.1. Estruturas de Investimento

Podemos dividir as estruturas dos veículos de investimentos de PE/VC no Brasil em dois ciclos. O primeiro foi o período anterior à criação de um ambiente regulatório com foco exclusivo em investidores de PE/VC.

O segundo período é posterior à criação de referido ambiente regulatório (Instrução CVM 209/94, que dispõe sobre os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) e Instrução CVM 391/2003, que dispõe sobre os Fundos de Investimento em Participações (FIPs) e Instrução CVM 462, sendo certo que o grande impulso aconteceu com a promulgação da Lei Nº 11.312/2006 que reduziu a zero a alíquota de imposto de renda sobre os ganhos auferidos por investidores nos FMIEEs e FIPs.

#### 2.3.1.1. Primeiro Ciclo

As estruturas do primeiro ciclo consistiam na criação de um veículo de investimento de PE/VC localizado em uma jurisdição estrangeira. Os direitos e deveres dos investidores estão normalmente descritos em um documento denominado *partnership agreement*, igualmente regido por lei estrangeira.

O “*partnership agreement*” define quem é o *general partner*, que nada mais é do que o gestor do veículo, com obrigações fiduciárias em relação ao veículo e os investidores. Os investidores são qualificados como *limited partners*, os quais têm a obrigação de investir no veículo conforme seu compromisso de subscrição, mas não levam para si as obrigações de administração dos recursos. A estrutura é montada de forma que os *limited partners* possam investir e recuperar o investimento da forma mais eficiente do ponto de vista tributário e financeiro.

Na ponta do investimento, o veículo localizado no exterior faria então um investimento em uma sociedade Brasileira, fosse ela a própria sociedade-alvo do negócio (i.e. empresas investidas) ou uma sociedade *holding* (i.e. veículos que investirá nas empresas alvo do negócio). Do ponto de vista de atratividade do negócio para o investidor, os *general partners* incluíam em suas modelagens para o negócio que na saída do investimento haveria o pagamento de imposto de renda sobre o eventual ganho de capital na operação a uma alíquota que podia variar de 15 a 25%, dependendo da jurisdição em que o veículo de investimento estiver localizado. (EMPEA e Coller Capital, 2010).

#### 2.3.1.2. Segundo Ciclo

Com a demanda crescente de empresas Brasileiras por capital, aliada à atratividade de investimento no Brasil, a indústria de PE/VC vem crescendo a passos notáveis. Essa onda tomou maior força com o

crescimento do Mercado de Capitais Brasileiro que deu às organizações gestoras uma nova oportunidade de saída para o investimento, por meio das ofertas públicas de ações das companhias investidas.

Antevendo a necessidade de um arcabouço regulatório e atendendo às demandas do mercado, a CVM trabalhou na criação das instruções que regulam os FMIEEs e FIPs. Por certo, um dos grandes motivadores implementar no Brasil estrutura semelhante que até então era feita no exterior. O que deu o grande impulso à criação de fato de estruturas locais no modelo CVM foi o benefício fiscal trazido pela Lei Nº 11.312/2006, observados os requisitos estabelecidos na lei. Somente depois de a lei ter sido sancionada é que as estruturas locais passaram a ser utilizadas em maior escala. Outro importante motivador foi o ajuntamento dos veículos CVM às necessidades e requisitos para investimento dos Fundos de Pensão. Investidores locais passaram efetivamente a realizar os investimentos por meio de FIPs, daí para frente.

A contínua utilização dos FIPs como veículos dos investimentos não representou um completo abandono do modelo anteriormente citado. Muitas organizações gestoras ainda utilizam o modelo do primeiro ciclo, com estrutura sediada no exterior, compromissos de aportar capital e relacionamento entre o *general partner* e os *limited partners* regidos pelo *partnership agreement*.

O modelo é utilizado, principalmente, para acomodar investidores estrangeiros que ainda preferem a segurança e o modelo tributário de jurisdições a que eles e seus *limited partners* estejam acostumados, sendo o FIP utilizado nesses casos como veículo para o investimento local.

Já se verifica neste ano que o maior volume de investimentos de PE/VC no Brasil e o aumento do número de organizações gestoras presentes no país, especialmente locais, tendem a tornar o modelo CVM predominantemente na indústria de PE/VC Brasileira.

### **2.3.2 Quadro de Referência Institucional para Veículos de PE/VC e seus Investimentos nas Empresas**

Apesar da crescente atuação dos veículos de PE/VC no Brasil, seja por meio de investimentos estrangeiros diretos ou por meio da constituição de veículos de investimentos locais, é importante notar que não há, na legislação Brasileira, qualquer diferenciação entre os direitos e prerrogativas de veículos de PE/VC e os demais acionistas e/ou quotistas minoritários das sociedades Brasileiras. Assim sendo, investimentos minoritários por parte de veículos de PE/VC nas empresas do portfólio dos fundos gozariam, em princípio, apenas dos direitos atribuídos pela legislação Brasileira aos acionistas e quotistas minoritários. Além disso, a aquisição de participação em companhias abertas Brasileiras não garante aos veículos de PE/VC especialmente qualquer

privilégio adicional, além daqueles estabelecidos na Lei das S.A. (Lei Nº 6.404/76, reformada pela Lei Nº 9.457/97, pela Lei Nº 10.303/01, pela Lei Nº 11.638/07 e pela Lei Nº 11.941/09) e na regulamentação da CVM, que são sempre estabelecidos em função da porcentagem da participação detida no capital social da sociedade, e não em relação ao tipo de acionista minoritário detentor de tal participação.

Sendo assim, a forma mais comumente adotada pelas organizações gestoras de PE/VC para obter direitos diferenciados nas sociedades em que investem – tais como o direito de influenciar na administração, veto em determinadas deliberações, *tag along*, *drag along* etc – é por meio de celebração de Acordos de Acionistas (e/ou de Quotistas) com os acionistas controladores de tais sociedades.

Em função da incerteza existente nos anos 90 quanto a exequibilidade de acordos de acionistas no Brasil, conforme mais detalhadamente abordado a seguir, a experiência prática vem mostrando que muitos investimentos PE/VC no Brasil foram feitos por meio da aquisição de controle das sociedades investidas.

Tendo sido reconhecida esta situação de relativa insegurança jurídica para investimentos minoritários, seja por veículos de PE/VC ou não, e as consequências para o não-desenvolvimento de diversos setores importantes para a economia do País, tais como o Mercado de Capitais e a própria indústria de PE/VC, por exemplo, passou-se a se fazer um esforço legislativo e institucional no sentido de fortalecer o Mercado de Capitais Brasileiro, com maior proteção aos acionistas minoritários, adoção de padrões de governança corporativa (com criação de níveis diferenciados de negociação de ações em bolsa de valores) e transparência, preocupações com *accountability* e profissionalização das companhias abertas, etc. Todos esses fatores levaram, efetivamente, a um ambiente mais seguro para investimentos minoritários, se comparado ao ambiente existente à época em que se iniciaram os investimentos por veículos de PE/VC no Brasil, no início da década de 90.

A seguir, analisamos os direitos conferidos às organizações gestoras de PE/VC, na qualidade de acionistas minoritários, tendo em vista alterações havidas na legislação societária Brasileira, e a exequibilidade de acordos de acionistas tanto no poder Judiciário quanto por meio do uso de procedimentos arbitrais, que é a outra forma adotada pelas organizações de PE/VC para ter direitos diferenciados em seus investimentos. Abordaremos ainda, resumidamente, aspectos da Lei de Falências Brasileira. Não é objeto desse estudo a análise de questões tributárias que impactam o investimento de PE/VC.

### **2.3.2.1 Veículos de Investimento de *Private Equity* e *Venture Capital***

Antes de ingressarmos na análise dos direitos dos acionistas/quotistas minoritários com o intuito de concluir até que ponto a proteção conferida por tais direitos efetivamente atende às preocupações das

organizações gestoras de PE/VC ao realizar determinado investimento, cabe fazer uma breve análise dos esforços que tem sido feito para desenvolvimento da indústria de PE/VC no Brasil por meio do desenvolvimento de veículos de investimento.

Do ponto de vista jurídico, além do ambiente de insegurança jurídica já brevemente mencionado acima, pode-se atribuir a falta de investimento em PE/VC por investidores institucionais à falta de regulamentação específica e adequada até 2003. Em 2003, porém, a CVM emitiu a Instrução 391 que procurou atender a preocupação com a falta de regulamentação adequada para essa indústria.

A CVM já havia tentado regulamentar de certa forma a indústria de PE/VC no Brasil em oportunidades anteriores (em 1994 e 1999), por meio das Instruções Nº 209/94 e Nº 302/99. A Instrução CVM 209 regulamenta a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes, mas tem aplicação limitada aos investimentos feitos em companhias com faturamento líquido inferior a R\$ 100.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de reais), valor adotado para se considerar determinada empresa como emergente de acordo com a consolidação das instruções CVM Nº 225/94, 236/95, 246/96, 253/96, 363/02 e 368/02. A Instrução CVM 302 dispõe sobre os Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários de Companhias Abertas, não abrangendo, portanto, valores mobiliários de companhias fechadas.

A Instrução CVM 391 dispõe sobre os Fundos de Investimento em Participações (FIPs) e procurou atender às reclamações de falta de regulamentação para investimentos em PE/VC por veículos locais. Tal preocupação se verifica não só no fato de que tais veículos de investimento podem investir em valores mobiliários de companhias abertas ou fechadas, mas também na medida em que diversas preocupações de investidores de PE/VC foram expressamente abordadas no texto da instrução.

Assim, a Instrução 391 determina que o FIP participará do processo decisório da companhia investida, terá efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão da companhia investida, notadamente por meio da indicação de membros do Conselho de Administração. Prevê, ainda, que tal participação na gestão da companhia investida pode se dar por meio da aquisição de ações integrantes do bloco de controle ou pela celebração de Acordo de Acionistas. Para as companhias fechadas que passem a integrar a carteira de investimentos do FIP, a Instrução 391 determina que certos padrões de governança corporativa sejam adotados, facilitando a adequação às regras aplicáveis às companhias abertas em uma futura abertura de capital, que tradicionalmente é um dos mecanismos de saída do investimento procurados pelas organizações de PE/VC.

Tanto o FIP é mais apropriado para investimentos em PE/VC que os registros da CVM indicam 275 fundos constituídos nesta modalidade, ao passo que existem apenas 29 FMIEEs a despeito da regulamentação relativa a este fundo ser mais antiga. Note que nem todos FIPs registrados na CVM são considerados veículos de investimento de PE/VC, pois esses são constituídos para estruturar um negócio apenas do ponto de vista tributário (ex. aquisições, reorganização societária, venda de participações, IPO, etc.) Muitas vezes isto é indicado pela presença de apenas um investidor naquela estrutura, sendo confirmado ainda mais pela presença, muitas vezes, de apenas uma empresa investida na qual se investiu todo o capital comprometido.

### **2.3.2.2 Direitos dos Acionistas Minoritários**

Como já foi mencionado, houve, nos anos recentes, uma crescente preocupação em reforçar os direitos dos acionistas minoritários.

### **2.3.2.3 Reforma da Lei das S.A.**

Em 2001, foi aprovada a reforma da Lei das S.A., por meio da Lei Nº 10.303/01, visando proteger e assegurar mais direitos aos acionistas minoritários, por meio de importantes inovações, estando algumas delas referidas abaixo. É importante ressaltar que em muitos casos os direitos somente se aplicam para acionistas de companhias abertas.

### **2.3.2.4 Direitos Aplicáveis aos Minoritários de Companhias Abertas**

- a) Fechamento de Capital: confere-se proteção aos acionistas minoritários da hipótese de fechamento de capital ao condicioná-lo à realização de oferta pública para aquisição das ações em circulação por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia aberta. A avaliação da companhia deve ser feita com base nos seguintes critérios adotados de forma isolada ou combinada: patrimônio líquido contábil, patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, fluxo de caixa descontado, comparação por múltiplos, cotação em bolsa ou outro critério aceito pela CVM. Adicionalmente, acionistas detentores de, pelo menos, 10% das ações em circulação podem requerer a revisão do preço constante da oferta pública.
- b) Representatividade no Conselho de Administração: prerrogativa dos acionistas minoritários (titulares de, pelo menos, 15% do capital votante) e acionistas preferencialistas (titulares de, pelo menos, 10% do capital social) de companhia aberta elegerem membros do Conselho de Administração em eleição em separado, cabendo ressaltar o posicionamento atual da CVM segundo o qual, na hipótese do capital social da companhia ser representado exclusivamente por ações com direito a voto, o percentual exigido para a eleição em separado é reduzido para 10% do capital votante.

- c) Direito de *Tag Along*: foi conferido aos acionistas titulares de ações ordinárias em caso de alienação de controle de companhias abertas, no valor de 80% do preço pago pelo controle, com a possibilidade de se estender o mesmo direito aos acionistas titulares de ações preferenciais negociadas em bolsa de valores.

### 2.3.2.5 Direitos Aplicáveis aos Minoritários de Companhias Abertas ou Fechadas

- a) Limite para emissão de ações preferenciais: redução do limite máximo para emissão de ações preferenciais sem direito de voto, que passou de 2/3 para 50% do capital social.
- a) Resgate de Ações: o resgate de determinada classe de ações somente será efetuado se aprovado por mais da metade de acionistas da classe atingida, reunidos em Assembleia Especial, exceto se de outra forma previsto no estatuto social da companhia.
- b) Representatividade no Conselho Fiscal: os membros do Conselho Fiscal passaram a ter mais prerrogativas individuais de investigação e fiscalização da administração na representação dos acionistas minoritários (os titulares de, pelo menos, 10% do capital votante e os acionistas preferencialistas podem eleger membro do Conselho Fiscal em eleição em separado).

Além dos direitos acima mencionados, foram introduzidas outras importantes alterações no que se refere a Acordos de Acionistas e a introdução da arbitragem como mecanismo de solução de conflitos, procurando facilitar a execução dos direitos atribuídos aos minoritários. Abordaremos tais temas mais detalhadamente abaixo, ao tratarmos da exequibilidade dos Acordos de Acionistas.

Outra importante forma de expressão da preocupação de se desenvolver o Mercado de Capitais Brasileiro foi a criação, pela BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (atual denominação da BOVESPA), de níveis diferenciados de negociação de valores mobiliários de acordo com o nível de governança corporativa adotado pelas companhias listadas.

### 2.3.2.6 Níveis de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA

Em dezembro de 2000, a BM&FBOVESPA estabeleceu seus segmentos de negociação de ações categorizadas por níveis diferenciados de seus Níveis de Governança Corporativa – Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado – que correspondem a regras graduadas de adoção de práticas de governança corporativa, às quais as companhias abertas podem aderir. Tal adesão é opcional, mas, uma vez feita a opção, os Regulamentos da BM&FBOVESPA para cada um dos Níveis de Governança Corporativa devem ser adotados, e a saída da companhia de tais níveis somente poderá ser realizada observando-se os procedimentos de saída estabelecidos no respectivo Regulamento.

Além disso, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA) e a Associação Nacional de Bancos de Investimentos (ANBID), em seu código de autorregulação para ofertas públicas de distribuição e aquisição de valores mobiliários, que deve ser observado pelos bancos de investimentos associados à ANBIMA, determina que seus associados somente devem participar de ofertas públicas cujos emissores tenham aderido, ou se comprometido a aderir no prazo de 6 meses, a, pelo menos, o Nível 1 de Governança Corporativa. Consequentemente, todos os recentes IPO's realizados no Brasil foram feitos com a companhia aderindo a um dos níveis diferenciados de governança corporativa (notadamente o Novo Mercado).

O Novo Mercado contava com 131 companhias listadas, sendo 97 do novo mercado neste período de 2004 a 2011.

As principais características de cada um dos Níveis de Governança Corporativa são apresentadas abaixo:

**a) Nível 1:**

- Maior transparência e prestação de informações adicionais nas Demonstrações Financeiras Anuais e Trimestrais;
- Realização de Reuniões Anuais pela companhia com o público, para apresentação da situação econômico-financeira, projetos e perspectivas da companhia;
- Divulgação de calendário com eventos corporativos da Companhia;
- Divulgação mensal das negociações com ações da companhia por parte dos seus administradores;
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;
- Manutenção de um percentual mínimo de 25% de ações em circulação, a fim de melhorar a liquidez e a pulverização das ações no mercado;
- Adoção de procedimentos especiais para distribuições públicas;
- Proibição de emissão de partes beneficiárias; e
- Saída do Nível 1 somente mediante aprovação prévia da Assembleia Geral e mediante comunicação prévia à BM&FBOVESPA com 30 dias de antecedência.

**b) Nível 2:**

- Adoção de todas as regras aplicáveis ao Nível 1 (acima apresentadas);
- Divulgação de informações financeiras em padrões internacionais, observando-se o US GAAP e o IAS, traduzidas para o inglês;
- Conselho de Administração composto por ao menos 5 (cinco) membros, a fim de aumentar as chances de eleição de membros por acionistas minoritários, em casos de eleição pelo sistema do voto múltiplo;

- Mandato unificado de até 2 anos para membros do Conselho de Administração e, ainda, exigência de que no mínimo, 20% dos membros sejam conselheiros independentes (sem vinculação com os acionistas controladores);
- Direito de voto para ações preferenciais não votante em determinados casos, tais como incorporação, fusão, cisão, avaliação de bens, aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo, entre outros;
- *Tag along* para os acionistas minoritários (ordinaristas e preferencialistas) em caso de alienação de controle, pelo valor de 100% para os ordinaristas, e 80% para os preferencialistas, sobre o preço pago pelo bloco de controle;
- Adoção de arbitragem na Câmara de Arbitragem da BM&FBOVESPA para solucionar conflitos entre os acionistas e a companhia; e
- Em caso de saída do Nível 2 ou fechamento de capital, o controlador deverá fazer uma oferta pública para aquisição das ações dos minoritários, pelo preço a ser definido em laudo preparado por empresa especializada.

c) *Novo Mercado*:

- Adoção de todas as regras aplicáveis aos Níveis 1 e 2 (anteriormente apresentadas);
- Emissão exclusiva de ações ordinárias; e
- *Tag along* para os demais acionistas em caso de alienação de controle, pelo valor de 100% sobre o preço pago pelo bloco de controle.

A adesão cada vez maior de companhias aos níveis diferenciados de governança corporativa, motivadas pelos ganhos econômicos decorrentes da maior valorização de suas ações, evidencia o sucesso dessa iniciativa da BM&FBOVESPA. Pode-se dizer, neste ponto, que de fato houve um fortalecimento do Mercado de Capitais Brasileiro a partir de 2001, com a crescente participação de acionistas estrangeiros, que em novembro de 2010 já representavam a maior participação nos negócios da BM&FBOVESPA, correspondente a 16,37% das compras e 15,89% das vendas, conforme tabela a seguir.

**Tabela 2.3 – Tipos de investidores (período: 01/02/2011 a 16/02/2011)**

| Tipos de Investidores                                   | Compras    |           | Vendas     |           |
|---|------------|-----------|------------|-----------|
|   | R\$ Mil    | Part. (%) | R\$ Mil    | Part. (%) |
| Pessoa Física   | 23.468.352 | 12,1      | 24.097.207 | 12,4      |
| - Inv. Individuais                                      | 22.246.564 | 11,5      | 22.821.912 | 11,8      |
| - Clubes de Inv.  | 1.221.789  | 0,6       | 1.275.294  | 0,7       |
| Institucional   | 32.020.264 | 16,5      | 32.575.578 | 16,8      |
| Inv. Estrangeiro  | 31.711.430 | 16,4      | 30.784.069 | 15,9      |
| Emp. Priv/Publ.   | 1.730.267  | 0,9       | 1.922.567  | 1,0       |
| Instit. Financeiras                                     | 7.833.606  | 4,0       | 7.389.772  | 3,8       |
| Outros  | 72.949     | 0,1       | 67.676     | 0,1       |
| <b>Total em R\$ Mil (Compras + Vendas): 193.673.738</b> |            |           |            |           |

Fonte: BM&FBovespa (2011)

Apesar de todos os avanços acima apresentados, cabe notar que o Mercado de Capitais Brasileiro ainda está em fase de desenvolvimento. Muitas companhias abertas ainda são detidas por grupos familiares que detêm a maioria absoluta dos votos em qualquer decisão, deixando pouco espaço para acionistas minoritários intervirem na administração, sendo que a maioria dos membros do Conselho de Administração é representante do acionista controlador ou, especialmente nas empresas familiares, são os próprios membros da família controladora. Com isso, os acionistas minoritários têm poucas chances de influência na administração das companhias, muitas vezes limitando-se a representar-se nas Assembleias.

Mas o cenário está mudando e o Mercado de Capitais Brasileiro encontra-se em franca expansão. Em agosto de 2010 havia 464 companhias listadas na BM&FBovespa. De fato, conforme pesquisa realizada pela Amcham-Brasil entre agosto e outubro de 2010, 49% das empresas entrevistadas disseram cogitar a possibilidade de abertura de capital. Atualmente, pelos menos oito companhias abertas Brasileiras (entre elas Natura S.A., Embraer S.A., Lojas Renner S.A. e PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações) caracterizam-se por ter o seu capital social pulverizado.

Além disso, no início do ano, a CVM lançou duas novas instruções normativas (Instrução CVM Nº 480/08 e Instrução CVM Nº 481/09) com o intuito de fortalecer a transparência do Mercado de Capitais Brasileiro.

A BM&FBovespa, por sua vez, realizou audiência com a participação de 159 companhias participantes dos níveis diferenciados de governança corporativa administrados por ela, que

culminou com certas alterações aos Regulamentos, fortalecendo ainda mais o comprometimento do mercado Brasileiro com as melhores práticas de governança corporativa desenvolvidas por todo o mundo.

### 2.3.2.7 Direito de Recesso

Aos acionistas minoritários é garantido o direito de se retirar da companhia e receber o valor de suas ações (valor patrimonial ou valor econômico, se previsto no Estatuto Social), caso sejam dissidentes na deliberação de certas matérias. Nos termos da Lei Nº 6.404/76, esse direito é definido como direito de recesso. As matérias que conferem direito de recesso nos termos da Lei Nº 6.404/76 são:

- a) Criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto;
- b) Alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida;
- c) Redução do dividendo obrigatório;
- d) Fusão da companhia, ou sua incorporação em outra;
- e) Participação em grupo de sociedades;
- f) Mudança do objeto da companhia;
- g) Cisão da companhia que implique em (a) mudança do objeto social; (b) redução do dividendo obrigatório; ou (c) participação em grupos de sociedades.

### 2.3.2.8 Outros Direitos de Minoritários

Além dos direitos acima mencionados, a legislação Brasileira confere outros direitos aos acionistas minoritários, os quais, contudo, conferem um nível de proteção muito deficiente, conforme exposto a seguir:

- (i) Qualquer acionista tem direito a:
  - a) Convocar a Assembleia Geral, sempre que a administração atrasar, por mais de sessenta dias, a convocação, nos casos previstos em lei ou no estatuto social;
  - b) Convocar a Assembleia Geral no caso de vacância de todos os cargos da diretoria e caso a companhia não possua Conselho de Administração;
  - c) Apresentar em Assembleia Geral oposição a deliberação de distribuição de dividendo inferior ao

- obrigatório ou a retenção de todo o lucro líquido;
- d) Requerer certidões dos assentamentos constantes dos livros da companhia;
  - e) Participar dos lucros sociais;
  - f) Participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;
  - g) Fiscalizar a gestão dos negócios sociais;
  - h) Promover ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados à companhia, se referida ação não tiver sido proposta no prazo de 3 (três) meses a partir da Assembleia Geral da companhia que deliberar promover tal ação;
  - i) Preferência para subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição;
  - j) Promover ação de responsabilidade civil contra a companhia controladora, pelos prejuízos causados ao patrimônio da companhia; e
  - k) Promover a liquidação da companhia, se os administradores ou a maioria dos acionistas deixarem ou se recusarem a fazê-lo.
- (ii) *Qualquer acionista ou grupo de acionistas de uma sociedade por ações que detenha, pelo menos, 5% do capital social, tem direito a:*
- a) Requerer judicialmente a apresentação dos livros da companhia;
  - b) Iniciar ação judicial contra membros da administração que causarem prejuízos à companhia, se esta não for proposta pela Assembleia Geral da companhia;
  - c) Obter informações do Conselho Fiscal;
  - d) Iniciar ação judicial visando a dissolução da companhia, quando seus objetivos sociais não puderem ser alcançados;
  - e) Nas companhias abertas, requerer a membros da administração informações sobre propriedade e negociação de ações e direitos de subscrição emitidos pela companhia e de informações relativas à remuneração e benefícios recebidos por tais membros; e
  - f) Convocar uma Assembleia Geral de acionistas sempre que a administração da companhia não a convoque dentro de 8 (oito) dias contados do requerimento apresentado por esses acionistas.
- (iii) *Do capital votante, tem direito a:*
- g) Convocar a Assembleia Geral de acionistas sempre que a administração da companhia não atender, no prazo de 8 (oito) dias, a pedido de convocação de Assembleia para a instalação de conselho fiscal (art. 123, parágrafo único, d).

(iv) *Das ações sem direito a voto ou voto restrito, tem direito a:*

- a) Convocar a Assembleia Geral de acionistas sempre que a administração da companhia não atender, no prazo de 8 (oito) dias, a pedido de convocação de Assembleia para a instalação de conselho fiscal (art. 123, parágrafo único, d); e
- b) Requerer à Assembleia Geral a instalação do Conselho Fiscal da Companhia.

(v) Qualquer acionista ou grupo de acionistas detentor de, pelo menos, 10%:

(vi) *Do capital votante, tem direito a:*

- a) Requerer à Assembleia Geral que instale o Conselho Fiscal;
- b) Eleger, em votação separada, um dos membros do Conselho Fiscal; e
- c) Requerer a adoção do sistema de votação múltipla na eleição dos membros do Conselho de Administração.

(vii) *Das ações sem direito a voto ou voto restrito, tem direito a:*

- a) Nas companhias abertas, eleger e destituir um membro e seu suplente do Conselho de Administração, em votação em separado na Assembleia Geral.

### 2.3.2.9 Sociedades Limitadas

Embora a grande maioria dos esforços para desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiros e para maior proteção aos acionistas minoritários leve em consideração investimentos feitos em sociedades por ações, a maioria das sociedades legalmente constituídas e existentes no Brasil adota a forma de sociedade limitada.

Existe, desta forma, certa falta de instrumentos jurídicos positivados que confirmam proteção aos minoritários em sociedades limitadas (exceto pela obrigação de sociedades limitadas de grande porte manterem contabilidade nos termos exigidos pela Lei Nº 6.404/76 para as companhias). Por outro lado, quase a totalidade dos aspectos relevantes da sociedade é tratada no contrato social, cuja alteração somente pode ser feita por sócios representando ao menos 75% do capital social, conferindo, indiretamente, proteção ao sócio minoritário detentor de, pelo menos, 25% do capital social.

Adicionalmente, os sócios podem celebrar Acordos de Quotistas, de forma a regular seus direitos na sociedade, tais como *tag along*, *drag along*, direito de preferência e preço mínimo, administração, reso-

lução de conflitos por arbitragem, entre outros. A falta de disposição legal expressa sobre a possibilidade de celebração de Acordo de Quotistas, no entanto, traz preocupações adicionais à exequibilidade de tal acordo, tema que passamos a abordar.

### **2.3.3 Enforceability dos Direitos dos Minoritários**

Na perspectiva de um investidor de PE/VC, um problema tão grave quanto a falta de proteção aos acionistas minoritários é a falta de eficácia de tais direitos.

#### **2.3.3.1 Acordos de Acionistas**

Como mencionado acima, tendo em vista a proteção insipiente dada pela legislação Brasileira aos acionistas minoritários, apesar de tal proteção ter apresentado uma melhora com a reforma da Lei Nº 6.404/76, os investidores de PE/VC normalmente procuram assegurar seus direitos de participação na gestão da companhia investida e regular o procedimento para venda de sua participação (dada a natureza do investimento de PE/VC) por meio da celebração de Acordos de Acionistas.

Ainda, antes da reforma da Lei Nº 6.404/76, estava claramente previsto que os Acordos de Acionistas arquivados na sede social deveriam ser respeitados pela companhia e os ônus e obrigações decorrentes do Acordo de Acionistas seriam oponíveis a terceiros se averbados nos livros de registro e certificados de ações, se emitidos. No entanto, sempre houve discussões sobre a possibilidade e os efeitos da execução específica de Acordos de Acionistas, notadamente no caso de acordos sobre voto.

Ademais, outras discussões também existiam no sentido de que somente caberia execução específica caso o acionista vinculado a um Acordo de Acionistas comparecesse à Assembleia Geral e proferisse voto em sentido contrário ao previsto no Acordo ou em branco. Caso o acionista simplesmente não comparecesse à Assembleia, não haveria como pleitear execução específica, posto que a sentença não poderia ter o efeito de conduzir o acionista à Assembleia Geral.

Com o intuito de por fim às discussões acima mencionadas e conferir maior certeza de que direitos contratados em Acordos de Acionistas sejam eficazes e executáveis, se necessário, introduziu-se, na reforma da Lei Nº 6.404/76, importantes alterações nas disposições legais que tratam dos Acordos de Acionistas.

De fato, com os novos §8º e §9º do art. 118 da mesma lei, determinou-se que o presidente da Assembleia Geral ou do órgão colegiado de deliberação da companhia (notadamente o Conselho de Administração) não computará o voto proferido com infração ao Acordo de Acionistas devidamente arquivado na sede social da companhia, e o não-comparecimento do acionista ou membro do Conselho de Administração da companhia vinculado a Acordo de Acionistas à Assembleia Geral ou às reuniões da administração da companhia, bem como a abstenção de voto por tal acionista ou conselheiro, conferem ao acionista prejudicado o direito de votar com as ações do acionista omissos ou ausente, ou pelo conselheiro ausente ou omissos.

Ainda persistem, no entanto, discussões sobre a plena validade de algumas disposições comuns de Acordo de Acionistas, tais como o voto em bloco definido em reunião prévia de acionistas e a vinculação de administradores da companhia ao Acordo de Acionistas.

### 2.3.3.2 Arbitragem

Por fim, cabe mencionar que outra tentativa de se conferir maior *enforceability* aos direitos de acionistas minoritários se deu por meio da inclusão da arbitragem como mecanismo de solução de conflitos entre acionistas.

A Lei Nº 9.307/96 permitiu o desenvolvimento da arbitragem no Brasil, garantindo a eficácia de cláusulas compromissórias inseridas em contratos em geral, incluindo Acordo de Acionistas, e conferindo às sentenças arbitrais os mesmos efeitos que as sentenças judiciais. Além disso, o Brasil hoje é parte da Convenção de Nova York de 1958, o que possibilita também um processo de homologação de sentenças estrangeiras (no Brasil perante o Superior Tribunal de Justiça) segundo os padrões internacionais.

Corroborando a política legislativa em prol da arbitragem, o art. 109, §3º, da Lei Nº 6.404/76 (acrescentado pela Lei Nº 10.303/2001) dispõe expressamente que o estatuto social da companhia pode estabelecer que divergências entre acionistas e a companhia e entre os acionistas controladores e minoritários poderão ser solucionadas por meio de arbitragem, nos termos que forem especificados no estatuto.

No mesmo sentido, o Regulamento do Novo Mercado da Bovespa estimula que empresas com ações listadas em bolsa adotem a arbitragem como forma de dirimir conflitos entre a sociedade e seus acionistas ou órgãos sociais ao listar entre as práticas obrigatórias para que uma companhia seja admitida no Nível 2 e no Novo Mercado a inserção de cláusula compromissória em seu estatuto.

### 2.3.3.3 Lei de Falências

Cabe, ainda, mencionar que a Lei Nº 11.101/05 tem como um dos objetivos contribuir para o desenvolvimento da atividade empresarial no Brasil, especialmente ao substituir o antigo procedimento da concordata pelo da recuperação, visando criar uma alternativa real e viável para o levantamento das empresas em condições de pré-insolvência. Tal proposta por si só já contribui para a segurança do investidor de PE/VC e, ainda criou uma oportunidade de investimento nova que pode ser atrativa das organizações gestoras de PE/VC.

De fato, a Lei Nº 11.101/05 determina que o adquirente de ativos da companhia em recuperação incluindo filiais, unidades operacionais, entre outros, que podem vir a ser segregados em uma subsidiária da companhia em recuperação, não assumirá tais bens com ônus, ao prever, em seu art. 141, que “não haverá sucessão ao arrematante nas obrigações do devedor, inclusive as de natureza tributária, as derivadas da legislação do trabalho e as decorrentes de acidente de trabalho”.

### 2.3.3.4 Possibilidade de Desenvolvimentos Jurídicos no Futuro

Com base em exemplos concretos de discussão do exercício dos direitos de acionistas minoritários em companhias Brasileiras, identificamos algumas ideias de alterações legislativas que podem ser importantes para fortalecer o conjunto de direitos a acionistas minoritários:

- (i) Admissão de ações ordinárias de classes diferentes em companhias abertas. Esse mecanismo possibilitaria aos veículos de PE/VC subscrever ações ordinárias de uma classe especial em companhias abertas com direitos especiais, mesmo sem que essa classe de ações detenha a maioria dos votos;
- (ii) Admissão de voto plural. Com esse tipo de voto é possível estruturar arranjos societários nos quais um acionista tem mais votos que outro independentemente da participação no capital social;
- (iii) Incremento dos poderes da CVM, de forma a possibilitar a intervenção e prevenção de atos societários lesivos aos minoritários ou violadores de Acordos de Acionistas ou de disposições legais. Atualmente os poderes da CVM são restritos em termos de interferência em atos de acionistas; e
- (iv) Reconhecimento expresso pelo Código Civil Brasileiro de direitos tipicamente negociados nos investimentos de PE/VC, tais como: *tag along* e *drag along rights*, *registration rights*, e *forced sale/liquidation rights*.

### 2.3.4 Autorregulação e Melhores Práticas de Gestão de FIP/FIEE no Brasil

Em dezembro de 2010, a ABVCAP e a ANBIMA instituíram um Código ABVCAP/ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de Fundos de Investimento em Participação (FIPs) e Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FIEEs). Esse código passará a vigorar em março de 2011, com o objetivo de aprimorar e desenvolver práticas de gestão e de informação supervisionadas por um Conselho de Regulação, constituído por participantes de ambas as entidades ABVCAP e a ANBIMA signatárias do Código.

O objetivo do Conselho de Regulação é estabelecer parâmetros pelos quais se devem orientar as atividades das Organizações de PE/VC e seus gestores, relacionadas à constituição e funcionamento de Fundos de Investimento em Participação (FIPs), Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FIEEs), bem como de Fundos de Investimento em Cotas de FIPs e/ou FIEEs, visando, principalmente: propiciar a transparência no desempenho de suas atividades, ao permitir melhor quantificação e acompanhamento do desenvolvimento do setor; promover a padronização de suas práticas e processos; promover a sua credibilidade e adequado funcionamento; manter os mais elevados padrões éticos e consagrar a institucionalização de práticas equitativas; elevar os padrões fiduciários e promover as melhores práticas do mercado; e viabilizar, no que couber, a compatibilização e integração gradativa do mercado Brasileiro de FIPs/FIEEs com o mercado internacional de *Private Equity* e *Venture Capital*.

Além disso, ao Conselho, compete: (i) conhecer e analisar os relatórios que lhe forem encaminhados pela Comissão de Acompanhamento; (II) instaurar, sempre motivadamente, os processos por descumprimento das regras previstas para FIPs e FIEEs; (III) conhecer e julgar, em instância única, os processos referidos, impondo as penalidades cabíveis; (iv) emitir deliberações; (v) emitir pareceres de orientação, inclusive a respeito da periodicidade e dos critérios para avaliação dos ativos do FIP/FIEE; (vi) editar súmulas; (vii) decidir sobre pedidos de dispensa de qualquer procedimento e/ou exigência previstos na regulamentação vigente; (viii) requerer, às Instituições Participantes, explicações informações e esclarecimentos adicionais acerca da observância das regras e princípios pré-determinados; (ix) instituir mecanismos de supervisão a serem desempenhados pela Área de Supervisão; e (x) fixar o valor e a forma de aplicação de multas por descumprimento de regulamentação.

A adesão a estas regras é mandatória a todas as Instituições Participantes (membros efetivos da Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP) e instituições filiadas à Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). A administração, gestão de carteira e distribuição de cotas de FIP/FIEE ficam sujeitas a regulamentação imposta pelo Conselho de Regulamentação.

Para que esta regulamentação ocorra de forma eficaz, foi desenvolvida uma Área de Informação, composta por funcionários da ABVCAP, com o objetivo de manter uma base de dados com informações referentes aos fundos participantes. Além disso, essa área objetiva a conformidade das informações enviadas pelas Instituições Participantes, e, informa à Área de Supervisão sempre que identifica indícios de descumprimentos às regras previstas pela regulamentação.

Adicionalmente, estabeleceu-se uma forma distinta de classificação dos fundos: será denominado Tipo 1 o FIP/FIEE que preveja, em seu regulamento, a instalação e o funcionamento de um Comitê de Investimentos, do qual participem representantes indicados pelos cotistas do fundo; Será classificado como Tipo 2 o FIP/FIEE que preveja, em seu regulamento: (i) a instalação e o funcionamento de um Comitê de Investimento, composto apenas por profissionais integrantes da administração ou da gestão do fundo, se esta última for realizada de forma independente; e (II) o funcionamento de um Conselho de Supervisão. Por fim, estabeleceu-se que será classificado como Tipo 3 o FIP/FIEE que não preveja, em seu regulamento, a instalação e o funcionamento de um Comitê de Investimentos.

Fica assim instituída uma proposta inovadora forma de autorregulamentação dos FIP/FIEE, com o objetivo de aprimorar e incentivar a atuação dos gestores e dos fundos dentro das melhores práticas neste mercado promissor de PE/VC do Brasil.

### 2.3.5 Veículos de Investimento

A atividade das organizações gestoras de PE/VC consiste no gerenciamento de um ou mais veículos de investimento. Tais veículos são estruturados de formas diversas. Como visto, mais usuais são *limited partnership*, *holdings*, fundos regidos pelas instruções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), ou divisões de empresas não-financeiras.

Instituído nos EUA pela *Uniform Limited Partnership Act* (ULPA) de 1916, a *Limited Partnership* é um dos veículos mais comuns em PE/VC nos EUA. Outros países como Canadá e Chile e alguns paraísos fiscais como as Ilhas Cayman, Panamá e Bermudas também incluíram em seus sistemas jurídicos a provisão para este tipo de estrutura. Porém esta não está prevista na legislação Brasileira. Uma das principais vantagens da *limited partnership* é a sua flexibilidade tributária. Os ganhos são tributados apenas no momento do resgate das cotas e cada investidor paga a alíquota à qual está sujeito. Na LP, o gestor assume a figura de *general partner* e os investidores recebem a denominação de *limited partner*. Em troca de seu distanciamento da gestão cotidiana do veículo e, conseqüentemente, do controle sobre a atividade de PE/VC, o *limited partner* não assume nenhuma responsabilidade legal sobre passivos que venham a

ultrapassar o montante de capital investido. No entanto, isso não o impede de participar do comitê de administração (*advisory board*) da LP. Já o GP assume todas as responsabilidades legais advindas do gerenciamento do veículo de investimentos (*limited partnership*).

Em uma *limited partnership* os *general partners* não podem ser destituídos, a não ser que haja uma violação dos termos de constituição da sociedade. Este aspecto é fundamental para o PE/VC: considerando o risco inerente aos investimentos de PE/VC e a importância de seu gerenciamento, a remuneração dos gestores precisa necessariamente ser variável e atrelada à performance dos investimentos (denominada *taxa de performance*). O componente fixo da remuneração (denominado *taxa de administração*) é menor que a variável e é normalmente destinado à cobertura das despesas administrativas. Como os resultados obtidos com os investimentos em geral se realizam financeiramente ao final da existência do veículo, a possibilidade de remanejamento do gestor coloca sobre este um risco inaceitável (trabalhar vários anos recebendo uma remuneração muito baixa e ao final ser destituído antes de receber sua parcela nos ganhos de capital).

No Brasil, até 1994 as empresas *holdings* eram os veículos mais apropriados para os investimentos típicos de PE/VC. Pela legislação Brasileira, as *holdings* podem exercer poderes de gestão, seja elegendo administradores, seja participando de órgãos de governança (conselho de administração, conselho fiscal etc.) das empresas controladas. No entanto, quando investem por meio de uma *holding*, os investidores de PE/VC tornam-se acionistas e, portanto, sujeitos às leis e regulamentos aplicáveis às sociedades anônimas. Assim, inexistente a segregação clássica entre investidor e seu administrador com papel nitidamente fiduciário. Como veículos de PE/VC, as *holdings* apresentam algumas deficiências que não são apresentadas pelas *limited partnerships*, dentre as quais: 1) os impostos sobre ganhos de capital realizados com a liquidação dos investimentos são recolhidos pela própria *holding*, significando que todos os investidores pagam a mesma alíquota que a empresa; 2) não têm duração limitada; 3) apresentam dificuldades para apropriação de créditos tributários; e 4) só pode receber investimentos de investidores estrangeiros qualificados se for uma empresa de capital aberto, incorrendo em todos os custos de manutenção de uma companhia aberta.

### 2.3.6. FI-FGTS

O Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS) é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio aberto, destinado ao investimento na construção, reforma, ampliação ou implantação de projetos em infraestrutura nos setores de rodovias, portos, hidrovias, ferrovias, energia e saneamento. Além disso, é administrado pela Caixa Econômica Federal, instituição financeira sob a forma de empresa pública, sob gestão do vice-presidente

de recursos de terceiros. O fundo possui como cotistas, apenas, o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e, quando autorizado pelo Conselho Curador do FGTS, o Fundo de Investimento em Cotas do FI-FGTS.

O funcionamento do fundo é regulamentado, fundamentalmente, pela ICVM 462. Esta regulamentação, é, em sua essência, distinta de ICVM 391. Ambas diferem ao estabelecer que a administração e gestão do fundo, que, no caso da instrução 391, compete-se à pessoa jurídica autorizada pela CVM. Os investimentos do fundo FI-FGTS são gerenciados por um comitê composto por doze membros, sendo seis membros representantes da sociedade civil com assento no Conselho Curador do FGTS, e, seis membros representantes dos órgãos e entidades do Governo Federal.

A característica distintiva central na gestão dos investimentos do FI-FGTS (em ações, debêntures, bônus de subscrição ou valores mobiliários conversíveis em ações) é que nem a ICVM 462 nem o regulamento do FI-FGTS requerem do gestor desse fundo (CEF) a efetiva participação no processo decisório das companhias ou empreendimentos em que investe, não lhe sendo requerido influir na gestão e estratégias dessas empresas ou empreendimentos. O requerimento de influir na gestão e estratégias das empresas em portfólio é central à natureza dos veículos de PE/VC (FIPs) constituídos sob o regime da ICVM 391. Por conta desta distinção, o FI-FGTS não foi incluído na indústria Brasileira de PE/VC, no presente censo.

A integralização inicial de recursos do fundo corresponde a R\$ 5 bilhões. Após a aplicação integral do valor inicial, a Caixa Econômica Federal poderá propor, ao Agente Operador do FGTS, integralizações adicionais de parcelas de R\$ 5 bilhões cada, até ser atingido o valor limite de R\$ 24,3 bilhões, equivalente a 80% do patrimônio líquido do FGTS. Os fatos acima descritos, implicam, em uma importante conclusão: o FIP-FGTS apresentarão uma participação muito significativa dos investimentos, geridos pelo setor governamental em infraestrutura no Brasil, podendo constituir-se em importantes oportunidades para coinvestimentos com veículos de PE/VC geridos pelo setor privado.

### **2.3.7. Comparativo de Brasil, Estados Unidos e Europa**

Até o ano 2000, os Estados Unidos ocupavam uma posição de destaque em relação a Europa no quesito quantidade total de negócios, montante investido, organizações gestoras e retornos de investimentos. Historicamente, os EUA apresentam-se como um mercado bastante inovador, ao possuir uma economia ampla e unificada que favorecia consistentemente empreendimentos inovadores de alto impacto. Outros fatores que favorecem a grande evolução do setor são: a liquidez e desenvolvimento do Mercado de Capitais do país possibilitavam alternativas importantes para saídas de PE/VC.

Desde o final dos anos 90, a Europa começou a adotar uma cultura mais voltada para a indústria de PE/VC. Atualmente, no que se refere a número de organizações, retornos, e volume total de negócios, as duas regiões são bastante próximas. O amplo crescimento da região Europeia foi baseado em dois fatores principais: maior aceitação e utilização do modelo de PE/VC, particularmente, com várias organizações gestoras iniciando operações na Europa Continental, e, financiamentos substanciais de dívidas para negócios de grande porte (*mega deals*). É preciso levar em conta que investimentos variam substancialmente dentro da Região Europeia, com o Reino Unido obtendo uma participação grande e desproporcional em número de negócios concluídos e de organizações gestoras.

Contudo, algumas diferenças interessantes ainda persistem. Embora, atualmente, a Europa realize um alto número de investimentos em VC, o valor total de investimentos *Early Stage* nos EUA continua significativamente maior. Além disso, os Estados Unidos possuem uma base maior e mais ativa de investidores-anjos. Os investimentos europeus em VC tendem a ser realizados em empresas menores e em estágios iniciais, de produção e desenvolvimento. Como resultado da base consistente de investidores anjos, e portfólios com investimentos iniciais mais focados, as atividades americanas de investimento em VC permanecem significativamente mais robustas do que as da Europa. Também, o apetite e aceitação do risco de investimentos iniciais por fundos de pensão e investidores institucionais é significativamente maior nos EUA. Para investimentos em PE, particularmente, as maiores e mais tradicionais transações ocorridas nos últimos cinco anos, a disponibilidade de financiamento por dívidas terá um grande impacto no total de atividade dos negócios nas duas regiões.

O Brasil, em comparação, apresenta um mercado ativo muito mais recente, com algumas características similares tanto à dos EUA quanto as da Europa, e também algumas particularidades. O país se beneficia de uma cultura fortemente empreendedora, e, como a Europa, de uma ampla quantidade de financiamentos e programas governamentais. A falta quase absoluta de financiamento por dívidas de longo prazo pelo setor bancário, leis trabalhistas mais rígidas, e um ambiente legal mais moroso na área fiscal, previdenciária e trabalhista tornam os negócios mais desafiadores.

Todavia, dada a forte performance e as perspectivas de crescimento da economia Brasileira, é muito provável que a indústria de PE/VC continue apresentando um crescimento acima da média mundial nos próximos anos. Altos índices de liquidez em fundos de pensão, a obtenção do grau de investimento, e o Mercado de Capitais bem regulamentado combinam em um cenário no qual o crescimento da indústria certamente será baseado na convivência equilibrada de investidores e gestores nacionais e estrangeiros.

### 2.3.7.1. Brasil

No Brasil, a entidade reguladora do Mercado de Capitais é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que, em vista da inexistência de veículos amplamente adequados aos investimentos de PE/VC no Brasil até 2003, instituiu em agosto de 2003 que se aproximam das *limited partnerships*. Assim, surgiram a Instrução CVM 209 de 1994 (instituindo os *Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes* – FMIEE) e a Instrução CVM 391 de 2003 (instituindo os *Fundos de Investimento em Participações* – FIP). Estes fundos, que funcionam sob a forma de condomínios fechados, são estruturas jurídicas especialmente voltadas para investimentos em empresas de capital fechado. Alguns dos elementos que tornam as *holdings* deficientes como veículos de PE/VC não estão presentes nos fundos FIP e FMIEE.

Por exemplo: 1) podem receber investimentos de investidores estrangeiros qualificados sem que sejam de capital aberto; 2) os fundos permitem uma tributação diferenciada aos seus cotistas: todos os ganhos provenientes dos fundos aparecem na forma de ganhos de capital e os impostos são recolhidos apenas no momento do resgate das cotas pelos investidores que recolhem impostos proporcionalmente às alíquotas às quais estão sujeitos. Além do mais, caso haja reinvestimento, os impostos são automaticamente postergados; 3) têm duração limitada; 4) são mais ágeis para a apropriação de créditos tributários; 5) apresentam maior facilidade para a cobrança da taxa de administração e 6) o processo de liquidação financeira dos investimentos é mais simplificado. Como principal desvantagem, existe a necessidade de transparência na gestão, o que muitas vezes é indesejável; como, por exemplo, o fornecimento de informações consideradas estratégicas pelo gestor.

A gestão do FMIEE é exercida por meio de pessoa física ou jurídica autorizada pela CVM. A administração e a governança dos fundos são exercidas segundo regulamento próprio do fundo, aprovado por uma Assembleia geral de cotistas cujas deliberações serão tomadas por maioria segundo a regra de um voto por cota. O prazo do FMIEE é limitado a dez anos, podendo ser prorrogado por uma única vez por mais cinco anos. Diferentemente do que ocorre com as *limited partnerships* nos EUA, as cotas das FMIEE, depois de integralizadas, poderão ser admitidas à negociação no mercado de bolsas ou de balcão com a aprovação da CVM. O número de investidores é limitado ao máximo de 35. Cada investidor deve subscrever individualmente valores não inferiores a R\$ 400 mil. A política de investimentos dos FMIEE é formalmente estabelecida no seu regulamento e deve atender a alguns requisitos mínimos fixados pela CVM tais como: 1) os investimentos devem ser feitos em valores mobiliários (ações, debêntures, bônus de subscrição) emitidos por uma companhia estruturada como sociedade anônima; 2) as empresas-alvo devem apresentar receita anual inferior a R\$ 100 milhões, não integrar grupo

econômico que tenha patrimônio líquido consolidado superior a R\$ 200 milhões e não apresentar no seu quadro societário ou de administração gestores do próprio fundo com participação superior a 10% do capital social.

O FIP foi outro importante marco na história da indústria de PE/VC no Brasil. Em relação aos FMIEE, os FIP: 1) removem a limitação de tamanho das companhias investidas (existente nos FMIEE), que podem também ser abertas ou fechadas; 2) regulamentam a participação dos gestores/administradores no processo decisório das companhias investidas; 3) adotam um modelo de governança do fundo composto de comitês de investimento e técnico e conselhos consultivos; 4) regulamentam processos decisórios de investimento e desinvestimento; 5) obrigam à transparência de informação para os cotistas e 6) requerem que as regras contábeis de avaliação de investimentos e cotas sejam estabelecidas no regulamento do fundo. A liberdade contratual entre as partes (gestores/administradores e cotistas) e o registro automático dos FIP na CVM conferem inegável flexibilidade ao instrumento para investimentos em PE/VC no Brasil. As organizações de PE/VC também podem instituir veículos de investimentos sob a instrução da CVM 409 de 2004. Dentre as diversas modalidades de fundos com designação padronizada pela CVM 409 estão os *fundos de ações* usados como veículos de PE/VC. Estes fundos devem manter 67% de sua carteira em títulos negociados em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado (especialmente adequados para investimentos do tipo PIPE e mezanino). As decisões de investimentos seguem diretrizes de uma política emanada de uma Assembleia geral de cotistas, cabendo ao gestor a execução dos negócios com títulos e valores mobiliários em nome do fundo. Pela CVM 409, os fundos podem se estruturar sob a forma de fundos abertos ou fechados, sendo nesse último caso dirigidos apenas a investidores qualificados, com requisito adicional de terem suas cotas registradas na CVM antes da distribuição.

### 2.3.7.2. Estados Unidos

O mercado financeiro norte-americano é baseado no direito comum (*Common Law*), e, tanto os tribunais federais como locais possuem ampla credibilidade. As leis federais criaram um quadro geral para o sistema e mercados financeiros baseado em atividades financeiras relevantes. Os pilares são: disciplina para comércio de ações, regras de governança corporativa, disciplina para seguros, fundos de pensão e regras gerais para bancos.

É impossível encontrar uma forma específica de investimentos de capital. Contudo, de um ponto de vista legal, os investidores dessa indústria podem ser: Fundos de *Venture Capital*, SBICs, *Corporate Ventures*, fundos de *buy outs*, bancos e investidores-anjo.

Nos EUA os investimentos em *Equity* são considerados simplesmente um empreendimento, e, não uma atividade financeira. Os *limited partnerships* demonstram um ciclo fixo de suas atividades de investimento, sendo que, ciclos de 10 anos são mais comuns, principalmente, pois a regulamentação americana fornece isenção fiscal para as empresas que se enquadrarem nesse perfil. A estrutura acionária dos *limited partnerships* é realizada por meio de duas categorias diferentes de socios: *Limited Partners* e *General Partners*. Em uma *limited partnership* o gestor é o GP, enquanto os fornecedores de capital são LPs. Os LPs são os investidores do fundo, eles não administram a empresa e sua responsabilidade está limitada a extensão de seu investimento. Todavia, a participação dos LPs na capitalização do fundo, normalmente, corresponde a 99% do total. Os GPs são os gestores das *limited partnerships*, e, são completamente responsáveis por todo o montante da dívida da empresa. Seus investimentos correspondem a aproximadamente 1% dos recursos comprometidos nos fundos de PE/VC. O grande sucesso das *Limited Partnerships* é baseado em dois fatores: sua simplicidade e o fato de que são caracterizadas por um sistema de tributação bastante transparente.

É impossível encontrar uma forma específica de investimentos de capital. Contudo, de um ponto de vista legal, os investidores dessa indústria podem ser: Fundos de *Venture Capital*, SBICs, *Corporate Ventures*, bancos e investidores-anjo. Atualmente, os fundos de *Venture Capital* constituem 60% do mercado americano de PE, e, todos os outros são enquadrados entre os 40% restantes.

### 2.3.7.3. Inglaterra

O mercado financeiro no Reino Unido, assim como o americano, é regido pela *Common Law*, e as leis, tanto federais como locais, são consideradas com grande credibilidade. Existe uma grande variedade de soluções legais para investimentos de capital, e, é impossível encontrar um formato específico de investimentos em *Equity*. Investidores de capital no Reino Unido utilizam os seguintes veículos: Fundos de *Venture Capital*, VCTs, bancos comerciais, investidores anjos e instituições públicas direcionadas. VCTs, ou, *Venture Capital Trusts*, são grupos de investidores que investem seus próprios recursos. No mercado de PE/VC do Reino Unido, fundos de *Venture Capital* e VCTs constituem 50% do total, enquanto os outros veículos representam o restante.

## 2.4. A Tributação dos Investidores dos Fundos e dos Investimentos de *Private Equity* e *Venture Capital* e das Empresas Investidas no Brasil

### 2.4.1. Brasil

Em um ambiente de competição internacional por investimentos, é evidente que aspectos estruturais como a estabilidade econômica e a disponibilidade de serviços básicos (ex. energia elétrica, logística,

transporte), dentre muitos outros, são fundamentais para a escolha do investidor. Não há dúvida, contudo, que regras favoráveis e claras são também cruciais para tal escolha. Assim, para que um país como um Brasil possa estimular os investimentos, é indispensável a modernização de sua legislação.

Nesse sentido, citamos como atualizações mais relevantes as mudanças na Lei das Sociedades Anônimas, com a Lei Nº 11.638, de 2007, e a Lei Nº 11.941, de 2009, as quais permitiram que a legislação contábil Brasileira começasse a convergir aos padrões internacionais determinados pelo *International Financial Reporting Standards* (IFRS).

Nosso escopo, no entanto, é tratar da legislação tributária. Nesse campo, ressaltamos a recente Lei Nº 12.249, de 2010, que trouxe para o Brasil as regras de *thin capitalization*, as quais visam a evitar um nível excessivo de endividamento com empresas vinculadas.

Já no que concerne o objeto deste estudo, isto é, os investimentos de PE/VC *Capital*, veículos de investimento específicos (ex. os FIP) já foram regulados pela CVM e pela legislação tributária Brasileira. Há de se destacar, também, um regime especial de tributação de não residentes em aplicações financeiras (especialmente em operações em bolsa), mas, em geral, o investidor de PE/VC está sujeito às regras padrão de tributação de pessoas físicas e jurídicas.

A seguir analisaremos 3 momentos distintos do investimento: (i) a capitalização e a tributação dela decorrente, (ii) a maturação e a tributação da sociedade investida durante esse período, e (iii) o desinvestimento e a tributação do ganho de capital para investidores residentes e não residentes.

### **2.4.1.1. Capitalização**

O presente tópico cuida das duas formas tradicionais de capitalização de sociedades, i.e., o investimento em dívida (*thin capitalization*) e partes representativas do capital social, ou seja, ações ou quotas (*gross capitalization*).

A escolha de uma das duas formas de investimentos decorre, dentre outros fatores, da relação entre o retorno que se almeja e o risco que se pretende assumir. Assim, o quadro abaixo sintetiza quais são as opções em função do risco.

**Tabela 2.4. – Tipos de investimento vs. Risco assumido**

| Tipo de Investimento   | Risco Assumido |
|--|----------------|
| Dívida: debêntures, empréstimo com opção de compra de participação.            | Nível baixo    |
| Equity: ações preferenciais, sem participação na gerência direta da sociedade. | Nível Médio    |
| Equity: Investimentos em ações ordinárias com participação na gestão.          | Nível Alto     |

Fonte: Os autores

Aludimos a este aspecto do investimento, mesmo antes de tratar da questão fiscal, porque parece-nos fundamental analisar um problema que tem afligido o investidor em PE/VC no Brasil, qual seja, a responsabilidade de administradores e sócios por obrigações não cumpridas da sociedade (empresa que recebe investimento do fundo de PE/VC).

O tema, de tão vasto e importante, demandaria cuidadoso estudo próprio. Assim, não ousaríamos pretender esgotá-lo no texto palavras que se segue. Fazemos isso, neste momento, somente para alertar o nosso leitor acerca desta questão tão essencial.

#### **a) Responsabilidade de Sócios**

A possibilidade de responsabilização de administradores e sócios por obrigações não cumpridas pela sociedade era restrita até a década de 90. Hoje, no entanto, é crescente o número de ações judiciais em que qualquer um que tenha poderes de decisão é apontado como corresponsável pelos danos causados pela empresa. E ainda, são cada vez mais áreas alcançadas, passando por questões tributárias, trabalhistas, de consumo, meio ambiente, etc.

É verdade que o Código Tributário Nacional e a legislação trabalhista já há muito permitem a responsabilização pessoal dos sócios, ou a chamada desconsideração da personalidade jurídica, em certas situações. Todavia, foi a partir da edição do novo Código Civil em 2003, assim como do Código do Consumidor e da legislação ambiental, que o número de ações e, na esteira, de decisões imprecisas e apressadas, teve um crescimento vertiginoso.

De qualquer maneira, em todos os casos a *ratio legis* é responsabilizar o sócio que age de forma indevida dolosamente, e não simplesmente imputar-lhe sem razão aparente dívida que pertence à sociedade. Felizmente, embora as instâncias inferiores ainda cometam abusos na aplicação das leis, o Superior Tribunal de Justiça (ERESP Nº 260107 / RS) ao julgar a questão relativa a débitos tributários da empresa,

decidiu que “o simples inadimplemento não caracteriza infração legal. Inexistindo prova de que se tenha agido com excesso de poderes, ou infração de contrato social ou estatutos, não há falar-se em responsabilidade tributária.”

Da decisão do STJ, inexorável a conclusão de que se faz indispensável a ocorrência de infração por parte do sócio, sem o que não se pode atribuir-lhe responsabilidade por obrigação inadimplida da sociedade. Todavia, permanece o alerta de que a lei tem sido aplicada inadvertidamente, o que, sem dúvida, inibe o investidor.

### **b) Tributação da Remuneração dos Investimentos em Dívida e em Equity**

É evidente que a remuneração decorrente das citadas formas de investimento ocorre apenas na fase de maturação do investimento, que será tratada no próximo tópico. Porém, com fins didáticos, entendemos prudente cuidar das diferenças da tributação agora, quando fazemos uma comparação entre *thin* e *gross capitalization*.

A remuneração de instrumentos de dívida, qual seja, os juros, tem a vantagem de ser passível de dedução para fins de apuração dos tributos devidos pela sociedade pagadora. Por ocasião do pagamento, o imposto de renda de 15% deve ser retido fonte, seja o beneficiário residente no Brasil ou no exterior.

Na hipótese de pagamento de juros à pessoa vinculada no exterior, no entanto, há um limite de dedução equivalente à aplicação da taxa *Libor* adicionada de um *spread* anual de 3% (proporcionalizados em função do prazo a que se referirem os referidos juros). Neste caso, a própria lei pré-fixa, uma taxa de mercado, não havendo aplicação das regras de preços de transferência.

Com relação à remuneração de investimento em participação (*equity*), cuidemos, de antemão, de um instituto tipicamente Brasileiro: os juros sobre capital próprio (JCP). Figura alternativa de remuneração dos sócios em razão de suas participações no capital social criada pela Lei Nº 9.249/95, o JCP é calculado mediante a aplicação da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), pré-fixada pelo Governo (6% ao ano, atualmente), sobre o valor do patrimônio líquido da empresa pagadora.

Para fins tributários, o JCP tem a mesma natureza de juros e, por esta razão são despesas dedutíveis para quem os paga, bem como estão sujeitos a uma tributação definitiva (para pessoas físicas) na fonte a 15%. Isto representa uma considerável vantagem em relação à distribuição de dividendos, porquanto

estes, embora constituam rendimentos não tributáveis, inclusive não sujeitos à retenção na fonte, não são dedutíveis no cálculo dos tributos devidos sobre a renda da empresa.

Como será visto adiante, a tributação da renda das empresas é composta pelo Imposto de Renda da Pessoa Jurídica – IRPJ (15%) e seu adicional (10%), assim como pela Contribuição Social sobre o Lucro Líquido – CSLL (9%). Ao permitir a dedução do JCP, o valor deixa de compor o lucro da empresa, tributável a 34%, passando a sofrer exclusiva tributação na fonte a 15%. Ou seja, grosso modo, uma carga tributária 19% menor que no caso de dividendos.

Contudo, e aqui reside o problema do JCP, os valores assim pagos estão sujeitos à incidência das Contribuições para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS) e para o Programa de Integração Social (PIS). As contribuições são, em princípio, devidas por ambas as pessoas jurídicas submetidas à sistemática cumulativa da antiga Lei Nº 9.718/1998 e não-cumulativa das recentes Leis Nº 10.637/2002 e 10.833/2003, porquanto em um caso e noutro a incidência recai sobre o total de receitas auferidas pela empresa.

Vale lembrar que, a respeito do segundo caso, dois decretos editados após a publicação das referidas Leis Nº 10.637 e 10.833 reduziram a 0% alíquota do COFINS e do PIS sobre receitas financeiras, mas fizeram uma exceção expressa ao JCP. Já com relação ao primeiro caso, é importante mencionar o Supremo Tribunal Federal julgou inconstitucional a majoração da base de cálculo das contribuições promovida pela Lei Nº 9.718 e após a Lei Nº 11.941 de 2009, tal majoração foi revogada. Assim, a sociedade submetida ao regime antigo cumulativo poderá arcar com a COFINS e o PIS no seu formato original, qual seja, apenas sobre o faturamento, daí excluídas as receitas financeiras, dentre elas o JCP.

Desta forma, para as empresas submetidas ao regime antigo (por exemplo, as optantes pelo lucro presumido), não deve haver, em princípio, a tributação pela COFINS e PIS. Já no caso do regime atual, isto é, o da não-cumulatividade, 9,65% é o percentual a ser levado em conta na escolha da melhor forma de remuneração dos sócios. Evidentemente, tal preocupação não atinge o investidor residente em outros lugares.

Em que pese a questão da COFINS e do PIS, merece aplauso a criação do JCP pelo legislador Brasileiro; se bem explorado pode ser instrumento de planejamento tributário extremamente eficaz para investidores residentes e especialmente não residentes. Não menos elogiável, todavia, é o regime de tributação dos dividendos do Brasil. De acordo com a sistemática Brasileira, há uma integração entre empresa e sócio, o lucro é um só e, por isso, deve ser tributado uma única vez.

Assim, o lucro do investimento é tributado uma única vez nas mãos da empresa, nos moldes já citados acima, ou seja, a 34%, não havendo retenção na fonte quando da distribuição, tampouco obrigação de inclusão na base de cálculo dos tributos sobre a renda da pessoa física ou jurídica. Os dividendos também não compõem a receita tributável pela COFINS e PIS.

### **c) Limites da *Thin Capitalization***

Com a Lei Nº 12.249/2010, foram estabelecidas regras que limitam a dedutibilidade de juros pagos a residentes no exterior (i) quando for à pessoa vinculada, de acordo com a definição da legislação de preços de transferência Brasileira (art. 24), ou (ii) quando o pagamento ou crédito se realizar com credor residente de país ou dependência com tributação favorecida (“paraíso fiscal”) ou que esteja sobre “regime fiscal privilegiado” (art. 25).

O limite do art. 24 da Lei Nº 12.249/2010 se refere a dois tipos de relação. Para pessoas físicas ou jurídicas que tenham participação no capital social, o endividamento com cada credor não pode exceder a mais do que duas vezes o valor da participação dele no patrimônio líquido (limite individual). Além disso, a soma de todos os endividamentos com credores vinculados, com ou sem participação, não pode exceder duas vezes o valor da soma das participações deles no patrimônio líquido do devedor (limite global).

Para pessoas físicas ou jurídicas vinculadas que não tenham participação no capital social, o endividamento de cada credor não pode exceder mais do que duas vezes o valor do patrimônio líquido do devedor (limite individual). Caso todos os empréstimos tenham sido contraídos com esse tipo de credor, a soma de todos os débitos com esse tipo de credor não pode exceder mais do que duas vezes o valor do patrimônio líquido do devedor (limite global).

Em relação ao limite do art. 25 da Lei Nº 12.249/2010, ele só se aplica às dívidas com pessoas que são residentes em países com tributação favorecida (paraísos fiscais) ou com regimes fiscais privilegiados. De acordo com tal regra, a soma de todos os débitos com tais pessoas não pode ser superior a mais de 30% do patrimônio líquido do devedor residente no Brasil.

Para ambos casos (art. 24 e 25 da Lei Nº 12.249/2010), os juros pagos que excederem os limites acima serão considerados despesas não dedutíveis, independentemente do fato de os contratos de empréstimos respectivos estarem registrados no Banco Central do Brasil. Tal tratamento também se aplica no caso em que a empresa vinculada no exterior é avalista, fiadora, procuradora ou interveniente.

### 2.4.1.2 Maturação do Investimento

Antes de iniciar, relembramos que a tributação da renda no Brasil é composta pela IRPJ, cuja alíquota base é de 15%, e um adicional de 10% sobre o montante que exceder R\$ 240.000,00 ao ano, além da CSLL a 9%. Por praticidade, assumimos que a tributação total é de 34%.

Esta mesma alíquota deve ser utilizada independentemente do mecanismo de cálculo usado, que no Brasil podem ser: o lucro real, o lucro presumido ou o arbitrado. A seguir, cuidaremos dos dois primeiros regimes, ficando o último fora do nosso escopo devido à sua extrema excepcionalidade.

#### a) Lucro Real

O lucro real é regime tradicional de apuração de lucros para fins fiscais, e visa, como diz o nome, a aferição do lucro efetivo da sociedade. De acordo com este regime, a sociedade deve calcular o imposto de renda sobre o lucro líquido do exercício, ajustado pelas adições e deduções permitidas pela legislação tributária, respeitadas, de uma maneira geral, as regras contábeis normalmente aceitas. Salvo exceção expressa em lei, as mesmas normas devem ser aplicadas à CSLL.

Para apuração do lucro a ser tributado, algumas normas merecem destaque: (i) a apuração de receitas e despesas deve seguir o regime de competência; (ii) tão somente as despesas usuais e necessárias são passíveis de dedução; e (iii) é obrigatório o registro dos lucros auferidos por sociedades controladas ou afiliadas de acordo com o método de equivalência patrimonial.

Deve-se destacar que a Lei Nº 11.638/2007, ao ser introduzida, buscou aproximar a regulamentação contábil Brasileira dos padrões internacionais, orientados pela prevalência da essência sobre a forma. Essa nova orientação diverge da tradição contábil Brasileira, orientada especialmente pela interpretação do patrimônio da empresa como um conjunto de bens e direitos em vez de um conjunto de relações econômicas. As demonstrações contábeis, ainda, foram constantemente influenciadas por normas tributárias que determinavam diretamente qual a forma de contabilização de determinado elemento de interesse para a Contabilidade.

Uma vez que o modelo Brasileiro de tributação da renda faz derivar a apuração do lucro tributável da demonstração contábil do lucro líquido, sabia-se que qualquer alteração da lei contábil que alterasse o paradigma vigente necessariamente iria impactar a tributação, fim que não era pretendido pelo legislador.

Com vistas a resolver essa questão, originalmente a Lei Nº 11.638/2007 havia incluído um §7º no artigo

177 da Lei das S/A, prevendo genericamente que os lançamentos feitos para harmonizar as normas contábeis do modelo anterior ao atual não teriam efeitos tributários. Esse dispositivo foi posteriormente revogado pela Lei Nº 11.941/2009, a qual introduziu o Regime Tributário de Transição (RTT) em seus artigos 15 a 24.

O RTT nada mais é que um regime tributário no qual a contabilidade feita de acordo com o novo paradigma deve ser revertida ao antigo (conforme vigente em 31 de dezembro de 2007), para que então possa servir de base à tributação. É necessário destacar que a opção pelo RTT significa a adoção desses padrões contábeis tanto se representarem recolhimento de tributos a menor como se representarem tributos recolhidos a maior. Não é possível adotar a posição intermediária de contabilizar eventos pelas regras anteriores e atuais conforme a conveniência do contribuinte.

### b) Lucro Presumido

O lucro presumido é uma sistemática alternativa de apuração do IRPJ e CSLL segundo a qual a tributação recai sobre uma margem presumida de lucro, obtida a partir da aplicação de percentuais fixos sobre a receita da empresa, de acordo com a atividade exercida para obtenção de cada receita, sendo irrelevantes as despesas incorridas.

Para as receitas decorrentes de atividades comerciais a margem presumida é, em regra, de 8% para IRPJ e 12% para CSLL, enquanto para prestação de serviços em geral, 32% para ambos os tributos. Assumindo uma receita mensal de R\$ 1.000.000,00 poderíamos simular da seguinte maneira o resultado tributário da opção:

**Tabela 2.5. – Venda de bens vs. Serviços**

|                   | Venda de Bens    | Serviços         |
|-------------------|------------------|------------------|
| Receita           | R\$ 1.000.000,00 | R\$ 1.000.000,00 |
| Percentual        | (%) 8,00*        | (%) 32,00        |
| Lucro presumido   | R\$ 80.000,00    | R\$ 320.000,00   |
| IRPJ e CSLL (34%) | R\$ 27.200,00    | R\$ 108.800,00   |
| Alíquota Efetiva  | (%) 2,72         | (%) 10,88        |

Fonte: Os autores

Para as sociedades que apresentem alta lucratividade, fazer a opção pelo regime do lucro presumido pode representar relevante economia tributária. Importa, ressaltar, todavia, que tais sociedade estarão obrigados ao recolhimento da COFINS e do PIS em consonância com a sistemática não-cumulativa, de modo que sobre a receita haverá uma taxaçoão adicional de 3,65%, sem possibilidade de crédito.

O regime do lucro presumido, entretanto, não é acessível a quaisquer empresas. Além das limitações em razão do setor de atividade, destaque-se a limitação em virtude da origem dos rendimentos, que não podem ser oriundos de investimentos diretos em sociedades não residentes, e receita bruta anual, que não pode ser superior a R\$ 48 milhões.

Não obstante, frise-se aqui mais uma vez o esforço do legislador no sentido de ampliar as vantagens à disposição do investidor. De acordo com a redação original da Lei Nº 8.541 de 1992, um número muito maior de limitações vigorava, e dentre estas saltam aos olhos, a vedação às sociedades anônimas de capital aberto e às sociedades que tivessem no seu quadro de sócios pessoas não residentes ou que fossem filiais, sucursais, representações ou agências, no País, de pessoas jurídicas com sede no exterior.

### **2.4.1.3 Desinvestimento**

Nesta fase final do investimento, interessa saber como os ganhos de capital são tributados no Brasil. Tal tributação pode variar em função de três aspectos, quais sejam: (i) a residência do investidor (se no país ou no exterior); (ii) a qualidade do investidor (se pessoa física, jurídica ou fundos); e (iii) o ambiente em que o investimento é alienado (em bolsa ou fora dela). Passamos a analisá-la.

#### **c) Tributação de residentes: Pessoa jurídica**

A pessoa jurídica residente não sofre retenção na fonte sobre o ganho de capital auferido na alienação de participação societária. O ganho será a diferença positiva entre o valor de venda e o do custo “equitativo”, isto é, atualizado segundo o método de equivalência patrimonial (MEP), e deverá compor a base de cálculo do IRPJ e da CSLL devidos no encerramento do período-base, a 34%.

Na hipótese de alienação de ações em bolsa de valores, à pessoa jurídica compete antecipar parte dos tributos devidos no ajuste (a 34%), apurando os ganhos mensais e recolhendo o imposto de renda a 15% sobre o resultado positivo. Eventuais perdas são compensáveis com ganhos apurados em períodos subsequentes. Além disso, há uma retenção de 0,005% sobre o ganho de cada operação, de finalidade extra fiscal, compensável com o imposto pago ao final do mês.

#### **d) Tributação de residentes: Pessoa Física**

Já o ganho de capital na alienação de investimento de PE/VC por pessoa física não compõe a base de cálculo do imposto por ela devido no encerramento do exercício. Ela está sujeita tão somente ao recolhimento de 15% (tributação definitiva) sobre o ganho da operação em operações privadas ou sobre

os ganhos mensais nas operações em bolsa. Neste caso, também se aplica a retenção de 0,005% supra referida.

### **e) Tributação de residentes: Fundos de Investimento em Participações (FIP), Fundos de Investimento em Cotas de Fundos (FIC-FIP) e Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FIEE)**

A atuação no mercado de PE/VC via fundos de investimentos fechados como o FIP tem a grande vantagem de possibilitar o diferimento da tributação dos ganhos de capital. Isto porque os fundos são isentos sobre os ganhos obtidos na alienação de ações ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações.

Assim, a tributação fica limitada à retenção na fonte, cuja alíquota atual é de 15%, no resgate ou alienação das quotas. Aliás, a esse propósito, esclareça-se que o FIP, FIC-FIP e FIEE estão sujeitos a um tratamento tributário específico, previsto para os fundos de investimento fechados.

Tais fundos, entretanto, devem ter uma carteira composta por 67% ou mais de ações negociadas em bolsa, caso contrário, aplicam-se as regras da tributação regressiva para renda fixa sobre os rendimentos auferidos pelos quotistas (15% a 22,5% na fonte).

### **f) Tributação de não residentes**

No que diz respeito ao investidor não residente, é indiferente conhecer a sua natureza. Pessoas físicas e jurídicas e entidades de investimento coletivo, por exemplo, fundos de investimento e de pensão (exceto governamentais), fundações ou *trusts*, são todos tributados igualmente. Diferenças, no entanto, podem existir em virtude do ambiente de negociação (em bolsa ou fora).

### **g) Tributação de não residentes: Investimentos Diretos (fora de bolsa)**

Até 1975 inexistia tributação do ganho de capital em alienação de investimentos diretos por não residentes. A partir daquele ano, no entanto, com a edição do Decreto-lei Nº 1.401, o ganho passou a ser tributado a 25%. Tal tributação perdurou até a edição da Lei Nº 9.249/95, quando então a alíquota foi reduzida para 15%.

Existe, ainda hoje, uma controvérsia sobre a extensão da mudança promovida pela aludida Lei Nº 9.249/95. Para alguns, tal lei não revogou o Decreto-lei Nº 1.401, que trata do ganho de capital relativo a investimentos em moeda estrangeira, mas tão somente a Lei Nº 7.713/88, que alude ao ganho auferido na alienação de bens e direitos. Para nós, no entanto, a revogação se estende ambos, vigorando

em qualquer dos casos a alíquota de 15%. Para os residentes de jurisdições considerados paraísos fiscais aplica-se a alíquota de 25%.

#### **h) Tributação de não residentes: Investimentos no Mercado (em bolsa).**

Dois regimes de tributação distintos, um “Geral” e outro “Especial” aplicam-se aos investimentos de mercado por não residente. De acordo com o Regime Geral, ao qual estão sujeitos os não residentes que podemos chamar de “desqualificados”, inclusive aqueles situados em paraísos fiscais, as regras de tributação aplicáveis são exatamente aquelas que vigoram para o residente pessoa física. Desta forma, para estes há retenção na fonte a 15%.

Já o Regime Especial estende-se aos investidores “qualificados” nos termos da Resolução Nº 2.689 do Conselho Monetário Nacional (CMN). Para estes, as alíquotas do imposto de renda sofrem significativa redução. Vejamos o quadro abaixo:

**Tabela 2.6. – Detalhamento das operações**

| Operação/Evento   | Alíquota |
|---|----------|
| Ganhos líquidos em operações realizadas em bolsas de valores, de mercadorias, de futuros e assemelhados, com exceção das operações que sintetizem renda fixa. FIP/FIC-FIP/FIEE e títulos públicos | Isento   |
| Aplicações em fundos de ações, operações de swap e operações realizadas em mercados de liquidação futura fora da bolsa  | 10%      |
| Rendimentos de renda fixa e demais rendimentos  | 15%      |

Fonte: Os autores

Por oportuno, é importante mencionar que, de acordo com a lei, “são consideradas como “assemelhadas” as entidades cujo objeto social seja análogo às referidas bolsas e que funcionem sob a supervisão e fiscalização da CMN”. Em resumo, as entidades de mercado de balcão organizado.

Assim, é curioso notar, que “o regime quanto à remuneração de acionistas – dividendos e juros sobre capital próprio – não difere em função de as ações serem negociadas em bolsa, porém, a principal distinção encontra-se na tributação do ganhos de capital auferidos pelos não residentes na alienação de suas participações. Enquanto que, no caso de participações minoritárias e negociadas em bolsas de valores, é possível usufruir de isenção de imposto sobre a renda (caso o investidor estrangeiro esteja registrado como investidor de mercado perante o Banco Central e a CMN), no caso de participações societárias permanentes, não há regra de isenção sobre o ganho de capital”.

Nota-se, portanto, uma preferência de certo modo questionável por investimentos temporários (muitas vezes meramente especulativa), em detrimento de investimentos permanentes ou de longo prazo, como os de PE/VC. Imaginamos que, dado aos benefícios gerados pelo PE/VC (ex. desenvolvimento tecnológico, geração de empregos, dentre muitos outros), na maioria dos casos mais profundos que os de investimento em Mercado de Capitais, nenhuma razão há para tal discriminação.

A criação e o desenvolvimento da maior parte dos sistemas tributários dos países verificaram-se em épocas nas quais o comércio internacional era limitado e amplamente controlado e os grandes movimentos de capital eram praticamente inexistentes. Nesse cenário, as políticas tributárias domésticas podiam ser formuladas sem envolver significativas preocupações em relação aos efeitos nos demais países, e as políticas tributárias de outros países eram de importância marginal para a tomada de decisões pelos governos.

A internacionalização da economia, todavia, implicou um aumento exponencial nos benefícios advindos de uma progressiva integração das economias internacionais. O crescimento das relações internacionais insere-se na realidade da concorrência internacional entre os países, os quais buscam de todas as maneiras atrair investimentos internacionais.

Uma das mais visíveis e significativas consequências da abertura das economias domésticas ao exterior traduziu-se na necessidade de os Estados adotarem uma política tributária externa orientada para a internacionalização das empresas nacionais e para a atração de investimentos estrangeiros.

Essa abertura, embora com significativo atraso, começou a ser verificada no Brasil a partir do início da década de 1960, tendo aumentado significativamente com a redemocratização do país e o advento da Constituição Federal de 1988. Porém, alguns fatores ainda dificultam essa internacionalização – como as turbulências políticas, a intrincada burocracia, os problemas de infraestrutura, o alto custo do crédito, a má distribuição de renda e o baixo nível de poupança – ocupam papel central a regulamentação e a tributação dos mercados no Brasil.

Com efeito, da necessidade de os países em desenvolvimento contarem com recursos financeiros para possibilitar seu crescimento, destaca-se a exigência de mercados financeiros domésticos que desestimulem a fuga de capitais para o exterior e permitam que o setor privado reduza sua dependência de empréstimos como principal fonte de financiamento. E por aí passa a necessidade de constante evolução da

legislação tributária, e com destaque, aquela voltada para o estímulo ao investimento de longo prazo, ou seja, o investimento em PE/VC, objeto de nosso estudo.

Vimos ao longo de nossa exposição que há ainda muito o que fazer para a criação de um sistema tributário atrativo. Por outro lado, não deixamos de reconhecer que, não obstante a lentidão até certo ponto criticável, esforços vêm sendo empreendido, demonstrando, no mínimo, que o Governo Brasileiro está comprometido com objetivo de reformar a legislação, facilitando o investimento.

#### **2.4.2. França**

Apesar de o imposto de renda padrão **para empresas representar 33%**, e, uma sobretaxa de 3,3% ser, eventualmente, paga por algumas companhias, PMEs e novas empresas possuem alguns benefícios. Os princípios de isenção fiscal são aplicados para algumas empresas, e, caso não se aplique, dividendos e ganhos de capital são submetidos a taxas e sobretaxas. A isenção fiscal aplica-se caso a participação seja de ao menos 5% do *Equity* total. Os incentivos fiscais mais consistentes apresentam-se nos setores de pesquisa e desenvolvimento.

#### **2.4.3. Itália**

Para corporações, o imposto padrão representa 31,4% da soma entre duas outras taxas: IRES (27,5%) e IRAP (3,9%). Todavia, algumas autoridades locais podem aumentar o valor total com um *spread*. Na Itália, isenções fiscais são aplicadas para empresas, então dividendos são 95% isentos, excepcionalmente quando o distribuidor subsidiário de dividendos é direta ou indiretamente cidadão de um país que consta na lista negra italiana (países com isenção fiscal). Existem vários programas de incentivos para empresas na Itália, mas, existem alguns pré-requisitos em referência ao tamanho, localização e tipo de negócio. Apesar da taxa de imposto para empresas ser 33%, uma sobretaxa de 3,3% é aplicada a algumas companhias. PMEs e algumas empresas novas possuem alguns benefícios. Os princípios de isenção fiscal são aplicados a empresas, e, se a isenção não ocorrer, dividendos e ganhos de capital são submetidos aos impostos regulares e sobretaxas. Na Itália, não existe um programa de taxaço sobre renda líquida, mas, o sistema de imposto é progressivo e pode atingir até 47,5%.

#### **2.4.4. Alemanha**

Os impostos corporativos alemães estão baseados em taxas de 30 a 33%, incluindo uma sobretaxa calculada em aproximadamente 5,5%. O sistema de isenção fiscal leva a uma exclusão de 95% dos dividendos e ganhos de capital na taxaço de empresas situadas na Alemanha. Muitos programas de auxílio estão disponíveis para empresas alemãs, e, no caso de perdas, o sistema fiscal proporciona vantagens.



# Capítulo 3

**O Ciclo de *Private Equity* e *Venture Capital*/Captação de Recursos (*Fundraising*), Capital Comprometido e Origem das Organizações Gestoras**

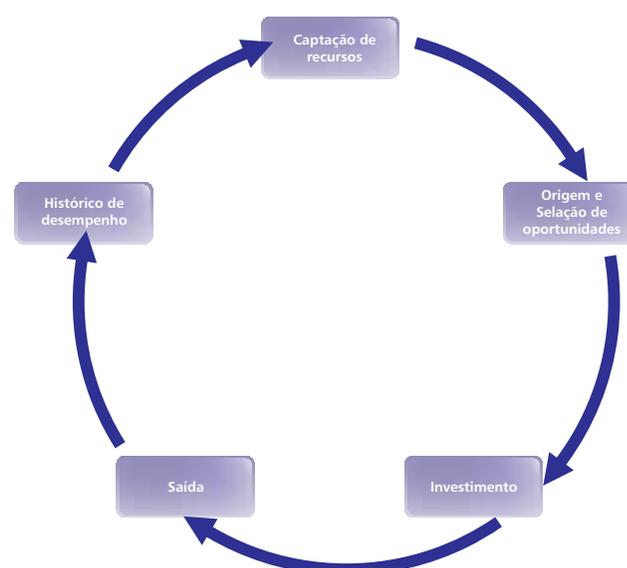


# O Ciclo de *Private Equity* e *Venture Capital* – Captação de Recursos (*Fundraising*), Capital Comprometido e Origem das Organizações Gestoras<sup>1</sup>

## 3.1. Introdução

A partir da constituição da organização gestora, inicia-se o longo ciclo de PE/VC da organização. Ele é composto de quatro etapas principais, conforme ilustrado pela Figura 3.1.: (i) captação de recursos (*fundraising*); (ii) origem e seleção do fluxo de oportunidades (*deal flow screening*); (iii) negociação e estruturação de investimentos (*investment*); e (iv) saída (*exit*) dos investimentos realizados, ou desinvestimentos. A experiência desse processo gera uma quinta etapa do ciclo que é a formação do histórico de desempenho (*track record*), resultante do sucesso obtido em cada uma das etapas anteriores, e que capacita a organização gestora a reiniciar, no caso de sucesso, todo o ciclo, que é dinâmico (Gompers e Lerner, 2002).

**Figura 3.1.– Dinâmica da Atividade de PE/VC**



Fonte: Adaptado pelos autores de Gompers e Lerner (2002)

Existem diversos fatores determinantes para o sucesso de um participante da indústria de PE/VC. Dentre eles observa-se que os acordos de investimento nas empresas (negociação contratual) apresentaram maior relevância, de acordo com as organizações gestoras respondentes. Tanto o monitoramento dos negócios, quanto o modelo de saída são tidos como de igualmente relevantes fatores de sucesso das

<sup>1</sup> Autores: Henrique D'Amico, Caio Ramalho e Rodrigo Lara

organizações gestoras. Neste cenário aquecido de 2009 muitas empresas estão ávidas pela captação de recursos de organizações gestoras, gerando naturalmente um viés para que a estruturação da rede de originação de negócios (*deal flow*) tenha menor relevância relativa.

A questão fundamental da negociação contratual está muitas vezes fundamentada no preço, cuja tendência de alta e diferença de expectativas entre comprador e vendedor inviabiliza negócios, mas também nas questões de controle uma vez que tanto na aquisição de participação controladora quanto minoritária, em geral, a organização gestora quer determinar regras muito claras de saída, as quais podem vir a ser impostas ao empresário, gerando assim grande incômodo e da mesma forma inviabilizando negócios. De qualquer forma estas são apenas hipóteses levantadas através de nossas entrevistas qualitativas, pois é impossível estatisticamente distinguir diferença significativa entre os 5 fatores apresentados na Tabela 3.1. abaixo.

### Tabela 3.1. – Principais fatores para o sucesso das atividades de PE/VC

A tabela descreve os principais fatores que o gestor considera mais relevante para o sucesso no ciclo de PE/VC Amostra: 87 Organizações gestoras que representam US\$21,7 bilhões do capital comprometido (60% do universo) Nota: Negociação Contratual refere-se a Acordos de Investimento entre Gestores e Empresas Investidas (Acordo de Investimento)

| Fatores   | Pontos atribuídos | Porcentagem |
|---|-------------------|-------------|
| Estratégia e condução do processo de entrada no negócio (Investimento)  | 217               | 16%         |
| Estruturação da rede de originação de negócios ( <i>Deal Flow</i> )     | 240               | 18%         |
| Monitoramento dos negócios  | 281               | 21%         |
| Estratégia e condução do processo de saída do negócio (Desinvestimento) | 281               | 21%         |
| Negociação contratual   | 307               | 23%         |
| <b>Total</b>  | <b>1.326</b>      | <b>100%</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

A Tabela 3.2. e o Gráfico 3.1. abaixo destacam os obstáculos aos processo de captação e investimento provenientes de fatores macroeconômicos. Destaca-se a alta carga tributária que é considerada por 90% das organizações gestoras respondentes como um obstáculo à atividade de PE/VC no Brasil. No Brasil o imposto médio sobre uma empresa é de 34% do resultado antes dos impostos. Os demais obstáculos em ordem decrescente são alta taxa de juros em financiamentos, restrições impostas pelas leis trabalhistas e informalidade, respectivamente com 85%, 70% e 69% das organizações gestoras. O ambiente macroeconômico deixou de ser um obstáculo, segundo 58% das organizações, mas 29% ainda o consideram um obstáculo.

**Tabela 3.2. – Obstáculos ao sucesso provenientes de fatores macroeconômicos**

Grau de relevância, em porcentagem, de cada obstáculo macroeconômico para a captação de recursos e investimento de PE/VC. Respostas fornecidas por 84 organizações gestoras que representam 58% do universo representativas de US\$ 20,6 bilhões do capital comprometido (57% do universo).

| Obstáculos   | Concordo | Indiferente | Discordo | Total Geral |
|--|----------|-------------|----------|-------------|
| Total Macro  | 62%      | 18%         | 20%      | 100%        |
| Alta carga tributária  | 90%      | 6%          | 5%       | 100%        |
| Alta taxa de juros em financiamentos                               | 85%      | 9%          | 6%       | 100%        |
| Restrições impostas pelas leis trabalhistas                        | 70%      | 20%         | 10%      | 100%        |
| Informalidade  | 69%      | 15%         | 15%      | 100%        |
| Desenvolvimento do Mercado de Capitais e viabilidade das saídas    | 58%      | 18%         | 24%      | 100%        |
| Disponibilidade de dívida para aquisição de negócios (alavancagem) | 58%      | 21%         | 20%      | 100%        |
| Infraestrutura inadequada  | 56%      | 16%         | 27%      | 100%        |
| Taxa de câmbio inadequada  | 41%      | 41%         | 19%      | 100%        |
| Ambiente Macroeconômico  | 29%      | 13%         | 58%      | 100%        |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

A corrupção é um fenômeno que afeta a estabilidade política e o desenvolvimento socioeconômico, sendo esta responsável por perdas estimadas entre 1,4% a 2,3% do PIB nacional (FIESP 2009). Setores como infraestrutura, educação e saúde poderiam receber esse aporte de capital, público ou privado, e, assim, apresentar uma evolução considerável. Nos últimos anos apesar de alguns escândalos envolvendo dirigentes e representantes do povo, o ambiente político Brasileiro é bom e proporciona uma maior previsibilidade da economia do país, facilitando a entrada de capital externo. Há de se destacar que os fatores sociais, não aparecem como importantes obstáculos, apesar de estarem fortemente ligados aos obstáculos políticos e macroeconômicos, conforme pode ser visto nas Tabelas 3.3. e 3.4 a seguir.

## Tabela 3.3 – Obstáculos Provenientes de Fatores Sociais

Grau de relevância, em porcentagem, de cada obstáculo social para a captação de recursos e investimento de PE/VC. Respostas fornecidas por 84 organizações gestoras que representam 58% do universo representativas de US\$ 20,6 bilhões do capital comprometido (57% do universo).

| Obstáculos      | Concordo | Indiferente | Discordo | Total Geral |
|-----------------|----------|-------------|----------|-------------|
| Total Social    | 27%      | 34%         | 39%      | 100%        |
| Ambiente Social | 30%      | 25%         | 45%      | 100%        |
| Criminalidade   | 23%      | 44%         | 33%      | 100%        |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

## Tabela 3.4 – Obstáculos Provenientes de Fatores Políticos

Grau de relevância, em porcentagem, de cada obstáculo político para a captação de recursos e investimento de PE/VC. Respostas fornecidas por 84 organizações gestoras que representam 58% do universo representativas de US\$ 20,6 bilhões do capital comprometido (57% do universo).

| Obstáculos                           | Concordo | Indiferente | Discordo | Total Geral |
|--------------------------------------|----------|-------------|----------|-------------|
| Total Político                       | 52%      | 23%         | 24%      | 100%        |
| Corrupção                            | 66%      | 19%         | 15%      | 100%        |
| Instabilidade das Políticas Públicas | 53%      | 28%         | 19%      | 100%        |
| Ambiente Político                    | 38%      | 23%         | 39%      | 100%        |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

A Tabela 3.5.1 analisa os obstáculos provenientes do arcabouço jurídico e institucional onde as barreiras proporcionadas pela (i) burocracia; (ii) qualidade do sistema legal; e (iii) qualidade de governança corporativa das empresas investidas mostram-se as mais relevantes com 76%, 73% e 57%, respectivamente em concordância pelas organizações gestoras respondentes. É interessante notar que em diversos fatores o Brasil tem feito a lição de casa corretamente, pois na percepção dos gestores, são obstáculos menos relevantes tais como (i) o custo de registro e manutenção do veículo de investimentos, (ii) a qualidade da contabilidade local, (iii) a proteção aos acionistas minoritários, os quais estão listados abaixo entre os mais brandos em relação à obstáculos para a indústria Brasileira de PE/VC.

**Tabela 3.5.1. – Obstáculos Provenientes do Arcabouço Jurídico-Institucional (PE)**

Grau de relevância, em porcentagem, de cada obstáculo proveniente do arcabouço jurídico-institucional para a captação de recursos e investimento de PE/VC. Respostas fornecidas por 84 organizações gestoras que representam 58% do universo representativas de US\$ 20,6 bilhões do capital comprometido (57% do universo).

| Obstáculos   | Concordo | Indiferente | Discordo | Total Geral |
|--|----------|-------------|----------|-------------|
| Arcabouço Jurídico-Institucional   | 58%      | 22%         | 20%      | 100%        |
| Burocracia   | 76%      | 17%         | 7%       | 100%        |
| Qualidade do sistema legal   | 73%      | 18%         | 10%      | 100%        |
| Qualidade da governança corporativa das empresas   | 57%      | 24%         | 19%      | 100%        |
| Limitação do “enforcement” dos contratos   | 57%      | 31%         | 12%      | 100%        |
| Percepção do valor do negócio pelo empreendedor/empresário                                   | 54%      | 25%         | 21%      | 100%        |
| Procedimentos de falência e concordata/ Direitos dos credores/ Responsabilidade dos gestores | 52%      | 30%         | 18%      | 100%        |
| Dificuldade no recrutamento de profissionais para as empresas investidas                     | 49%      | 20%         | 31%      | 100%        |
| Dificuldade no recrutamento de profissionais para o gestor                                   | 44%      | 22%         | 34%      | 100%        |
| Qualidade das estatísticas da indústria  | 43%      | 33%         | 24%      | 100%        |
| Disposição do empreendedor/empresário a ter sócios   | 43%      | 26%         | 31%      | 100%        |
| Qualidade dos negócios recebidos pelas Organizações Gestoras                                 | 39%      | 28%         | 33%      | 100%        |
| Custo de registro e manutenção dos veículos de investimento                                  | 38%      | 36%         | 26%      | 100%        |
| Qualidade do empreendedor  | 38%      | 13%         | 49%      | 100%        |
| Restrições a investidores institucionais   | 37%      | 34%         | 29%      | 100%        |
| Dificuldade dos investidores (LPs) na gestão e monitoramento da classe de ativos             | 37%      | 34%         | 29%      | 100%        |
| Regulamentação da constituição e operação de veículos de PE/VC                               | 34%      | 35%         | 31%      | 100%        |
| Qualidade da contabilidade local (adequação aos padrões internacionais)                      | 34%      | 36%         | 30%      | 100%        |
| Tratamento fiscal dos veículos de investimentos de PE/VC                                     | 33%      | 34%         | 33%      | 100%        |
| Proteção aos direitos de propriedade intelectual   | 30%      | 44%         | 26%      | 100%        |
| Proteção aos direitos dos acionistas minoritários  | 22%      | 34%         | 44%      | 100%        |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

## Tabela 3.5.2. – Obstáculos Provenientes do Arcabouço Jurídico-Institucional (VC)

Grau de relevância, em porcentagem, de cada obstáculo proveniente do arcabouço jurídico-institucional para a captação de recursos e investimento de *Venture Capital*. Respostas fornecidas por 12 organizações gestoras que fazem investimentos em *Venture Capital*. As organizações gestoras que fazem PE/VC não foram consideradas.

| Obstáculos   | Concordo | Indiferente | Discordo | Total Geral |
|--|----------|-------------|----------|-------------|
| Arcabouço Jurídico-Institucional   | 46%      | 31%         | 23%      | 100%        |
| Dificuldade no recrutamento de profissionais para as empresas investidas         | 67%      | 17%         | 17%      | 100%        |
| Qualidade da governança corporativa das empresas                                 | 67%      | 17%         | 17%      | 100%        |
| Limitação do “enforcement” dos contratos   | 64%      | 27%         | 9%       | 100%        |
| Burocracia   | 58%      | 42%         | 0%       | 100%        |
| Custo de registro e manutenção dos veículos de investimento                      | 58%      | 33%         | 8%       | 100%        |
| Dificuldade no recrutamento de profissionais para o gestor                       | 58%      | 25%         | 17%      | 100%        |
| Qualidade do empreendedor  | 58%      | 8%          | 33%      | 100%        |
| Qualidade do sistema legal   | 58%      | 25%         | 17%      | 100%        |
| Qualidade dos negócios recebidos pelas Organizações Gestoras                     | 58%      | 8%          | 33%      | 100%        |
| Percepção do valor do negócio pelo empreendedor/empresário                       | 50%      | 17%         | 33%      | 100%        |
| Tratamento fiscal dos veículos de investimentos de PE/VC                         | 50%      | 33%         | 17%      | 100%        |
| Dificuldade dos investidores (LPs) na gestão e monitoramento da classe de ativos | 33%      | 33%         | 33%      | 100%        |
| Disposição do empreendedor/empresário a ter sócios                               | 33%      | 17%         | 50%      | 100%        |
| Proteção aos direitos de propriedade intelectual                                 | 33%      | 33%         | 33%      | 100%        |
| Qualidade das estatísticas da indústria  | 27%      | 55%         | 18%      | 100%        |
| Proteção aos direitos dos acionistas minoritários                                | 25%      | 50%         | 25%      | 100%        |
| Regulamentação da constituição e operação de veículos de PE/VC                   | 25%      | 58%         | 17%      | 100%        |
| Restrições a investidores institucionais   | 25%      | 50%         | 25%      | 100%        |
| Qualidade da contabilidade local (adequação aos padrões internacionais)          | 17%      | 42%         | 42%      | 100%        |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

A tabela 3.5.2 acima analisa os obstáculos provenientes do arcabouço jurídico-institucional para organizações gestoras que investem exclusivamente em *Venture Capital*. As barreiras proporcionadas pela (i) dificuldade no recrutamento de profissionais para as empresas investidas; (ii) qualidade da governança corporativa das empresas investidas; e (iii) limitação do *enforcement* dos contratos mostram-se as mais relevantes com 67%, 67% e 64%, respectivamente de concordância pelas organizações gestoras respondentes. O fator proteção aos direitos de propriedade intelectual teve pequeno aumento se comparado com a amostra que considera organizações gestoras que investem em PE/VC, de 30% para 33%. Esse

fato evidencia que as organizações gestoras investidoras em *Venture Capital* não tem um elevado grau de preocupação com esse fator, ou seja, maximizam-se os esforços para fatores práticos da constituição e desenvolvimento do negócio.

Por fim, analisando-se os obstáculos ao desenvolvimento classificados como ligados à estrutura da indústria, destacam-se (i) a percepção do valor do negócio pelo empreendedor/empresário; (ii) a dificuldade em recrutar profissionais para as empresas investidas; (iii) a dificuldade em recrutar profissionais para as organizações gestoras; (iv) a qualidade de estatísticas da indústria; e (v) a disposição do empreendedor em ter sócios.

Como o ciclo de *Private Equity* é interligado, a diferença de percepção de valor do negócio entre gestora e empresa investida impõe um obstáculo ao fechamento de negócios, pelo menos dentro do prazo acordado entre investidor e gestora para constituição, investimento e desinvestimento do veículo. E não basta o talento negocial dos sócios da organização gestora. É preciso haver uma maturidade dos empresários que buscam este capital para seus negócios para entender o quanto cada um está trazendo de valor ao negócio. Da mesma forma as organizações gestoras precisarão necessariamente evoluir para poder contar com gestores que detenham experiência operacional e não apenas financeira, para poder de fato avaliar adequadamente os méritos e o valor de cada empresa investida e identificar as alavancas de criação de valor naquele negócio.

A dificuldade no recrutamento de profissionais tanto para a organização gestora quanto para as empresas é decorrência do acelerado crescimento econômico por que passa hoje o Brasil, sem que haja ainda um sistema educacional estruturado e forte o suficiente para seguir abastecendo esta demanda. Esta situação se agrava nas regiões mais distantes e menos desenvolvidas no Brasil onde estes profissionais são muitas vezes “expatriados” dos grandes centros econômicos.

Cabe destacar ainda que a ainda insuficiente qualidade das estatísticas da indústria e a alta valorização atribuída por empreendedores aos seus negócios constituem ainda em 2009, obstáculos a serem removidos. A disposição do empreendedor em ter sócios é especialmente relevante em investimentos de *Venture Capital*. Em entrevistas identificamos que esta disposição não está apenas relacionada à perspectiva de ter ou não sócio mas de todas as discussões decorrentes da sociedade, em especial, no que tange à qual o tamanho e o valor da atividade de cada sócio. Como muitas vezes esta discussão é subjetiva, se não houver um entendimento geral dos sócios em relação ao valor de cada um, o que cada um traz ao negócio e o que cada um vai auferir de retorno. Em geral as participações acionárias dos sócios serão

necessariamente diferentes e isso requer um alto grau de maturidade entre eles. Por fim, quase 40% dos entrevistados listaram as qualidades dos empreendedores e a dos negócios oferecidos aos gestores como obstáculos relevantes ao desenvolvimento da indústria.

### Tabela 3.6. – Obstáculos Provenientes da Estrutura da Indústria de PE/VC

Grau de relevância, em porcentagem, de cada obstáculo proveniente da estrutura da indústria de PE/VC para a captação de recursos e investimento. Respostas fornecidas por 84 organizações gestoras que representam 58% do universo representativas de US\$ 20,6 bilhões do capital comprometido (57% do universo).

| Obstáculos   | Concordo | Indiferente | Discordo | Total geral |
|--|----------|-------------|----------|-------------|
| Total Estrutura da Indústria de PE/VC  | 43%      | 25%         | 32%      | 100%        |
| Percepção do valor do negócio pelo empreendedor/empresário                       | 54%      | 25%         | 21%      | 100%        |
| Dificuldade no recrutamento de profissionais para as empresas investidas         | 49%      | 20%         | 31%      | 100%        |
| Dificuldade no recrutamento de profissionais para o gestor                       | 44%      | 22%         | 34%      | 100%        |
| Qualidade das estatísticas da indústria  | 43%      | 33%         | 24%      | 100%        |
| Disposição do empreendedor/empresário a ter sócios                               | 43%      | 26%         | 31%      | 100%        |
| Qualidade dos negócios recebidos pelas Organizações Gestoras                     | 39%      | 28%         | 33%      | 100%        |
| Qualidade do empreendedor  | 38%      | 13%         | 49%      | 100%        |
| Dificuldade dos investidores (LPs) na gestão e monitoramento da classe de ativos | 37%      | 34%         | 29%      | 100%        |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

E em termos agregados, os fatores microeconômicos apresentam-se como os maiores influenciadores na constituição de obstáculos para a indústria. De fato, uma vez que o Brasil conseguiu atingir maturidade macroeconômica com estabilidade ratificada por uma classificação como grau de investimento (*investment grade*) pelas agências de risco internacionais, os grandes desafios para o desenvolvimento das indústrias recaem agora sobre o âmbito microeconômico, onde o governo não mais deve apenas focar em inflação e juros mas sim na remoção de obstáculos ao crescimento das empresas, à formação de novas empresas, à formação de pessoas capacitadas para essas empresas.

O Brasil segue o caminho evolutivo de criação de prosperidade onde não deve apenas depender do governo para o desenvolvimento econômico, através de políticas públicas ou incentivos, mas sim passar a um processo colaborativo de desenvolvimento baseado no envolvimento do governo em múltiplas instâncias, de empresas, entidades acadêmicas e de pesquisa, e instituições para colaboração. Este é o processo clássico de formação e desenvolvimento de *clusters* e que atua especificamente no âmbito microeconômico (Porter, 1980). Os *Clusters* oferecem uma plataforma que possibilita aos participantes da indústria remover obstáculos específicos ao invés de desafios genéricos, aos quais todas as empresas em geral estão expostas. A partir desta reforma microeconômica dos setores a competitividade das empresas é elevada.

### 3.2. Fundraising

Nesta etapa de *fundraising* as organizações gestoras têm como atrair investidores potenciais, por meio de apresentações e visitas e publicações na imprensa especializada. Para tal, é emitido um prospecto com informações básicas sobre o veículo como a captação almejada, tese de investimentos, foco setorial, estágio das futuras empresas em portfólio e outros. Pelo lado dos investidores julga-se a viabilidade do potencial investimento pelo histórico de rentabilidade de outros veículos da mesma organização e pela experiência profissional dos gestores (*track record*), e pelo fluxo de negócios (*pipeline*) já apresentados.

Os investidores comprometem-se formalmente a subscrever as quotas do veículo de investimento, capital comprometido, e depois são chamados para a disponibilização de um montante para que o veículo invista nas empresas em portfólio, além de pagamento periódico de taxa de administração. Esta integralização do capital, posteriormente ao comprometimento estabelecido entre investidores e gestoras, acontece com base no regulamento do veículo. Constatou-se a existência de penalidades que na maioria dos casos analisados consistem na diminuição de participação, raramente ocorrendo multa ou disponibilização das cotas para outros investidores. A Tabela 3.7 mostra os dispositivos usados em tal caso.

Em 2004 a maioria dos veículos não previa qualquer penalidade (59%) e a penalidade mais comum pela falta de integralização era o desconto ou diminuição de participação. Já em 2009 o número de veículos que não prevê penalidade reduziu-se a 27,1%, provavelmente por más experiências passadas na captação de recursos. A penalidade mais comum continuou a ser o desconto ou diminuição de participação, todavia com um crescimento da multa pecuniária.

## Tabela 3.7. – Penalidade para a Falta de Integralização de Capital

Diferentes mecanismos de penalização pela falta de integralização do capital comprometido no momento estabelecido nos acordos entre as organizações gestoras e os investidores. Respostas fornecidas por 118 veículos de investimentos que representam 46% do universo. Valores reportados em reais foram convertidos em dólares usando a cotação média anual do Banco Central.

| Penalidade para Falta de Integralização de Capital |                    |            |                                |            |                    |            |
|--|--------------------|------------|--------------------------------|------------|--------------------|------------|
| Instrumento de penalidade                          | Número de Veículos | % Válida   | Comprometimento (bilhões US\$) | % Válida   | Número de Veículos | % Válida   |
|  | 2004               |            |                                | 2009       |                    |            |
| Sem penalidade                                     | 57                 | 59         | 2,83                           | 51         | 32                 | 27,12      |
| Desconto/diminuição da participação                | 18                 | 19         | 0,82                           | 15         | 27                 | 22,88      |
| Desconto no ganho de capital                       | *                  | *          | *                              | *          | 10                 | 8,47       |
| Incidência de juros                                | 5                  | 5          | 1,22                           | 22         | 7                  | 5,93       |
| Decidido em assembleia                             | 3                  | 3          | 0,02                           | 0          | 1                  | 0,85       |
| Multa  | 3                  | 3          | 0,02                           | 0          | 11                 | 9,32       |
| Coloca suas cotas à disposição                     | 1                  | 1          | 0,03                           | 1          | 3                  | 2,54       |
| Multa e cotas à disposição                         | 1                  | 1          | 0,03                           | 1          | 3                  | 2,54       |
| Outro  | 9                  | 9          | 0,61                           | 11         | 23                 | 19,49      |
| <b>Total</b>                                       | <b>97</b>          | <b>100</b> | <b>5,58</b>                    | <b>100</b> | <b>118</b>         | <b>100</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de PE/VC

A Tabela 3.8. a seguir separa o capital comprometido alocado ao Brasil pela Indústria de PE/VC onde a maioria são organizações tradicionais de PE/VC, que, em geral, querem adquirir negócios com geração de caixa, em busca de capital para o crescimento e com oportunidades de crescimento orgânico e/ou inorgânico, e com potencial de saída via Mercado de Capitais ou venda a um estratégico. Identificamos contudo um crescimento de organizações gestoras especializadas em ativos com características bastante específicas, muitas vezes ligados a projetos *greenfield* que apresentam alto potencial de valorização mas mais elevados riscos de execução, e ativos cujo retorno esperado é de um prazo mais longo, tais como os de Infraestrutura (muitas vezes ligados a projetos *greenfield*), Imobiliário (que não deixa de ser um somatório de projetos *greenfield*) e Florestal<sup>2</sup>.

2 Para maiores informações sobre ativos florestais veja “O Investimento em Ativos Florestais no Brasil: Uma Classe de Ativos Alternativos que pode contribuir para a ampliação da oferta de madeira no país”, Dissertação de Mestrado em Administração de Empresas pela Escola de

**Tabela 3.8. – Capital Comprometido Alocado ao Brasil pela Indústria de PE/VC**

Capital Comprometido alocado ao Brasil em dezembro de 2009 sendo esse a somatória da modalidade Tradicional, Infraestrutura, Imobiliário e Florestal. Respostas fornecidas por 144 Organizações Gestoras e 252 Veículos de Investimentos. Valores reportados em reais foram convertidos em dólares usando a cotação média anual do Banco Central.

| US\$ Mil          | Privado | Público | Total  | %   |
|-------------------|---------|---------|--------|-----|
| 2009              |         |         |        |     |
| Tradicional       | 27.169  | 935     | 28.104 | 78  |
| Corporate Venture | 350     | -       | 35     | 1   |
| Infraestrutura    | 3.955   | -       | 3.955  | 11  |
| Imobiliário       | 2.734   | -       | 2.734  | 8   |
| Florestal         | 970     | -       | 970    | 3   |
| Total             | 35.178  | 935     | 36.113 | 100 |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Os veículos de investimentos são estruturados de forma que os interesses dos empreendedores, dos gestores e dos investidores sejam alinhados de modo contratualmente definido entre as partes. Nos EUA, a estrutura organizacional que confere esse tipo de benefício aos investimentos de PE/VC é a *limited partnership*. A relação entre os investidores (*limited partners*) e os gestores de recursos (*general partners*) é feita em bases contratuais que procuram garantir o alinhamento de interesses. O modelo de remuneração e incentivos aos gestores, no Brasil, é estabelecido pelas Instruções CVM 391 e 209 que têm natureza eminentemente contratual e conferem grande liberdade entre as partes e dispõe sobre a participação dos gestores no processo decisório de companhias investidas abertas ou de capital fechado, sem limite de faturamento (CVM 391). Estabelece também a diferenciação entre classes de cotas; dispõe sobre o funcionamento de comitês de investimento, comitês técnicos e conselhos consultivos.

O regulamento do veículo de PE/VC, dada sua natureza totalmente contratual, deverá dispor, também, sobre questões de conflitos de interesses entre investidores e gestores, tais como decisões para a realização de investimentos e desinvestimentos, acesso de investidores a informações sobre empresas da carteira do veículo, método para a determinação do valor de cotas, contabilização dos ativos, bem como o tratamento de despesas relacionadas à gestão e operação dos veículos. São igualmente mandatórios o registro automático dos FIPs e FMIEEs junto a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e sua submissão à ação fiscalizadora da própria CVM.

A Tabela 3.9.1. agrupa os veículos de acordo com a estrutura legal sob a qual estão constituídos. Nota-se que em 2004 as *limited partnerships* tinham peso relevante na indústria: representando então apenas 29 dos 97 veículos (29,9%), congregavam 61,8% de todo o capital comprometido para o Brasil. Em

paralelo, as empresas de participações (*holdings*), ainda relativamente numerosas com seus 20 veículos, concentravam menos de 10% do capital comprometido. E em 2004, seguindo a evolução regulatória da indústria, os veículos constituídos sob instruções da CVM eram as estruturas mais frequentes com 44 veículos, reforçando que a criação destas instruções foi de fato uma decisão acertada e alinhada com a evolução da indústria de PE/VC no Brasil, possibilitando entre outras o aumento do aporte de capital por parte de investidores institucionais como fundos de pensão a estes veículos.

Já em 2008, as *limited partnerships* mantinham 45 veículos e um capital comprometido de US\$ 9,06 bilhões. Todavia essa estrutura já não era responsável pela maioria do capital comprometido da indústria, pois os veículos de investimentos estruturados sob instruções da CVM detinham US\$ 10,39 bilhões em capital comprometido. Em 2009 tivemos um forte crescimento das *limited partnerships* com o aumento do comprometimento por parte de organizações que seguem esta estrutura legal, seguido pelos veículos estruturados sob instruções da CVM que também cresceram de um ano para outro, ainda que apresentando um crescimento inferior aos dos veículos estruturados como *limited partnerships*.

### Tabela 3.9.1. – Estrutura Legal dos Veículos de Investimento

Distribuição dos veículos de investimentos segundo a estrutura legal utilizada. Valores reportados em reais foram convertidos em dólares, usando a cotação média anual, tal como publicado pelo Banco Central. Em relação a 2009 as respostas foram fornecidas por 239 veículos (94% do universo) que possuem US\$ 35,1 bilhões de capital comprometido (97% do universo).

| Estrutura Legal                            | 2004           |                                | 2008           |                                | 2009           |                                |
|--|----------------|--------------------------------|----------------|--------------------------------|----------------|--------------------------------|
|  | Nº de Veículos | Comprometimento (US\$ bilhões) | Nº de Veículos | Comprometimento (US\$ bilhões) | Nº de Veículos | Comprometimento (US\$ bilhões) |
| Limited Partnership                        | 29             | 3,45                           | 45             | 9,06                           | 63             | 13,41                          |
| FMIEE (CVM 209)                            | 21             | 0,17                           | 26             | 10,39                          | 34             | 0,58                           |
| FIP (CVM 391)                              | 11             | 0,62                           | 37             |                                | 67             | 5,96                           |
| CVM 302 e 409                              | 12             | 0,5                            | 9              |                                | 9              | 0,65                           |
| CVM 398                                    | -              | -                              | 1              |                                | 1              | 0,01                           |
| Empresa de participação ( <i>holding</i> ) | 20             | 0,52                           | 31             | 0,53                           | 31             | 0,85                           |
| Investimento direto                        | -              | -                              | 13             | 4,53                           | 16             | 5,06                           |
| Divisão de empresa não-financeira          | 2              | 0,31                           | 4              | 0,27                           | 3              | 0,35                           |
| Outros                                     | 2              | 0,01                           | 15             | 1,87                           | 15             | 2,06                           |
| <b>Total</b>                               | <b>97</b>      | <b>5,6</b>                     | <b>181</b>     | <b>26,6</b>                    | <b>239</b>     | <b>28,9</b>                    |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de PE/VC

Em 2009, A Indústria Brasileira de PE/VC captou US\$ 6,1 bilhões em recursos para investimentos futuros (o equivalente a 0,4% do PIB). A Tabela 3.9.2. abaixo demonstra a abertura deste *fundraising* por estrutura legal para as organizações que nos forneceram a informação com esta abertura, totalizando US\$ 5,5 bilhões em captações com abertura por estrutura legal (capital levantado por 239 veículos ou 94% do universo) e apenas uma pequena parte, US\$ 631 milhões para os quais não temos a informação de qual estrutura legal foi utilizada. Grande parte desse montante captado (US\$ 1,75 bilhão ou 32% do total de veículos captados em 2009) provém de veículo de investimentos estruturados de acordo com as normas e regulamentos da CVM. Além disso, nota-se a relevância das estruturas de *Limited Partnership* com US\$ 2,6 bilhões (47% do total captado) e dos Investimentos Diretos com US\$ 475 milhões (9% do total captado).

### Tabela 3.9.2.– Fundraising em 2009 por Estrutura Legal

Distribuição dos veículos de investimentos segundo a estrutura legal utilizada. Valores reportados em reais foram convertidos em dólares, usando a cotação média anual, tal como publicado pelo Banco Central. Em relação a 2009 as respostas por Amostra: 239 veículos (94% do universo) que possuem US\$ 35,1 bilhões de capital comprometido (97% do universo).

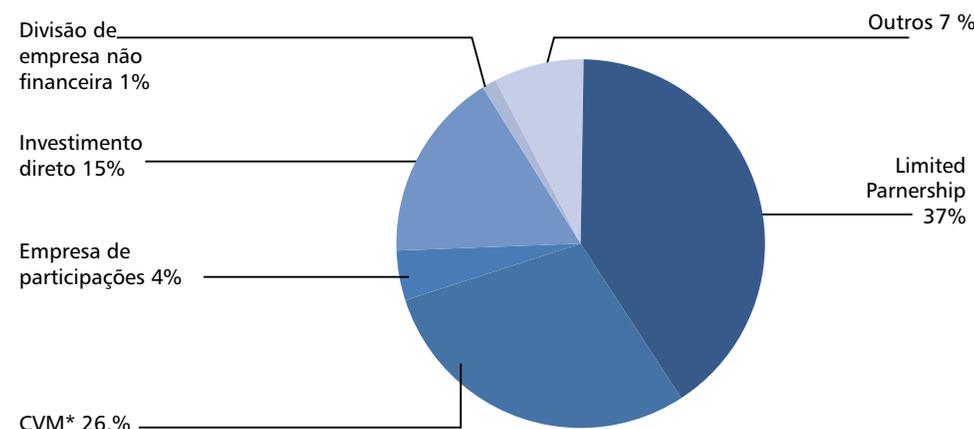
| Estrutura Legal  | R\$ (US\$) | US\$  | Total |
|--|------------|-------|-------|
| Fundo CVM  | 906        | -     | 906   |
| Fundo CVM (Infraestrutura)   | 764        | -     | 764   |
| Fundo CVM (Investimento ao Custo)  | 80         | -     | 810   |
| <i>Limited Partnership</i>   | -          | 1.317 | 1.317 |
| <i>Limited Partnership</i> (Investimento ao Custo)                         | -          | 736   | 736   |
| <i>Limited Partnership</i> (Aumento da Alocação para o Brasil)             | -          | 540   | 540   |
| Outros fundos (Infraestrutura)   | 245        | -     | 245   |
| Investimento direto <i>Partnership</i> (Aumento da Alocação para o Brasil) | -          | 200   | 200   |
| Investimento direto (Investimento ao Custo)                                | 23         | 252   | 275   |
| <i>Holding</i>   | 406        | -     | 406   |
| Total  | 2.424      | 3.045 | 5.469 |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

A Indústria Brasileira de PE/VC em 2009 apresentava portanto 37% do capital comprometido alocado em veículos estruturados como *limited partnerships*, conforme o Gráfico 3.1. denota abaixo. Os veículos CVM representavam 26% desse capital, com destaque para os FIPs, responsáveis por 20% do capital comprometido alocado ao Brasil.

## Gráfico 3.1. – Capital Comprometido por Estrutura Legal

Capital Comprometido por Estrutura Legal em 2009. No caso dos investimentos diretos exclui-se os *Hedge Funds* e a categoria CVM inclui todos os veículos estruturados de acordo com o regulamento Brasileiro de PE/VC CVM 391,402 e 209. Amostra: 252 veículos de investimento de 144 organizações gestoras



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Em 2004, no primeiro censo, a distribuição do capital comprometido era composta por 65 organizações típicas de PE/VC e seis organizações gestoras especializadas em PIPE. De acordo com a Tabela 3.10. abaixo o conjunto de organizações gestoras era composto por: 45 organizações independentes que gerenciavam um capital comprometido de US\$ 3,0 bilhões (53,4%), 20 organizações afiliadas a instituições financeiras com capital comprometido de US\$ 2,1 bilhões (37,9%), 4 organizações afiliadas a grupos industriais (*Corporate Ventures*) com capital comprometido de US\$ 0,3 bilhões (6%) e 2 organizações afiliadas ao setor público com capital comprometido de US\$ 0,2 bilhões (2,7%). Essa última categoria era então composta pela área de investimentos e participações do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), BNDESPar. Entre as organizações da modalidade PIPE, havia três organizações independentes e três como afiliadas a instituições financeiras, sendo seu comprometimento em US\$ 0,5 bilhões (9%).

Os dados demonstram que a indústria é composta majoritariamente por organizações independentes e por afiliadas a instituições financeiras. Os dados também evidenciam que o papel do governo, como gestor direto de PE/VC, é limitado no que diz respeito ao capital comprometido, pois BNDESPar representa menos de 3% do total do capital comprometido da indústria em 2009. Todavia, o número de empresas que estavam na carteira de investimentos da BNDESPar até dezembro de 2004 representava mais de 10% de todas as empresas do portfólio agregado da indústria, reforçando o aspecto de que em relação ao fomento ao crescimento de pequenas e médias empresas o papel da BNDESPar cresce de importância relativa. Ainda assim conclui-se claramente que a indústria de PE/VC no Brasil é madura e não depende deste apoio governamental para florescer. Nota-se também que o setor público tem um papel relevante como investidor em diversos veículos geridos por organizações gestoras independentes.

**Tabela 3.10. – Afiliação das Organizações Gestoras**

Distribuição das organizações gestoras com escritório no país segundo a afiliação e o montante de capital comprometido em dezembro de 2004, 2008 e 2009. Valores reportados em reais foram convertidos em dólares usando a cotação média anual do Banco Central.

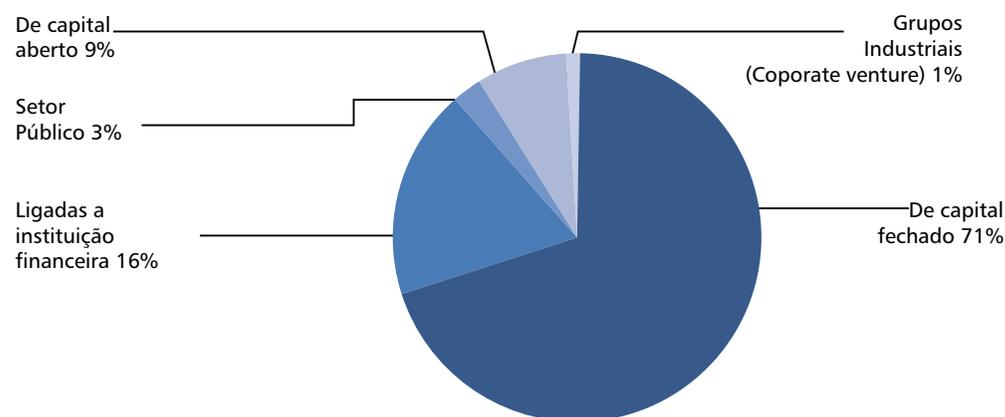
| Afiliação                               | Nº de Organizações | Comprometimento (US\$ bilhões) | Nº de Organizações | Comprometimento (US\$ bilhões) | Nº de Organizações | Comprometimento (US\$ bilhões) |
|---|--------------------|--------------------------------|--------------------|--------------------------------|--------------------|--------------------------------|
|   | 2004               |                                | 2008               |                                | 2009               |                                |
| Organizações Independente               | 45                 | 3,0                            | 107                | 20,5                           | 116                | 29,0                           |
| De capital fechado                      | 45                 | 3,0                            | 100                |                                | 109                | 26,0                           |
| De capital aberto                       | -                  | -                              | 7                  |                                | 7                  | 3,0                            |
| Instituições Financeiras                | 20                 | 2,1                            | 15                 | 5,3                            | 16                 | 5,8                            |
| Grupos industriais (Corporate Ventures) | 4                  | 0,3                            | 3                  | 0,5                            | 2                  | 0,4                            |
| Setor Público                           | 2                  | 0,2                            | 2                  | 0,4                            | 2                  | 1,0                            |
| <b>Total</b>                            | <b>116</b>         | <b>5,6</b>                     | <b>127</b>         | <b>26,7</b>                    | <b>144</b>         | <b>36,1</b>                    |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

De acordo com o Gráfico 3.2., em 2009 as organizações independentes de capital fechado representam 71% do total do capital comprometido alocado ao Brasil. As organizações ligadas a instituições financeiras representam 16%, as independentes de capital aberto 9% e os grupos industriais 1%. O setor público, com a BNDESPar, representa apenas 3% desse capital comprometido.

**Gráfico 3.2. – Afiliação das Organizações Gestoras (2009)**

Capital Comprometido por Afiliação das Organizações gestoras, em 2009. Amostra: 252 veículos de investimentos de 144 organizações gestoras



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Eram 19 os veículos em processo de captação em dezembro de 2009 no Brasil, mostrando que a crise financeira que eclodiu em 2008 ainda afetou o processo de captação de recursos para os mercados emergentes. A

tendência, apesar das contínuas ameaças de recessão para as economias desenvolvidas, é que os investimentos em PE/VC reaqueçam nos próximos anos devido ao forte desempenho dos mercados emergentes em relação aos mercados desenvolvidos. Outro fato a se destacar é que a captação de recursos domésticos está crescendo devido ao contínuo interesse dos institucionais locais e sucesso nas experiências com gestores a partir de 2004.

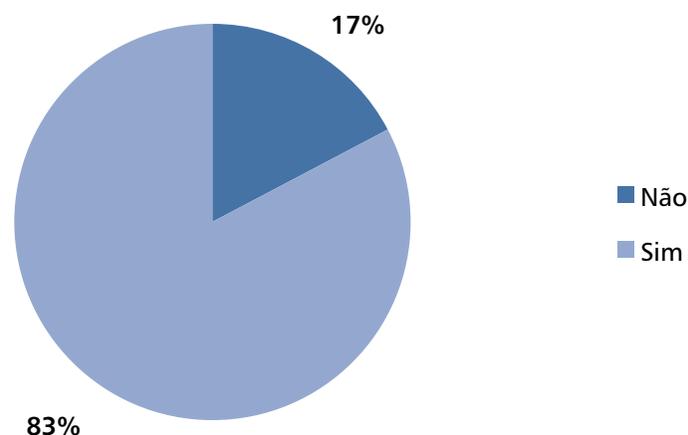
Ao longo dos anos de 2010 e 2011, não cobertos por este estudo, esta tendência não somente se manteve como se acentuou. No início de 2011, quando da publicação deste trabalho, tomamos conhecimento de pelo menos três novos veículos de investimento superiores a US\$ 1 bilhão prestes a serem anunciados no mercado.

Em setembro de 2009 o Conselho Monetário Nacional (CMN) alterou a regulamentação dos fundos de pensão, principal origem do capital comprometido em PE/VC no Brasil, alterando o limite máximo de 2% para 20% das carteiras dos fundos de pensão para a aquisição de uma série de ativos (investimentos) incluindo PE/VC. Dos 19 veículos em processo de captação de recursos 14 ou 74% são fundos de investimentos em participações (FIP).

Em resposta à questão sobre intenção de levantar um novo veículo para o Brasil nos próximos três anos ao final de 2009, foram obtidas respostas de 81 organizações gestoras, sendo que nove declararam foco em *Venture Capital* e 72 em *Private Equity*. Nas tabelas 3.11. e 3.12. pode-se observar que o montante de capital a ser levantado (objetivo de *final closing*) por organizações gestoras que são orientadas para *Venture Capital* atingia US\$ 732,00 milhões no caso de gestoras de *Private Equity* o montante a ser levantado atingia US\$ 19.370,00 milhões.

### Gráfico 3.3. – Intenção das Organizações Gestoras em Levantar um Novo Fundo de Investimento para o Brasil nos Três Anos Posteriores a 2009

Amostra de 81 (56% do universo) organizações gestoras, sendo que nove delas são orientadas para *Venture Capital* e 72 orientadas para *Private Equity*.



**Tabela 3.11. – Montante do Capital (Final Closing) a ser Levantado por Organização Gestora (PE)**

Do total de 72 organizações gestoras de PE que responderam que pretendem levantar um novo veículo de PE para o Brasil nos próximos três anos, apenas 46 especificaram o montante objetivo de *final closing*.

| Faixa de Capital em US\$ MM   | Organizações gestoras | %           |
|---|-----------------------|-------------|
| Até 50  | 2                     | 4,35%       |
| De 100 a 200  | 21                    | 45,65%      |
| De 201 a 500  | 15                    | 32,61%      |
| De 501 a 1.000  | 6                     | 13,04%      |
| Acima de 1.000  | 2                     | 4,35%       |
| Total   | 46                    | 100%        |
| <b>Estatísticas:</b>  |                       |             |
| Moda:   |                       | \$283,34    |
| Mín:  |                       | \$30,00     |
| Máx:  |                       | \$2.500,00  |
| Média Ponderada:  |                       | \$421,09    |
| Montante de Capital Total a ser levantado (objetivo de <i>final closing</i> ) – US\$ MM |                       | \$19.370,00 |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

**Tabela 3.12 – Montante do Capital (Final Closing) a ser Levantado por Organização Gestora (VC)**

Do total de nove organizações gestoras de VC que responderam que pretendem levantar um novo veículo de VC para o Brasil nos próximos três anos, apenas sete especificaram o montante objetivo de *final closing*.

| Faixa de Capital em US\$ MM   | Organizações gestoras | %        |
|---|-----------------------|----------|
| Até 50  | 3                     | 42,86%   |
| De 100 a 200  | 2                     | 28,57%   |
| Acima de 200  | 2                     | 28,57%   |
| Total   | 7                     | 100%     |
| <b>Estatísticas:</b>  |                       |          |
| Moda:   |                       | \$200,00 |
| Mín:  |                       | \$12,00  |
| Máx:  |                       | \$200,00 |
| Média Ponderada:  |                       | \$104,57 |
| Montante de Capital a ser levantado (objetivo de <i>final closing</i> ) por organização gestora (US\$ MM) |                       | \$732,00 |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

### 3.2.1 Oferta e Procura por Investimentos de PE/VC e o Processo de Captação de Recursos (*Fundraising*): seus Fundamentos Microeconômicos Atuais.

Diversos fatores influenciam diretamente o processo de captação de recursos. Primeiramente, há de se entender como o mercado de PE/VC trabalha, assim como seus instrumentos e mecanismos. A demanda por investimentos de PE/VC é representada pela quantidade de empresas que estão à procura de investimentos de PE/VC e que acreditam serem capazes de, em um determinado período de tempo, efetuarem a seleção, investimento, melhoria e monitoramento e saída, e desta forma proporcionarem elevadas taxas de retorno. A oferta desse mercado é representada pela disposição dos gestores de PE/VC (investidores, este caso) em prover recursos para investimentos nessas empresas. (Gompers e Lerner, 2004). O preço, nesse mercado, é estabelecido de acordo com a taxa de retorno esperada do investimento a ser realizado, assim grandes expectativas de retorno levam a um maior desejo dos investidores em prover capital para investimento (Clifford Winston, 1998)

A curva de demanda para esse mercado é afetada, basicamente, pela oscilação do preço, sendo que uma elevação do preço representa uma queda na quantidade de empresas dispostas a receber tal investimento, devido à menor quantidade de projetos que cumpram tal limite inferior de rentabilidade esperada. A oferta de capital para investimento em PE/VC, sendo mais evidente o caso de VC, é quase plana e muito elástica, visto que existem outras modalidades de investimentos que podem vir a apresentar melhor custo benefício entre retorno e risco (Scholes, 1972). Todavia não há um ativo que substitua perfeitamente o investimento em PE/VC, motivo pelo qual a oferta pelo mesmo não é perfeitamente horizontal. Em relação à elasticidade pode-se inferir que uma pequena variação do preço, expectativa de retorno, acarreta em uma grande variação na quantidade de capital ofertada para tal investimento.

Os impostos são um capítulo à parte e bastante complexo mas de uma forma geral sendo o retorno auferido pelo investidor de PE/VC tributável, o principal substituto para tal modalidade seriam, em tese, e considerando-se retornos esperados equivalentes, os investimentos não tributáveis, principalmente em países com uma carga tributária sobre as empresas muito elevada, como o Brasil (Porteba, 1989). Não é fácil contudo para outras classes de ativos alternativos auferir os mesmos retornos elevados do *Private Equity*. Por vezes estes ativos oferecem, contudo, uma combinação de retorno ajustado ao risco, onde apesar de retornos potencialmente inferiores aos do PE/VC, quando ajustados ao seu menor risco tornam-se ativos interessantes e passam a competir em mesmas bases pela atração deste capital.

Os impostos cobrados sobre o ganho de capital são responsáveis por deslocamentos da curva de oferta; assim uma redução de sua alíquota acarretaria aumento da quantidade ofertada, deslocando-se a curva de oferta para baixo.

Além disso, a redução nos impostos sobre ganho de capital (e no Brasil, não só sobre ganhos de capital dada a enorme porcentagem de impostos indiretos) também afetaria a curva de demanda, principalmente para os primeiros estágios de VC, pois os indivíduos tornar-se-iam motivados para iniciar atividades empreendedoras e, conseqüentemente, melhores projetos estariam disponíveis no mercado (Gompers e Lerner, 2004). Dessa forma, pode-se concluir que a queda dos impostos incidentes sobre os ganhos de capital é benéfico para a indústria de PE/VC, tanto para os casos nos quais os investidores são isentos de tributos quanto para investidores sensíveis a impostos, pois nos dois casos a demanda seria maior. Ironicamente, quando da publicação deste trabalho o Brasil estava implantando algumas alterações fiscais com impacto relevante para a indústria de PE/VC. No intuito de restringir o fluxo de entrada de dólares para investimentos no país, e com isto segurar a valorização do real, instituiu-se um aumento do imposto sobre operações financeiras (IOF) de 2% para 4% incidente sobre operações do mercado financeiro e também do Mercado de Capitais, e com isto, afetando os investimentos de PE/VC e a economia real. Rapidamente o governo identificou o problema da medida implantada que, com o objetivo de atuar em cima de uma questão macroeconômica estaria prejudicando microeconomicamente o setor, e reviu sua decisão anterior.

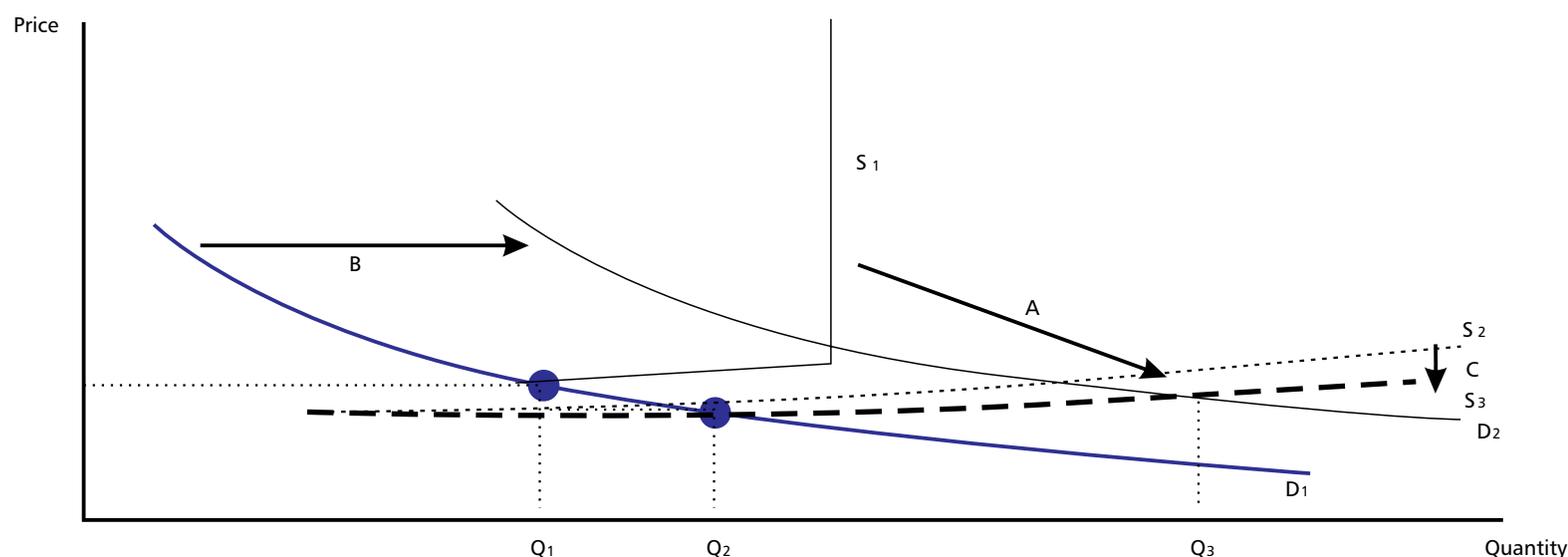
Outro fator institucional que também influencia nas estruturas da indústria de PE/VC é a porcentagem disponível do capital de fundos de pensão para estes investimentos PE/VC. Nos EUA, por exemplo, a partir de 1979 foi regulamentada a permissão para que fundos de pensão pudessem diversificar seus portfólios e pudessem prudencialmente investir em PE/VC, através de uma resolução do *U.S. Department of Labor* que instituiu o *Employment Retirement Income Security Act's* (ERISA). Apesar de uma pequena parcela do capital desses fundos ser destinada a essa modalidade de investimento, essa resolução deu início a um processo que fomentou a captação de recursos, pelo aumento da quantidade ofertada para investimentos desta natureza.

O Brasil vem passando por um processo evolutivo semelhante, e hoje os fundos de pensão (nacionais e internacional) já são responsáveis por 22% do capital comprometido em veículos de PE/VC. Depois da resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) em setembro de 2009, a porcentagem permitida para investimentos nessa classe de ativos alternativos, dentre os quais está o PE/VC, subiu de 2 para 20% potencializando o processo de procura dos fundos de pensão por investimentos nessa classe de ativos.

O Gráfico 3.4. abaixo evidencia as oscilações nas curvas de oferta e demanda no mercado de PE/VC. "Q1" representa o ponto de equilíbrio antes da resolução do ERISA, "Q2" representa o ponto de equilíbrio

após as mudanças instituídas pelo ERISA e “Q3” é o ponto de equilíbrio com a redução de tributos sobre ganho de capital. “S1” representa a curva de oferta de investimentos de PE/VC antes do ERISA, “A” o deslocamento da curva de oferta devido à resolução do ERISA, “S2” a curva de oferta após o ERISA, “C” o deslocamento devido a redução dos tributos sobre ganho de capital e “S3” a curva de oferta depois da redução. “D1” e “D2” representam a curva de demanda por investimento de PE/VC, sendo “B” o deslocamento da demanda ocasionado pela redução dos impostos sobre ganho de capital (Gompers e Lerner, 2004).

**Gráfico 3.4. – Oferta e Demanda de Fundos para Investimentos em PE/VC**



Fonte: Gompers e Lerner (2004)

Por fim cabe aqui destacar a relação entre o desempenho auferido pelas empresas investidas por organizações gestoras de PE/VC e os processos de captação de recursos que se sequenciaram. Tanto o capital detido nas empresas em um dado ano como no ano anterior tem forte correlação positiva com os processos de captação (*fundraising*) realizados posteriormente. Por meio dos *road shows* as organizações gestoras apresentam esses bons resultados auferidos em investimentos passados para barganhar mais capitais para a estruturação de um novo fundo ou aumento de um veículo em captação. Vale ressaltar que a reputação é outro fator que aparece com efeitos positivos para a captação de novos recursos, pois é notório que grandes organizações gestoras de PE/VC e as mais experientes são mais bem-sucedidas para levantar capital para novos veículos, principalmente quando se trata de grandes volumes de capital que são necessários para cobrir os gastos referentes a um grande número de empregados e gestores (Gompers e Lerner, 2004).

Dessa forma, reformas regulatórias e políticas públicas tem grande influência na captação de recursos para veículos de PE/VC, sobretudo em relação às empresas de *Venture Capital* (VC). A melhoria das condições de atratividade para a constituição de novas empresas e novos modelos de negócios, incluindo a adoção de novas tecnologias, torna-se ainda mais necessário adotar regulamentação e políticas públicas que favoreçam o desenvolvimento da indústria de PE/VC.

### 3.2.2. O Modelo Norte-Americano e os FIPs

No que tange ao processo de captação de recursos vale ressaltar que os gestores comprometem a captação de recursos no momento em que constituem um fundo e, ao surgirem oportunidades de investimentos chamam o capital comprometido para efetivar o investimento (Inocima, 2010). No modelo americano, os investidores comprometem capital para um veículo em que não têm direito em vender sua posição, exceto quando o gestor autoriza. Em 2008 34% do capital comprometido alocado ao Brasil estavam vinculados a *Limited Partnerships*. Em 2009 esse percentual oscilou para 37%.

Em relação ao modelo de organização de fundos de PE/VC utilizado amplamente no Brasil, FIP, pode-se destacar o ganho de importância que esses vêm obtendo. Em 2004 os fundos regidos pela CVM representavam 23% dos compromissos de investimento, passando a representar 39% em junho de 2008 e 26% em 2009. Levando-se em conta apenas os FIPs (CVM 391), a sua participação saiu de 11% para 20% dos compromissos de investimento em 2008 e em 2010. Em contraste, no mesmo período as *limited partnerships* compreendiam que em 2004, 62% dos compromissos de investimento passaram a representar apenas 34% em 2008 e 37% em 2009. Essas oscilações podem ser explicadas pelo fato de fundos de pensão, que já correspondem pela maior parcela do capital comprometido no Brasil, investirem por meio FIPs e isso representar uma tendência para esse tipo de veículo obtenha maior importância (Inocima, 2010).

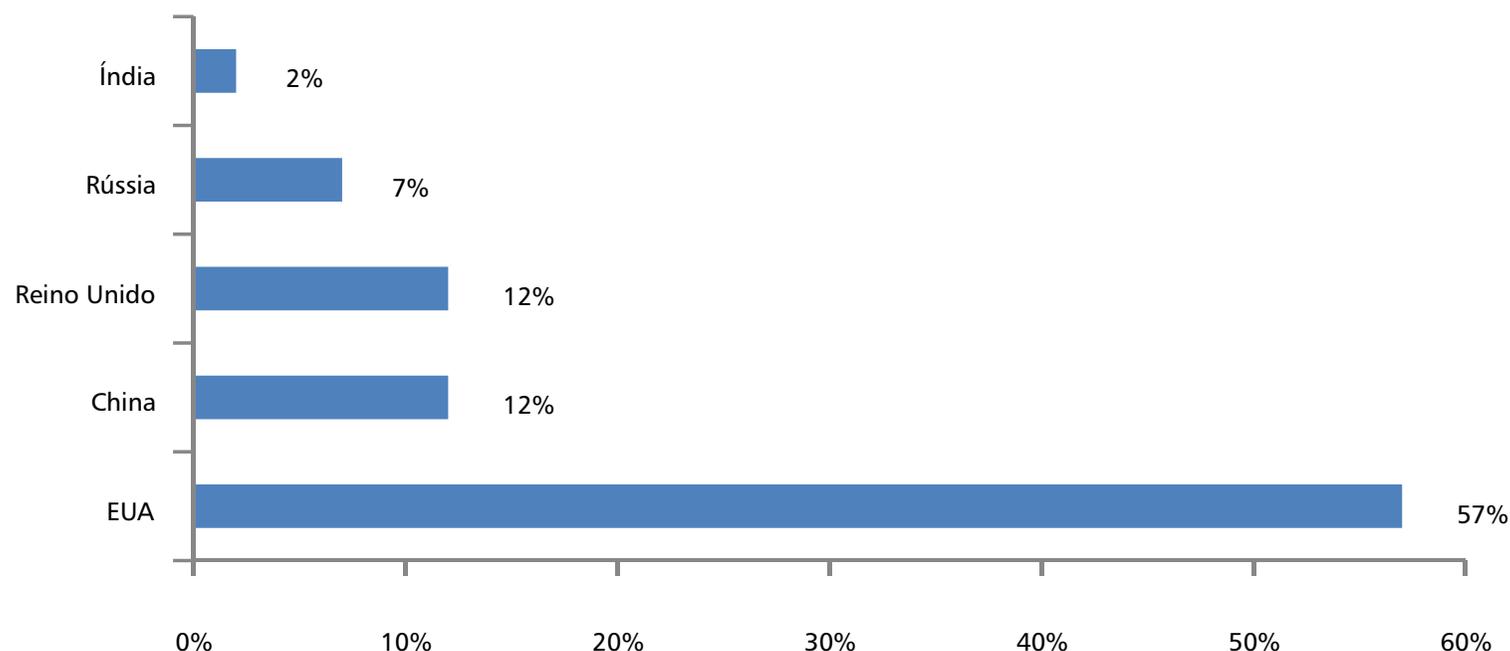
### 3.2.3. Ambiente do Processo de *Fundraising*

O ambiente de negócios para PE/VC no Brasil vem evoluindo de forma consistente ao longo dos últimos anos. De acordo com LAVCA (2008) que busca qualificar o ambiente de negócios de PE/VC na região por meio da identificação de aspectos positivos e negativos para a conclusão de negócios em cada país (score card), o Brasil saltou de 59 para 75 pontos no ranking, de um total de 100, em apenas três anos (2006 a 2008). Os critérios utilizados são: leis para a formação e operação de um veículo de PE/VC, tratamento fiscal de veículos de PE/VC e investimentos, proteção para a minoria dos direitos dos acionistas, restrições de investidores institucionais em fazer investimentos em PE/VC, proteção de direitos das propriedades intelectuais, regulamentação do processo de falência, desenvolvimento do mercado

de capital e viabilidade de mecanismos de saídas locais, registro de requerimentos no interior dos investimentos, requerimentos de governança corporativa, força do sistema judicial, percepção de corrupção e o uso de normas contábeis. Mais importante do que o número em si, cabe observar a tendência da evolução do desenvolvimento e consolidação do ambiente de negócios para PE/VC no Brasil no período em questão. Considera-se um PIB mundial de US\$ 54,35 trilhões em 2007 e um capital comprometido total da indústria mundial de *Private Equity* e *Venture Capital* de US\$ 2 trilhões (3,7% do PIB mundial).

Em 2009 observa-se que a China é o país no qual os investidores norte-americanos acreditam ter maior expectativa de ganhos econômicos para os próximos três anos (Gráfico 3.5.). Vale destacar que, além dos E.U.A., completam a lista outros países emergentes: Índia, Brasil e Rússia. Por meio desses dados fica evidente que os investidores vão procurar novas empresas para inserir nos seus portfólios nessas geografias. Também em 2009, o Brasil passou a ser o segundo colocado na classificação por atratividade para investimento nos mercados emergentes para os 12 meses seguintes de acordo com as organizações gestoras (EMPEA, 2009).

**Gráfico 3.5. – As Cinco Principais Localizações com maior Expectativa de Ganho Econômico (Investidores Norte-Americanos)**

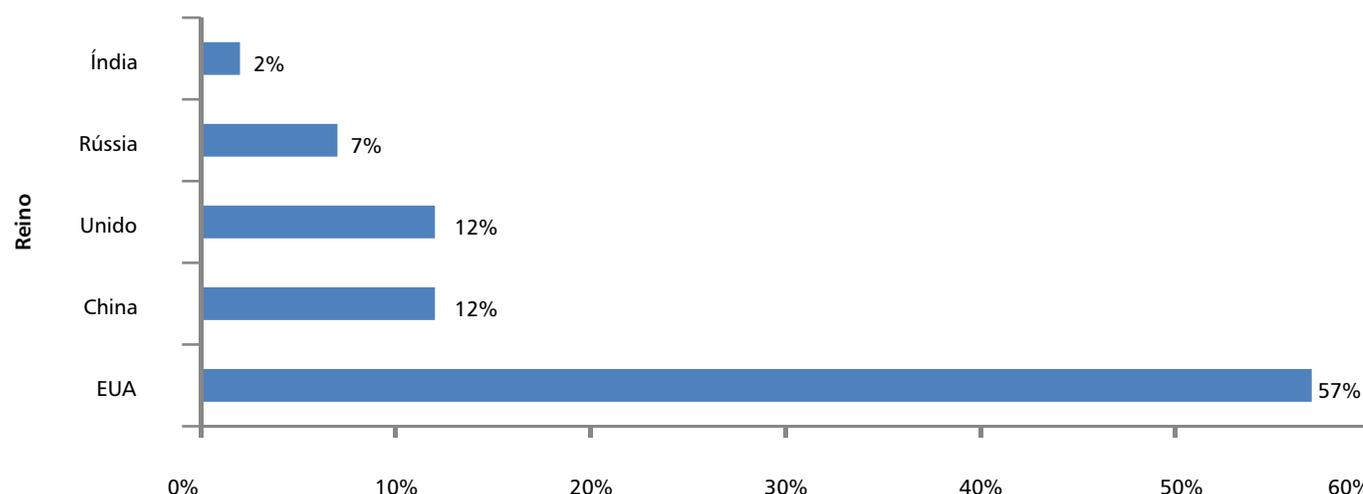


Fonte: Deloitte (2009)

Analisando o gráfico 3.6. nota-se que, além do líder EUA que enfrenta uma crise econômica, a China aparece com considerável significância como segunda geografia em que se esperam as maiores perdas econômicas para os próximos três anos. Essa dualidade inerente à opinião dos investidores norte-

-americanos provém, provavelmente, do fato das diferentes ponderações entre potencial econômico, desenvolvimento industrial e política-social na China. Destaca-se, positivamente, o Brasil que não está classificado nesse gráfico, fato que salienta o bom ambiente do país para novos processos de *fundraising* e investimentos.

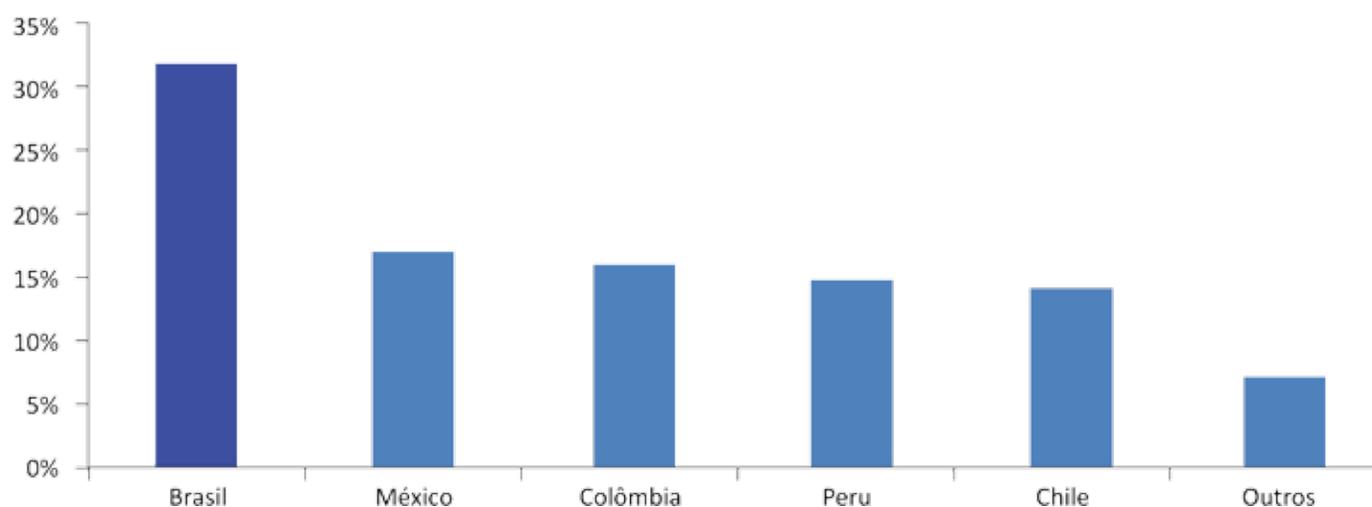
**Gráfico 3.6. – As Cinco Principais Localizações com maior Expectativa de Perda Econômica (Investidores Norte-Americanos)**



Fonte: Deloitte (2009)

Como efeito do bom ambiente de negócios para o Brasil o gráfico 3.7. evidencia ainda mais essa tendência aqui exposta, pois dentre os países emergentes americanos o Brasil é apresentado com quase o dobro de expectativas positivas se comparado ao México, segundo colocado na classificação.

**Gráfico 3.7. – Classificação dos Mercados com Melhores Oportunidades em PE/VC**



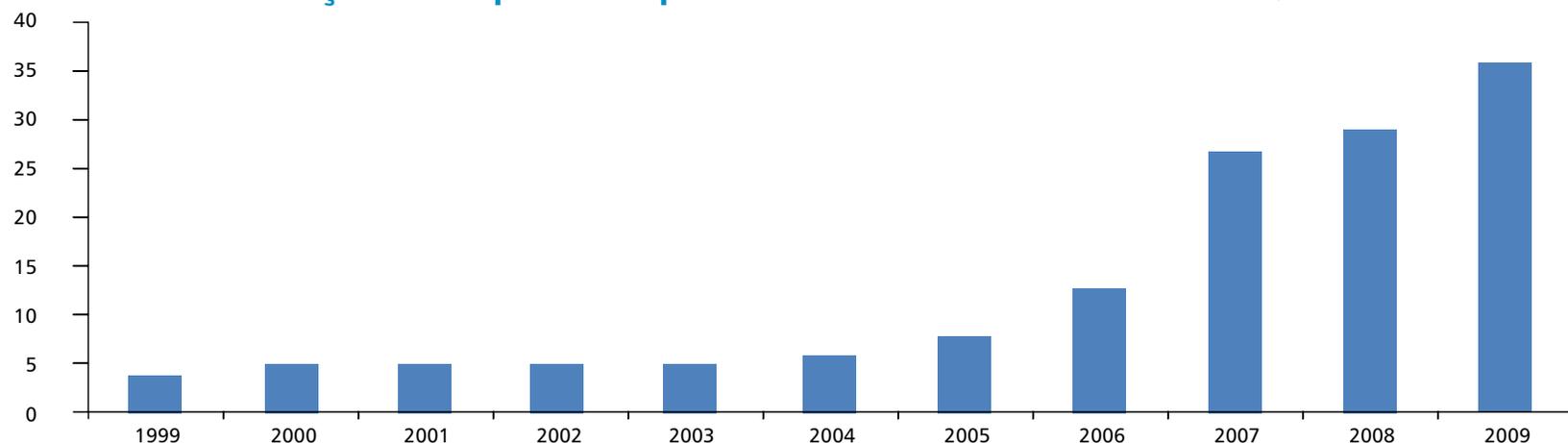
Fonte: LAVCA (2009)

## 3.2.4. Evolução do Capital Comprometido

A indústria Brasileira de PE/VC atingiu US\$ 36,1 bilhões de capital comprometido em dezembro de 2009, um crescimento de 29% em relação a 2008. O universo da pesquisa é composto por 180 gestoras de PEVC, dos quais 144 foram consideradas em nossa pesquisa. Quanto aos veículos de investimento, nossa pesquisa reuniu dados de 252 veículos de investimentos, geridos por um total de 1.593 profissionais e *staff*. Além disso, o número de novos investimentos 2005-2009 ascendeu a 439, num total de 502 empresas integrantes do portfólio total de investimento de PE/VC. No mesmo período, houve 37 IPO's de empresas investidas por PE/VC, levantando cerca de R\$ 31,3 milhões. No ano de 2009, a indústria PEVC demonstrou um crescimento excepcional, evidenciado pelo total de capital comprometido alocado para investimentos internos.

Entre o início de 2005 e o final de 2009 quase US\$ 28 bilhões<sup>3</sup> em capital comprometido foram levantados para o país, dos quais US\$ 9 bilhões (34% do total) por 52 das 67 organizações gestoras que iniciaram suas atividades a partir de 2005, e US\$ 12 bilhões por 26 de 60 organizações gestoras que iniciaram suas atividades no Brasil entre 1981 e 2004. Cabe ressaltar que todas as sete organizações gestoras que reportaram início de suas atividades em 2009 no país ainda não contam com um veículo de investimento em atividade e estão, no momento, em processo de captação)

**Gráfico 3.8. – Evolução do Capital Comprometido Alocado ao Brasil em US\$ Bilhões**



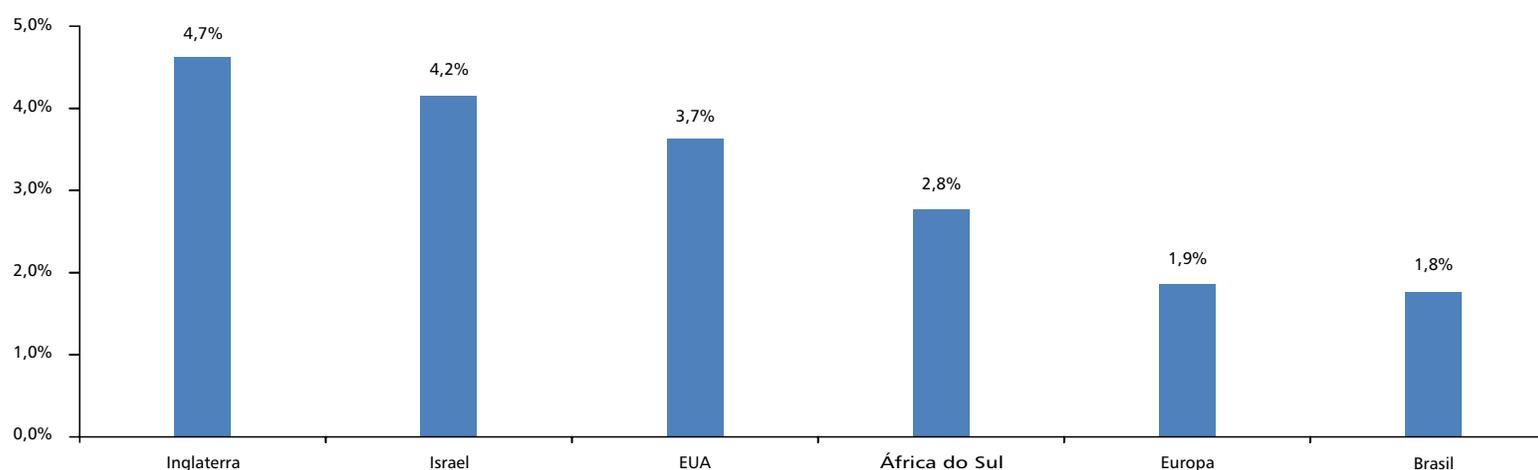
Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de PE/VC

O capital comprometido da Indústria Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* em 2008 representava 1,8% do PIB, contra 1% em 2004, porém este número ainda é praticamente a metade da média mundial de 3,7%. Nos Estados Unidos e na Inglaterra, dois países com décadas de tradição em *Private Equity* e *Venture Capital*, a proporção do capital comprometido em relação ao PIB equivale a 3,7% e 4,7% respectivamente (Gráfico 3.9 e 3.10). Em 2009 o capital comprometido da Indústria Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* aumentou sua representatividade em

3 A variação entre 2005 e 2009 pode ser considerada por US\$ 29 bilhões, visto que a saída de 14 organizações gestoras do mercado implicou uma perda de US\$ 1 bilhão

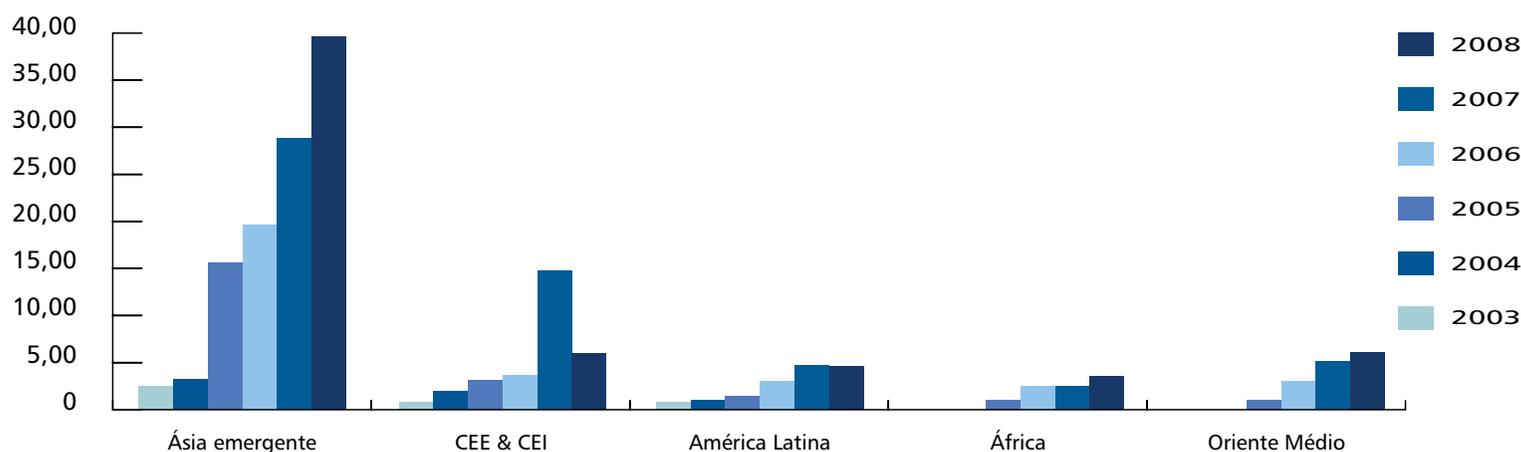
relação ao PIB para 2,33%. Observa-se que a Ásia Emergente é a região para a qual se destina a maior parcela da captação de recursos entre os anos de 2003 e 2008. Este dado é amplamente explicado pelo o montante de capital levantado para Índia e China. Com exceção da Comunidade Europeia & Comunidade dos Estados Independentes (CEE&CEI), todas as regiões obtiveram crescimento no valor de captação de recursos ao comparar o ano de 2008 com o ano de 2007, devendo-se notar o crescimento continuado destinado à América Latina. É importante notar que essa pesquisa é realizada principalmente junto a investidores norte-americanos. É importante comparar essas características com os números de captação de recursos para o Brasil levantados neste 2º Censo da Indústria Brasileira.

**Gráfico 3.9. – Porcentagem do Capital Comprometido em Relação ao PIB (Agosto/2008)**



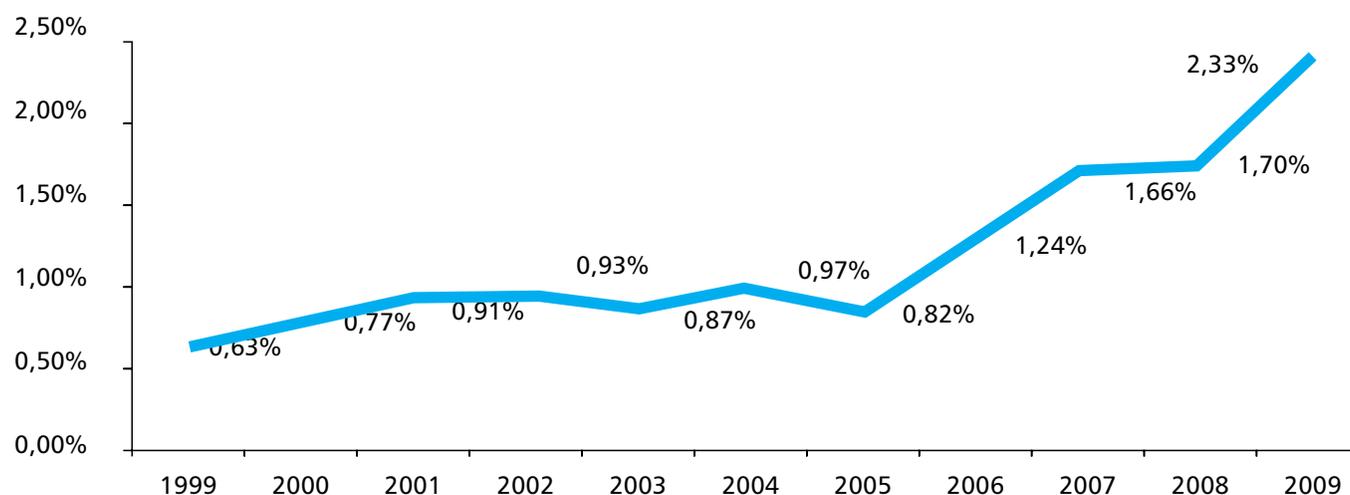
Fonte: National Empowerment Fund (2008) e Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

**Gráfico 3.10. – Comparação do Processo de Fundraising (em Milhares de US\$)**



Fonte: EMPEA (2008)

**Gráfico 3.11. – Evolução do Capital Comprometido Alocado ao Brasil Como Porcentagem do PIB**



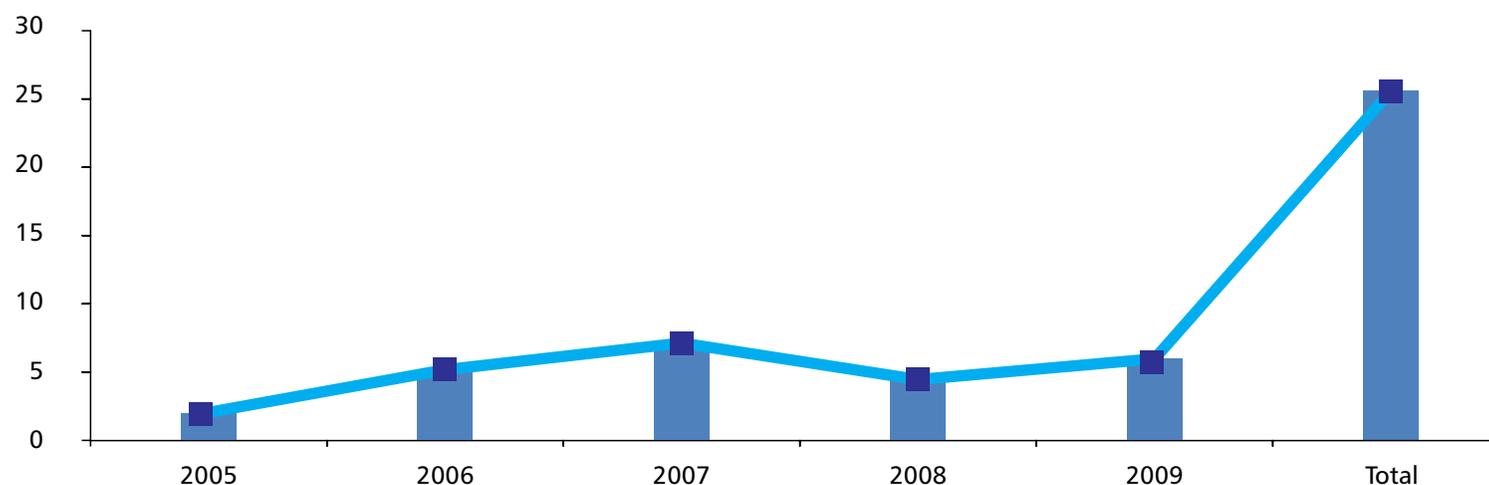
Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de PE/VC

### 3.2.5. Evolução da Captação de Recursos

O desenvolvimento da indústria no Brasil também pode ser visto através da captação de recursos por parte das empresas PE/VC, que atingiu US\$ 6,1 bilhões em 2009, 6,4% acima de 2008. Cerca de US\$10 bilhões de dólares do total levantado até agora (US\$25,5) já foram investidos desde 2005.

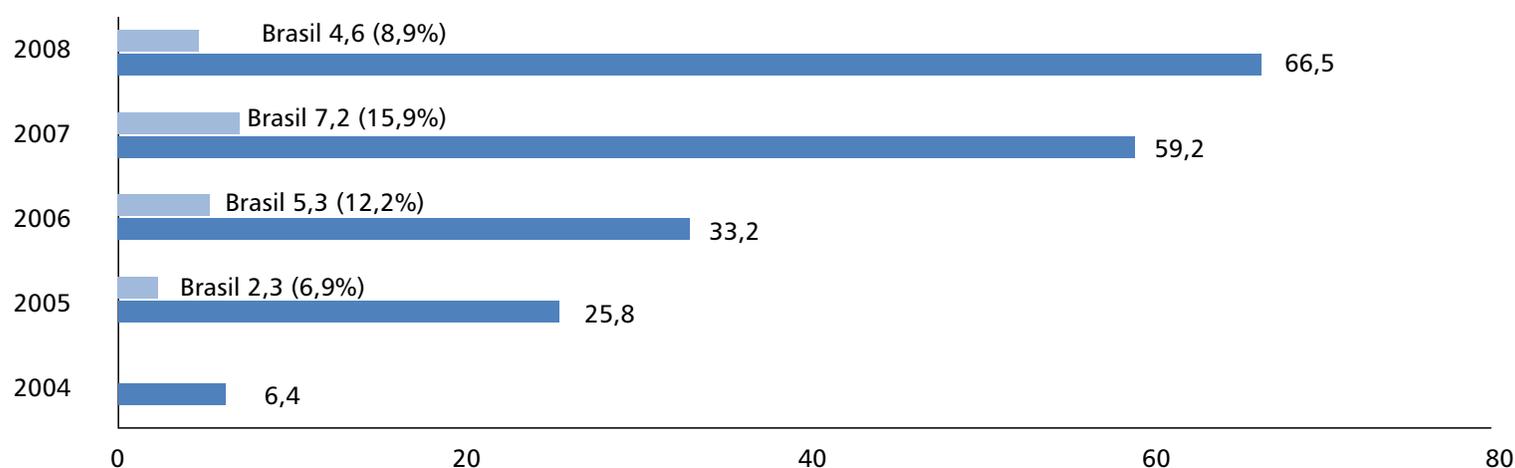
**Gráfico 3.12. – Captação de Recursos para o Brasil**

Captação de recursos para o Brasil entre os anos de 2005 e 2009, com um total de US\$ 25,5 bilhões durante o período. Para o ano de 2009 a amostra foi de 144 organizações gestoras e 252 veículos.



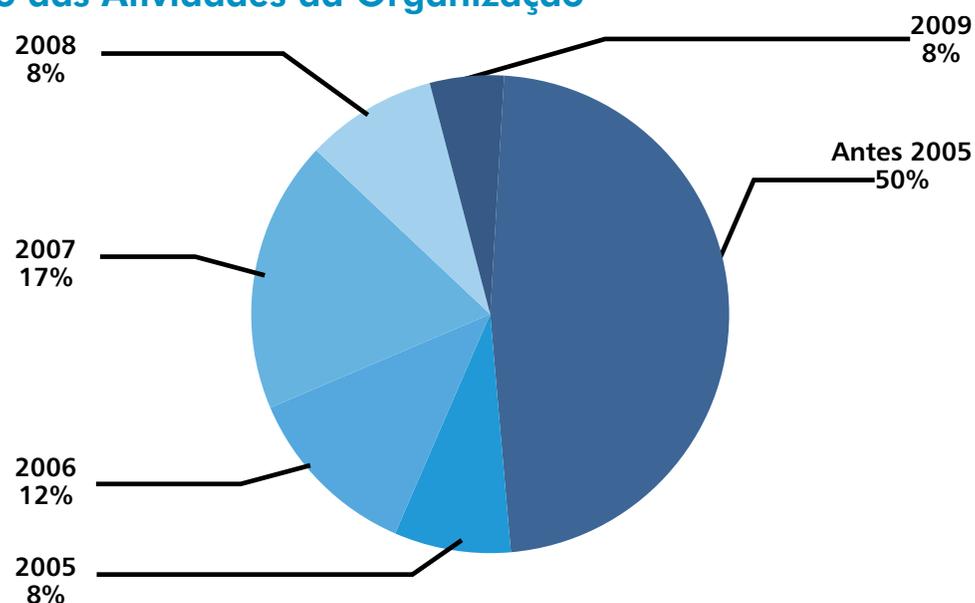
Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de PE/VC

Observa-se por meio do Gráfico 3.13. que o Brasil apresenta uma evolução importantíssima na captação de recursos dentre os mercados emergentes. Em 2005 a participação do país na captação de recursos para mercados emergentes era de 6,9% e atingiu seu ápice em 2007 com 15,9%.

**Gráfico 3.13. – Captação de Recursos para Mercados Emergentes (Em US\$ Mm)**

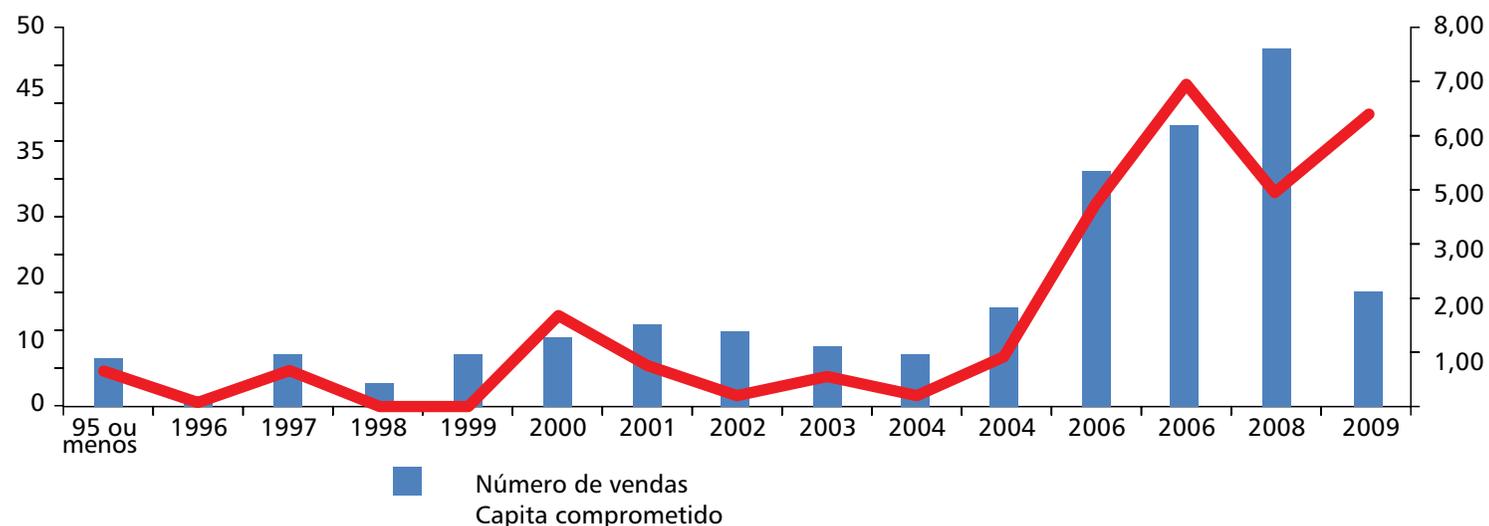
Fonte: EMPEA (2008), Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de PE/VC

Estão aqui identificados 252 veículos de investimento já constituídos e em atividade na Indústria Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*. Eles, sob a gestão de 144 das 180 organizações gestoras. Identificou-se também o ano de constituição veículos (safra ou *vintage*). Isto permite traçar um paralelo entre o ambiente macroeconômico dos últimos anos e a evolução da indústria. Em 2009 mais 7 organizações gestoras iniciaram suas atividades no Brasil. Verifica-se a captação de novos veículos em momentos como antes de 1993 com os pioneiros no mercado de PE/VC, em 1997 com as privatizações, entre 1999 e 2001 pela área de tecnologia da informação e Internet e entre 2005 e 2009 pela disseminação dos FIPs, aumento da liquidez financeira mundial, IPOs, estabilidade macroeconômica, *Investment Grade* e a redução da taxa de juros no Brasil. 2009.

**Gráfico 3.14. – Início das Atividades da Organização**

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de PE/VC

## Gráfico 3.15. – Safra de Veículos Levantados por Data de Criação



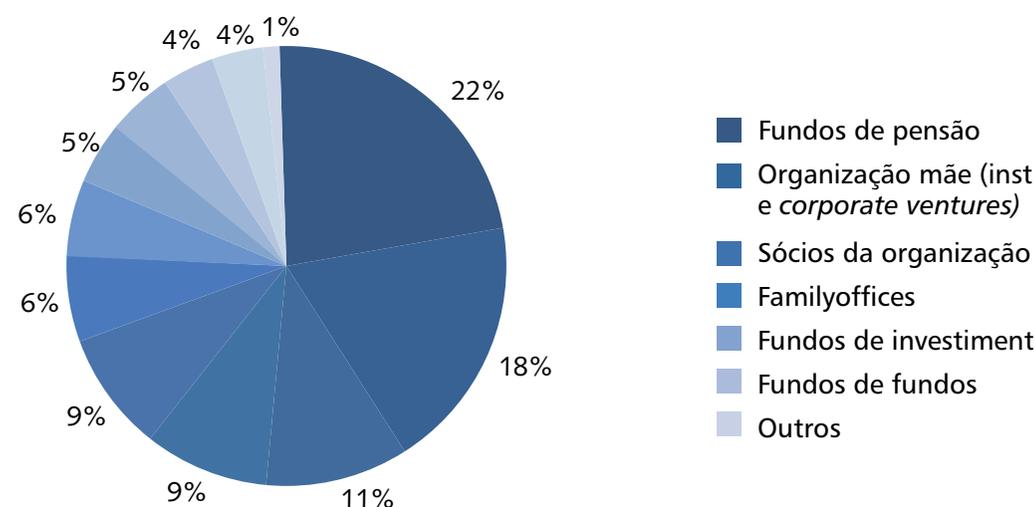
Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de PE/VC

### 3.2.6. Os Investidores de PE/VC (“Limited Partners”)

Os principais investidores em veículos de PE/VC originam-se, principalmente, de fundos de pensão, organização-mãe e instituições financeiras. Observam-se, também, importantes investidores como *family offices*, algumas *Corporate Venture*, instituições públicas e multilaterais. Com base no Gráfico 3.16 nota-se que os fundos de pensão são a origem que mais detém capital comprometido alocado ao Brasil (22%), seguido de Bancos (18%), *Trusts and Endowments* (10%) e dos *family offices* com (9%).

## Gráfico 3.16. – Composição dos Investidores em Fundos de PE/VC (2009)

Gráfico comparativo das origens do capital comprometido dos investidores. Amostra 239 veículos.

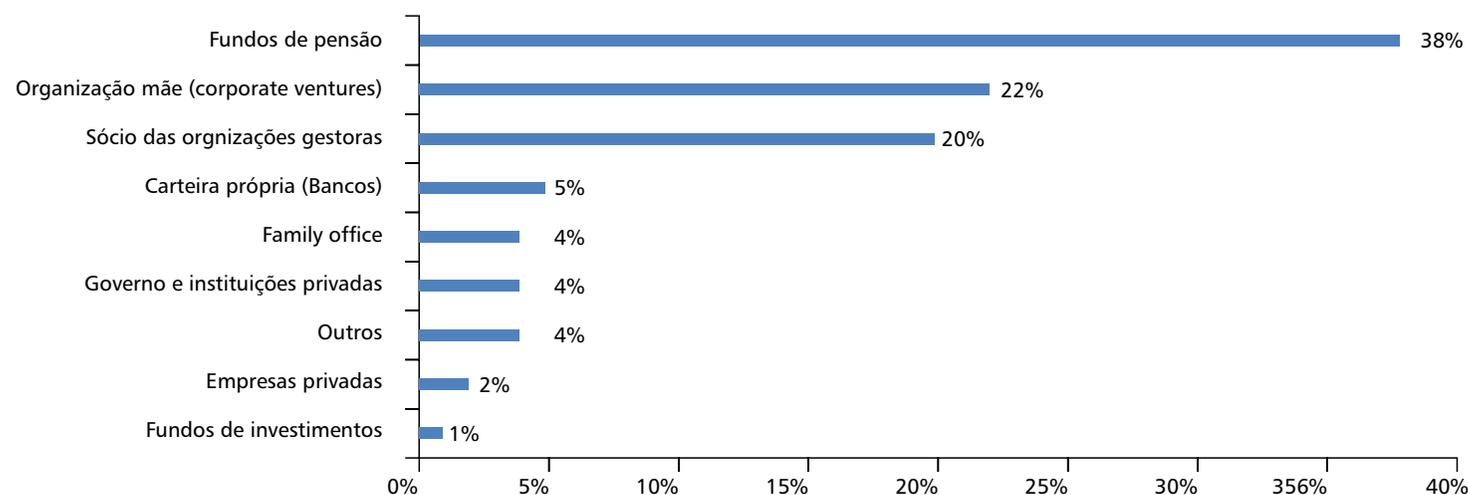


Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Ao analisarmos somente os comprometimentos de investidores locais observa-se a participação muito mais expressiva dos fundos de pensão (38%) e, principalmente, o aumento da participação de sócios da organização gestoras (20%) na composição do capital comprometido alocado ao Brasil.

### Gráfico 3.17. – Breakdown dos Investidores Locais (2009)

Gráfico comparativo das origens do capital comprometido dos investidores locais. Amostra 239 veículos.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

As organizações gestoras de PE/VC administram tanto recursos provenientes de terceiros quanto dos próprios sócios dessas organizações. Os gráficos 3.16. e 3.17. mostram a distribuição da origem do capital comprometido dos veículos de investimentos que administram. Nota-se que, em 2004, 30 organizações (42,3% do número total de organizações) administram recursos de origem exclusiva de terceiros totalizando US\$ 1,65 bilhão (29,6% do total de recursos comprometidos na indústria). Outras 13 organizações (18,3% no número total de organizações) administravam apenas recursos proprietários, sendo essas responsáveis por 9,3% de todo o capital comprometido. Por fim, 28 organizações geriam recursos de terceiros e recursos proprietários, representam 39,4% do número total de organizações gestoras e gerenciavam US\$ 3,41 bilhões (61,1% do capital comprometido agregado).

Assim como as organizações gestoras e o capital comprometido estão concentrados em poucas cidades e sub-regiões, um pequeno número de organizações concentra a maior parte do capital: a Tabela 3.13. mostra que, em 2004, as 15 maiores organizações gestoras detinham, em termos de capital comprometido, 76,2% da Indústria. As cinco maiores concentram quase metade do comprometimento agregado. Isso é indicativo de uma indústria nascente e ainda fragmentada, onde o porte médio dos 15 maiores gestores é de US\$ 283 milhões, enquanto cada um dos demais 56 gerencia em média US\$ 26 milhões.

Em junho de 2008, destaca-se o fato de as 10 maiores gerenciarem 52,4% do total de capital comprometido da Indústria, US\$ 13,96 bilhões. Por meio da Tabela 3.13 e do gráfico 3.18 nota-se que está ocorrendo um processo de desconcentração do capital comprometido, pois as 15 maiores organizações gestoras passaram a ter 63%, aproximadamente, do capital comprometido alocado ao Brasil. É relevante o fato de as 15 maiores organizações gestoras apresentarem um capital comprometido médio de US\$ 1,5 bilhão, contra 0,3 US\$ bilhão em 2004, e as demais organizações um capital comprometido médio de quase US\$ 100 milhões, contra apenas US\$ 26 milhões em 2004, indicando o robusto crescimento das organizações que continuaram a atuar no país nos últimos cinco anos e praticamente a quintuplicação da escala econômica prévia dos demais participantes do mercado no período de cinco anos desde o último Censo. Embora ainda a indústria seja fragmentada, evidencia-se muito provável a hipótese de que as pequenas organizações gestoras existentes já estejam operando em escala econômica viável ou tendendo a consolidar-se.

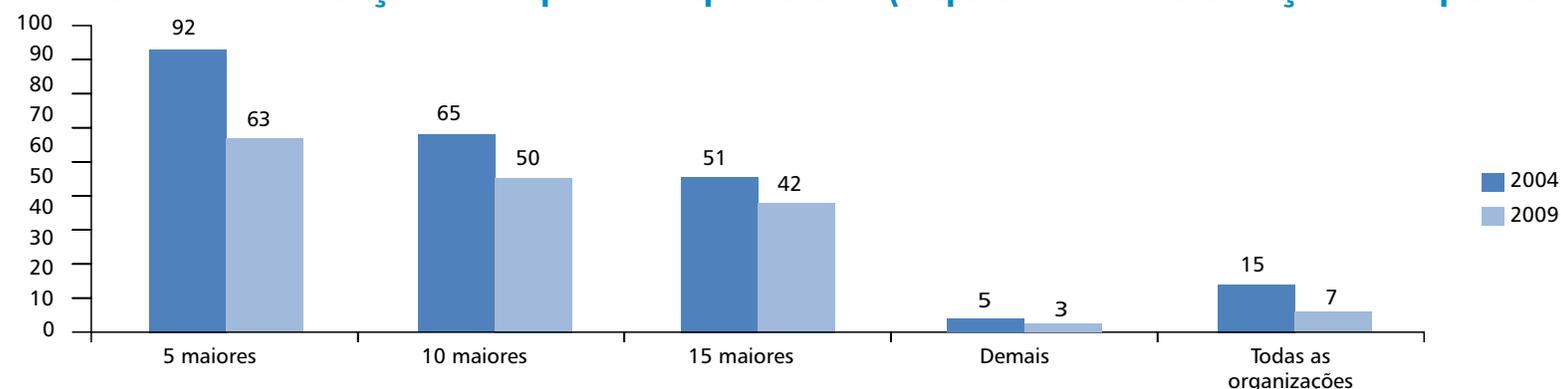
**Tabela 3.13. – Concentração do Capital Comprometido**

Amostra: 140 organizações gestoras com um capital comprometido de US\$ 35,1 bilhões.

| Grupo de Organizações por porte | Comprometimento (US\$ bilhões) | Comprometimento médio (US\$ milhões) | Comprometimento (US\$ bilhões) | Comprometimento médio (US\$ milhões) |
|---------------------------------|--------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------|--------------------------------------|
|                                 | 2004                           |                                      | 2009                           |                                      |
| 5 maiores                       | 2,56                           | 513                                  | 11,3                           | 2.264,8                              |
| 10 maiores                      | 3,61                           | 361                                  | 18,1                           | 1.811,2                              |
| 15 maiores                      | 4,25                           | 283                                  | 22,8                           | 1.519,5                              |
| Demais                          | 1,33                           | 26                                   | 13,3                           | 106,5                                |
| Todas as organizações           | 5,58                           | 85                                   | 36,1                           | 257,9                                |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de PE/VC

**Gráfico 3.18. – Concentração do Capital Comprometido (Capital Médio em Relação ao Capital Total)**



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de PE/VC

### 3.2.7. Origem do Capital Comprometido Alocado ao Brasil e as Organizações Gestoras

Em 2004 a maioria das organizações gestoras de PE/VC atuantes no Brasil, tanto em termos numéricos quanto em termos de capital comprometido, (Tabela 3.14.) eram de origem nacional. As 53 organizações de origem nacional (74,7% do número total de organizações) gerenciavam US\$ 3,54 bilhões (63,4% do total comprometido). Os Estados Unidos apareciam como a segunda origem mais frequente com 10 organizações gestoras (14,1% do número total) gerenciando US\$ 1,76 bilhão, 31,6% do capital comprometido. Há de se considerar que Brasil e Estados Unidos, juntos, representavam 95% do capital comprometido em PE/VC no país.

Em 2009 as 102 organizações gestoras cujo país de origem é o Brasil representavam a maioria na indústria e correspondiam a 72% do número total de organizações contra 53 em 2004, 75% do total. As organizações gestoras com origem nos Estados Unidos ainda são o segundo maior contingente (22), seguido das europeias (6), aquelas com sede em outros lugares (4) e na América Latina (3). É importante notar o substancial aumento da atuação de organizações gestoras internacionais no Brasil por meio de seus veículos de investimentos Globais, Regionais (América Latina, Mercosul e América do Sul) e para *Emerging Markets*. As organizações gestoras de origem Brasileira detêm 50% do Capital Comprometido, as de origem norte-americana, 20% de participação e as europeias com 13%. Em 2009 62% do capital comprometido eram de origem Brasileira, enquanto 25% eram de origem norte-americana, 8% eram de origem europeia e é importante destacar a participação do capital advindo do Oriente Médio e da Ásia, regiões férteis em recursos para investimentos.

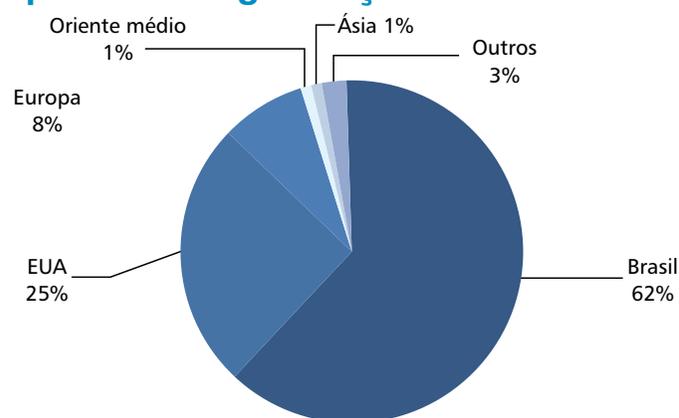
**Tabela 3.14. – Origem Das Organizações Gestoras**

Tabela descritiva das origens das organizações gestoras. Em 2009 a amostra foi de 140 organizações gestoras

| Origem dos recursos | Número de Organizações | Porcentagem | Comprometimento (US\$ bilhões) | Porcentagem | 2004                   |             | 2009                           |             |
|---------------------|------------------------|-------------|--------------------------------|-------------|------------------------|-------------|--------------------------------|-------------|
|                     |                        |             |                                |             | Número de organizações | Porcentagem | Comprometimento (US\$ bilhões) | Porcentagem |
| Brasil              | 53                     | 74,7%       | 3,54                           | 63%         | 102                    | 72%         | 21,5                           | 50%         |
| América Latina      | -                      | -           | -                              | -           | 3                      | 5%          | 0,4                            | 1%          |
| Estados Unidos      | 10                     | 14,1%       | 1,76                           | 32%         | 22                     | 13%         | 6,6                            | 20%         |
| Europa              | 4                      | 5,6         | 0,19                           | 2%          | 7                      | 2%          | 3,3                            | 16%3        |
| <b>Outros</b>       | <b>71</b>              | <b>100%</b> | <b>5,58</b>                    | <b>100%</b> | <b>140</b>             | <b>100%</b> | <b>35,1</b>                    | <b>100%</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de PE/VC

**Gráfico 3.19. – Origem do Capital das Organizações Gestoras**



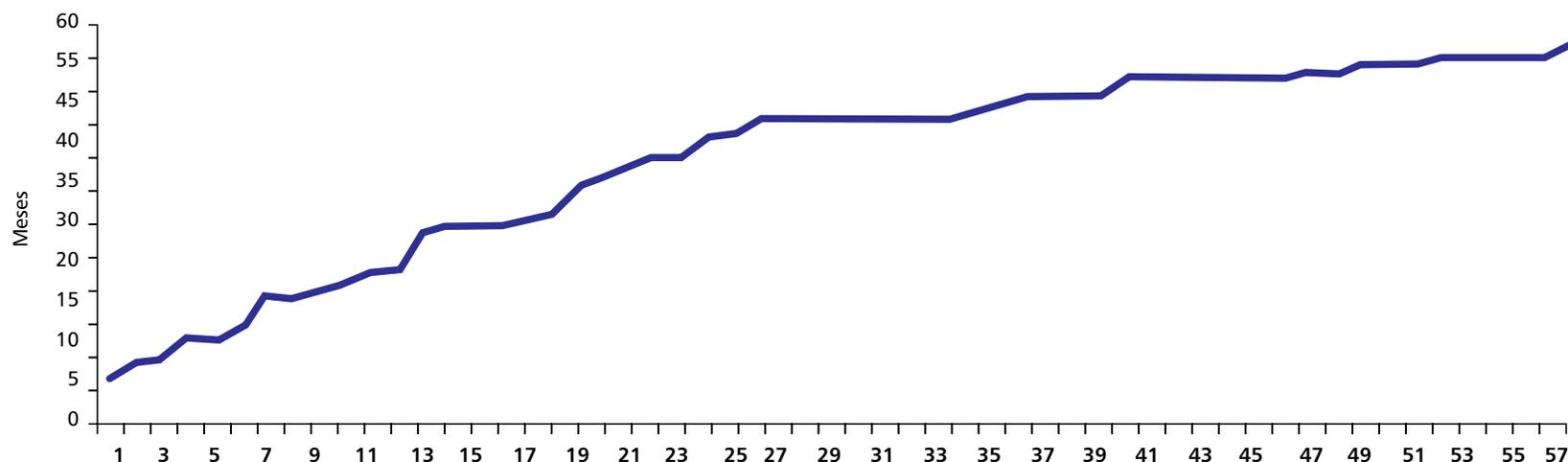
Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

### 3.2.8. Prazo para a Captação de Recursos

Do lançamento de um veículo até o encerramento da captação passam-se, em média, 12 meses. O gráfico 3.20 apresenta o número de veículos em função do tempo de captação, medido pela diferença entre o início e o do processo. Cada ponto da curva indica o número de veículos que tiveram tempo de captação igual ou inferior ao tempo que aparece no eixo. Dos 57 veículos que puderam ser analisados até de dezembro de 2009, 30 veículos apresentam tempo de captação inferior a 15 meses, enquanto em dezembro de 2004, 47 veículos de um total de 57 apresentaram esse mesmo prazo (Carvalho, Ribeiro e Furtado, 2004). Apenas um pequeno grupo de quatro veículos apresentaram tempo de captação superior a 48 meses.

**Gráfico 3.20. – Prazo Para Captação de Recursos**

Número de veículos segundo o tempo decorrido entre o início e o fim da fase de captação. Para cada ponto, o eixo vertical denota o número de veículos que tiveram tempo de captação igual ou inferior ao número do eixo horizontal. Inclui 57 veículos que declararam datas de início e fim da captação e que operam com recursos de terceiros. Foram excluídos os veículos criados para assumir portfólio de outros veículos (transações secundárias e veículos formados exclusivamente para desinvestimento), bem como os veículos abertos que não tiveram data precisa de encerramento da captação junto ao primeiro grupo de investidores.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio

### 3.2.9. Captação de Recursos por foco setorial e modalidade

A rápida recuperação econômica do Brasil da Crise Internacional de 2008/2009 possibilitou que os recursos captados pelas organizações gestoras em 2009 atingissem US\$ 6,1 bilhões, próximo ao nível recorde observado em 2007, de US\$ 7,2 bilhões. A Crise de 2008 determinou nesse ano uma redução da captação daquele ano da ordem de 36% sobre a captação de 2007, mas já em 2009 o crescimento sobre o ano anterior atingiu 32,6% ficando apenas 15% abaixo do patamar recorde de 2007.

Os volumes de captação constantes do Gráfico 3.21. abaixo situam-se em torno de 0,5% do Produto Interno Bruto (PIB) nos anos recordes de 2006 e 2007 e mais próximos de 0,3% do PIB nos demais, com 2009 apresentando um patamar de 0,4% do PIB.

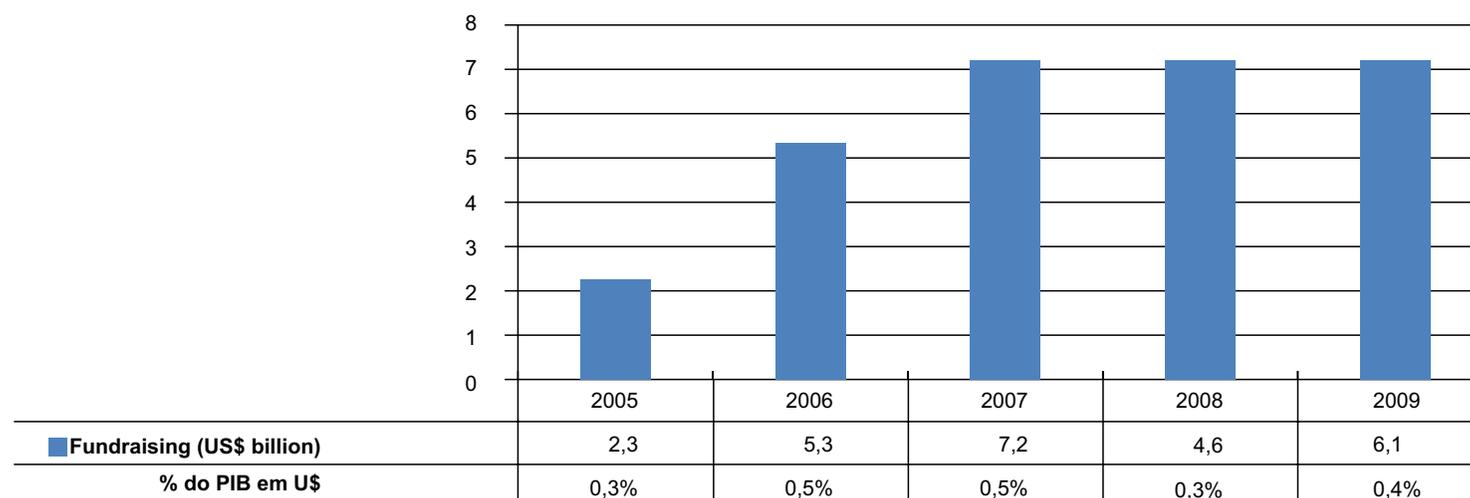
Da captação total em 2009, 24% referem-se ao custo dos investimentos realizados por organizações gestoras de negócios de *Private Equity* que não utilizam fundos como veículos de captação. Neste caso, conservadoramente consideramos como capital comprometido os recursos efetivamente investidos ao custo. Outros 12% de captação referem-se a fundos globais, regionais e de mercados emergentes que declararam aumento de alocação específica do seu fundo para o mercado Brasileiro.

O quinquênio 2005-2009 também viu expandir-se o número de veículos de investimentos novos (novos fundos) levantados que chegam a atingir o máximo de 47 novos veículos em 2008, reduzindo-se para 19 em 2009: uma vigorosa expansão da indústria no período.

Do total de US\$ 6,1 bilhões levantados, 66% ou aproximadamente US\$ 4,0 bilhões foram captados por veículos com foco em atividades tradicionais de PE/VC (indústrias de transformação, comércio, serviços, agricultura e negócios tradicionais), 24% ou US\$ 1,5 bilhões por fundos com foco em infraestrutura e 10% ou US\$ 0,64 bilhões por fundos com foco em investimentos florestais.

## Gráfico 3.21. – Captação de Recursos (Fundraising) e Proporção do Produto Interno Bruto (2005-2009)

Captação de recursos para o Brasil entre os anos de 2005 e 2009, com um total de US\$ 25,5 bilhões durante o período. Para o ano de 2009 a amostra foi de 144 organizações gestoras e 252 veículos.

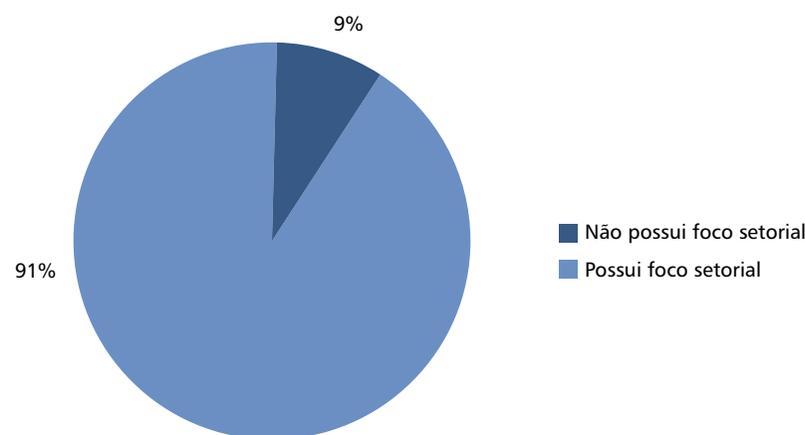


Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Amostra:252 Veículos de Investimentos

Dos veículos que se encontravam em captação até dezembro de 2009, apenas 9% não apresentava foco setorial de acordo com o Gráfico 3.22. Dentre os que apresentam foco setorial, destaca-se o macro setor de Energia e Combustíveis como sendo o setor com maior responsabilidade para os novos montantes que vem sendo levantados. Em sequência, vale destacar o setor de Energia e Combustíveis, o de Farmácia, Medicina e Imobiliário.

## Gráfico 3.22. – Foco Setorial dos Veículos em Captação de Recursos (2009)

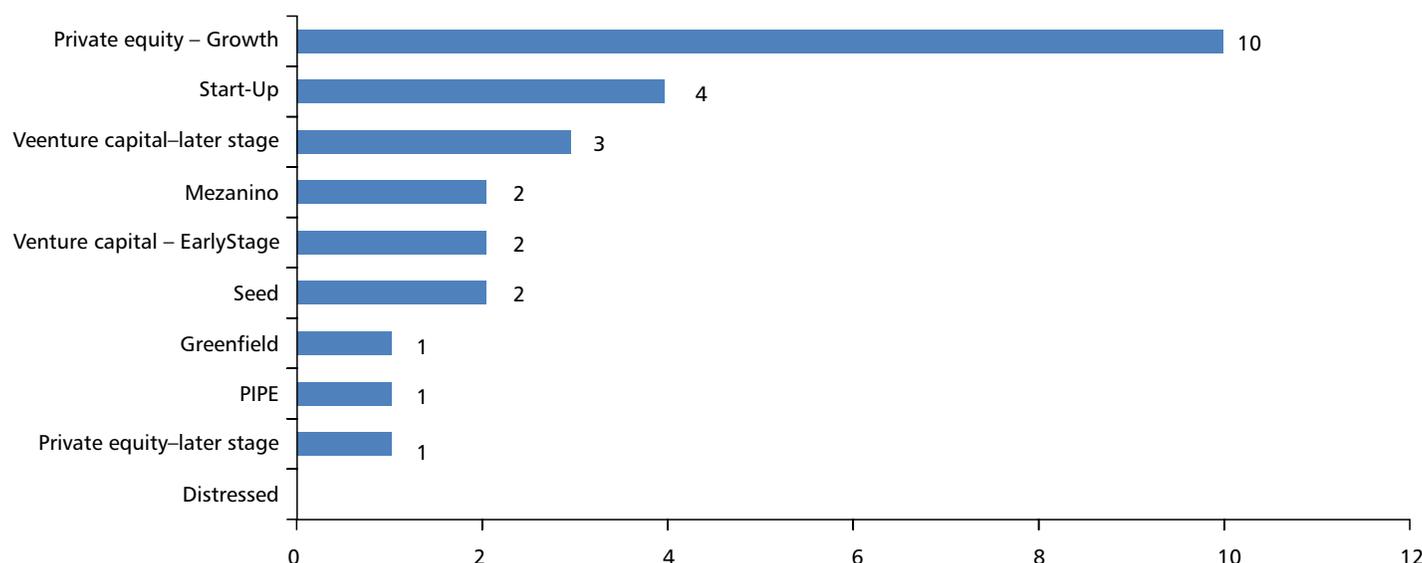
Foco setorial dos veículos em captação de recursos, em 2009.  
Amostra: 39 veículos com o processo de captação durante o ano de 2009.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas  
Amostra: 57 Veículos de Investimentos

### Gráfico 3.23. – Foco Setorial dos Veículos em Captação em 2009

Foco setorial dos veículos em captação de recursos, em 2009. Amostra: 39 veículos com o processo de captação durante o ano de 2009.

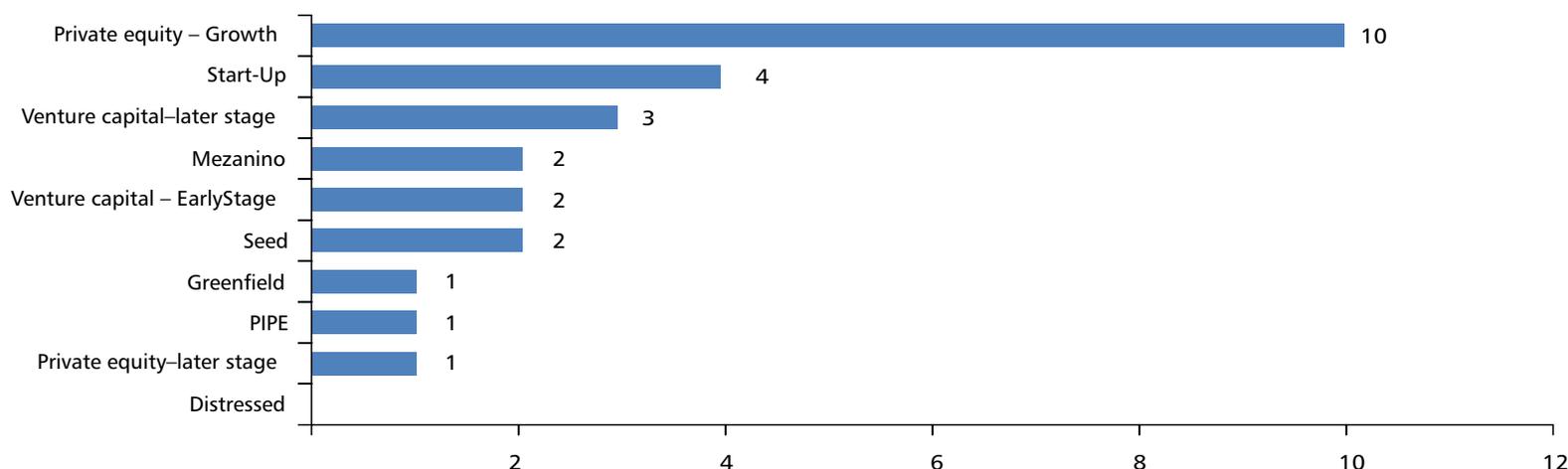


Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

A captação de recursos por estágio em 2009 evidencia que os veículos tem foco de investimentos em empresas que estejam no estágio de *Private Equity – Growth* (25,6%) e também no estágio *Start-up* (10,2%).

### Gráfico 3.24. – Captação de Recursos por Estágio 2009

Estágio almejado de futuros investimentos dos veículos em captação de recursos, em 2009. Amostra: 39 veículos com o processo de captação durante o ano de 2009.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Amostra: 57 Veículos de Investimentos

## 3.3. O Cluster Emergente de Investidores-Anjos

Embora não sejam considerados membros de organizações gestoras, os investidores-anjos são um importante componente da cadeia de valor da indústria de PE/VC, constituindo o elo inicial para os investimentos de

VC em empresas no estágio de *Seed* e *Startup*. Estes investidores são, em geral, um grupo de indivíduos com larga experiência executiva e que muitas vezes já passaram por processos completos de investimento e desinvestimento de um veículo de *PE/VC*. Por essa razão podem ser uma excelente fonte de experiência, monitoria e aposte inicial de recursos para projetos nascentes, que ainda se encontram em uma fase do desenvolvimento em pré-incubação em que pouco capital representa um alto impacto no seu amadurecimento.

Por meio de suas vivências esses profissionais utilizam-se de suas competências para detectar negócios promissores no mercado que, com um acompanhamento adequado, e muitas vezes com uma sequência de rodadas de financiamento, como a entrada posterior de um veículo de *PE/VC*, podem crescer rapidamente, gerando retornos elevados para os investidores. Estes investidores anjos contribuem com capital, conhecimento e, acima de tudo, relacionamentos para a empresa investida.

A Inglaterra é o país mais maduro da Europa em investimento-anjo. Conta com 34 associações e mais de 5.000 investidores. Segundo dados da European Business Angel Network (EBAN), a Europa conta com 297 associações e mais 16.000 investidores-anjos.

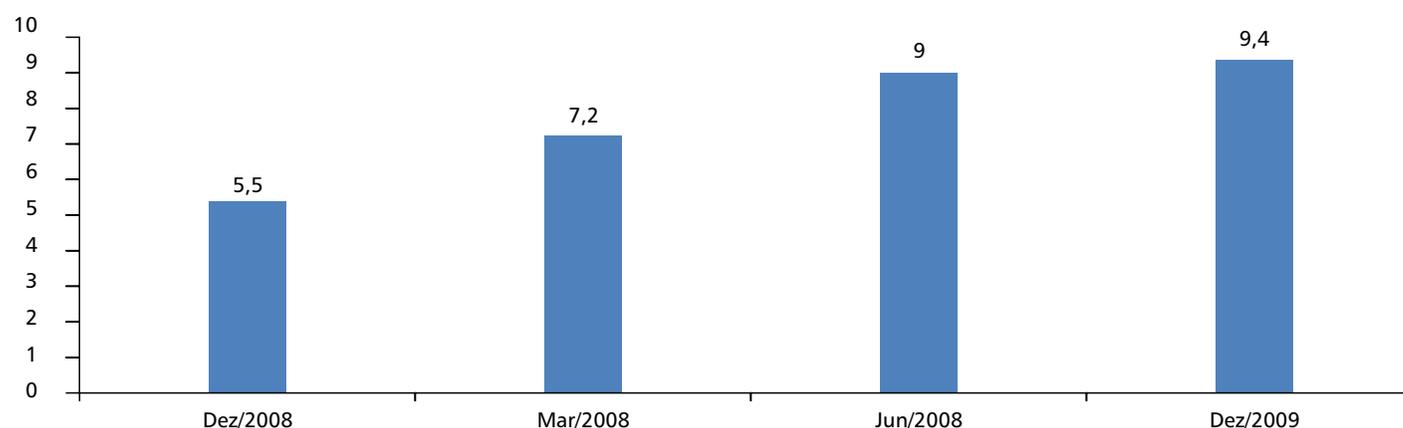
Atualmente, existem quatro associações de investidores-anjos constituídas no Brasil: Bahia Anjos (BA), Floripa Angels (SC), Gávea Angels (RJ) – a mais antiga, criada em 2002 – e São Paulo Anjos (SP), totalizando 62 associados, 19 profissionais de apoio e um capital estimado de US\$ 9 milhões em Junho de 2008. Apesar de essas organizações se apresentarem como tal, cada um dos 62 associados em suas organizações decide individualmente se deseja entrar ou não em uma oportunidade de investimento após as análises e apresentações iniciais em grupo. Desta forma, quanto à decisão do investimento, estes indivíduos participam diretamente no capital das empresas selecionadas. Não existe uma entidade investidora que represente toda a associação como é caso das organizações gestoras de *PE/VC*

Algumas novas iniciativas estão surgindo no país, no bojo de importantes políticas públicas para desenvolvimento de redes de investidores-anjos. A FINEP vêm desenvolvendo e implementando formas de apoio do Governo Federal ao fomento desta indústria no Brasil. O valor típico dos investimentos dos investidores-anjos no Brasil varia de US\$ 50mil a US\$ 500mil por empresa, podendo chegar a US\$ 1 milhão. Em Junho de 2008, apenas quatro empresas figuravam no portfólio das associações de investidores-anjos Brasileiras. O valor típico de investimentos dos investidores-anjo no Brasil varia de US\$ 50mil a US\$ 500mil por empresa, podendo a chegar a US\$ 1 milhão. Por portfólio das associações de investidores-anjos entende-se o conjunto de empresas que foram investidas por seus membros por meio das reuniões das associações (Ramalho e Furtado, 2008).

De acordo com Botelho (2005), o investidor-anjo pode desempenhar um importante papel transformando a cultura de negócios no Brasil ao assumir riscos calculados, ao dividir sua experiência com empreendedores que moldarão a trajetória empresarial do século XXI e, o mais importante, ao criar valor a partir do conhecimento. Os dados abaixo sobre o capital comprometido nas associações de investidores-anjos foi obtido por meio de uma estimativa, visto que não há comprometimento formal de capital por parte dos associados.

### Gráfico 3.25. – Capital Comprometido nas Associações de Investidores-Anjos (Em US\$ Milhões)

Capital comprometido nas associações de investidores-anjos em 2009. Amostra: 4 associações de investidores-anjos e 57 Veículos de Investimentos



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Varga



# Capítulo 4

**O Ciclo de *Private Equity* e *Venture Capital*  
Investimentos (*Investing*)**



# O Ciclo de *Private Equity* e *Venture Capital* – Investimentos (*Investing*)<sup>1</sup>

## 4.1. Introdução

Os investimentos de *PE/VC* têm como característica a baixa taxa de conversão das propostas de negócios analisadas pela Organização Gestora em empresas investidas. As razões para este fato são diversas, conforme será analisado posteriormente. Neste criterioso processo de seleção, após a apresentação da proposta ao gestor, selecionam-se aquelas que sejam convergentes com as teses de investimento do veículo e, em seguida, reuniões são realizadas com os empreendedores, quando o memorando de intenção é firmado.

## 4.2. Originação e Seleção de Negócios (*Deal Flow*)

Depois de finalizada a captação de recursos pelas organizações gestoras de *Private Equity* e *Venture Capital*, inicia-se o processo de originação e seleção (*screening*) dos investimentos. A originação é a atividade realizada pelos gestores para identificar novas oportunidades de investimento. Durante a etapa de seleção, o gestor avalia o mérito das oportunidades de negócio sob aspectos que variam entre organizações gestoras de *Private Equity* ou *Venture Capital*. A seguir, analisamos a originação e a seleção de negócios no Brasil que, durante o ano de 2009, se mostraram bastante rigorosos e indicam envolver grande volume de recursos. Tais oportunidades podem chegar às organizações gestoras por diversos meios.

### 4.2.1. Obtenção de Propostas e Características das Oportunidades de Negócios

As diversas propostas e oportunidades de negócio que originam os investimentos de *PE/VC* são classificadas em três modalidades: Prospecção Proprietária, Indicação de Terceiros e Candidatura Espontânea.

Quando as possibilidades de investimento são procuradas pela própria organização gestora há uma forte influência do gestor tanto na modalidade *Private Equity* quanto na modalidade *Venture Capital*. Os dados são apresentados na Tabela 4.1, que mostra o percentual que cada fonte repre-

---

<sup>1</sup> Autores: Lucas Martins, Fernando Kaufman, Gabriel Felisoni, Alessandra Brochado, Marcelo Person, Marcelo Coura, Caio Ramalho, Rodrigo Lara e Rafael Martins.

senta em relação às propostas obtidas por Prospecção Proprietária entre os anos de 2008 e 2010, por modalidade.

## Tabela 4.1.– Fontes da Prospecção Proprietária

Respostas fornecidas por 88 organizações gestoras (60% do universo) em dezembro de 2009 referentes aos dados do período de janeiro de 2008 a dezembro de 2009.

| Fonte   | %     |       |
|---|-------|-------|
|   | PE    | VC    |
| Contatos dos próprios Gestores/Sócios-Gestores  | 38,94 | 36,92 |
| Incubadoras/Parques Tecnológicos  | 0     | 5     |
| Competições de Startup/Planos de Negócio (ex: Desafio Brasil, Latin Moot Corp, 12P, Prêmio Santander, etc.) | 0     | 6,92  |
| Sees Forum/Venture Forum (FINEP)  | 0     | 2,77  |
| Rodadas de Negócios (ex: Endeavor)  | 0,06  | 2,31  |
| Concorrentes (Empresas de mesmo setor das empresas de portfólio)  | 1,45  | 2,69  |
| Clientes/Fornecedores de empresas do portfólio  | 5,58  | 2,69  |
| Notícias da mídia (jornais, revistas, websites, etc.)   | 10,97 | 4,62  |
| Outros  | 43    | 33,08 |
| Total   | 100   | 100   |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Pelos dados apresentados, a fonte “Contatos dos próprios Gestores/Sócios-Gestores” representa respectivamente 38,94% das fontes na modalidade *Private Equity* e 36,92% das fontes na modalidade *Venture Capital*. As fontes menos representativas na modalidade *Private Equity* são: “Incubadoras/Parques Tecnológicos”, “Seed Forum/Venture Forum (FINEP)” e “Competições de Startups/Planos de Negócio”, todas elas com 0% das fontes utilizadas na Prospecção Proprietária. Já em relação às oportunidades em VC, o oposto se observa: estas mesmas fontes representam 26,4% do total.

Já quando as alternativas de investimento chegam às organizações gestoras por meio de Indicação de Terceiros, também se verifica grande variedade de fontes que são expostas na Tabela 4.2,

que mostra o percentual de cada fonte de indicação para os gestores entre os anos de 2008 e 2009, divididas por modalidade.

#### Tabela 4.2. – Fontes de Indicação de Terceiros

Respostas fornecidas por 88 organizações gestoras (60% do universo) em dezembro de 2009 referentes aos dados do período de janeiro de 2008 a dezembro de 2009.

| Fonte                                   | %          |            |
|---|------------|------------|
|   | PE         | VC         |
| Incubadoras/Parques Tecnológicos        | 0,3        | 13,1       |
| Investidores (LPs) dos veículos         | 1,9        | 10,0       |
| Outras organizações de PE/VC            | 5,1        | 3,8        |
| Consultores/Auditores/Advisores/Brokers | 30,8       | 5,4        |
| Escritórios de advocacia                | 4,7        | 5,8        |
| Bancos                                  | 8,4        | 0,0        |
| Empreendedores/Empresas de portfólio    | 7,2        | 15,8       |
| Outros                                  | 41,6       | 46,1       |
| <b>Total</b>                            | <b>100</b> | <b>100</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

A fonte Bancos representa 8,4% do total de propostas deste meio de apresentação por *Private Equity*, ficando como segundo que mais gerou fontes de propostas. Porém representou 0% do total na modalidade *Venture Capital*, sendo o que forneceu menos propostas indicadas por terceiros. Já na modalidade *Private Equity*, o mais representativo foi “Consultores/Auditores/Advisors/Brokers”, com 30,8%. O menos representativo neste caso foi “Incubadoras/Parques Tecnológicos”, com apenas 0,3% das fontes de propostas. Ainda pelos dados observados, “Empreendedores/ Empresas de portfólio” foi a fonte com maior número de propostas na modalidade *Venture Capital* com 15,8% das propostas recebidas. Outras fontes de propostas de terceiros representam respectivamente, 41,59% e 46,15%, de *Private Equity* e *Venture Capital*.

Em geral, o mercado de *Venture Capital* é mais intermediado do que o de *Private Equity* (Berger e Udell, 1998). Ou seja, espera-se encontrar mais investimentos originados por Indicação de Terceiros do que por outros meios. As propostas que chegam ao conhecimento das organizações gestoras de PE/VC, seja por meio de prospecção proprietária, indicação de terceiros ou candidatura espontânea,

são referentes a negócios que abrangem grande parte dos setores da economia. A distribuição desses setores entre os anos de 2008 e 2010 é mostrada na Tabela 4.3 e no Gráfico 4.1.

**Tabela 4.3. – Propostas Recebidas por Setores da Economia**

Respostas fornecidas por 88 organizações gestoras (60% do universo) em dezembro de 2009 referentes aos dados do período de janeiro de 2008 a dezembro de 2009.

| Setor   | %          |
|---|------------|
| Entretenimento/Turismo                                    | 0,7        |
| Indústrias Extrativas                                     | 0,8        |
| Indústrias Químicas                                       | 1,1        |
| Serviços de Transporte e Logística                        | 1,5        |
| Comunicação   | 1,6        |
| Serviços Financeiros                                      | 2,6        |
| Indústrias Metalúrgicas, Mecânicas e de Material Elétrico | 2,8        |
| Biotecnologia   | 3,2        |
| Educação  | 3,3        |
| Serviços Diversos   | 3,5        |
| Construção Civil  | 3,8        |
| Energia e Combustíveis                                    | 6,8        |
| Farmacêutica, Medicina e Estética                         | 6,8        |
| Varejo  | 6,8        |
| Alimentos e Bebidas                                       | 7,1        |
| Infraestrutura  | 8,0        |
| Imobiliário   | 8,7        |
| Agronegócios  | 10,8       |
| Informática e Eletrônica                                  | 19,9       |
| <b>Total</b>  | <b>100</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Deste modo, verifica-se que a maioria das propostas de investimento refere-se à empresas que atuam no setor de Informática e Eletrônica, seguido por Agronegócios e Imobiliário. Estes setores representam, respectivamente, 19,9%, 10,8% e 8,7% do total de propostas recebidas. Por outro lado, os setores menos representativos, se considerarmos o total de propostas recebidas, são os de En-

tretenimento/Turismo Indústrias Extrativistas e Indústrias Químicas, representando, respectivamente, 0,6%, 0,7% e 0,9% do total de oportunidades de negócios.

Além disso, as propostas que chegam até as organizações gestoras são bastante distintas quanto ao estágio de investimento, conforme a Tabela 4.4. e o Gráfico 4.2.

#### Tabela 4.4. – Propostas Recebidas por Estágio de Investimento

Respostas fornecidas por 88 organizações gestoras (60% do universo) em dezembro de 2009 referentes aos dados do período de janeiro de 2008 a dezembro de 2009.

| Setor                                | %          |
|--------------------------------------|------------|
| <i>Distressed</i>                    | 2,9        |
| PIPE                                 | 3,5        |
| Mezanino                             | 6,5        |
| <i>Private Equity – Later Stage</i>  | 6,6        |
| <i>Venture Capital – Early Stage</i> | 6,7        |
| <i>Greenfiel</i>                     | 8,8        |
| <i>Private Equity – ater Stage</i>   | 10,4       |
| <i>Startup</i>                       | 11,2       |
| <i>Seed</i>                          | 11,6       |
| <i>Private Equity – Growth</i>       | 31,5       |
| <b>Total</b>                         | <b>100</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Os dados obtidos evidenciam que a maioria das propostas recebidas se refere a negócios no estágio *Private Equity – Growth*, representando 31,5% do total. Em seguida, por ordem de importância numérica: *Seed*, com 11,6% e *Startup*, com 11,2%. Assim, consistentemente com os resultados do 1º Censo, 40% das propostas são típicas do estágio *Venture Capital*, quase 1/3 de *Private Equity – growth* e relativamente poucas, cerca de 7% em *Private Equity – later stage*. Propostas *Greenfield* começam a despontar com aproximadamente 9%.

#### 4.2.2. Análise dos Investimentos e o Fluxo de Oportunidades de Negócio

Diante do recebimento de propostas de investimento, a organização gestora julga a empresa-alvo de acordo com características como sua adequação estratégica às teses de investimento dos veículos

que administra. A negociação preliminar ocorre, portanto, de acordo com a tese de investimento da gestora. As Tabelas 4.5 e 4.6 indicam os principais aspectos que atraem ou desestimulam o aporte de capital pela organização gestora.

**Tabela 4.5. – Requisitos da Empresa-Alvo que Viabilizam o Investimento**

Nota: respostas fornecidas por 61 organizações gestoras (40% do universo) em dezembro de 2009.

| Característica   | Discordância % |         | Neutro % | Concordância<br>Discordância % |         |
|--|----------------|---------|----------|--------------------------------|---------|
|  | Total          | Parcial |          | Total                          | Parcial |
| A organização gestora tem direito de veto em decisões que considera “chave” na empresa investidora | 3,3            | 0,0     | 3,3      | 18,3                           | 75,0    |
| A organização gestora tem assento ou pode indicar membros do conselho de administração             | 1,6            | 1,6     | 3,3      | 18,0                           | 75,4    |
| A organização gestora pode adquirir controle   | 45,9           | 14,8    | 18,0     | 14,8                           | 6,6     |
| A empresa-alvo já recebeu capital de investidores-anjo   | 61,7           | 11,7    | 26,7     | 0,0                            | 0,0     |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Requisitos essenciais para viabilizar o negócio são o veto em decisões-chave e a organização gestora manter assento no conselho de administração, não sendo de fato necessária a absorção de controle.

**Tabela 4.6. – Características e Situações da Empresa-Alvo Que Inviabilizam o Investimento**

Respostas fornecidas por 59 organizações gestoras (40% do universo) em dezembro de 2009.

| Característica   | Discordância % |         | Neutro % | Concordância<br>Discordância % |         |
|--|----------------|---------|----------|--------------------------------|---------|
|  | Total          | Parcial |          | Total                          | Parcial |
| Grande parte dos negócios da empresa-alvo está na informalidade e o negócio não se sustenta ao formalizar-se | 1,7            | 3,4     | 1,7      | 8,5                            | 84,7    |
| Não se chega a um acordo prévio sobre os termos básicos do acordo de acionistas                              | 3,4            | 3,4     | 5,2      | 37,9                           | 50      |
| A empresa-alvo é familiar  | 61             | 23,7    | 13,6     | 0,0                            | 1,7     |
| A empresa-alvo está a mais de 100km da organização gestora   | 67,8           | 11,9    | 6,8      | 11,9                           | 1,7     |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Uma característica da empresa-alvo que é constantemente analisada de forma criteriosa é sua distância até a organização gestora. É comum que gestores de *Venture Capital* se perguntem se a oportunidade de investimento localiza-se próxima o suficiente para ser monitorada (LAI, 2006), pois a performance das empresas investidas pode variar de acordo com a qualidade da atenção a presença física de participantes da organização gestora. Entretanto, esse comprometimento pode reduzir-se significativamente quando a gestora de *venture capital* realiza mais de um investimento numa região relativamente distante, sugerindo a redução de custos marginais de monitoramento (Chen, Gompers, Kovner & Lerner, 2009). No caso de investidores-anjo, essa proximidade é ainda mais importante se considerarmos que o mercado, neste tipo de investimento, é local (Berger e Udell, 1998).

Por outro lado, a pesquisa revela que, no Brasil, apenas 13,6% dos respondentes concordam (totalmente ou parcialmente) que o fato de a proposta de investimento estar localizada a mais de 100 km da organização gestora constitui um empecilho para o investimento.

#### **4.2.3. Fluxo de oportunidades de negócios - *Deal Flow***

O *deal flow* é o fluxo de propostas de investimento recebidas pela organização gestora durante seu período de seleção de investimentos. Tal fluxo pode ocorrer de duas formas distintas: o *deal flow* proprietário e o *deal flow* competitivo.

O *deal flow* proprietário é o processo de apresentação de propostas de investimento no qual existe um vínculo de exclusividade entre a empresa-alvo e a organização gestora durante o processo de negociação e análise da oportunidade de investimento. Neste caso, a empresa-alvo negocia com apenas uma organização gestora (Metrick, 2007).

Já no caso do *deal flow* competitivo não há exclusividade entre o proponente e a organização gestora. O empreendedor pode apresentar sua proposta a diversos gestores, seja diretamente, seja por meio de intermediários (escritórios de advocacia, contadores, bancos de investimento, entre outros). Tais intermediários têm interesse em prestar serviços às empresas-alvo do investimento, uma vez que elas podem se tornar seus clientes após a realização do aporte de capital pelas gestoras de *PE/VC*.

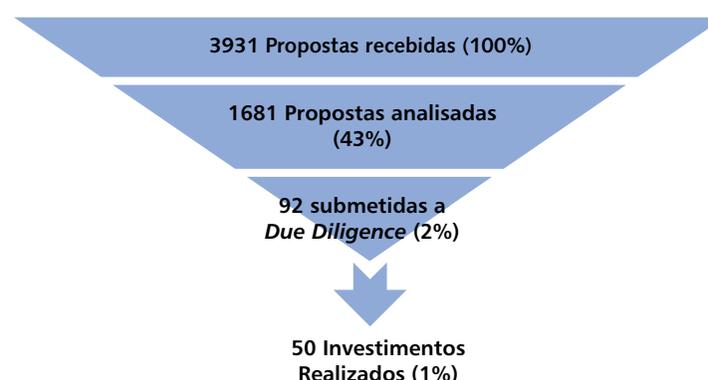
Há preferência por parte da organização gestora pelo *deal flow* proprietário em detrimento do competitivo. Se a empresa-alvo negocia com apenas uma organização gestora, não há competição com outras gestoras por esse investimento e não há um leilão de preços para compra da participa-

ção na empresa-alvo. Entretanto, espera-se a predominância de deal flows competitivos nos próximos anos, à medida que a América Latina torna-se atrativa para GPs estrangeiros. Essa percepção tornou-se evidente a partir do segundo semestre de 2009, quando o apetite global por investimentos no Brasil aumentou e a indústria local de PE/VC mostrou sinais de rápida recuperação (Deloitte, 2010).

Tanto no *deal flow* proprietário quanto no competitivo, existe um rigoroso processo de seleção dos investimentos por parte das organizações gestoras. Estima-se que de cada cem propostas que chegam às organizações gestoras, apenas uma resulta em um investimento, de fato (NVCA, 2007). Esse processo pode ser comparado à filtragem de um funil, conforme exposto na Figura 4.1, que ilustra a quantidade de oportunidades de negócios que passaram em cada etapa do processo de seleção pelas organizações gestoras em 2009.

### Figura 4.1. – Conversão de Oportunidades de Negócios em Investimentos

Respostas fornecidas por 88 organizações gestoras (60% do universo) em dezembro de 2009 referentes aos dados do período de janeiro a dezembro de 2009.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Conforme se vê na Figura 4.1, a maior parte das propostas é descartada logo de início. Assim, 1681 (43% do total de propostas recebidas) propostas foram analisadas com mais cuidado, ou avançaram para o processo de *due diligence*, e apenas 50 receberam o investimento, ou seja, cerca de 1% do total, confirmando a hipótese de que, em média, uma proposta em cada cem recebidas auferem investimento. Nessa primeira fase, em geral ocorre a seleção das empresas que mais se alinham às teses de investimento do veículo, sendo que tal seleção descarta várias oportunidades em potencial (GVcepe, 2010).

O afinilamento das propostas varia de acordo com meios de apresentação a que elas são sub-

metidas, conforme pode ser verificado na Tabela 4.7, mas, no final, o número de investimentos nos três casos de originação foi bastante próximo uns dos outros.

**Tabela 4.7. – Quantidade de Oportunidades de Negócios Contida no Processo de Seleção de Propostas Classificadas por Meios de Apresentação**

Nota: Número de propostas (ex. planos de negócios) recebidas pelos gestores segundo o meio utilizado, número de propostas que foram analisadas por completo, número de propostas que passaram por *due diligence* e número de investimentos realizados em 2009 sobre os quais existe informação quanto à forma de originação. Não inclui transações do tipo PIPE nem gestores que não estavam em busca de investimentos (inativos). Transações que envolveram operação casada de investimento de um gestor em outra organização gestora e transferência das empresas do portfólio do primeiro para o último foram desconsideradas. Uma organização que realizou análises para que outra organização fizesse os investimentos também foi excluída a fim de evitar dupla contagem. Os percentuais referem-se à etapa imediatamente anterior. Respostas fornecidas por 88 organizações gestoras (60% do universo) em dezembro de 2009 referentes aos dados do período de janeiro a dezembro de 2009. Do total de propostas recebidas, 36% foram originadas por Candidatura Espontânea, assim como Indicação de Terceiros, e 29% tem como fonte a Prospecção Proprietária. Em relação ao total de investimentos reportados pela amostra, 38% foram originados por meio de Prospecção Proprietária, 34% através de Candidatura Espontânea e 28% por Indicação de Terceiros. Em relação à taxa de conversão de oportunidades de negócio em investimentos, verificamos que 1,7% das propostas apresentadas por Prospecção Proprietária receberam o investimento, contra 1,2% de Candidatura Espontânea e 1% de Indicação de Terceiros.

| Originação              | Fase                |   |                      |   |               |   |                          |
|-------------------------|---------------------|---|----------------------|---|---------------|---|--------------------------|
|                         | Propostas recebidas |   | Propostas analisadas |   | Due Diligence |   | Investimentos realizados |
| Candidatura Espontânea  | 1.399               |   | 804<br>(57,5%)       |   | 23 (2,9%)     |   | 17 (73,9%)               |
| Indicação de Terceiros  | 1.410               | → | 386<br>(27,4%)       | → | 24 (6,2%)     | → | 14 (58,5%)               |
| Prospecção Proprietária | 1.122               | → | 491<br>(43,8%)       | → | 45 (9,2%)     | → | 19 (42,2%)               |
| Total                   | 3.931               | → | 1.681<br>(42,8%)     | → | 92 (5,5%)     | → | 50 (54,3%)               |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Do total de propostas recebidas, 36% foram originadas por Candidatura Espontânea, assim como Indicação de Terceiros, e 29% tem como fonte a Prospecção Proprietária. Em relação ao total de investimentos reportados pela amostra, 38% foram originados por meio de Prospecção Proprietária, 34% através de Candidatura Espontânea e 28% por Indicação de Terceiros. Em relação à taxa de conversão de oportunidades de negócio em investimentos, verificamos que 1,7% das propostas apresentadas por Prospecção Proprietária receberam o investimento, contra 1,2% de Candidatura Espontânea e 1% de Indicação de Terceiros.

Na Índia, propostas apresentadas por meio de Indicação de Terceiros (ex. bancos de investimento) representam 51% negociações consumadas, enquanto Prospecção Proprietária e Candidatura Espontânea significam, respectivamente, 25% e 24% desse total (KPMG, 2008). Na tabela acima verificamos que Indicação de Terceiros responde por 28% enquanto Prospecção Proprietária por 38% e Candidatura Espontânea por 34%.

No passado, o *deal flow* proprietário foi dominante na América Latina, dada a cultura da região que valoriza os relacionamentos. Entretanto, conforme a indústria de PE/VC ganha maturidade, diferentes fontes de oportunidade de negócios tornam-se necessárias. Deste modo, entende-se que as Indicações de Terceiros devem ganhar notoriedade à medida que a indústria se desenvolve (Deloitte, 2010). De fato, essa hipótese parece confirmar a participação das fontes no total de propostas recebidas.

As propostas que não foram descartadas de início passam então por uma primeira fase de análise efetiva, considerada uma *due diligence* preliminar (Metrick, 2006). Nessa fase, existe o primeiro contato entre os empreendedores e os gestores, como discutido abaixo.

#### **4.2.4. Processo de *due diligence* preliminar**

A *due diligence* preliminar é realizada a partir de um primeiro contato com as empresas-alvo e, então, as organizações gestoras exploram as premissas que levariam à concretização do negócio (GVCEPE, 2010). Em geral, essas premissas envolvem aspectos externos à empresa, tais como demanda do consumidor, concorrentes, produto e tecnologia, aspectos jurídico-legais, dentre outros.

Quando o cenário apresentado pela empresa-alvo não corrobora com as expectativas iniciais da organização gestora o investimento é inviabilizado, de modo que os motivos para tal são diversos, conforme apresentado pela Tabela 4.8. No total, 88 organizações gestoras responderam à questão.

**Tabela 4.8. – Principais Motivos que Inviabilizaram o Investimento nas Propostas que Chegaram a Fase de *Due Diligence***

Respostas fornecidas por 88 organizações gestoras (60% do universo).

| Motivo  | %          |
|---|------------|
| Falência do negócio   | 0,5        |
| Aspectos regulatórios/concorrenciais (ex: CADE)   | 1,1        |
| Desistência do vendedor sem causa aparente  | 3,2        |
| Dificuldade da estruturação jurídica da transação   | 3,2        |
| Mudança no ambiente macroeconômico  | 6,8        |
| Conclusão do investimento por outro potencial comprador   | 8,3        |
| Mudança de parâmetros de valor em função de ajustes contábeis   | 9,9        |
| Exercício do poder de veto por um ou mais membros do comitê de Investimentos  | 11,3       |
| Mudanças de parâmetros de valor em função de alterações permanentes de mercado (ex: Preço, custo de itens relevantes, concorrência, etc.) | 16,2       |
| O gestor não dispõe deste controle  | 18,1       |
| Contingências/passivos surgidos na <i>due diligence</i> não revelados pelos empreendedores  | 21,4       |
| <b>Total</b>  | <b>100</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Pode-se ver que o principal motivo reportado pelos gestores foi “Contingências/passivos surgidos na *due diligence* não revelados pelo empreendedor” com 21,4% das respostas. Em seguida vem “O gestor não dispõe deste controle” e “Mudanças de parâmetros de valor em função de alterações permanentes de mercado (ex. Preço, Custo de itens relevantes, concorrência, etc.)”, com, respectivamente, 18,1% e 16,2% do total de respostas obtidas.

Os fatores menos relevantes foram “Aspectos regulatórios/concorrenciais (ex. CADE)” e “Dificuldade da estruturação jurídica da transação” com, respectivamente, 1,1% e 3,2%. Percebe-se que questões de natureza legal-contratual não são os principais empecilhos encontrados pelas organizações gestoras na hora de investirem o capital.

### 4.2.5. Análise das oportunidades de negócios e demonstração de interesse

Após a *due diligence* preliminar, os gestores já sabem quais empresas merecem uma análise mais profunda. Nessa etapa, os gestores demonstram seu interesse em iniciar negociações com o time empreendedor com o objetivo de se realizar o investimento (GVcepe, 2010).

Neste ponto, temos o início da segunda fase do processo de *due diligence*, algo mais complexo desenvolvido após a celebração de um *term-sheet*. Procura-se estudar com mais atenção os aspectos mais internos da empresa-alvo, levando-se em conta fatores de risco como:

1. Modelo de negócios e o tamanho do mercado: o gestor do veículo de investimento precisa saber se o modelo de negócio é o mais apropriado e verificar as estimativas da demanda do mercado potencial.
2. Demanda do consumidor: diversas questões são relevantes no que tange a esse aspecto, como vai evoluir essa demanda ao longo dos anos, as características do consumidor-alvo e como ele responde a fatores tais como produtos concorrentes.
3. Vantagens competitivas: quais são as vantagens competitivas do novo negócio e se elas são sustentáveis no longo prazo.
4. Modelo de distribuição: avaliar como o produto ou serviço vai chegar até o consumidor, levando em conta, especialmente, aspectos operacionais e financeiros.
5. Desenvolvimento do produto e tecnologia: verificar que o produto pode ser feito, que a tecnologia a ser utilizada existe ou é possível de ser obtida dentro dos parâmetros do investimento. Verificar quais são os recursos necessários ao desenvolvimento e produção, entre outros.
6. Gerenciamento de operações e recursos humanos: avaliar se a equipe de empreendedores e os executivos da empresa são capazes de administrar o negócio e atrair talento humano para a empresa.
7. Aspectos financeiros: avaliar os aspectos financeiros ligados ao novo negócio, quais são os custos diretos e indiretos, quais as perspectivas futuras etc. Análise de passivos financeiros de origem trabalhista, fiscal, ambiental etc.
8. Aspectos legais: todos os aspectos regulatórios devem ser explicitados, tanto no que tange a produção dos bens, propriedade intelectual, relações trabalhistas, fiscais, administração da empresa, ambientais etc.
9. Riscos: o gestor precisa verificar os riscos já conhecidos, assim como investigar a existências de outros fatores de risco até então desconhecidos, tais como contingências fiscais, trabalhistas e ambientais, e identificar estratégias de mitigação de tais riscos.

10. Dependência de suprimentos e acesso a fornecedores alternativos, escassez de matérias-primas que podem limitar o crescimento da empresa etc.
11. Condição de uso dos equipamentos e instalações industriais, capacidade instalada, necessidade de investimentos para expansão e reinvestimento para manutenção, entre outros aspectos ligados à produção e aos ativos fixos da empresa.

Ainda em relação a este aspecto, pode-se encontrar problemas antes omitidos ou desconhecidos que podem causar o término das negociações, são os denominados *deal breakers*. Quanto antes forem encontrados, menores serão os riscos e despesas provenientes de recursos mal direcionados. Contudo, vale ponderar que estes nem sempre são passíveis de evitar e que existem diferentes opiniões acerca deles. Ou seja, o que pode ser considerado um *deal breaker* por um potencial investidor não necessariamente será por outro. De forma geral, os *deal breakers* advêm, na maioria das vezes, de três fatores principais, sendo:

- a) O Negócio – informalidades nas operações comerciais ou nos registros contábeis, contingências trabalhistas, ambientais e tributárias, dívidas de natureza financeira ou fiscal, transações entre partes coligadas, discrepâncias nos valores declarados dos lucros, quantidade dos ativos/ tempo de conversão, entre outros;
- b) A Cultura dos Administradores – diferenças culturais, nas regras de governança corporativa ou na abertura e qualidade das informações, divergências entre acionistas, etc;
- c) O Mercado – mudanças nas perspectivas de mercado (tendências macroeconômicas, novas tecnologias, etc), mudanças nas condições do mercado financeiro (que podem dificultar ou impedir o acesso a instrumentos de financiamento ou restringir a capacidade de captação de recursos dos compradores), nos aspectos regulatórios, posicionamento competitivo, concorrência local e internacional, atratividade geral, entre outros.

Terminado o processo de *due diligence*, as partes interessadas voltam a mesa de negociações de modo a alinhar os termos e condições entre as partes geralmente relacionados no tratamento de contingências (fiscais, trabalhistas, ambientais, etc.).

#### **4.2.6. Análise de Risco para investimento do Fundo de PE/VC**

As organizações gestoras de PE/VC financiam negócios inovadores de alto-risco, porém com alto potencial de retorno. Tipicamente, os investimentos são feitos em empresas com grande potencial

de crescimento que necessitam de capital para desenvolvimento de novas tecnologias, investimentos em pesquisa e desenvolvimento (P&D), expansão, consolidação e aquisição de novos negócios. Estas empresas normalmente apresentam características que as tornam investimentos de alto risco, tipicamente em *Venture Capital*: baixo nível de ativos tangíveis, perspectiva de vários anos de fluxo de caixa negativo e a incerteza sobre a capacidade de obter empréstimos bancários ou outros tipos de financiamento.

O elevado retorno e crescimento esperados são necessários para justificar os custos elevados envolvidos na estruturação, negociação e monitoramento do investimento, bem como a baixa liquidez e risco associados ao investimento em empresas de capital fechado ou de baixa capitalização em bolsa de valores. Entre os principais fatores de riscos envolvidos no negócio estão os de: desenvolvimento, manufatura, marketing, gerenciamento financeiro e o de crescimento (GVcepe, 2010).

Com o objetivo de gerenciar de forma mais eficiente o risco de seus investimentos e proteger o valor de sua participação no capital das empresas investidas, as organizações gestoras de PE/VC executam due diligence criteriosa antes de realizar seus investimentos, podendo realizar estes em fases (rodadas de financiamento) e mantêm monitoramento cuidadoso após a realização do investimento.

Como forma de reduzir riscos do empreendimento e os custos de agência, os investimentos de PE/VC são muitas vezes realizados em etapas dependentes das metas. Para as organizações gestoras essa divisão é uma excelente opção de controle sobre o investimento, pois as perspectivas da empresa são reavaliadas periodicamente levando a um panorama que permite a avaliação da situação da empresa. Com este diagnóstico, a organização gestora pode decidir qual será a diretriz do investimento e tomar a decisão de investimentos adicionais, estruturação do investimento, o montante a ser investido ou mesmo o abandono do projeto. Além disso, essa divisão em estágios reduz potenciais perdas, pois em cada período a organização gestora reavalia se pretende e quanto pretende continuar investindo, no negócio em função do desempenho passado e expectativas futuras (GVcepe, 2010).

Ao assumirem tais riscos, as organizações gestoras têm alguns critérios para selecionarem seus investimentos. Na Tabela 4.9, mostrou-se os retornos mínimos, medianos e máximos, exigidos ou esperados pelas organizações gestoras, por estágios de desenvolvimento.

**Tabela 4.9. – Retornos Mínimos e Máximos Esperados por Estágio**

Nas respostas por estágio, uma organização pode ter respondido para mais de um estágio. Respostas fornecidas por 71 organizações gestoras (50% do universo) em dezembro de 2009.

| Estágio de Desenvolvimento           | Retorno esperado (%) |        |         | Respostas por estágios | Desvio padrão |
|--------------------------------------|----------------------|--------|---------|------------------------|---------------|
|                                      | Mínimo               | Máximo | Mediano |                        |               |
| <i>Distressed</i>                    | 45,92                | 114,47 | 42,5    | 26                     | 15,00         |
| PIPE                                 | 41,52                | 79,74  | 42,5    | 25                     | 15,00         |
| Mezanino                             | 32,78                | 110,00 | 35      | 27                     | 28,36         |
| <i>Private Equity – Later Stage</i>  | 27,94                | 57,50  | 30      | 31                     | 21,07         |
| <i>Venture Capital – Early Stage</i> | 22,51                | 40,93  | 25      | 54                     | 13,97         |
| Greenfiel                            | 20,00                | 28,50  | 22,5    | 31                     | 12,99         |
| <i>Private Equity – Later Stage</i>  | 15,62                | 24,33  | 19,5    | 21                     | 9,80          |
| <i>Startup</i>                       | 18,29                | 40,00  | 22,5    | 17                     | 18,86         |
| <i>Seed</i>                          | 16,89                | 23,19  | 19,75   | 18                     | 15,00         |
| <i>Private Equity – Growth</i>       | 23,00                | 32,50  | 26,25   | 16                     | 14,70         |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

A partir da Tabela 4.9 percebe-se, de fato, uma relação entre risco e retorno nos investimentos de PE/VC. Sabe-se que para que dado investidor aceite o risco ele deve receber um prêmio pelo mesmo. Neste sentido, observa-se que os estágios mais arriscados, como o de *Seed* e *Startup*, necessitam de maiores retornos para que se tornem atrativos sob o olhar dos gestores, em compensação o aporte de capital investido é menor nos estágios menos maduros. Percebe-se também que os retornos medianos são muito próximos dos mínimos, sugerindo uma distribuição muito assimétrica à direita.

Em relação aos dados obtidos, nota-se que o maior retorno requerido foi para o estágio de *Seed*, com retornos esperados mínimo, mediano e máximo de, respectivamente, 45,9%, 42,5% e 114,5%. Em seguida, os maiores retornos exigidos são *Venture Capital Early Stage* com mínimos e máximos representando, respectivamente 32,8% e 110,0% e *Startup*, com seus mínimos e máximos repre-

sentando, respectivamente 41,5% e 79,7%. Por outro lado, observa-se que os menores retornos requeridos foram em relação às empresas de Mezanino (15,6%), PIPE (18,3%) e Greenfield (16,9%). Quanto a este último, é interessante ressaltar que é normalmente relacionado a investimentos em setores imobiliários, florestais e de infraestrutura em novas plantas em áreas com pouca ou nenhuma estrutura física e/ou instalações pré-existent.

É interessante notar que o estágio *Private Equity – Growth* foi o estágio com maior número de respostas, com 54, entre mínimo e máximo, o que mostra a importância do estágio. *Distressed* foi o que apresentou menos respostas, com apenas 16, incluindo mínimo e máximo.

### 4.2.7. Atuação do Comitê de Investimentos na Fase de Seleção

Finalizada a negociação, as organizações gestoras de *PE/VC* submetem os termos e condições do acordo de investimento à apreciação do Comitê de Investimentos do Veículo. Este é o órgão responsável pela aprovação final dos investimentos e existe usualmente apenas em organizações gestoras de maior porte (Metrick, 2006). Sua atuação se dá em geral na fase final do processo de seleção, quando as propostas já foram analisadas pelos gestores. Apesar do longo processo percorrido até esta etapa, os empreendedores devem estar cientes de que o Comitê de Investimentos é soberano e tem poder de declinar da oportunidade de investimentos. A tabela 4.10 mostra detalhes a respeito da atuação dos comitês de investimento no Brasil.

Das 41 organizações gestoras que responderam, 70% delas o comitê costuma analisar as propostas em média apenas uma vez. Nesse mesmo grupo, os comitês jamais analisaram uma mesma proposta mais do que três vezes. Da mesma tabela, 5% das organizações costumam analisar em média duas vezes a mesma proposta. Analisaram três, quatro, ou cinco ou mais vezes, respectivamente, 17,5%, 2,5% e 5% das organizações gestoras. Na maioria dos casos, 33,3%, foram feitas cinco ou mais análises. Apenas 11,1% tiveram no máximo de uma análise pelo comitê de investimentos.

Por fim, as organizações gestoras responderam qual o número de vezes mais frequente em que as propostas são analisadas. Para 43,9% as propostas são analisadas apenas uma vez. 17,1% das organizações gestoras responderam duas vezes. Cinco ou mais vezes foi respondido por 14,6% das organizações gestoras. Três e quatro vezes representam, respectivamente, 22% e 2,4% das organizações gestoras.

**Tabela 4.10 – Atuação do Comitê de Investimentos na Fase de Seleção**

Distribuição do número de vezes que o comitê de investimentos analisou as oportunidades de negócios que receberam o aporte de capital. Considera apenas organizações que reportaram valor médio. Não inclui *PIPEs*. No total, 43 organizações gestoras (30%) responderam à questão em dezembro de 2009, porém nem todas responderam a todos os itens.

| Número de análise | Número de Organizações |            |
|-------------------|------------------------|------------|
|                   | Número absoluto        | % do total |
| Médio             |                        |            |
| 1                 | 28                     | 70,0       |
| 2                 | 2                      | 5,0        |
| 3                 | 7                      | 17,5       |
| 4                 | 1                      | 2,5        |
| 5 ou mais         | 2                      | 5,0        |
| Sem informação    | 1                      | -          |
| Total             | 41                     | 100,0      |
| Máximo            |                        |            |
| 1                 | 4                      | 11,1       |
| 2                 | 8                      | 22,2       |
| 3                 | 10                     | 27,8       |
| 4                 | 2                      | 5,6        |
| 5 ou mais         | 12                     | 33,3       |
| Sem informação    | 5                      |            |
| Total             | 41                     | 100,0      |
| Mais frequente    |                        |            |
| 1                 | 18                     | 43,9       |
| 2                 | 7                      | 17,1       |
| 3                 | 9                      | 22,0       |
| 4                 | 1                      | 2,4        |
| 5 ou mais         | 6                      | 14,6       |
| Sem informação    | -                      | -          |
| <b>Total</b>      | <b>41</b>              | <b>1</b>   |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

### 4.2.8. Métodos de Avaliação Aplicados pela Empresa

Os métodos de avaliação do negócio são muito utilizados pelas organizações gestoras em dois momentos: primeiro, quando avaliam o valor da participação que pretendem adquirir em determinada empresa (momento de investimento ou entrada) e, segundo, quando avaliam por quanto a organização gestora conseguirá vender sua participação (momento de desinvestimento ou saída). Note que este processo se repete toda vez que ela reinveste no negócio.

Existem vários métodos de avaliação de uma empresa e é muito importante ter consciência de que, qualquer que seja o método, haverá divergências de percepção de valor entre a parte compradora e a parte vendedora. Isso ocorrerá porque as premissas que a parte compradora utiliza para fazer a avaliação não são as mesmas que a parte vendedora considera adequada. Esse fato não invalida os métodos de avaliação e as avaliações feitas por ambas as partes, mas ressalta a necessidade de se ter em mente as premissas utilizadas e a qual resultado se chegou com elas. Fazendo dessa forma, é possível entender a lógica da avaliação e caminhar para um consenso sobre o conjunto de premissas e o método de avaliação mais adequado à situação.

É importante diferenciar a avaliação que é feita no momento de entrada e no momento de saída dependendo do estágio ou modalidade da oportunidade de negócio. No momento em que a organização gestora procura uma oportunidade de investimento em *Venture Capital*, a avaliação utilizada é mais focada em métodos menos quantitativos. Isso ocorre porque, nos casos de *Venture Capital* as empresas se encontram em estágio inicial do seu ciclo de vida e é difícil conseguir estimar com alguma precisão os valores dos seus fluxos de caixa livres para se calcular o valor da empresa. Como consequência, métodos como o *Método do Venture Capital* e *Avaliações Relativas* são mais utilizados.

Os principais métodos considerados nesse trabalho são: *Avaliações Relativas*, *Taxa Interna de Retorno*, *Valor de Reposição*, *Fluxo de Caixa Descontado*, *Valor Presente Ajustado*, *Preço de Ações das Empresas Listadas em Bolsa* (quando a empresa é de capital aberto).

Na Tabela 4.11 temos os principais métodos usados pelas organizações gestoras para avaliar quantitativamente seus possíveis investimentos. O método de avaliação predominante de avaliação foi o *Fluxo de Caixa Descontado*, com 52,1% do total das avaliações, que é um método quantitativo bastante simples. Em seguida vem *Valor de Mercado das ações listadas em bolsa da empresa investida* e outros com, respectivamente, 15,6% e 13,5 % do total. Os métodos menos utilizados foram *Equivalência Patrimonial* e *Valor de Reposição*, com respectivamente, 1,0% e 5,2%.

### Tabela 4.11. – Método de Avaliação

A tabela mostra o número de avaliações feitas antes de o negócio receber investimentos. O mesmo negócio pode ter sido avaliado mais de uma vez. Respostas fornecidas por 67 organizações gestoras (47% do universo) em dezembro de 2009.

| Método de Valuation       | Número de Avaliações | Total% |
|---------------------------|----------------------|--------|
| Fluxo de Caixa Descontado | 50                   | 52,1   |
| Múltiplos                 | 6                    | 6,3    |
| Valor Presente Ajustado   | 6                    | 6,3    |
| Valor de Reposição        | 5                    | 5,2    |
| Valor de Mercado          | 15                   | 15,6   |
| Equivalência Patrimonial  | 1                    | 1      |
| Outros                    | 13                   | 13,5   |
| Total                     | 96                   | 100    |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

#### 4.2.9. Principais Problemas Detectados pela Organização Gestora para Seleção e Aceitação de Propostas

Como visto na Tabela 4.7, em média, cerca de 1% das propostas recebidas por organizações gestoras (por meio de Prospecção Proprietária, Indicação de Terceiros e Candidatura Espontânea) consegue passar por todas as etapas da seleção e tornar-se um investimento de PE/VC. A seguir, discutem-se alguns dos critérios que afetam as chances de uma proposta ser aceita.

As organizações gestoras utilizam diversos critérios para selecionar as empresas investidas. O principal obstáculo desse processo é a dificuldade em obter informações sobre o negócio, a proposição de valor e as características do empreendedor e de seu time gerencial. Dado o caráter privado dos negócios que realizam, gestores são reservados quanto ao fornecimento de informações sobre empresas do portfólio. Assim, para tornar viável o estudo desse aspecto no processo de PE/VC, recorreu-se a questões assertivas. Ou seja, as organizações gestoras receberam uma lista de proposições e expressaram o grau de concordância com cada uma delas. Os resultados desta análise são apresentados nas Tabelas 4.5 e 4.6, que estão localizadas no tópico 2.1.

Inicialmente destaca-se que a exigência da assinatura de um contrato de confidencialidade para que os detalhes do projeto sejam expostos é um requisito impeditivo para apenas 30% das organizações gestoras (assertiva “não investimentos quando o empresário exige que assinemos um termo de confidencialidade antes de nos mostrar detalhes do projeto”). Por sua vez, as **características mais importantes** para avaliar o mérito do projeto são: 1) **inexistência de informalidade nos negócios** (assertiva “As organizações gestoras não investem quando parte ou a totalidade dos negócios está na

informalidade”), com 93% de concordância; 2) **têm direito a veto** (assertiva “As organizações gestoras investem quando têm direito de veto em decisões que consideram “chave” na empresa investida”), com 93 % de concordância. 3) **têm assento no conselho no conselho de administração** (assertiva “As organizações gestoras investem quando têm assento ou possa indicar membros do conselho de administração”), com 93% de concordância. Essas duas últimas mostram a importância de ter forte participação nas decisões da empresa. 4) **chegar a um acordo prévio sobre termos básicos** (assertiva “As organizações gestoras não investem quando não se chega a um acordo prévio sobre os termos básicos do acordo de acionistas”), com 87% de concordância.

As **características menos importantes** são: 1) **ter recebido aporte de capital anjo** (assertiva para “As organizações gestoras não investem quando a empresa já recebeu algum capital de “angel investors” com zero de concordância; 2) **ser empresa familiar** (assertiva “As organizações gestoras não investem quando se trata de uma empresa familiar”), com apenas 1,7 % de concordância; 3) **empresa estar longe da organização gestora** (assertiva “As organizações gestoras não investem quando a empresa investida está a mais de 100 km da organização gestora”) com apenas 13% de concordância; e 4) **podem adquirir o controle** (assertiva “As organizações gestoras investem quando podem adquirir controle”) com apenas 21% de concordância. Isso mostra que as organizações gestoras não fazem questão de ter controle da empresa investida e sim ter influência nas decisões e vetos nela.

### 4.2.10. Prazo para Fechamento de Novos Negócios

Na tabela 4.12, tem-se o prazo necessário para que todo o processo de seleção seja concluído e o primeiro aporte de capital seja realizado. Elas foram divididas em quatro grupos (quartis), de acordo com o tempo médio consumido pelo processo. O primeiro quartil reúne as organizações gestoras mais rápidas na fase de seleção e fechamento de negócios. Nesse quartil, a empresa mais rápida conduziu o processo de seleção e fechamento de negócio em apenas um mês. A organização mais lenta do mesmo quartil consumiu em média quatro meses. Ainda nesse quartil, o processo mais rápido consumiu um mês, enquanto o mais lento demorou oito meses. Já no grupo das mais lentas (quarto quartil), o processo consome em média entre dez e doze meses. Nesse grupo, o processo mais rápido consumiu quatro meses, enquanto o mais demorado consumiu longos trinta e seis meses. É conveniente notar que o tempo consumido não necessariamente representa a capacidade dos gestores de avaliar projetos. Outros fatores, por exemplo: foco dos investimentos (estágio, região, setor, etc.) e negociação quanto à aquisição de controle, poder de veto e valor do investimento, também influenciam tal prazo.

### Tabela 4.12 – Prazo para Fechamento de Novos Negócios

Tempos mínimo, médio e máximo, em meses, para que um projeto passe por todas as fases do processo seletivo e receba o primeiro aporte de capital. Como critério de classificação, as organizações foram ordenadas de acordo com o tempo médio. Para cada quartil indica-se os tempos mínimo e o máximo consumidos por um projeto. A amostra representada é de 88 gestoras (60% do universo) que forneceram dados em dezembro de 2009.

| Prazos Observados em cada Quartil (meses) |        |         |        |
|---|--------|---------|--------|
| Quartil (ordenado por tempo médio)        | Mínimo | Médio   | Máximo |
| 1º (mais ágeis)                           | 1      | 1 a 4   | 8      |
| 2º  | 2      | 4 a 7   | 10     |
| 3º  | 3      | 7 a 10  | 12     |
| 4º (mais ágeis)                           | 4      | 10 a 12 | 36     |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

### 4.3. Atividade e Estruturação de Investimentos

A indústria de *PE/VC* concentra seus investimentos em empresas com possibilidade de altos retornos, porém com maior risco e menor liquidez, enquadrando-se na categoria de ativos alternativos. Essa modalidade de investimento possui, normalmente, baixa correlação com os outros ativos (como ações em bolsa de valores, ativos mobiliários, entre outros), e, quanto menor essa relação, maior é a probabilidade do risco total de um portfólio diversificado diminuir. Dessa maneira, o investidor pode encontrar o equilíbrio ótimo entre risco e retorno, adicionando participação em fundo de *PE/VC* na sua carteira. O resultado será a melhoria no gerenciamento do total do portfólio de ativos do investidor, que poderia atingir sua máxima eficiência.

Os mercados emergentes estão atraindo a atenção dos investidores de *PE/VC*. Numa pesquisa feita pela EMPEA (2009) mostrou que de 156 investidores de *PE/VC* do mundo todo, 78% já iniciaram ou tem planos para iniciar até 2013 investimentos em mercados emergentes. A estabilidade macroeconômica, a abertura da economia e a reforma da constituição foram fatores determinantes para que o Brasil se tornasse um dos alvos principais nesse investimento.

O Brasil leva vantagem perante aos investidores quando o assunto é prêmio de risco. Também de acordo com o EMPEA (2009), Brasil foi o único país/região que indicou um prêmio de risco menor em 2009 se comparado com 2008, como evidenciado pela tabela 4.13. O Brasil também mostra ser o mercado mais atrativo para investidores que irão aplicar seu dinheiro pela primeira vez no país, conforme mostra a Tabela 4.13.

**Tabela 4.13. – Aumento no Prêmio de Risco por País/Região**

| País/Região                                  | 2009 | 2008 | Aumento no prêmio de risco |
|--|------|------|----------------------------|
| Brasil                                       | 6,4% | 6,9% | -0,5%                      |
| China  | 6,4% | 6,3% | 0,1%                       |
| Índia  | 6,4% | 6,1% | 0,3%                       |
| África so Sul                                | 7,0% | 6,4% | 0,6%                       |
| América Latina (exclui Brasil)               | 7,0% | 6,7% | 0,3%                       |
| Oriente Médio                                | 7,3% | 6,5% | 0,8%                       |
| África do Norte                              | 8,0% | 6,7% | 1,3%                       |
| Europa Central e do Oriente (inclui Turquia) | 6,4% | 5,0% | 1,4%                       |
| Rússia                                       | 8,4% | 6,9% | 1,5%                       |
| África Sub-saariana (exclui África do sul)   | 8,4% | 6,7% | 1,7%                       |
| Outros emergentes da Ásia                    | 6,7% | N/A  | N/A                        |

Fonte: EMPEA, 2009

Como se pode verificar, as organizações gestoras se encontram num ambiente cuja atratividade e dificuldades são atualmente grandes. Para velejar com sucesso em tal ambiente, uma estruturação sólida dos investimentos é fundamental para conseguir mitigar os riscos e maximizar o retorno. Algumas práticas são recorrentes nessa tentativa: 1) acordo de acionistas para alinhar interesses com o empreendedor; 2) direito de escolha dos auditores de modo a garantir confiabilidade nos dados contábeis; 3) indicação de executivos-chave, tais como o diretor financeiro e/ou CEO; adoção de instrumentos financeiros que permitam a aquisição de controle ou forcem a liquidez do negócio caso o desempenho da empresa investida se deteriore ou esteja muito aquém das projeções; 5) realização dos aportes financeiros de forma gradual e associada a consecução de metas de desempenho preestabelecidas, dando ao gestor a opção de desistir do investimento caso o desempenho do negócio se desvie demasiadamente do previsto, entre outras ações que visam maior segurança no investimento.

A seguir, faz-se a análise da estrutura dos investimentos realizados, de modo a obter suas peculiaridades e características essenciais.

#### 4.4. Duração do Investimento

A incerteza proveniente dos investimentos em geral se relaciona diretamente com a disposição do acionista em contribuir com o seu capital, com a opção de aumento de prazos de créditos, e com as decisões

dos gestores. Esta é uma característica que também contribui para a duração desses investimentos. Os investidores precisam saber como as informações relacionadas às atividades da empresa podem endereçar perguntas como qual o aporte de capital deve ser investido durante todo o período de investimentos, e quando essas decisões devem ser empreendidas (Lerner & Gompers, 2004).

O período de investimento é um grande fator que diferencia o *PE/VC* de fundos tradicionais de investimento (Bushrod, 2004). No investimento de *PE/VC*, existem muitas interconexões entre as decisões feitas durante todo o processo de investimento. Logo a natureza e circunstância do negócio e da empresa que transaciona a operação, por exemplo, tende a interferir no prazo do retorno e por consequência no prazo do investimento. Por ser um ativo distinto, a própria curva de retorno de distingue-se da curva das outras classes de ativo. A duração depende do tipo de investimento feito, conforme mostra a Tabela 4.14.

**Tabela 4.14. – Número de Veículos por Prazo de Duração**

| Prazo de Duração | Censo 2005 |       | Censo 2009 |               |
|------------------|------------|-------|------------|---------------|
|                  | Veículo    | %     | Veículo    | %             |
| <5               | 0          | 0,0   | 8          | 4,40          |
| 5 e 6            | 9          | 9,28  | 18         | 9,89          |
| 7 e 8            | 24         | 24,74 | 49         | 26,92         |
| 9 e 10           | 33         | 34,02 | 58         | 31,87         |
| 12 e 20          | 7          | 7,22  | 8          | 4,40          |
| >20              | 0          | 0,0   | 1          | 0,55          |
| Sem prazo        | 24         | 24,74 | 40         | 21,98         |
| <b>Total</b>     | <b>97</b>  |       | <b>182</b> | <b>100,00</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de *PE/VC*

No primeiro censo da indústria de *PE/VC* foi identificado que a maioria dos veículos de investimento tinha duração de sete a dez anos, havendo uma concentração superior a 50% dos veículos com esse prazo de duração. Quando se olha a evolução para o ano de 2009, é notória a mesma concentração dos veículos com essa mesma duração de sete a dez anos, porém, com maior participação de veículos cuja duração é de sete a oito anos. Alguns veículos possuíam um prazo de maturação maior, como aqueles que investiram em infraestrutura ou concessões públicas, limitando o prazo entre 16 e 20 anos, proporcionalmente, tais veículos tiveram sua participação reduzida. No entanto, quantitativamente, o número se manteve praticamente igual. Outro aspecto importante que se verifica aqui é no tocante aos veículos

que não possuem prazo de duração definido: tais veículos tiveram sua participação relativa reduzida em 2009 se comparado a 2005, mostrando certa tendência em garantir a liquidação do veículo.

## 4.4.1 Participação de Investidores do Setor Público

O Governo Brasileiro tem apresentado papel fundamental na Indústria de PE/VC a partir de alguns de seus veículos e instrumentos de política pública. Deste modo, pode-se destacar o grande volume de recursos alocados nos últimos anos pelo BNDES, a partir de sua subsidiária a BNDESPar e pelo programa de apoio ao capital semente CRIATEC, pela FINEP, com o Programa Inovar/Inovar Semente, juntamente com os Fóruns FINEP, e pelo SEBRAE.

**Tabela 4.15. – Participação de Investidores do Setor Público em Empresas em Portfólio (Junho de 2008)**

| Setor   | BNDESPar como gestor |            | BNDESPar como investidor |            | FINEP como investidor |            | Total de empreendimentos por setor |            |
|---|----------------------|------------|--------------------------|------------|-----------------------|------------|------------------------------------|------------|
|   | Unidades             | %          | Unidades                 | %          | Unidades              | %          | Unidades                           | %          |
| Informática e Eletrônica                                  | 13                   | 33         | 21                       | 33         | 13                    | 42         | 109                                | 23         |
| Indústrias Metalúrgicas, Mecânicas e de Material Elétrico | 9                    | 23         | 6                        | 9          | 5                     | 16         | 61                                 | 13         |
| Imobiliário   | -                    | -          | 1                        | 2          | -                     | -          | 60                                 | 12         |
| Comunicação   | -                    | -          | 2                        | 3          | 1                     | 3          | 32                                 | 7          |
| Energia e Combustíveis                                    | -                    | -          | 10                       | 16         | -                     | -          | 29                                 | 6          |
| Agronegócio   | 1                    | 3          | 4                        | 6          | 1                     | 3          | 21                                 | 4          |
| Serviços Financeiros                                      | -                    | -          | -                        | -          | -                     | -          | 20                                 | 4          |
| Biotecnologia   | 6                    | 15         | 4                        | 6          | -                     | 13         | 20                                 | 4          |
| Varejo  | -                    | -          | 1                        | 2          | 4                     | -          | 19                                 | 4          |
| Alimentos e Bebidas                                       | 5                    | 13         | 1                        | 2          | -                     | -          | 17                                 | 4          |
| Farmacêutica, Medicina e Estética                         | 2                    | 5          | 3                        | 5          | 3                     | 10         | 15                                 | 3          |
| Telecom   | 4                    | 10         | 2                        | 3          | 3                     | 10         | 13                                 | 3          |
| Serviços de Transporte                                    | -                    | -          | 5                        | 8          | -                     | -          | 13                                 | 3          |
| Serviços de Logística                                     | -                    | -          | 1                        | 2          | -                     | -          | 12                                 | 2          |
| Educação  | -                    | -          | -                        | -          | -                     | -          | 9                                  | 2          |
| Outros  | -                    | -          | 3                        | 5          | 1                     | 3          | 31                                 | 6          |
| <b>Total</b>  | <b>40</b>            | <b>100</b> | <b>64</b>                | <b>100</b> | <b>31</b>             | <b>100</b> | <b>481</b>                         | <b>100</b> |

Fonte: Ramalho, 2010

Na tabela 4.15, verifica-se que BNDESPar e FINEP investem, direta e indiretamente, em 26% do portfólio total da indústria de PE/VC. Deste modo, considerando que, no Brasil, os LPs têm participação ativa nos comitês de investimento, pode-se entender o investimento governamental em PE/VC como instrumento de promoção de políticas públicas. Assim, a presença destes agentes públicos em setores altamente inovadores – como Informática e Eletrônica; Biotecnologia e Farmacêutica; e Medicina e Estética – além de setores estratégicos ou com foco em infraestrutura – como Alimentos e Bebidas; Energia e Combustíveis; e Serviços de Transporte – evidencia a promoção estatal de áreas com alto potencial de desenvolvimento da economia Brasileira, especificamente inovação e empreendedorismo de alto impacto.

Do mesmo modo, é interessante notar que o BNDESPar como gestor de veículos de PE/VC investiu em mais de 8% das empresas em portfólio da indústria. Sendo assim, entende-se que o financiamento a empresas privadas por meio da modalidade de *Private Equity* e *Venture Capital* é um importante instrumento do Governo Federal para o fomento da capitalização de empresas, ao passo que sua atuação não se restringe apenas ao investimento, mas também à gestão de veículos (Área de Capital Empreendedor da BNDESPar).

No total, o governo Brasileiro investiu em mais de 40 veículos de investimento pertencentes a 28 organizações gestoras, o que corresponde a 20% do total dos veículos da indústria em junho de 2008 (Ramalho, 2010). Ainda de acordo com Ramalho (2010), o investimento do Governo Brasileiro em PE/VC faz parte de um esforço nacional que se acelerou nos anos 2000, alavancado pela estabilização e crescimento econômicos.

A seguir, analisa-se o histórico de investimento em PE/VC dos principais veículos e instrumentos governamentais.

#### 4.4.2. O BNDES

Os investimentos do BNDES em PE/VC remontam à década de 1980, como parte da política pública de fortalecer a capitadas empresas nacionais. A fusão da FIBASE, IBRASA e EMBRAMEC (subsidiárias do BNDES) deu origem a BNDESPar, que foi instituída com o propósito de: capitalizar empresas privadas, de acordo com planos e políticas do BNDES; apoiar empresas caracterizadas por eficiência econômica, tecnológica e de gestão, com perspectivas de retorno compatíveis com o risco do investimento; desenvolver empreendimentos portadores de inovações tecnológicas; fomentar o Mercado de Capitais a partir da ampliação de oferta de valores mobiliários e da “de-

mocratização da propriedade do capital de empresas”; e administrar carteira de investimentos, próprios e de terceiros.

Em 2008, o BNDES criou o Programa de Fundos prevendo investimentos de R\$ 1,5 bilhões em oito FIPs e dois FMIEE. Até o momento, cinco seleções de fundos foram realizadas para os setores de agronegócio, bioenergia e governança; ativo florestal; petróleo e gás; biotecnologia e/ou nanotecnologia; e infraestrutura no segmento de logística. Desta forma, a empresa pública busca propiciar a difusão de boas práticas de governança corporativa e da cultura do capital empreendedor.

### 4.5. Distribuição dos Investimentos

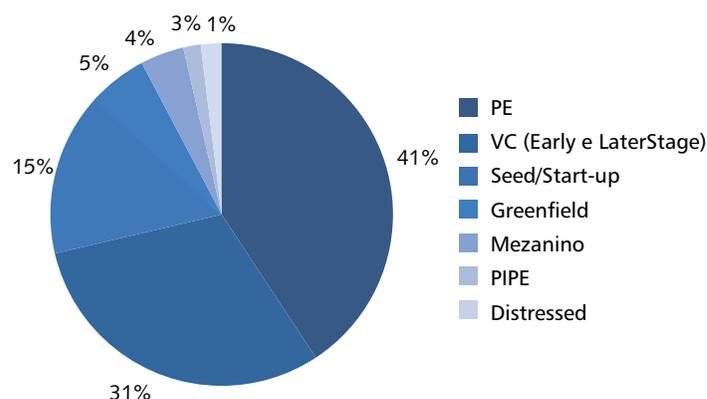
Em 2009, foi obtida uma amostra de 95 negócios, entre novos investimentos (71) e *follow-on* (24). Os investimentos totais realizados no Brasil pela indústria de PE/VC em 2009 foram de US\$ 3,1 bilhões que representa 0,17% do PIB. Este total abrange os investimentos dos gestores privados nas diversas modalidades de PE/VC (tradicional, *Corporate Ventures*, infraestrutura, imobiliário e florestal), não incluindo investimentos governamentais (BNDESPar).

#### 4.5.1. Distribuição por Estágio

A carteira das organizações gestoras, como indicado no Gráfico 4.3, não está sendo mais composta apenas por empresas mais maduras. De acordo com o Gráfico 4.3 apesar de o estágio de *Private Equity* apresentar a maior parte dos investimentos representando 41%, o estágio de *Venture Capital* (*Early Stage* e *Later Stage*) também mostra valores expressivos, com 31% do total de negócios realizados. Isto denota uma concentração importante nos estágios iniciais e intermediários de desenvolvimento empresarial garantindo a consolidação dos elos que permitem o crescimento sustentado da indústria no longo prazo. Os estágios de *Startup* e *Seed*, juntos, representam 15% e o estágio denominado de *Greenfield* agrega mais 5% ao total de investimentos, assim como o *Mezanino* representa 4%. Por último ficam os estágios de *PIPE* e *Distressed* que representam respectivamente 3% e 1% do total de investimentos realizados no ano em questão. É ainda interessante notar a coincidência existente entre investimentos em empresas emergentes, e/ou nascentes, classificadas como VC e *Seed/Startup* (46%) e aquelas em estágio mais maduro, consideradas no estágio PE (41%).

### Gráfico 4.1. – Quantidade de Investimentos Totais Realizados por Organizações Gestoras Privadas por Estágio de Investimento

Considera todos os novos investimentos (71) e *follow-ons* (24) do período, com amostra de 95 negócios (100%) e 45 organizações gestoras respondentes (30%).

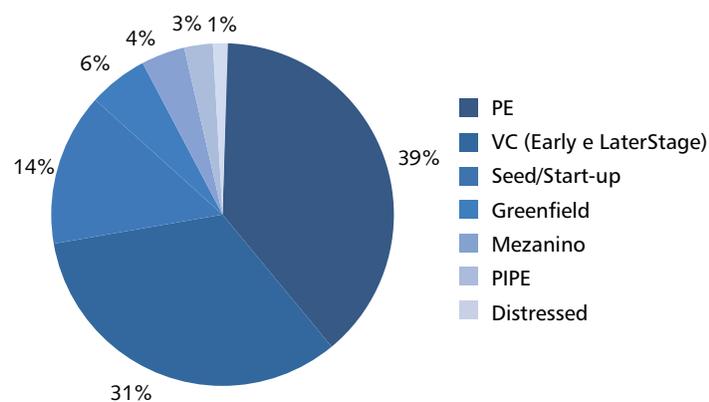


Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Entretanto, ao separar o total dos investimentos em novos negócios e *follow on*, obteve-se um cenário um pouco diferente. Apesar de continuar-se com a mesma ordem de grandeza (*Private Equity* é o estágio com maior número de investimentos e *Distressed* o menor), as quantidades relativas de cada um dos investimentos sofreram uma leve alteração. Como é possível verificar no Gráfico 4.4, os novos investimentos mostraram-se estar 39% no estágio de *Private Equity* e 32% em *Venture Capital*. Estes dois estágios representam juntos, mais de dois terços de todos os investimentos observados. Em seguida, estágios de *Startup* e *Seed* representam tiveram um aumento de um ponto percentual e representam 14% do total. Os de *Greenfield* representam 6% e por último os estágios de *PIPE*, *Mezanino* e *Distressed* apresentam 4%, 3% e 1% respectivamente. O total de novos negócios analisados totalizou 71 negócios no ano de 2009.

### Gráfico 4.2. – Número de Novos Investimentos Realizados por Organizações Gestoras Privadas por Estágio

Considera todos os novos investimentos do período, com amostra de 71 negócios (75%) e 33 respondentes (23%).



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

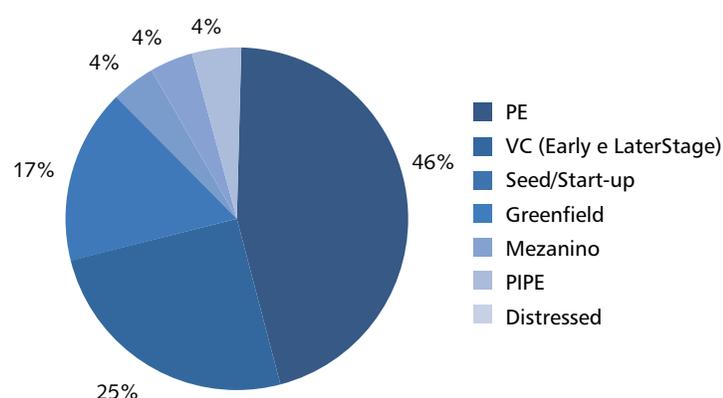
Considerando agora os investimentos na fase de *follow-on* obtêm-se um cenário ainda mais diferente dos outros dois analisados acima. Observando o Gráfico 4.5 a seguir, percebe-se que há um aumento de investimento nos estágios de *Private Equity* na fase de *follow-on* (46%) se comparado com a fase de novos negócios (39%). Nesta mesma base de comparação, os investimentos realizados nos estágios de *Venture Capital* diminuíram de 32% na fase de novos negócios para 25% na fase de *follow on*.

Isto se deve ao fato de muitas das empresas que se encontravam no estágio inicial de desenvolvimento (*Venture Capital*) na primeira alocação de capital (novos negócios), poderem se encontrar em uma fase mais avançada em suas próximas alocações (*follow-on*). Desta forma, era de se esperar um aumento nos investimentos de *Private Equity*, ao mesmo tempo em que era de se esperar uma redução nos investimentos de *follow-on* em estágio de *Venture Capital* pelo mesmo motivo.

Os demais estágios tiveram pouca alteração em suas quantidades relativas. Os estágios de *Startup* e *Seed* representam 17% do total. Já os estágios de *Greenfield*, *Mezanino* e *PIPE* representam 4% cada um. Os investimentos em estágio de *Distressed* não compõem nenhuma porcentagem deste total. Os totais de investimentos em *follow on* no ano de 2009 foram de 24 negócios.

### Gráfico 4.3. – Número de Investimentos *Follow-On* Realizados por Organizações Gestoras Privadas por Estágio

Considera todos os *follow-ons* do período, com amostra de 24 negócios (25%) e 12 respondentes (8%).



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

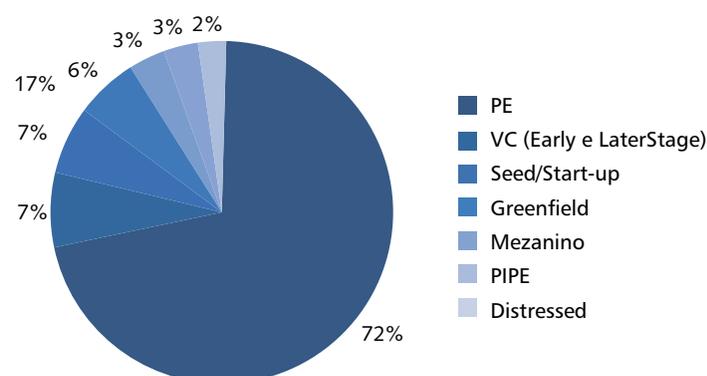
Entretanto, o cenário muda drasticamente quando são analisados os estágios de investimento em relação à quantidade de capital investido. Do total dos investimentos realizados, o estágio de *Private Equity* representou em valor mais de dois terços do capital investido da amostra. Conforme o Gráfico 4.6, este estágio representa 72 % do total da amostra de 95 negócios investidos em 2009.

Este resultado já era esperado, pois como pode ser observado na Tabela 4.17, o tíquete médio de investimento para *Private Equity* é o segundo maior com valor absoluto de U\$ 73,4 milhões por investimento. Além disso, este estágio é o que apresenta maior quantidade de negócios da indústria. É por este motivo que ele representa a grande maioria da quantidade relativa de investimentos em termos de valor.

Os estágios de *Seed* e *Startup* seguem em segundo lugar entre aqueles com maior valor investido. Este estágio apresentou 7% do valor investido em todos os negócios da amostra. Este resultado segue a linha de raciocínio da explicação dada anteriormente para o estágio de *Private Equity*. Apesar de o *ticket* médio para *Seed* e *Startup* não ser tão grande, a quantidade de investimentos neste estágio é muito representativa (15%). Desta forma a soma de investimentos alocados a esse estágio de investimento multiplicado pelo valor médio dos investimentos faz com que o estágio de *Seed* e *Startup* sejam os estágios de segunda maior manifestação na indústria em termos de valor. O estágio de mezanino também representa 7% do valor investido em relação a todos os outros negócios realizados em 2009. Em seguida pode-se que o estágio *PIPE* representa 6%, seguido pelos estágios *Greenfield* e *Venture Capital* representando 3% cada um e *Distressed* correspondendo a 2% do total dos valores de investimento.

#### Gráfico 4.4. – Valor de Investimentos Totais Realizados por Organizações Gestoras Privadas por Estágio

Considera todos os investimentos e *follow-ons* do período, com amostra de 78 investimentos (82%).



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

**Tabela 4.16. – Ticket Médio por Estágio de Investimento**

Considera 77 investimentos com valor e estágio declarados (81%)

| Estágios               | Tíquete Médio (US\$ Milhões) | Nº de Investimentos |
|------------------------|------------------------------|---------------------|
| <i>Seed/Startup</i>    | 0,4                          | 12                  |
| <i>Venture Capital</i> | 4,4                          | 22                  |
| <i>Greenfiel</i>       | 46,6                         | 6                   |
| Mezanino               | 50,2                         | 4                   |
| <i>Distressed</i>      | 64,4                         | 1                   |
| <i>Private Equity</i>  | 73,4                         | 30                  |
| PIPE                   | 91,8                         | 2                   |
| <b>Total</b>           | <b>39,4</b>                  | <b>77</b>           |

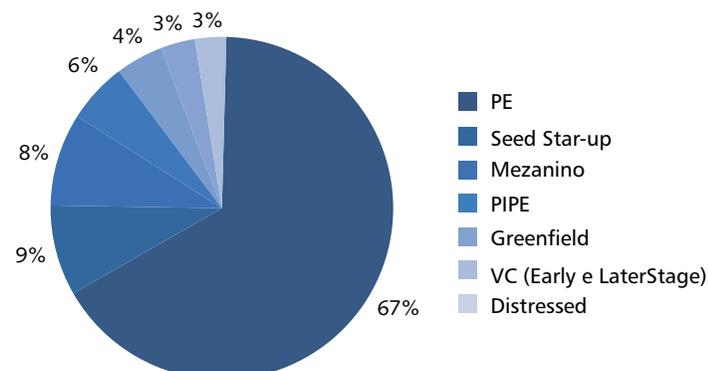
Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Observa-se também (tabela 4.17) que os estágios de *PIPE* são significativamente os investimentos mais altos da indústria, com alocação média de US\$ 91,8 milhões. Em segundo lugar encontra-se o estágio de *Private Equity*, com aportes médios de US\$ 73,4 milhões. Na mesma linha de raciocínio sem os estágios de *Distressed*, *Mezanino*, *Greenfield*, *Venture Capital (Early Stage e Later Stage)* e por último *Seed/Startup*. Anteriormente, foram analisados os estágios do total de negócios (*follow on* e novos investimentos) realizados em 2009. Ao analisar os investimentos isoladamente, obtêm-se uma mudança nos resultados.

Como mostra o Gráfico 4.7, *Private Equity* continua com a maior porcentagem de capital investido com 67%, seguido por *Seed/Startup* com 9%, *Mezanino* com 8%, *PIPE* com 6% e *Greenfield* com 4%. Por fim, os estágios de *Venture Capital* e *Distressed* representam 3% cada.

### Gráfico 4.5. – Valor de Novos Investimentos Realizados por Organizações Gestoras Privadas por Estágio

Considera todos os novos investimentos do período, com amostra de 56 negócios (79%).

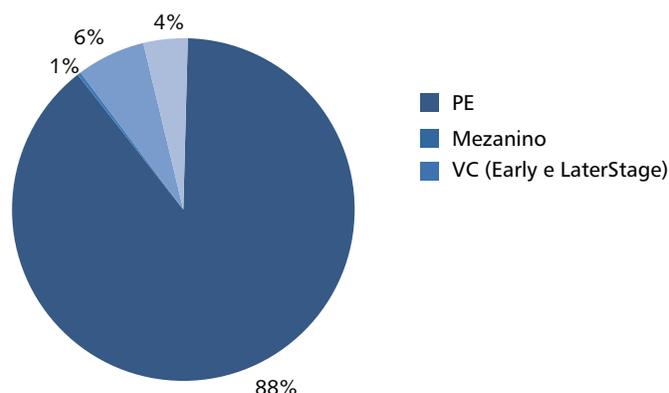


Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Considerando os investimentos do tipo *follow on*, o estágio de *Private Equity* representa 88% do total dos negócios. Em seguida, o *PIPE* representa 6%, *Venture Capital* 4% e *Mezanino* 1%. Os estágios de *Startup/Seed* e *Greenfield* obtiveram porcentagens insignificantes para serem ilustradas no gráfico. Por meio do Gráfico 4.8 pode-se notar também a mudança ocorrida ao analisar os negócios de *follow on*.

## Gráfico 4.6. – Valor de Investimentos Follow-On Realizados por Organizações Gestoras Privadas por Estágio

Considera todos os *follow-ons* do período, com 22 negócios (92%).



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

### 4.5.2. Distribuição Setorial

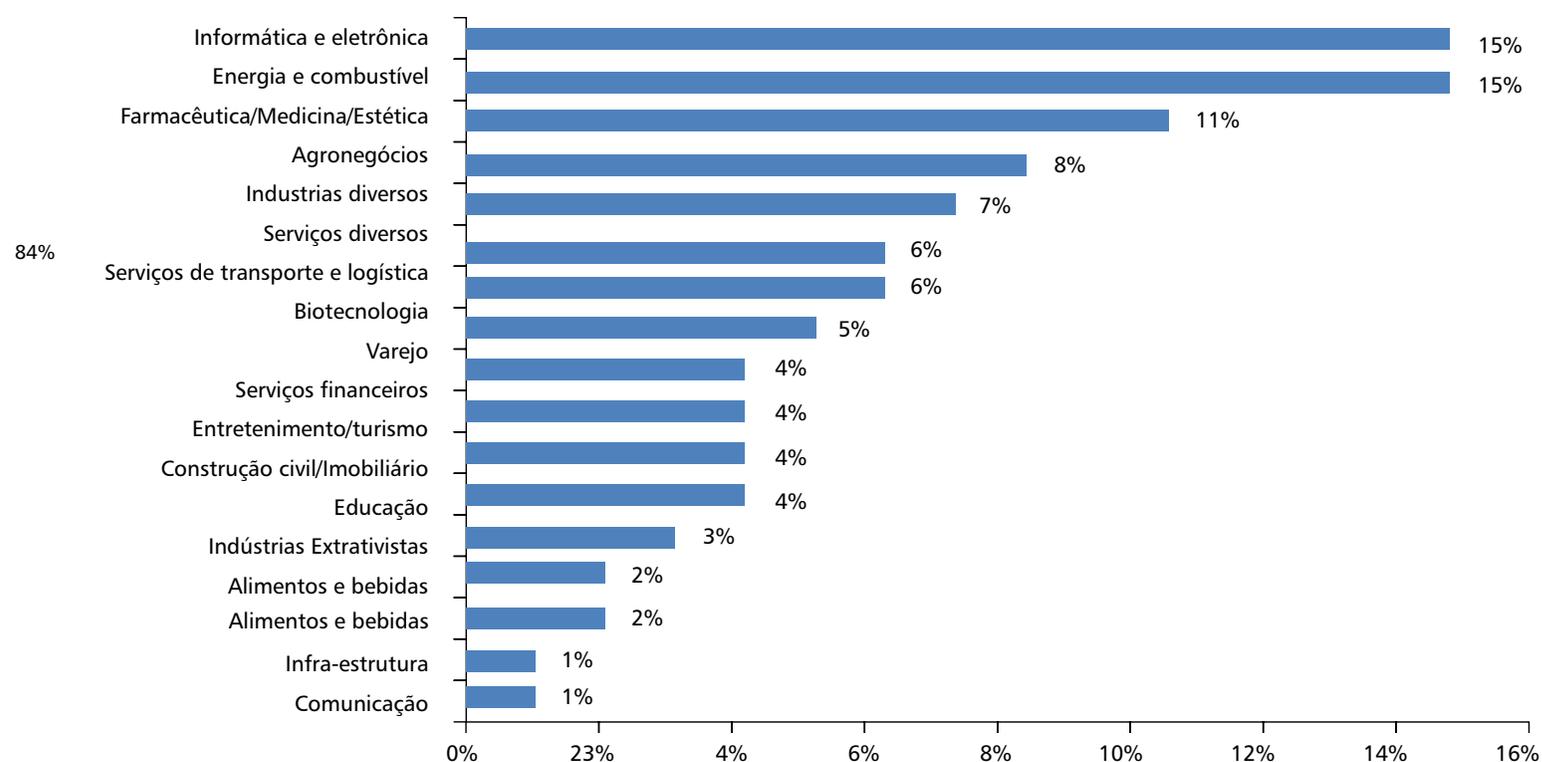
O segmento de Informática e Eletrônica destaca-se com 15% do número de investimentos no período, assim como Energia e Combustíveis (15%), seguidos por Farmacêutica/Medicina/Estética (11%) e Agronegócios (8%). A representatividade do setor de Informática e Eletrônica aumentou de forma marginal nos últimos anos, considerando que abrangia, no período de 2005 a 2008, 14% do total de negócios realizados.

O setor de Comunicação, que no período de 2005 a 2008 representou 9% da quantidade total de negócios, caiu para 1% em 2009. Do mesmo modo, o setor de Construção Civil/Imobiliário diminuiu sua participação no número de investimentos de 18%, entre 2005 e 2008, para 4% em 2009, conforme mostra o Gráfico 4.9.

O setor de Energia e Combustíveis, que no período de 2005 a 2008 representou 11% do número de investimentos realizados abrangiu, em 2009, 15%.

## Gráfico 4.7. – Quantidade de Investimentos Realizados por Organizações Gestoras Privadas por Setor (2009)

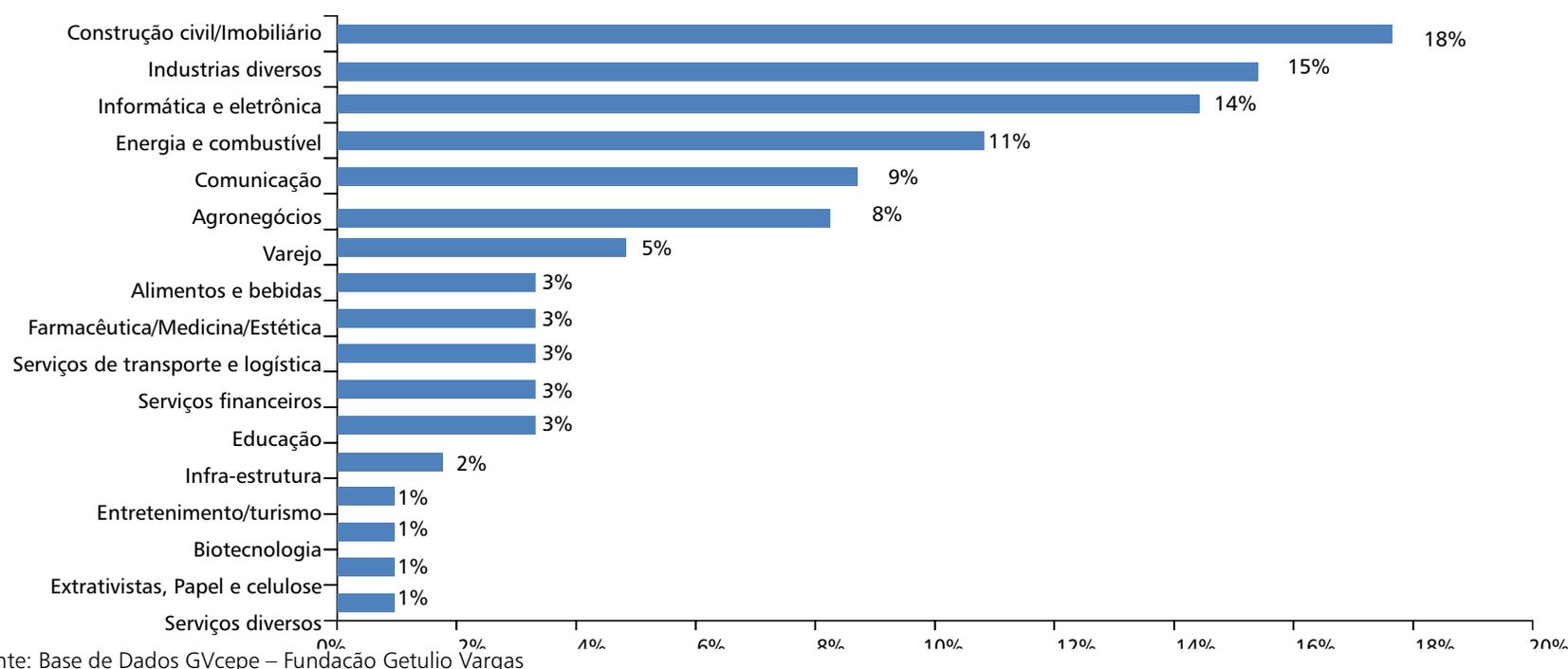
Considera todos os novos investimentos (71) e *follow-ons* (24) do período, com amostra de 95 negócios (100%) e 45 organizações gestoras respondentes (30%). O setor de Indústrias Diversas inclui as indústrias: químicas, mecânicas, elétricas, metalúrgicas, embalagens, têxteis.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

**Gráfico 4.8. – Número Total de Investimentos Realizados por Organizações Gestoras Privadas (2005 A 2008)**

Considera todos os investimentos e *follow-ons* do período, com amostra de 394 negócios (100%)



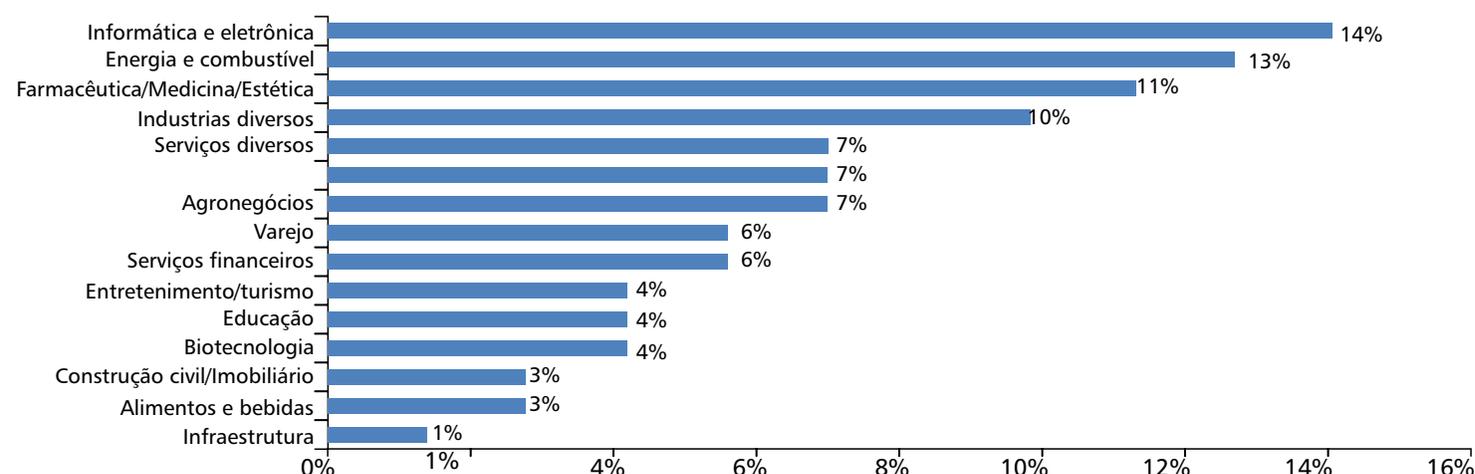
Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Ao considerarmos os novos investimentos realizados, verifica-se que o setor de Informática e Eletrônica responde pela maioria dos negócios nessa modalidade com 14% do total, seguido por Energia e Com-

bustíveis e Farmacêutica/Medicina/Estética, com 13% e 11%, respectivamente. Por outro lado, o setor de Infraestrutura abrange apenas 1% do total, como indica o Gráfico 4.6.

## Gráfico 4.9. – Quantidade de Novos Investimentos Realizados por Organizações Gestoras Privadas Por Setor (2009)

Considera todos os novos investimentos do período, com amostra de 71 negócios (75%) e 33 respondentes (23%). O setor de Indústrias Diversas inclui as indústrias: químicas, mecânicas, elétricas, metalúrgicas, embalagens, têxteis. Não houve novos investimentos nos setores de comunicação e indústrias extrativas em 2009.

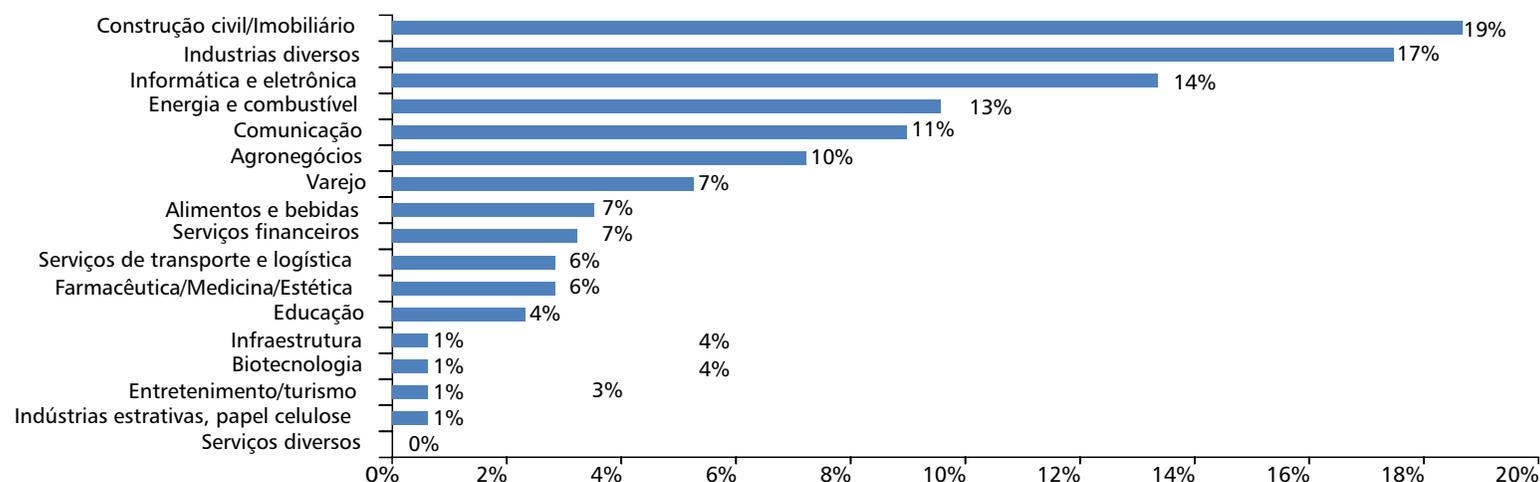


Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Em relação a 2005 a 2008, a representatividade de Informática e Eletrônica subiu de 13% para 14% do total dos novos investimentos no período. Do mesmo modo, Energia e Combustíveis passou a abranger 13% do total, contra 10%. Serviços diversos, que em 2005 a 2008 não possuía representatividade dentre os novos investimentos, em 2009 passou a representar 7% do total.

## Gráfico 4.10. – Número de Novos Investimentos Realizados por Organizações Gestoras Privadas (2005 A 2008)

Considera todos os novos investimentos do período, com amostra de 343 negócios (87%).

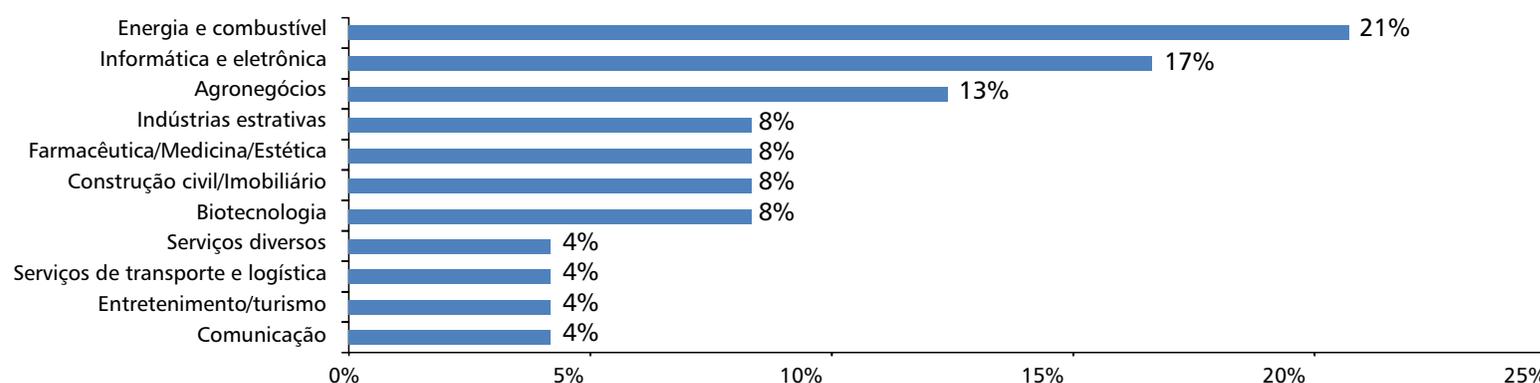


Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Em relação aos *follow-ons* realizados, destaca-se o setor de Energia e Combustíveis com 21% do total. O setor de Informática e Eletrônica, e o de Agronegócios, respondem por 17% e 13%, respectivamente, do total de *follow-ons* em 2009. Por outro lado, de acordo com o Gráfico 4.6, o segmento de Comunicação responde por apenas 4% deste tipo de negócio no período, contra 6% no período de 2005 a 2008.

**Gráfico 4.11. – Número de Investimentos *Follow-on* Realizados por Organizações Gestoras Privadas por Setor (2009)**

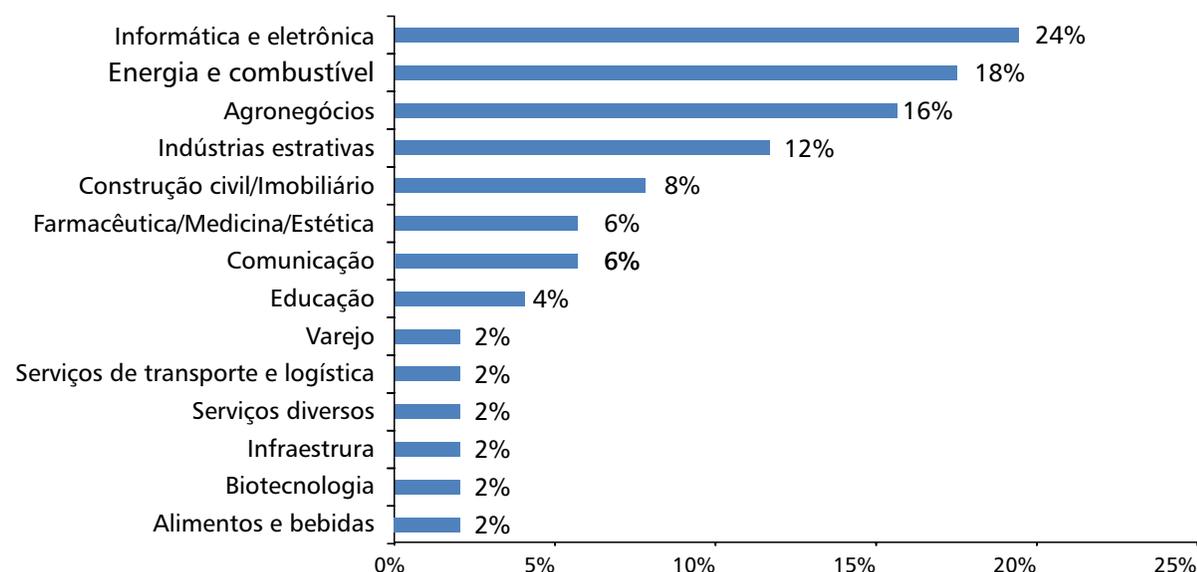
Considera todos os *follow-ons* do período, com amostra de 24 negócios (25%) e 12 respondentes (8%). Não houve novos investimentos nos setores de alimentos e bebidas, educação, indústrias diversas, infraestrutura, serviços financeiros e varejo em 2009.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

**Gráfico 4.12. – Número de Investimentos *Follow-on* Realizados por Organizações Gestoras Privadas (2005 a 2008)**

Considera todos os *follow-ons* do período, com amostra de 51 negócios (17%)



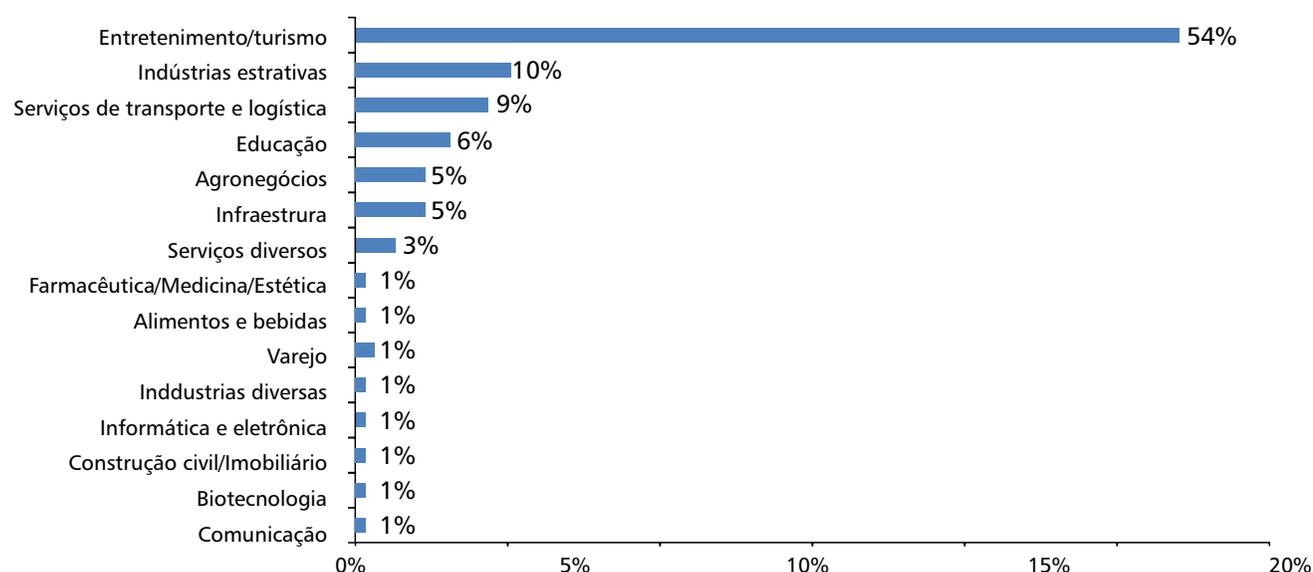
Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Embora represente apenas 1% do montante financeiro dos investimentos no período, o setor de Informática e Eletrônica respondeu por 15% do número total de participações investidas no mesmo período.

Isso por que a maior parte desses negócios concentra-se no segmento de *Venture Capital* cujo tíquete médio por negócio é relativamente baixo (US\$ 4,41 milhões).

## Gráfico 4.13. – Valor de Investimentos Totais Realizados por Organizações Gestoras Privadas (2009)

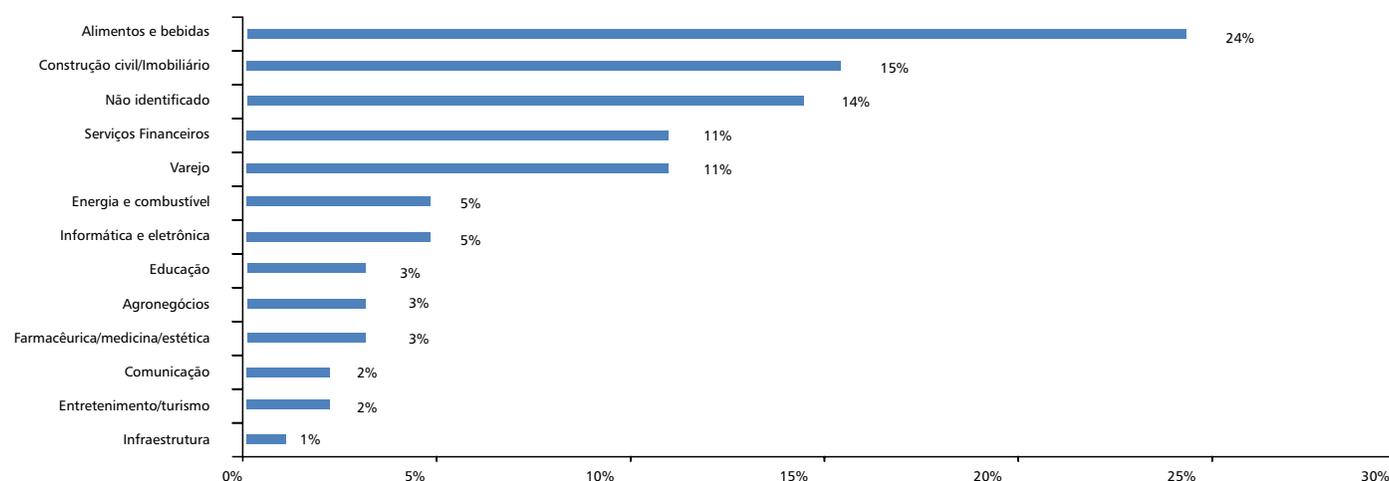
Considera todos os investimentos e follow-ons do período, com amostra de 78 negócios (82%) e 37 respondentes (26% do universo).



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

O setor de Construção Civil/Imobiliário que no período de 2005 a 2008 representou 15% dos valores totais investidos em *PE/VC*, em 2009 sua participação baixou para 1% do total. Do mesmo modo, Informática e Eletrônica que representava 5% dos valores investidos, em 2009 caiu para 1%.

## Gráfico 4.14. – Valor de Investimentos Totais Realizados por Organizações Gestoras Privadas (2005 a 2008)

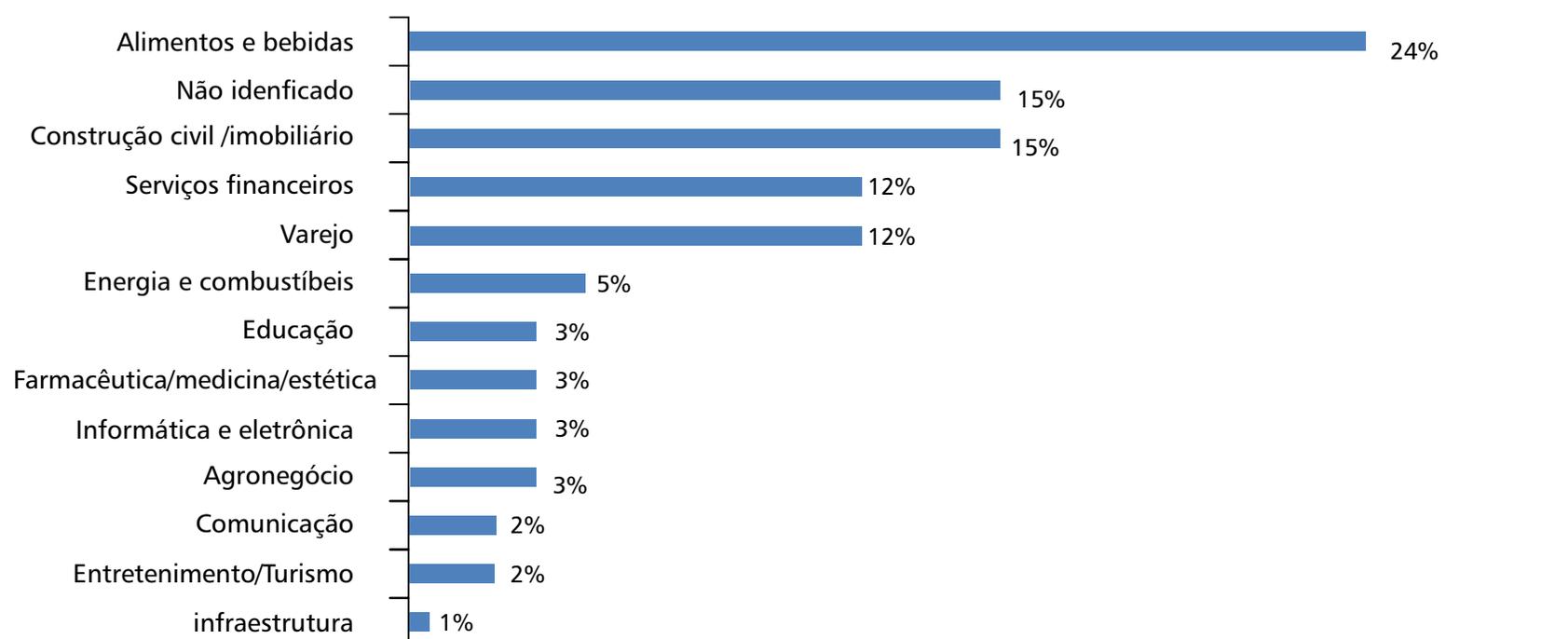


Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Ao analisarmos novos investimentos, a maior distinção entre os períodos pesquisados encontra-se em Energia e Combustíveis, que representava 5% a passou a abranger 54% dos novos negócios em 2009. O setor de Varejo perdeu sua representatividade em 2009, passando de 12% para 1% dos novos investimentos.

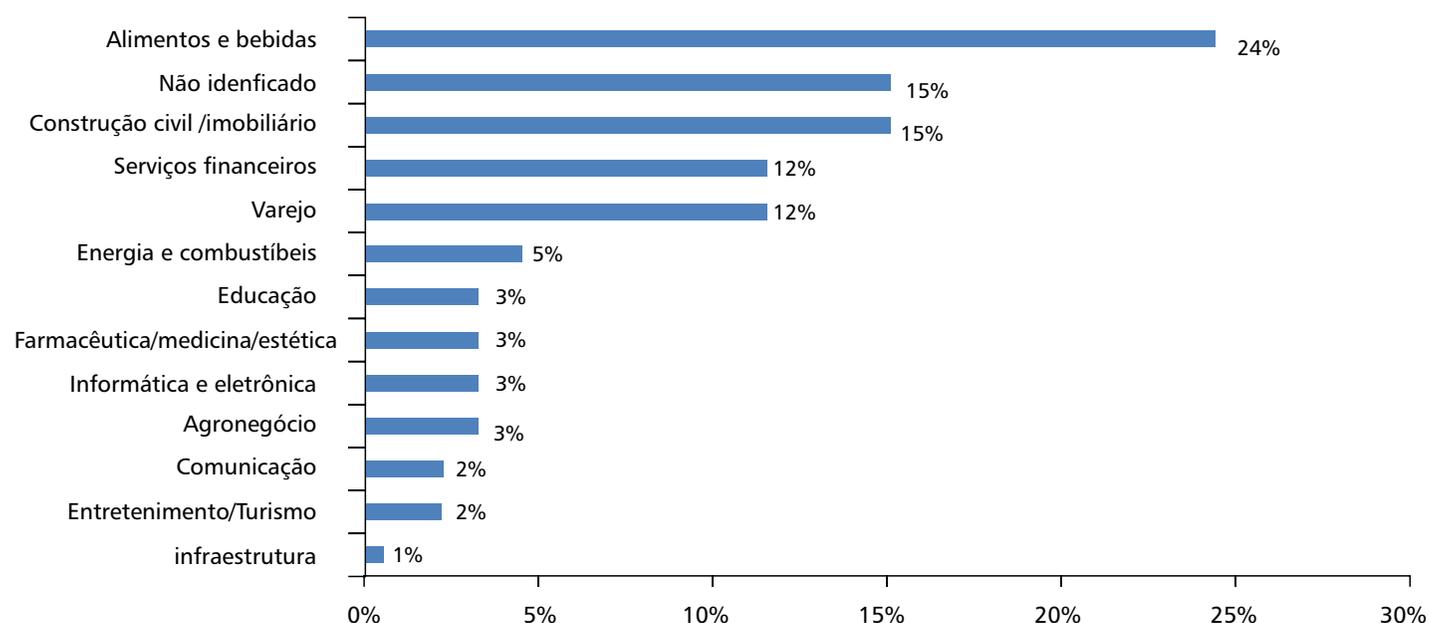
**Gráfico 4.15. – Valor de Novos Investimentos Realizados por Organizações Gestoras Privadas (2009)**

Considera todos o novos investimentos do período, com amostra de 56 negócios (79%) e 33 respondentes (23% do universo)



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

**Gráfico 4.16. – Valor de Novos Investimentos Realizados por Organizações Gestoras Privadas (2005 a 2008)**

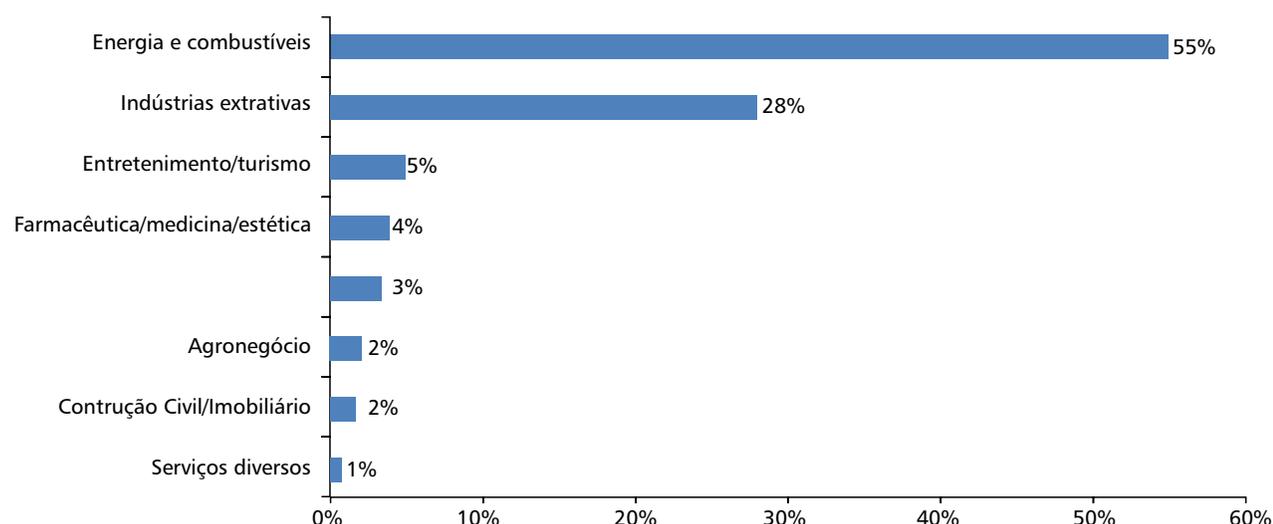


Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Em relação a *follow-ons*, o setor de Energia e Combustíveis tinha participação irrelevante em 2005 a 2009. Já em 2009, sua participação no valor total passou para 55%. Agronegócios também perdeu participação significativa em relação ao passado, passando de 9% para 2% do total aportado em *follow-ons*.

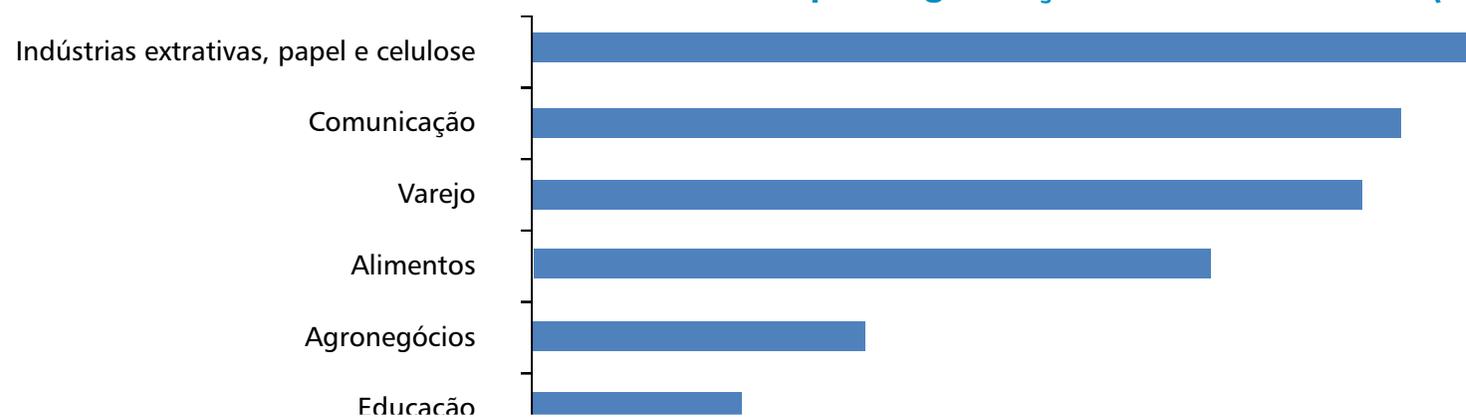
### Gráfico 4.17. – Valor de Investimentos Follow-on Realizados por Organizações Gestoras Privadas (2009)

Considera todos os *follow-ons* do período, com amostra de 22 negócios (92%) e 10 respondentes (7% do universo)



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

### Gráfico 4.18. – Valor de Follow-ons Realizados por Organizações Gestoras Privadas (2005 a 2008)



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

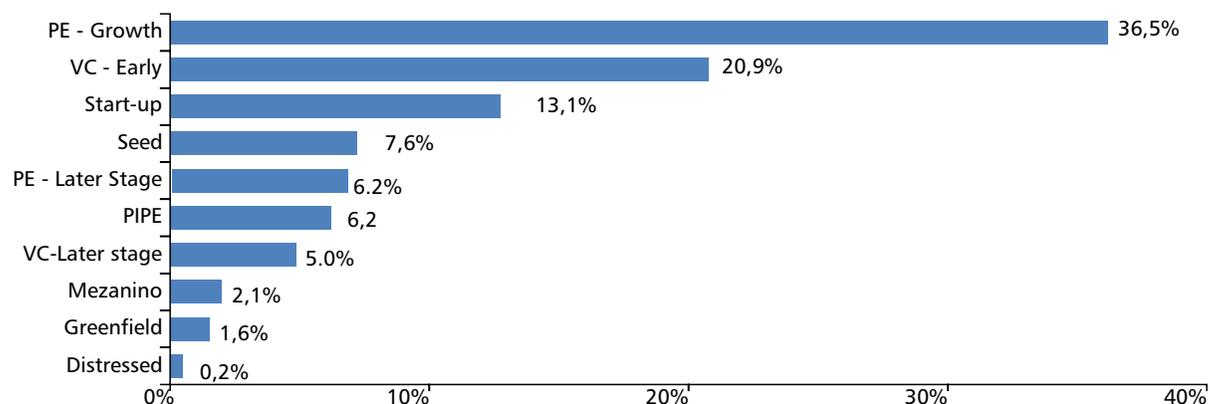
## 4.6 Característica das Empresas em Portfólio

### 4.6.1. Distribuição por Estágio

O Gráfico 4.8. representa o percentual das empresas em portfólio em 2009, dos veículos de investimento reportados em nossa pesquisa, segregado por estágio de investimento de PE/VC. É possível notar que a grande maioria das empresas em portfólio ainda se mantém no estágio de *Private Equity Growth*, com 36,5%, seguido pelo estágio de *Venture Capital – Early Stage* que representa 20,9% do total. A quantidade de empresas em portfólio no estágio *Seed* apresentou uma diminuição quando comparado aos dados de dezembro de 2004, passando de 11,8% para 7,6%, assim como o estágio PIPEs que, também, sofreu uma grande queda no mesmo período, passando de 14,2% para 6,2% do total de empresas em portfólio. É importante notar que 46,6% das empresas investidas estão nos estágios VC (*Early e Later Stage*) e *Startup/Seed*.

### Gráfico 4.19. – Distribuição por Estágio das Empresas Investidas (2009)

Distribuição por estágio de 436 empresas em portfólio dos veículos de investimento que participaram da pesquisa. O universo das empresas em portfólio foi reportado em 502, mas apenas 436 especificaram o estágio do investimento.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

### 4.6.2. Distribuição Geográfica

A tabela 4.17. mostra a distribuição geográfica por Estado das empresas em portfólio em dezembro de 2009. É possível perceber, como o esperado, o destaque da região sudeste em que se situam 80% das empresas em portfólio, representando um aumento do número de investimentos nessa região de quase 200%. Destaca-se nessa região o Estado de São Paulo que possui mais metade dessas empresas em portfólio localizadas em seu território. Por isso, a região sudeste, com 80% das empresas, continua sendo a região com mais investimentos de *Private Equity* e *Venture Capital*.

A região Sul, por sua vez, mostrou queda na quantidade de empresas em portfólio se comparado ao valor obtido pelo Censo da indústria em 2005. A região atualmente possui 11,2% das empresas em portfólio, contrastando com 27,3% do primeiro Censo. A queda dos investimentos no Rio Grande do Sul e em Santa Catarina foi o principal motivo desse resultado, pois no estado do Paraná aumentou o número de investimentos. A região Centro-Oeste, também, obteve uma redução no número de empresas em seu território, mas não tão acentuada quanto na região Sul. Já as regiões Nordeste e Norte aumentaram o número de investimentos em seu território, com destaque aos estados de Pernambuco, Ceará, Rondônia e Amazonas.

**Tabela 4.17. – Distribuição Geográfica das Empresas em Portfólio (Dezembro 2009)**

Distribuição por estágio de 484 empresas em portfólio dos veículos de investimento que participaram da pesquisa. Note que o universo das empresas em portfólio foi reportado em 502, mas apenas 484 especificaram o estágio do investimento. As empresas que não especificaram o estado, não foram expostas na tabela, mas se trata de duas em 2004 e 18 em 2009.

| Estado    | 2004            | 2009                         | No. de empresas | Porcentagem % Válida (total) |
|-----------|-----------------|------------------------------|-----------------|------------------------------|
|           | No. de empresas | Porcentagem % Válida (total) |                 |                              |
| Sudeste   |                 |                              |                 |                              |
| SP        | 127             | 41,8                         | 274             | 56,6                         |
| RJ        | 39              | 12,8                         | 75              | 15,5                         |
| MG        | 28              | 9,2                          | 34              | 7,0                          |
| ES        | 1               | 0,3                          | 4               | 0,8                          |
| Sub Total | 195             | 64,1                         | 387             | 80,0                         |
| Sul       |                 |                              |                 |                              |
| PR        | 15              | 4,9                          | 24              | 5,0                          |
| RS        | 38              | 12,5                         | 18              | 3,7                          |
| SC        | 30              | 9,9                          | 12              | 2,5                          |
| Sub Total | 83              | 27,3                         | 54              | 11,2                         |
| Nordeste  |                 |                              |                 |                              |
| PE        | 5               | 1,6                          | 9               | 1,9                          |
| CE        | 3               | 1,0                          | 8               | 1,7                          |
| BA        | 5               | 1,6                          | 5               | 1,0                          |
| MA        | -               | -                            | 3               | 0,6                          |
| PI        | -               | -                            | 2               | 0,4                          |

|              |    |     |    |     |
|--------------|----|-----|----|-----|
| RN           | 2  | 0,7 | 2  | 0,4 |
| PB           | 1  | 0,3 | 1  | 0,2 |
| Sub Total    | 16 | 5,3 | 30 | 6,2 |
| Centro-Oeste |    |     |    |     |
| GO           | 3  | 1,0 | 3  | 0,6 |
| MS           | 1  | 0,3 | 2  | 0,4 |
| DF           | 4  | 1,3 | 1  | 0,2 |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

### 4.6.3. Distribuição Setorial

As empresas em portfólio encontram-se distribuídas em uma grande variedade de setores da economia. As 502 empresas em portfólio abarcam 17 setores da economia Brasileiros e como descritos na tabela a seguir.

À semelhança do que ocorre em outros países, através da tabela 4.19 é possível perceber que Informática e Eletrônica representam o setor que possui a maior quantidade de empresas em portfólio, com 20,5% de participação. Apesar de o número de empresas em portfólio nesse setor ter aumentado de 92 para 103 (crescimento de aproximadamente 12%), sua porcentagem em relação ao total diminuiu em razão do aumento do investimento em empresas dos outros setores, principalmente no da construção civil. O setor de Energia também apresentou um aumento nas participações de investimentos de PE/VC, alcançando 11,2% das companhias em portfólio, aumentando mais de 100% do que o apresentado em 2005. Isso se deve principalmente a alta demanda por energia que vem crescendo no país.

Outra importante descoberta é que o setor de Construção Civil/ Imobiliário tem aumentado a sua participação. Alimentada pela redução das taxas de juros e a facilidade de financiamento concedido pelo governo, atingiu 13,7% das empresas em portfólio em 2009. Nos últimos cinco anos esse setor se manteve no top cinco das empresas em portfólio. Todas essas afirmações podem ser observadas na tabela abaixo, assim como dados de outros setores em que estão inseridas as empresas Brasileiras, em portfólio em 2009, de organizações gestoras de PE/VC.

**Tabela 4.18. – Setor de Atividade Econômica das Empresas em Portfólio em 2009**

Distribuição do número de empresas em portfólio em dezembro de 2009 segundo o macro setor em que ela esta inserida. Universo de 502 empresas investidas com concentração delas no macro setor de informática e eletrônica.

| <b>Macrosetor</b>                  | <b>Nº de Empresas em Portfólio</b> | <b>Porcentagem Válida %(total)</b> |
|------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|
| Informática e Eletrônica           | 103                                | 20,5                               |
| Construção Civil/Imobiliário       | 69                                 | 13,7                               |
| Energia e Combustíveis             | 56                                 | 11,2                               |
| Indústrias Diversas                | 55                                 | 11,0                               |
| Comunicação                        | 33                                 | 6,6                                |
| Varejo                             | 26                                 | 5,2                                |
| Agronegócios                       | 25                                 | 5,0                                |
| Serviços de Transporte e Logística | 20                                 | 4,0                                |
| Alimentos e bebidas                | 19                                 | 3,8                                |
| Infraestrutura                     | 19                                 | 3,8                                |
| Serviços Financeiros               | 16                                 | 3,2                                |
| Farmacêutica/Medicina/Estética     | 15                                 | 3,0                                |
| Biotecnologia                      | 14                                 | 2,8                                |
| Serviços Diversos                  | 10                                 | 2,0                                |
| Educação                           | 8                                  | 1,6                                |
| Entretenimento/Turismo             | 7                                  | 1,4                                |
| Indústria Extrativas               | 7                                  | 1,4                                |
| <b>Total</b>                       | <b>502</b>                         | <b>100,0%</b>                      |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas





# Capítulo 5

**O Ciclo de *Private Equity* e *Venture Capital* Saídas ou  
Desinvestimentos (*Exiting*)**



# O Ciclo de *Private Equity* e *Venture Capital* Saídas ou Desinvestimentos (*Exiting*)<sup>1</sup>

## 5.1. Desinvestimentos de PE/VC no Brasil

A saída bem sucedida dos investimentos é crítica para assegurar retornos atrativos para os investidores, construir um *track record* e levantar novos veículos. Apesar de a saída ser a última fase do ciclo, ela é extremamente importante para assegurar a saúde das outras fases do ciclo de PE/VC, que como já vimos ratificando ao longo do Censo, é um processo interativo.

Um dos grandes exemplos deste processo é o que ocorreu na Europa entre final dos anos 80 e início dos anos 90. O desenvolvimento de um mercado secundário em várias nações Europeias viabilizou saídas e subsequentes levantamentos de novos veículos de investimento neste período (Gompers e Lerner, 2004).

Até certa medida, e guardadas as proporções, o mercado Brasileiro viveu situação similar entre a publicação do primeiro censo, em 2005, até a crise financeira do *subprime* de 2008, onde uma forte aceleração do Mercado de Capitais Brasileiro viabilizou saídas via IPO que, até então, eram predominantemente via venda a estratégicos, e impulsionou o levantamento de recursos para a indústria de PE/VC no Brasil, como visto no capítulo 3 deste trabalho.

### 5.1.1. Estágio

A Tabela 5.2 mostra o retrospecto de saídas de negócios realizadas pela indústria classificando-as por setores das empresas desinvestidas. É importante esclarecer ao leitor que o número de negócios é diferente do número de empresas pois uma empresa com dois investidores de PE/VC (que podem atuar como coinvestidores de uma mesma empresa) é registrada no Censo como dois negócios. Para o período de 2005 a 2008 obtivemos uma amostra de 180 Saídas (*Exits*) ou Desinvestimentos (113 totais e 67 parciais<sup>2</sup>) em que 34% é representado pelo estágio de *Venture Capital* e 42% pelo *Private Equity*.

---

1 Autores: Alexander Appel, Caio Ramalho, Fernando Kaufman e Rodrigo Lara

2 Nos Desinvestimentos Parciais a organização gestora, como o próprio nome diz, vende parte de sua participação mas permanece como acionista, seja para seguir auferindo retornos para o seu investidor (e neste caso as saídas subsequentes deverão estar alinhadas com o prazo planejado para aquele investimento), seja para cumprir com cláusulas de *lock-up* que impedem a organização de se desfazer integralmente da participação quando da abertura de capital de uma empresa investida, por exemplo.

Para o ano de 2009 foi obtida uma amostra de 41 desinvestimentos (31 totais e 10 parciais) reportados por 22 organizações Gestoras. Metade (54%) da quantidade dos negócios desinvestidos foi de *Private Equity* e 34% de *Venture Capital*.

Adicionalmente, na Tabela 5.1, identificamos dos 180 desinvestimentos (totais e parciais) entre 2005 e 2008, e o valor realizado para 175 deles, que soma US\$2,3 bilhões. Dos 41 desinvestimentos (totais e parciais) no ano de 2009, computamos o valor realizado de 32 saídas totalizando US\$ 2,9 bilhões. A proporção de saídas em valores é representada por 12% de empresas em estágio de *Venture Capital*, 85% em *Private Equity*, e 1% em Mezanino. Embora o *Venture Capital* apresente uma alta quantidade dos desinvestimentos, sua representatividade em valor monetário é menor porque o seu ticket médio é menor que o *Private Equity*. Em 2009 o ticket médio de saída de empresas no estágio VC foi de US\$ 1,4 milhões, comparado com US\$ 130 milhões no estágio *Private Equity*. Cabe notar que em 2009, comparativamente aos anos anteriores, houve saídas de negócios de PE de grande porte, tais como Brasil Telecom, BR Malls, DASA, Hypermarchas, Tivit e Zamprogná Comércio e Indústria.

**Tabela 5.1 – Saídas de Negócios por Estágio em US\$ milhões**

Valor de saídas (totais mais parciais) realizadas segundo o estágio do negócio desinvestido. A amostra inclui 180 desinvestimentos (113 totais e 67 parciais) de 2005 - 2008 e 41 desinvestimentos (31 totais e 10 parciais) em 2009 com informação sobre os respectivos mecanismos de saída.

| Estágio          | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|------------------|------|------|------|------|------|
| Seed             | 0    | 1    | 0    | 1    | 0    |
| Start-up         | 0    | 0    | 0    | 4    | 0    |
| VC - Early Stage | 1    | 1    | 9    | 14   | 5    |
| VC - Later Stage | 0    | 0    | 0    | 0    | 14   |
| PE - Growth      | 1    | 120  | 207  | 143  | 861  |
| PE - Later Stage | 23   | 416  | 263  | 463  | 2004 |
| Mezanino         | 0    | 0    | 1    | 1    | 18   |
| PIPE             | 169  | 346  | 97   | 38   | 0    |

|                   |            |            |            |            |             |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| <i>Greenfield</i> | 0          | 0          | 0          | 0          | 0           |
| <i>Distressed</i> | 0          | 0          | 0          | 0          | 59          |
| <b>Total</b>      | <b>194</b> | <b>884</b> | <b>577</b> | <b>664</b> | <b>2961</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

### Tabela 5.2 – Saídas de Negócios por Estágio

Número de saídas realizadas anualmente segundo o estágio do negócio desinvestido. Entende-se por saída total a venda da totalidade da participação detida pelos fundos geridos pela Organização de PE/VC, bem como uma liquidação total dos ativos da empresa do portfólio. Caso a saída tenha ocorrido através de várias saídas parciais, foi considerada a última transação como uma saída total e as anteriores como saídas parciais. Valores em parênteses representam porcentagem do total. A amostra inclui 180 desinvestimentos (113 totais e 67 parciais) de 2005 - 2008 e 41 desinvestimentos (31 totais e 10 parciais) em 2009 com informação sobre os respectivos estágios das empresas desinvestidas.

| Estágio                            | Ano       |      |           |      |           |      |           |      |           |    |
|------------------------------------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|----|
|                                    | 2005      |      | 2006      |      | 2007      |      | 2008      |      | 2009      |    |
|                                    | #         | %    | #         | %    | #         | %    | #         | %    | #         | %  |
| <b>Saídas Totais de Negócios</b>   |           |      |           |      |           |      |           |      |           |    |
| <i>Seed</i>                        | 0         | 0    | 2         | 8,0  | 0         | 0    | 2         | 4,3  | 0         |    |
| <i>Start-up</i>                    | 0         | 0    | 1         | 4,0  | 0         | 0    | 4         | 8,7  | 1         |    |
| <i>VC - Early Stage</i>            | 3         | 27,3 | 2         | 8,0  | 11        | 35,5 | 13        | 28,3 | 10        |    |
| <i>VC - Later Stage</i>            | 0         | 0    | 0         | 0    | 0         | 0    | 0         | 0    | 2         |    |
| <i>PE - Growth</i>                 | 3         | 27,3 | 5         | 20,0 | 4         | 12,9 | 6         | 13,0 | 5         |    |
| <i>PE - Later Stage</i>            | 2         | 18,2 | 8         | 32,0 | 11        | 35,5 | 11        | 23,9 | 11        |    |
| <i>Mezanino</i>                    | 0         | 0    | 0         | 0    | 0         | 0    | 0         |      | 1         |    |
| <i>PIPE</i>                        | 3         | 27,3 | 7         | 28   | 5         | 16,1 | 10        | 21,7 | 0         |    |
| <i>Greenfield</i>                  | 0         | 0    | 0         | 0    | 0         | 0    | 0         | 0    | 0         |    |
| <i>Distressed</i>                  | 0         | 0    | 0         | 0    | 0         | 0    | 0         | 0    | 1         |    |
| <b>Subtotal (Saídas Totais)</b>    | <b>11</b> |      | <b>25</b> |      | <b>31</b> |      | <b>46</b> |      | <b>31</b> |    |
| <b>Saídas Parciais de Negócios</b> |           |      |           |      |           |      |           |      |           |    |
|                                    | #         | %    | #         | %    | #         | %    | #         | %    | #         | %  |
| <i>Seed</i>                        | 0         | 0    | 0         | 0    | 0         | 0    | 1         | 3,2  | 0         | 0  |
| <i>Start-up</i>                    | 0         | 0    | 0         | 0    | 0         | 0    | 3         | 9,7  | 0         | 0  |
| <i>VC - Early Stage</i>            | 3         | 37,5 | 1         | 9,1  | 3         | 17,6 | 13        | 41,9 | 1         | 10 |
| <i>VC - Later Stage</i>            | 0         | 0    | 0         | 0    | 0         | 0    | 0         | 0    | 0         | 0  |
| <i>PE - Growth</i>                 | 3         | 37,5 | 4         | 36,4 | 4         | 23,5 | 4         | 12,9 | 2         | 20 |
| <i>PE - Later Stage</i>            | 1         | 12,5 | 2         | 18,2 | 3         | 17,6 | 4         | 12,9 | 4         | 40 |

|                                 |           |      |           |      |           |      |           |     |           |    |
|---------------------------------|-----------|------|-----------|------|-----------|------|-----------|-----|-----------|----|
| Mezanino                        | 0         | 0    | 2         | 18,2 | 2         | 11,8 | 2         | 6,5 | 1         | 10 |
| PIPE                            | 1         | 12,5 | 2         | 18,2 | 3         | 17,6 | 3         | 9,7 | 1         | 10 |
| <i>Greenfield</i>               | 0         | 0    | 0         | 0    | 2         | 11,8 | 1         | 3,2 | 0         | 0  |
| <i>Distressed</i>               | 0         | 0    | 0         | 0    | 0         | 0    | 0         | 0   | 1         | 10 |
| <b>Subtotal (Saídas Totais)</b> | <b>8</b>  |      | <b>11</b> |      | <b>17</b> |      | <b>31</b> |     | <b>10</b> |    |
| <b>Total Geral</b>              | <b>19</b> |      | <b>36</b> |      | <b>48</b> |      | <b>77</b> |     | <b>41</b> |    |

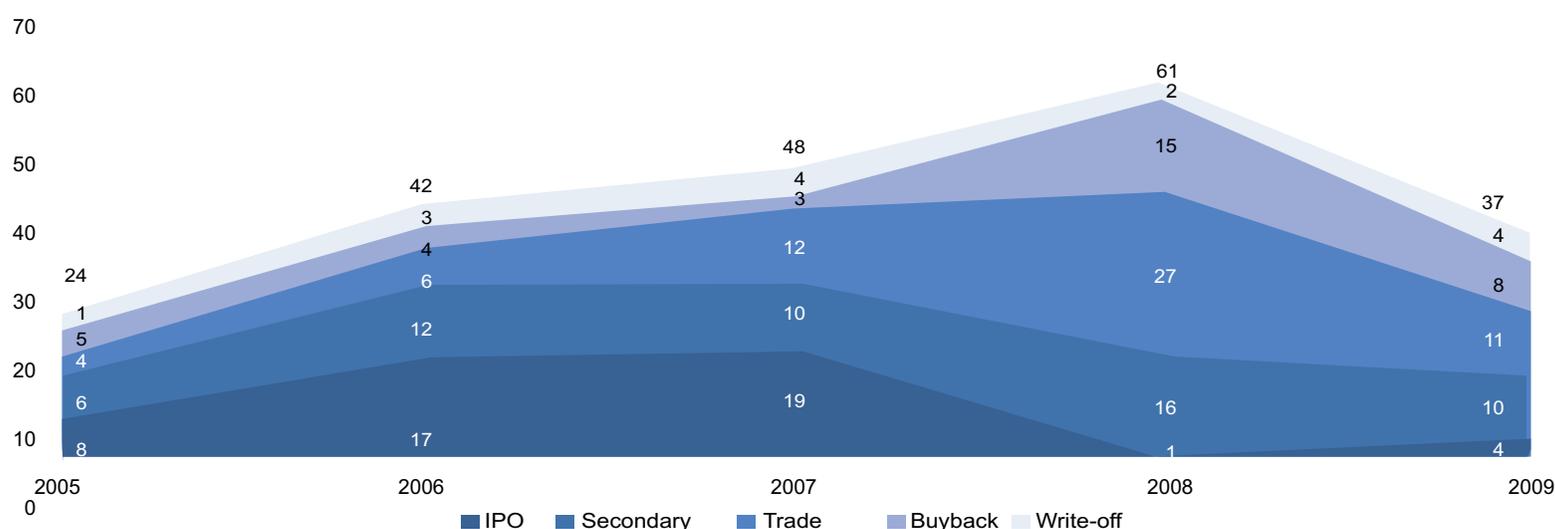
Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

## 5.1.2. Modalidade de Saída

A Tabela 5.3 lista o retrospecto de saídas de negócios realizadas pela indústria de PE/VC. Note que o número de negócios não é o mesmo que o número de empresas como explicado anteriormente. Observa-se que, no período de 2005 a 2009, as modalidades de saída mais comuns foram: *Buyback*, seguido por *Secondary Public Sale*, *Trade-Sale* e *IPO*. Essa configuração da indústria reflete também o período de crise financeira, no qual, a saída por meio de *IPOs* não seria rentável. Portanto aumentam as saídas de *Buyback* e *Trade-Sale* e caem as saídas por *IPO*. Nota-se também que as liquidações (*write-offs*) representam apenas uma média de 10% de todas as saídas. A recompra da empresa pelo empreendedor quintuplica em 2008 (15). A principal conclusão é que em 2007 os *Trade Sales* ultrapassam os *Secondary Sales*. Este é um número muito importante, pois indica um aumento de compradores estratégicos, logo um amadurecimento da indústria Brasileira e um potencial maior de rentabilidade para organizações gestoras de PE/VC. O ano de 2007 marca o auge dos *IPOs* (19) e representa a maturidade da indústria Brasileira de PE/VC mostrando a capacidade de organizações gestoras em realizar um ciclo completo de investimentos. Observa-se na Tabela 5.3 que em 2009 foi o ano com o maior valor reportado pela indústria. O valor mais alto está representado pelo *Trade Sale*, ou seja a venda a um comprador estratégico.

### Gráfico 5.1 – Desinvestimentos por Modalidade de Saída

Nota: A amostra inclui 151 desinvestimentos (107 totais e 44 parciais) no período de 2005 a 2008 e 37 desinvestimentos (30 totais e 7 parciais) em 2009 contendo informação sobre o mecanismo de saída. Número de saídas realizadas anualmente segundo o estágio do negócio desinvestido. Entende-se por saída total a venda da totalidade da participação detida pelos fundos geridos pela Organização de PE/VC, bem como uma liquidação total dos ativos da empresa do portfólio. Caso a saída tenha ocorrido através de várias saídas parciais, foi considerada a última transação como uma saída total e as anteriores como saídas parciais.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

**Tabela 5.3 – Saídas de Negócios por Mecanismo de Saída em US\$ milhões**

Valor de saídas realizadas anualmente segundo mecanismo de saída. A amostra inclui 151 desinvestimentos (107 totais e 44 parciais) de 2005 - 2008 e 37 desinvestimentos (30 totais e 7 parciais) em 2009 com informação sobre os respectivos mecanismos de saída.

| Mecanismo de Saída     | 2005       | 2006       | 2007       | 2008       | 2009         |
|------------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| IPO                    |            | 380        | 130        |            | 273          |
| Secondary Public Sale  | 180        | 484        | 336        | 228        | 772          |
| Trade Sale             | 2          | 9          | 104        | 338        | 1.825        |
| Secondary Private Sale |            |            | 4          | 3          | 13           |
| Buyback/Amortização    | 13         | 14         | 2          | 97         | 20           |
| Write-off              |            | 1          |            |            | 59           |
| <b>TOTAL</b>           | <b>194</b> | <b>888</b> | <b>576</b> | <b>666</b> | <b>2.961</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

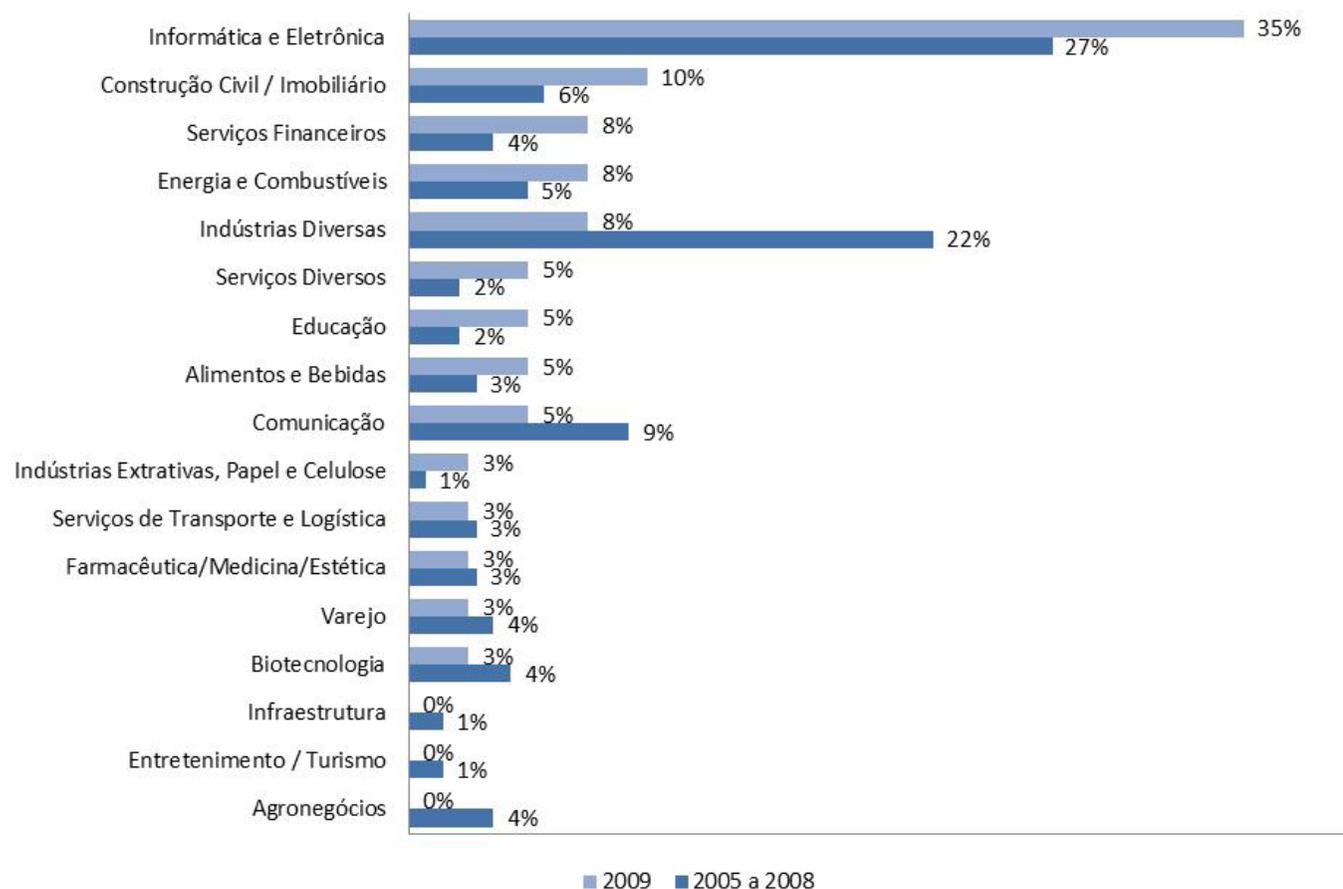
### 5.1.3. Setor

No período de 2005 a 2008 foram reportados 181 desinvestimentos e seus respectivos macrosetores e em 2009, 22 gestoras reportaram 40 desinvestimentos.

O maior número de desinvestimentos foi registrado no Setor de Informática e Eletrônica, com 52 desinvestimentos, representando 29% do total, um setor que desde o advento da Internet, e mais, recentemente o crescimento das redes sociais e valorização de empresas como *Facebook*, vem atraindo interesse e recursos. O setor engloba *softwares*, *hardwares*, internet e outros microsetores de base tecnológica. Em segundo lugar, com 34 desinvestimentos representando 19% do total de desinvestimentos fica o setor de Indústrias Diversas. Este setor representa a base da indústria Brasileira de áreas tradicionais como o setor de Siderurgia, Automotivo, Indústria Química, Têxtil etc. O setor de Comunicação, com 9%, também apresenta representatividade no total de desinvestimentos da indústria de PE/VC, sendo o terceiro setor mais significativo.

### Gráfico 5.2 – Número Total dos Desinvestimentos por Setor (2005 – 2008 vs. 2009)

Número total dos desinvestimentos por setor de 2005 a 2008 e em 2009. Em 2009, a amostra continha 20 organizações gestoras que reportaram 40 negócios desinvestidos.

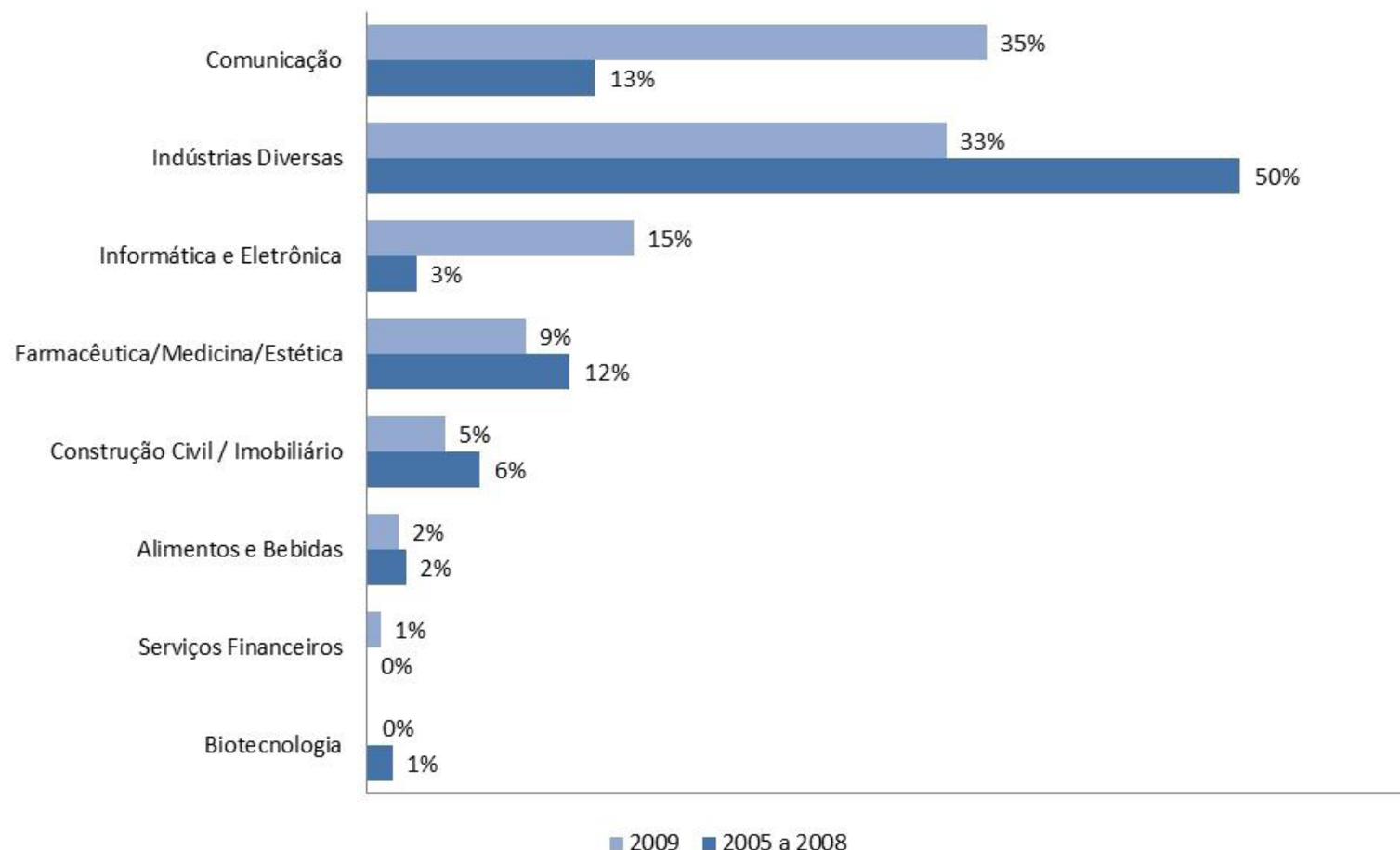


Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Em valores, o Setor de Informática e Eletrônica já cai para a 3ª posição em 2009 e para 5ª posição em 2005-2008, já que os valores são menores para estas empresas pouco intensivas em capital e que, na maioria das vezes, estão no estágio de *Venture Capital*. Não obstante, como observado anteriormente, o setor com maior quantidade de desinvestimentos foi o próprio Informática e Eletrônica nos dois períodos e o de Indústrias Diversas em 2005-2008, que inclui indústrias as química, mecânica, elétrica, metalúrgico e de embalagens dentre outras. Essa intensidade de negócios em Indústrias Diversas indica o fenômeno de o modelo e a cultura de PE/VC estarem presentes nos setores mais tradicionais do universo empresarial Brasileiro.

## Gráfico 5.3 – Valor Total dos Desinvestimentos por Setor (2005 – 2008 Vs. 2009)

Nota: A amostra inclui em 2005-2008 180 desinvestimentos (113 Totais e 67 Parciais) e 41 desinvestimentos (31 Totais e 10 Parciais) onde o setor de atividade econômica foi reportado. Indústrias Diversas incluem desinvestimentos de setores químicos, metalúrgicos, elétrico, embalagens e têxtil.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

## 5.2. Retornos

Abordamos neste capítulo as características gerais de retornos de PE/VC. Como e por que retornos são mensurados? Como retornos se comportam em diferentes situações? Como podemos comparar retornos do PE/VC com retornos de outras classes de ativo? Quais os *benchmarks* utilizados na indústria de PE/VC e de qual maneira pode-se utilizá-los?

### 5.2.1. Entendendo a *J-Curve* e os Retornos Compostos

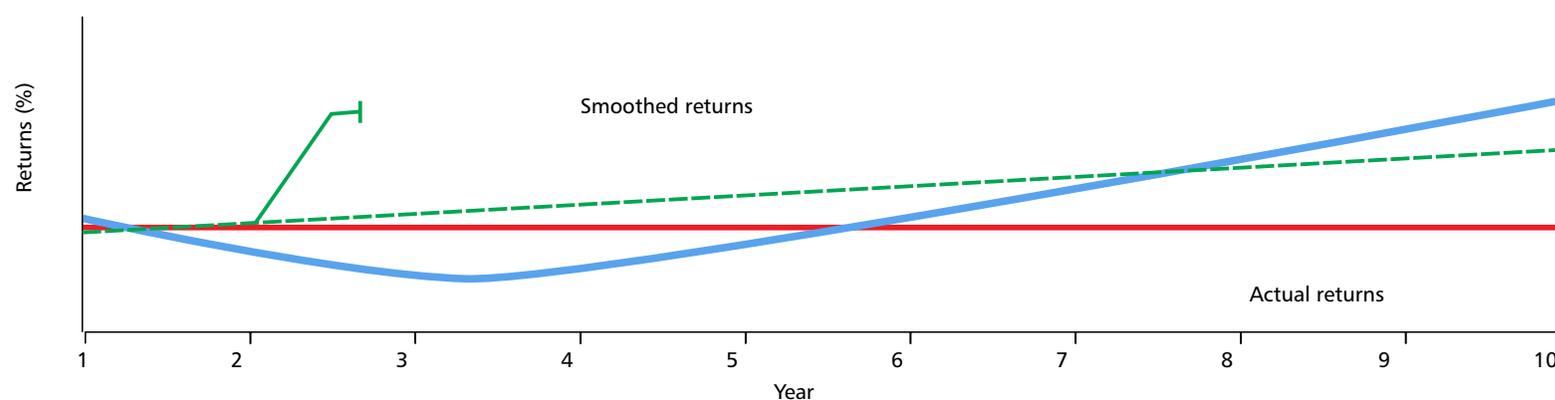
O PE/VC é uma classe de ativo muito diferenciada de todas as outras. A diferença mais explícita é o fato que retornos anuais não podem ser usados como guia para calcular performance de PE/VC, quando para a maioria das pessoas, em outras classes de ativos, retorno anual é o mais significativo. A razão pela qual o retorno anual não é uma boa ferramenta para mensurar retornos de PE/VC, é mais um indicador de sua distinção em relação a outras classes de ativos.

O investimento num veículo de PE/VC representa um investimento em uma série de fluxos de caixa. Isto poderia ser comparado com a classe de debêntures, porém existe uma enorme diferença ambos. Enquanto uma debênture apresenta apenas um fluxo de caixa negativo, no dia da sua compra, em seguida somente fluxos de caixa positivos (os cupons periódicos e finalmente o valor de face) em um veículo de investimento de PE/VC, o investidor terá uma série de fluxos de caixa negativos conforme investimentos são aportados pela organização gestora, mas tanto o *timing* como o valor destes aportes é desconhecido. Da mesma maneira observa-se uma série de fluxos de caixa positivos conforme a organização gestora distribuir os ganhos realizados do investimento, que também são desconhecidos antes de serem concretizados. O cálculo do retorno de fato realizado pela organização gestora poderá ser calculado apenas *ex-post*, ou seja, após o desinvestimento total do negócio.

Deveria ficar claro agora, que o retorno não pode ser calculado ano a ano para o investimento de PE/VC, já que este dependeria de quantos fluxos de caixa positivos a organização gestora receberia fluxo que varia ano a ano e impossível de se prever. Por estes motivos utilizamos o cálculo de retornos compostos sobre o tempo (TIR) para um fundo de PE/VC, para analisarmos de fato a sua performance. Mas ao tentarmos fazer isso em um estágio inicial do investimento? Respondendo esta pergunta esbarramos na *J-curve*.

A *J-curve*, ou *hockey stick*, é desenhada olhando para o retorno acumulado de um veículo de investimento ano após ano. Todo veículo de investimento de PE/VC afere retornos negativos no início de seu ciclo conforme investimentos sejam efetuados e as taxas de administração sejam pagas. A medida que as distribuições de caixa são retornadas ao investidor, a curva se reverte até chegar um ponto de *break-even*, onde o valor de fluxos negativos e fluxos positivos se igualam. A partir daí a *J-curve* cruza a abcissa e a TIR subsequente se torna positiva.

#### Gráfico 5.4 – A J-CURVE



Fonte: The Epicurean Dealmaker, 2007.

Resumindo, retornos de PE/VC não são calculados como retornos anuais em um ano específico, e sim como retornos acumulados de um certo ano (a data de criação do veículo) até uma data especificada. Quando se comparam retornos entre diferentes veículos de investimentos, eles se agrupam de acordo com a data de sua criação, e eles, agregados, demonstram o *vintage year return*.

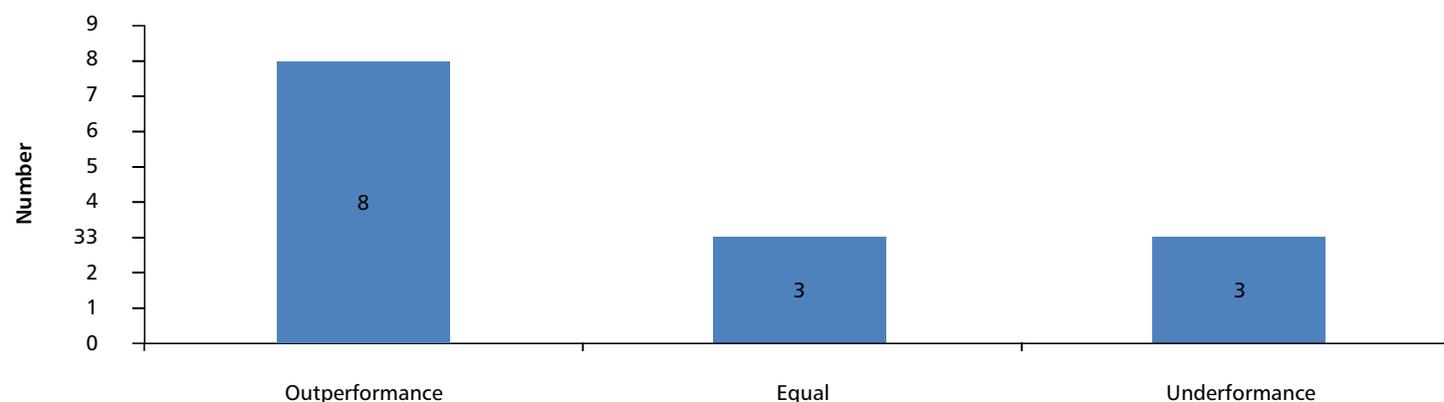
### 5.2.2 Retornos no Mundo: Revisão de Literatura

A discussão na academia sobre retornos na indústria de PE/VC e como ajustá-lo ao risco continua contraditória e sem resultado definido ainda. Publicações acadêmicas que examinam retornos são contraditórias, encontrando evidências de que o PE/VC performa acima de outras classes de ativo enquanto outros afirmam que o PE/VC performa abaixo de Mercado de Capitais. Prequin (2010a) publica que o PE/VC apresentou retornos acima de outras classes de ativo com um retorno de 10,3% ao ano após o quinto ano de investimento da empresa em portfólio. Moskowitz e Vissing-Jorgensen (2000) encontraram evidências de que retornos de PE/VC estão alinhados com retornos do mercado público. Um cenário ainda mais negativo é descrito por Phalippou e Gottschalg (2008) que afirmam que o PE/VC performa abaixo do mercado de ações por 6% ao ano quando ajustado pelo risco. Resumimos no gráfico 5.5 abaixo a divergência nos resultados encontrados por acadêmicos sobre retornos ajustados ao risco desde 1980.

Retornos de PE/VC podem ser expressos como retorno bruto (antes de deduzir taxas de administração e taxas de performance) ao nível das empresas investidas ou como retorno líquido (após a dedução das taxas de administração e taxas de performance) no nível do veículo de investimento. Retornos podem ser analisados durante o ciclo de investimento ou após a saída das organizações gestoras de PE/VC. Analisaremos primeiro os retornos durante o ciclo e depois os retornos após a saída.

#### Gráfico 5.5 – Revisão de literatura – conclusões gerais

Nota: Conclusões gerais sobre a revisão de literatura. A amostra inclui 14 artigos acadêmicos publicados sobre retornos



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

### 5.2.2.1 Retornos Durante o Ciclo de PE/VC

#### 5.2.2.1.1 Retorno Bruto

Gompers e Lerner calcularam retornos ajustados ao risco de uma única organização gestora de PE/VC, marcando o valor das empresas em portfólio ao mercado, eliminando assim o problema de *stale pricing*. Eles concluem que marcar ao mercado tem um impacto significativo sobre o risco alocado ao investimento, e encontram evidência de retornos excedentes de 7% a 8% ao ano sobre o mercado de ações.

Moskowitz e Vissing-Jorgensen (2000) calcularam o retorno médio e o desvio padrão de todos investimentos privados, incluindo empresas e negócios privados, usando uma amostra do Survey of Consumer Finances. Eles se surpreenderam ao encontrar que os retornos eram tão baixos e parecidos com os retornos do mercado de ações.

Peng (2001) analisou uma amostra de 5,643 rodadas de financiamento no período de 1987 e 1999 fornecida pelo Venture One. Ele constrói um índice de *Venture Capital* analisando retornos de investimentos individuais e comparando-os a retornos da NASDAQ. Para este índice, Peng encontra uma média geométrica anual de 55% e um beta de 2.4 concluindo que investimentos de PE/VC são altamente voláteis.

Susan Woodward (2010) da *Sand Hill Econometrics* também construiu um índice de *Venture Capital* como demonstrado no Gráfico 5.6 computando o retorno bruto ao nível das empresas investidas desde 1987. A amostra inclui vinte mil (20.000) empresas investidas e 65.000 eventos de *valuation* calculando-se os retornos cumulativos de cada empresa mês a mês e computando estes em índices cumulativos de retornos, construindo assim um *value-weighted index*. Esse índice representa um valor estimado e mede a variação ao longo do tempo e sua covariância com retornos de outras classes de ativos. O Índice apresentou um retorno anualizado de 16,9% no período de 1988 até o fim de 2004. Mais recentemente o retorno computado para o período de 2005 a 2009 representa um retorno anualizado de 8%.

## Gráfico 5.6 – Índice Dow Jones de Venture Capital



Fonte: Sand Hill Econometrics, 2010.

Ljungqvist e Richardson (2003) foram os primeiros a olhar para retornos de PE/VC baseando-se em fluxos de caixa, usando uma base de dados fornecida por um dos maiores investidores institucionais dos Estados Unidos no período de 1981 a 1993. Eles analisam performance usando a TIR do capital investido, encontrando evidência de que o PE apresenta retornos anuais excedentes ao S&P 500 de 5% a 8%, com uma TIR média de 19.81%, maior que a TIR de 14.1% da S&P 500 no mesmo período. Concluindo, Ljungqvist e Richardson afirmam que estes retornos excedentes são obtidos apenas após o fim do ciclo de vida dos veículos de investimento.

Caselli (2009) analisou 804 investimentos feitos por 87 veículos de Investimentos de 58 Organizações Gestoras de PE/VC na Itália no período de 1999 – 2005 e desinvestidos não antes de 2007 (Caselli, 2009). As empresas investidas eram em 70% dos casos empresas não alavancadas tinham uma mediana de faturamento de US\$ 126 mm e um EBITDA mediano de US\$ 16 mm. Os estágios das empresas em portfólio eram 52% *Private Equity Growth*, 26% *Buyouts*, 16% *Early Stage* e 6% *Turnarounds*. Resumindo, o banco de dados de Caselli é muito parecido com o banco de dados levantado pelo GVcepe. Caselli indica uma TIR média de 33,17% em seu trabalho e aponta que os maiores retornos são obtidos pelo estágio de *Buyouts*. O investimento em PE/VC supera a bolsa (17,95%) naquele período amostral de fraco desempenho do mercado de ações em quase o dobro de rentabilidade e retorna quatro vezes títulos do governo – *2 years government bonds*. Caselli conclui que a TIR é movida a crescimento de vendas, retorno sobre ativos (ROA) e retorno sobre patrimônio líquido (ROE). Além disso, ela é influenciada por *put options* e *tag along rights*, bem como *contractual agreements (exit ratchets, lockups)*. Por fim, Caselli argumenta que investimentos que são mantidos por períodos mais longos, dão retornos (TIRs) mais altos aos seus investidores.

### 5.2.2.1.2 Retorno Líquido

Kaplan e Schoar (2005) calculam retornos usando uma base de dados oferecida pela Thomson Venture Economics, uma amostra que inclui 746 retornos reportados trimestralmente de veículos de investimento, com retornos realizados no período de 1980 a 2001. Os autores mensuram a TIR, o cumulative total value to paid-in capital (TVPI), e o distributed value to paid-in capital (DPI). Eles assumem um  $\beta = 1$  e utilizam o public market equivalent (PME) como comparativo para os retornos de PE/VC com o S&P 500. Encontrando um  $\text{PME} = 1$ , Kaplan e Schoar concluem que o investimento em PE/VC retorna o mesmo que o mercado de ações americano, portanto não apresenta retornos superiores a outras classes de ativo.

A Cambridge Associates é um consultor de investimentos para fundações e fundos de dotação (*endowments*) e serve como um gatekeeper para investidores de PE/VC. A Cambridge Associates construiu um índice de retorno líquido para o *Venture Capital* (Cambridge Associates US Venture Capital Index©) e para o *Private Equity* (Cambridge Associates Private Equity Index©). Descreveremos aqui o índice de VC. A amostra computa dados no nível de retornos por veículo de investimento desde 1981 de 1,279 veículos americanos de *Venture Capital* representando 75% da captação de recursos nos Estados Unidos. Os dados são obtidos de reports trimestrais dos gestores de PE/VC aos seus investidores. Como pode ser visto na tabela 5.4 abaixo os retornos do período de cinco anos na América Latina e Caribe foram de 19% ao ano, ou seja, maior que em todas outras áreas demonstradas.

**Tabela 5.4 – Retorno Líquido para Investidores (Cambridge Associates)**

| Região                       | 5 anos | 10 anos | Retorno Absoluto | % Retorno |
|------------------------------|--------|---------|------------------|-----------|
| PE - America Latina e Caribe | 19,06% | 1,71%   | 17,35            | 1015%     |
| PE/VC - Mercados Emergentes  | 12,83% | 6,63%   | 6,2              | 94%       |
| Buyout - EUA                 | 10,44% | 7,68%   | 2,76             | 36%       |
| VC - Europa Ocidental        | -2,01% | -4,13%  | 2,12             | 51%       |

Fonte: Cambridge Associates, 2010.

Segundo IESE e BCG (2010) os retornos em mercados emergentes aumentaram muito na primeira década do século 21. Em uma amostra de 176 organizações gestoras de PE/VC analisadas por décadas desde a década de 90, os retornos em mercados emergentes aumentaram de 4,4% para 5,3% da década de 80 para a de 90 respectivamente. No período de 2000 a 2006, os retornos em mercados emergentes aumentaram substancialmente em 12 pontos percentuais de 5,3% para 17,3%.

A Preqin (2010a) examina retornos de PE usando sua própria base de dados com dados de 860 fundos de pensão, que representam US\$ 437 bilhões investidos em organizações gestoras de PE/VC. Os retornos são calculados usando entradas e saídas dos fluxos de caixa dos investidores para um, três e cinco anos para o período até junho de 2009 e comparando-os com o mercado de ações, *hedge-funds*, e fundos imobiliários. Eles encontram evidência de que o PE apresenta retornos abaixo de todas classes de ativo de -22,2% no seu primeiro ano, mas retornos positivos para o período de três e cinco anos, de 2,3% e 10,3% respectivamente, ou seja, que o PE performa acima de todas outras classes de ativo no seu terceiro ano (com exceção de renda fixa) e performa acima de todas as classes de ativo no seu quinto ano, quando fundos imobiliários apresentaram retornos de 5,5% e renda fixa um retorno de 4,9%.

### 5.2.2.2 Desempenho Pós-Exit (Saída)

De acordo com Neus e Walz (2005), as organizações gestoras de PE/VC com melhor track record são capazes de desinvestir, por meio de IPOs, mais rápido e por um valor mais “justo” do que as demais organizações gestoras. Adicionalmente, Krishnan et al (2009) reportam que as organizações gestoras de PE/VC mais novas e menos experientes possuem incentivos a levarem suas empresas de portfólio para o IPO cedo demais.

Brav e Gompers (1997) demonstraram que o retorno excedente<sup>3</sup> em bolsa nos EUA, pós-IPO, das empresas investidas por PE/VC é significativamente melhor que o daquelas não investidas por PE/VC anteriormente. Em especial, em empresas menores, este resultado mostrou-se ainda mais significativo, evidenciando a importância do PE/VC.

Van Frederikslust and, R. e Van der Geest, R. (2004) encontram a mesma evidência de para a bolsa de Amsterdam, enquanto Neus e Walz (2003) verificaram o mesmo efeito para a Alemanha, e Vu, Worthington e Laird (2008) para a Austrália. Por outro lado, Rindermann (2003) conclui que nem sempre os retornos excedentes no longo prazo dos IPOs de empresas investidas por PE/VC performam melhor. Sua análise do mercado da França, Alemanha e Inglaterra demonstra que a performance depende de algumas variáveis-chaves, como a característica da organização gestora.

Para o Brasil, um estudo inicial de Furtado e Ramalho (2010) indica que o portfólio dos retornos excedentes em bolsa de valores no Brasil dos IPOs realizados entre 2004 a 2009 são maiores para as empresas investidas por PE/VC, conforme a Tabela 5.5. Este resultado para Brasil também foi encontrado por Tavares e Minardi (2009) e Ferrari e Minardi (2010).

<sup>3</sup> Retorno excedente (ou retorno anormal) é dado pela diferença entre o retorno realizado e o retorno esperado. Nos artigos mencionados, normalmente se adota o retorno excedente em relação ao índice de bolsa, que é utilizado como um *benchmark* representativo do retorno esperado.

**Tabela 5.5 – Retornos excedentes no Brasil**

\* Retornos até 12/02/2010

| Data do IPO | Com PE/VC | Sem PE/VC |
|-------------|-----------|-----------|
| 2004        | -3,2%     | -6,5%     |
| 2005        | 5,9%      | -6,2%     |
| 1S06        | -1,3%     | -13,9%    |
| 2S06        | -11,2%    | -15,7%    |
| 1S07        | -11,4%    | -19,0%    |
| 2S07        | -28,0%    | -14,5%    |
| 2008        | 19,9%     | 11,1%     |
| 2009        | 36,5%     | -12,8%    |
| Total       | -5,1%     | -14,4%    |

Fonte: Furtado e Ramalho (2010)

Os retornos excedentes negativos pós-IPOs encontrados por Furtado e Ramalho (2010) e Ferrari e Minardi (2010) para o Brasil são compatíveis com as evidências internacionais encontradas em trabalhos internacionais como Ritter (1991) e Loughran e Ritter (1995), para IPOs de uma forma geral, e Brav e Gompers (1997) na comparação entre os retornos em bolsa das empresas com e sem investimentos de PE/VC.

### 5.2.2.3 Retornos no Brasil durante o período de 2004 a 2009

Como explicado acima, o cálculo de retornos continua sendo um tema sensível onde existe bastante contradição de como estimá-lo corretamente. No Brasil este desafio é ainda maior. Menos de 50 organizações gestoras de PE/VC tem mais de 10 anos de histórico de investimentos no país, das quais aproximadamente 40% completaram o ciclo do investimento ao desinvestimento. Este fato dificulta muito a obtenção de dados sobre retornos no Brasil. Dados de retornos líquidos ao nível de veículos de investimento (fundo) ainda não estão disponíveis no Brasil, exceto nos *private placement memoranda* e relatórios internos de gestão aos quais não tivemos acesso. Esperamos que com a introdução do regulamento de informação sobre performance pela CVM em 2010 e em trabalho conjunto com os fundos de pensão, os próprios gestores e a ABVCAP, possamos, em futuro próximo, apresentar dados líquidos

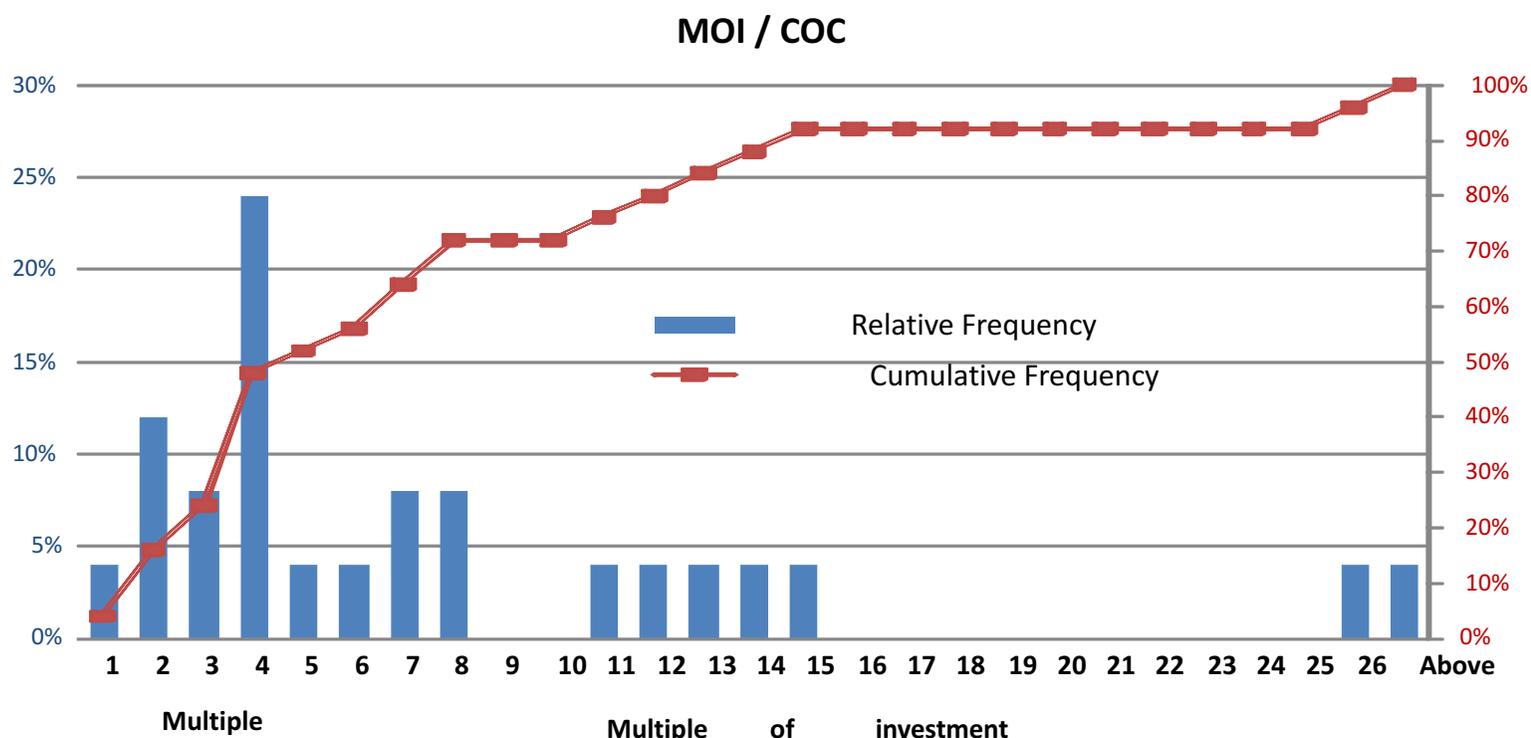
de retorno. Enquanto isso, apresentaremos a seguir dados de retorno bruto de negócios (investimentos individuais).

Com base em uma amostra não aleatória de 25 investimentos individuais (10 *trade-sales* e 15 IPOs) reportados por 13 Organizações Gestoras no período de 2004 a 2009, calculamos o múltiplo mediano de investimento (*multiple of investment*), a taxa mediana interna de retorno (TIR), e o retorno mediano excedente sobre o CDI, subdividindo a amostra em quartis. O valor do *holding period* mediano de nossa amostra é de 4,2 anos e o valor mediano do desinvestimento é de US\$ 86,8 milhões. Devemos enfatizar que a amostra é extremamente limitada no seu tamanho e cobertura. Muito mais trabalho será necessário para obter informações realmente representativas da indústria.

Dito isso, analisamos o múltiplo de saída dos desinvestimentos efetuados entre 2004 e 2009. Encontramos um múltiplo mediano de cinco vezes o investimento inicial na empresa. Como demonstrado no Gráfico 5.7 e na Tabela 5.6, o quartil superior apresentou um múltiplo mediano de saída de 13.42 enquanto o múltiplo mediano do quartil inferior é expressivamente menor, abaixo de duas vezes o investimento inicial nos empreendimentos.

## Gráfico 5.7 – Múltiplo de investimento para investimentos individuais entre 2004 – 2009

Nota: A amostra inclui 25 saídas de investimentos (15 IPOs e 10 Trade Sales) no período de 2004 a 2009.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

### Tabela 5.6 – Múltiplos medianos de investimento

Nota: A amostra inclui 25 negócios (15 IPOs e 10 Trade Sales) no período de 2004 a 2010. Período de 2004 a 2010.

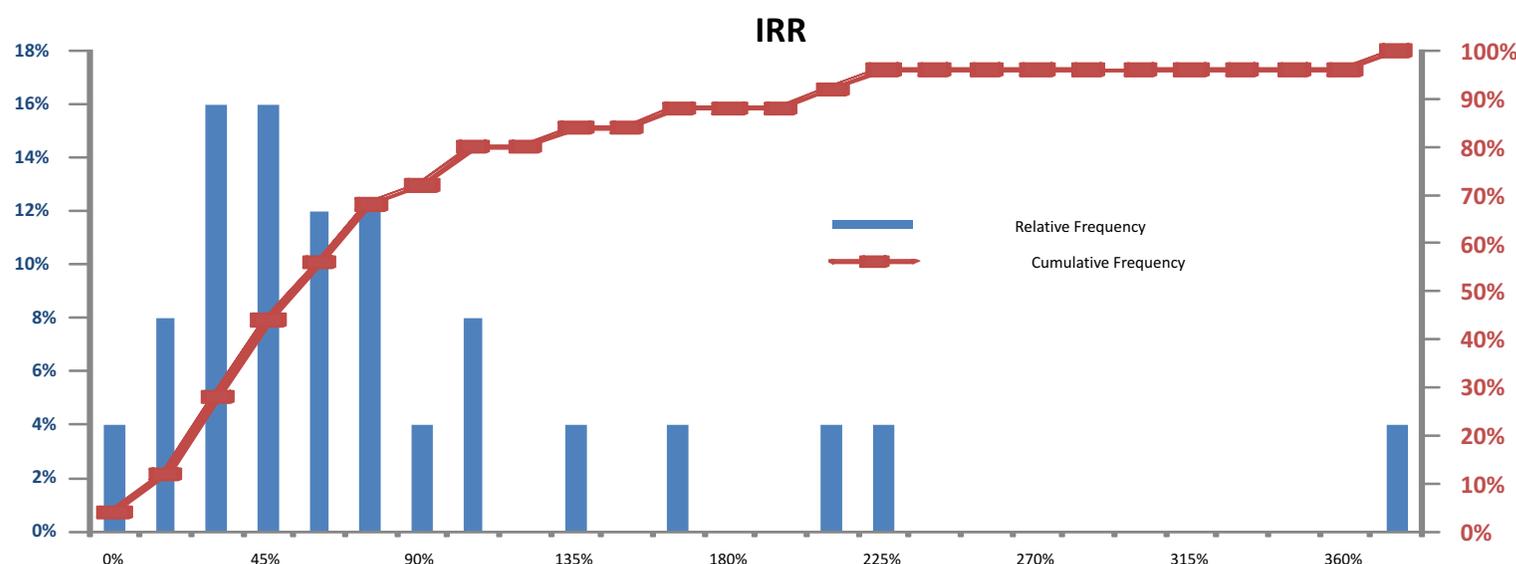
| Quartil  | Intervalo | Mediana |
|----------|-----------|---------|
| Superior | 10 >      | 13,42   |
| 3º       | 5 - 9,9   | 6,6     |
| 2º       | 2 - 4,9   | 3,45    |
| Inferior | 1 - 2,9   | 2       |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Quando analisado de outra perspectiva, olhando-se as taxas internas de retorno, observa-se uma TIR mediana de 57% e uma TIR média de 85%. Como pode ser observado no Gráfico 5.8 abaixo e na tabela 5.7, o quartil superior apresenta uma TIR mediana de 162% e uma TIR de 18% para o quartil inferior.

### Gráfico 5.8 – Taxa interna de retorno por investimentos individuais entre 2004 – 2009

Nota: A amostra inclui 25 negócios (15 IPOs e 10 Trade Sales) no período de 2004 a 2009.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

### Tabela 5.7 Valores medianos da taxa interna de retorno

nota: A amostra inclui 25 negócios (15 IPOs e 10 Trade Sales) no período de 2004 a 2009.

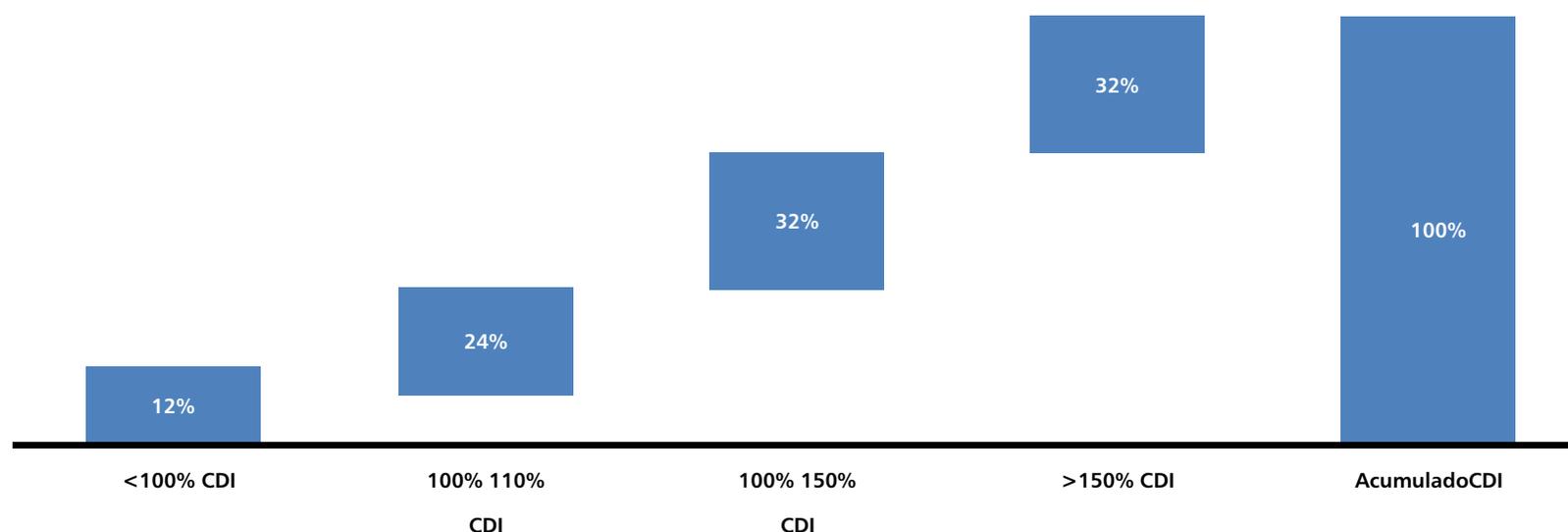
| Quartil  | Intervalo | Mediana |
|----------|-----------|---------|
| Superior | 100 >     | 162%    |
| 3º       | 50 - 99,9 | 66%     |
| 2º       | 25 - 49,9 | 37%     |
| Inferior | 0 - 24,9  | 18%     |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

O Gráfico 5.9 compara os retornos de nossa amostra de PE/VC com os retornos do CDI, a taxa de juros interbancária, no mesmo período. Observa-se que 12% dos casos retornaram apenas o CDI ou performaram abaixo do CDI. Outros 24% performaram entre 100% e 110% do CDI. Os outros 32% apresentaram retornos entre 110% e 150% do CDI, e os 32% restantes performaram acima de 150% do CDI apresentando retornos excepcionais aos seus investidores. Como pode ser observado na Tabela 5.7, dividimos os retornos em quartis. O primeiro quartil apresenta retornos medianos de 100% o CDI, porém os dois quartis superiores apresentam um retorno excedente ao CDI de 140% e 271% respectivamente.

## Gráfico 5.9 – Retornos anuais excedentes dos investimentos individuais ao cdi entre 2004 – 2009

Nota: A amostra inclui 25 negócios (15 IPOs e 10 Trade Sales) no período de 2004 a 2009.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

## Tabela 5.8 – Retornos medianos excedentes ao cdi

Nota: A amostra inclui 25 negócios (15 IPOs e 10 Trade Sales) no período de 2004 a 2009.

| Quartil  | Intervalo   | Mediana |
|----------|-------------|---------|
| Superior | 170 >       | 271%    |
| 3º       | 130 - 169,9 | 141%    |
| 2º       | 105 - 129,9 | 110%    |
| Inferior | 80 - 14,9   | 100%    |

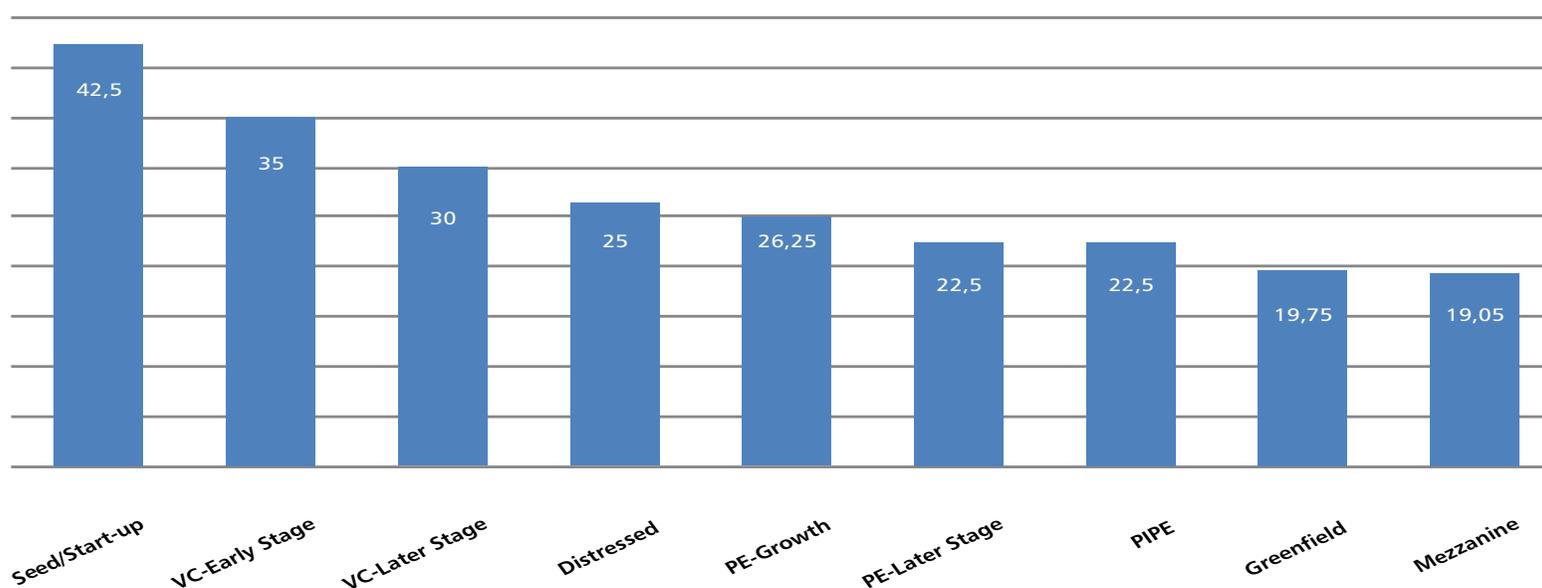
Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Concluindo, quando os gestores perguntados sobre a taxa de retorno requerida (esperada) para os seus investimentos por estágio obtemos um dado interessante de retornos. Como ilustrado no Gráfico 5.10 os estágios de *Seed* e *Start-up*, por representarem um maior risco, os gestores esperam um retorno

mediano nominal de 42,5%. O *Private Equity* está entre 20% e 25%. Estas taxas representam retornos esperados para cada investimento para os gestores, ou seja, um dado de retorno bruto.

**Gráfico 5.10 – Taxa nominal de retorno requerida ao ano sobre investimentos individuais por estágio de investimento**

Nota: A amostra inclui 133 respostas, em que 13 para o estágio *Seed*, 13 para o estágio *Start-up*, 14 para o estágio *VC - Early Stage*, 15 para o estágio *VC - Later Stage*, 27 para o estágio *PE - Growth*, 16 para o estágio *PE - Later Stage*, 11 para o estágio *Mezanino*, 9 para o estágio *PIPE*, 9 para o estágio *Greenfield* e 8 para o estágio *Distressed*. No total foram computadas 71 Organizações Gestoras respondentes.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas



# Capítulo 6

**Governança Corporativa e Contratos *(Monitoring)***



# Governança Corporativa e Contratos (*Monitoring*)<sup>1</sup>

## 6.1. Introdução

*“A boa relação entre os general partners (GPs) e os limited partners (LPs), aliada a uma política de boas práticas de governança corporativa é um dos principais pilares para o sucesso de um fundo de Private Equity”* (Freire e Viegas, 2009)

A governança é um aspecto essencial e presente em todo o ciclo de PE/VC após o investimento, tanto entre a organização gestora (GP) e o investidor (LP), quanto entre a organização gestora e as empresas investidas. Dessa forma, analisaremos nesse capítulo os custos de agências surgidas na relação entre investidores e as organizações gestoras e discutiremos os potenciais conflitos de interesse entre estas partes, levando em consideração a baixa liquidez dos ativos em que investem, a duração dos compromissos entre eles e a alta assimetria de informações neste relacionamento.

Também serão discutidos os custos e benefícios de o investidor monitorar o gestor e remuneração das organizações gestoras. Analisaremos as práticas quanto à realização de reuniões entre investidores do veículo e empresas investidas, fundamental para balizar as decisões de investimento e garantir um efetivo monitoramento do portfólio. Ainda nesse âmbito, analisaremos aspectos empresariais da indústria no que diz respeito à formação de conselhos de administração, seu poder e sua atuação sobre as empresas investidas, bem como a possibilidade de implementar incentivos, impor metas ao empreendedor, executivos das empresas investidas.

## 6.2. Teoria da Agência

A Teoria da Agência (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983) define que empresas devem se empenhar em alinhar os interesses entre acionistas e gestores, de forma a encontrar um ponto ótimo de custos de monitoramento da gestão maximizando o benefício dos acionistas.

Em geral, nos veículos de investimento de PE/VC a relação entre investidores e organizações gestoras é definida pelo próprio regulamento do veículo e pelos contratos de compromisso de investimento. Ambos os documentos definem os direitos e obrigações das partes no momento da constituição do veículo, constando informações sobre decisões de investimentos, modalidades de aporte de capital, saídas, direito de acesso às informações sobre as empresas investidas aos investidores, métodos para a avaliação das cotas, dentre outros (Freire e Viegas, 2009).

---

<sup>1</sup> Autores: Lucas Amorim, Lucas Cancelier, Marcelo Coura, Marcelo Kubli, Caio Ramalho, Estêvão Latini, Carlos Motta, Thiago Maia e Rodrigo Lara.

O relacionamento do principal e do agente é definido por um contrato entre duas partes, sendo que uma delas (agente) foi contratada para tomar decisão em nome do principal, assumindo assim a responsabilidade de representá-lo. Dessa forma, nem sempre o ponto de maximização da utilidade de uma das partes deveria, em princípio, ser o mesmo para a outra, porém as decisões e medidas que maximizam a utilidade de uma das partes normalmente beneficiar mais essa parte do que a outra (Jensen e Meckling, 1976).

A divergência de interesse entre essas duas partes é definida como “Problema de Agência” e as ações para minimizar este problema geram despesas para as partes que são denominados “Custos de Agência”.

No relacionamento entre o investidor e a organização gestora, despesas de monitoramento (ou custos de agência) recaem sobre os investidores, pois é necessário um acompanhamento do investimento de seu capital. Já no relacionamento entre a organização gestora e a empresa investida, os custos de agência recaem sobre as organizações gestoras. No caso do monitoramento das empresas investidas, este frequentemente acontece por meio dos Conselhos de Administração que são realizados para informar os acionistas da situação dos investimentos do veículo em que eles investiram. Essa medida, apesar de ter custo é de extrema importância para os acionistas, posto que assim conseguem controlar e observar as ações dos gestores/administradores da empresa investida.

Neste âmbito é fundamental o estabelecimento de diretrizes e padrões mínimos para relatórios de monitoramento, elaborados periodicamente pelos agentes, disponibilizados aos principais. De forma geral estes relatórios devem conter informações sobre os interesses dos principais (destaques financeiros, comerciais, organizacionais, resultado de diligências e negociações).

Perdas residuais ocorrem quando divergências de opiniões entre principal (LP) e agente (GP) têm como resultado a diminuição do bem-estar dos investidores em favor aos gestores. Em geral, esses problemas de agência estão presentes em todos os tipos de organizações que estão atuam num mercado que requeira a interação de forma cooperativa entre duas ou mais partes.

### **6.3. A Relação entre Investidores e Organizações Gestoras**

Há variáveis importantes quanto a governança relacionadas à estrutura de cada veículo de investimento. Entre elas destacamos o modo como se dá a integralização do capital o período de investimento e de desinvestimento e a possibilidade de extensão desses períodos, restrições dos veículos. Esta discussão é essencial, já que os veículos chegam a durar mais de 10 anos com pouca liquidez no capital investido.

### 6.3.1. Estrutura dos Veículos de Investimento

Para a montagem e estruturação de um veículo de PE/VC o regulamento deve estar de acordo com os interesses não só da organização gestora, mas também dos investidores. O regulamento contém informações sobre aspectos como teses e períodos de investimento e desinvestimento do veículo e possibilidade de extensão de prazos, regulamento de aporte de capital pelos investidores, remuneração das organizações gestoras, características dos investimentos que buscam, etc.

As estruturas dos veículos de investimento de PE/VC variam de região para região e estão sujeitas a regulamentação específica de cada país como, por exemplo, a CVM, no caso do Brasil, que regulamentam as estruturas desses veículos e no caso da CVM, os requisitos de registro de informações.

Uma importante especificidade do investimento em PE/VC pela instrução CVM 391 é a relação entre administradores e gestores. Esses atores possuem diferentes responsabilidades, o administrador deve se responsabilizar pela parte de controle de cotas, organização de relatórios para investidores dentre outros trabalhos de aspecto de controladoria; o gestor por sua vez é o responsável pela gestão do veículo em si, (novos investimentos, monitoramento e saída dos negócios). O outro ator desta estrutura que aparece na pesquisa é o consultor técnico, que é uma organização ou pessoa com *expertise* em algum setor específico para prestar consultoria à organização gestora (ex. Tecnologia de informação, biotecnologia, etc).

A tabela 6.1. mostra a classificação das organizações gestoras, e a indicação da participação de outros atores por cada veículo que respondeu à pesquisa. Como resultado, identificamos que a maior parte das organizações gestoras são os próprios gestores do veículo, sendo que muitos deles são os próprios administradores.

**Tabela 6.1. – Participantes do ciclo de pe/vc**

Distribuição do número de organizações gestoras segundo a especificação dos atores. Consta que a maioria dos gestores é a própria organização gestora. A concentração de administradores que são própria organização gestora. Dados extraídos de uma amostra de 151 veículos de 71 organizações gestoras de PE/VC.

| Ator                | Não existe | Própria Organização Gestora | Outra Instituição |
|---------------------|------------|-----------------------------|-------------------|
| Administrador       | 20         | 75                          | 52                |
| Gestor              | 7          | 126                         | 6                 |
| Consultor de gestão | 62         | 16                          | 32                |
| Consultor Técnico   | 64         | 11                          | 23                |
| Outro               | 32         | 1                           | 6                 |
| Total               | 204        | 243                         | 128               |

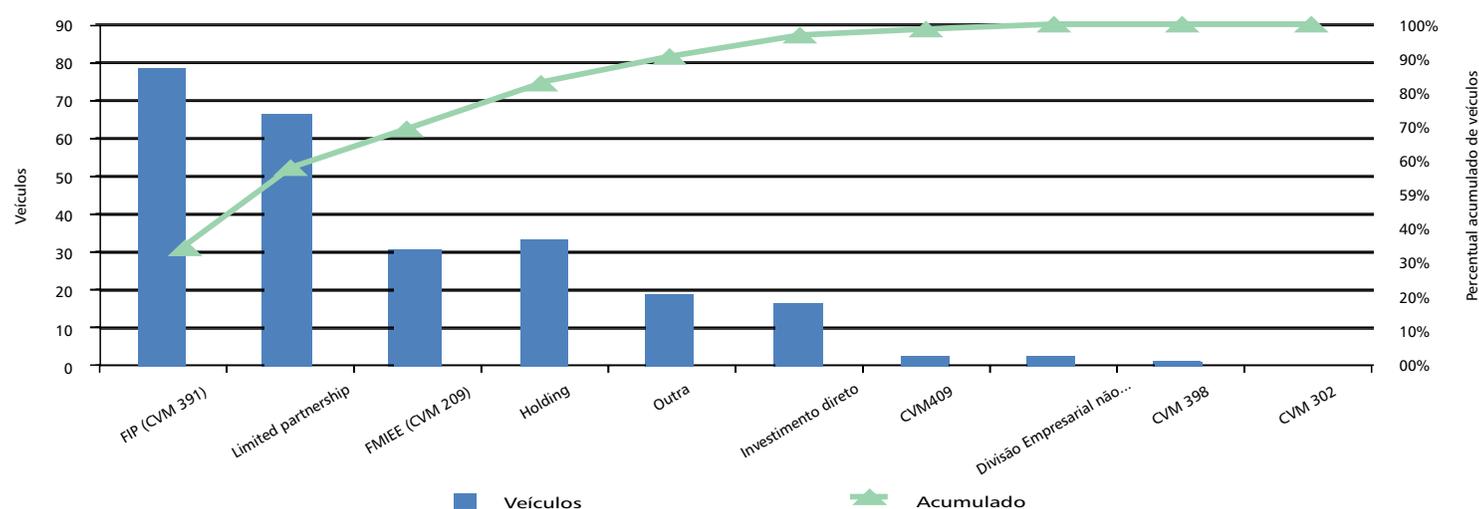
Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Devemos salientar que pela instrução CVM 391 o administrador é o responsável pelo veículo, que pode contratar um gestor, ou pode se responsabilizar pela gestão. Na prática o gestor é quem realmente cria o veículo e algumas vezes, quando não deseja ter a capacidade de administração, busca um administrador para seu veículo de investimentos de PE/VC.

O modelo geral de estrutura de veículo de investimentos, em que há estrutura intermediária entre investidor e companhia investida, comum à instrução CVM e *Limited Partnerships*, corresponde hoje a aproximadamente 75% do universo total de veículos no Brasil, sendo que o mais frequente são os FIPs, que correspondem a 40% dos veículos. As *Limited Partnerships* também são muito presentes, correspondendo a 19,1% dos veículos, o que se deve especialmente à cultura estrangeira de investimentos em PE/VC estrangeira e à grande presença de investimentos no Brasil por organizações gestoras estrangeiras. Estes dados podem ser observados no Gráfico 6.1.

## Gráfico 6.1. – Estrutura dos Veículos de PE/VC

Nota: Respostas fornecidas por 254 veículos. Gráfico apresenta o número de veículos de investimento em função das estruturais legais existentes no país. Nota-se uma dominância de estruturas FIP (CVM 391) e *Limited Partnership*.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Há, no entanto, outra modalidade de estrutura de veículos de PE/VC em que o Investidor realiza a gestão de seus próprios recursos e investimentos. Nesse caso, o modelo se transforma bastante, pois como são a mesma organização, não há necessidade de cobrança de taxas. Esse segundo modelo reflete a realidade de *Holdings* que investem em PE/VC, Divisões de empresas não financeiras, investimento direto, além de *Government Sponsors*, ou gestores governamentais (ex. BNDESPar)

### Figura 6.1. – Estruturas de veículos de PE/VC

A figura retrata as possíveis estruturas de veículos de PE/VC que são Instrução CVM ou *Limited Partnership*, *holding* e investimento direto. No caso de investimento direto ou *holding*, situação em que não há intermediários, não se identifica custo de agência entre organização gestora e investidor, além de não haver taxas de remuneração.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

A estrutura dos veículos de investimento varia de acordo com a legislação e de organizações gestoras e investidores de cada região, ou seja, as organizações gestoras estruturam seus veículos da maneira que for mais conveniente para elas e para seus investidores, buscando minimizar os efeitos da tributação e os custos de agência. Dessa forma, é possível apontar as estruturas de veículos preferidas mundialmente (Caselli, 2010; EVCA, 2010).

A começar pelos Estados Unidos da América e Reino Unido, a estrutura de investimento preferida nesses países é a de *Limited Partnership*. O motivo apontado por Caselli (2010) diz que isso é consequência dos ganhos de capital sofrerem tributação reduzida, enquanto as receitas e custos das operações são mais sensíveis a tributação. A Alemanha é outro país que assumiu preferir essa estrutura, pois a tributação em sua legislação é aplicável aos lucros das operações, sendo as despesas operacionais, juros, impostos comerciais e amortizações são dedutíveis de tributos.

Já na Itália, prefere-se a estrutura *Fondo Chiuso (Closed-end fund)*, pois este tipo de estrutura apresenta um tratamento particular. A tributação aplicável a esta estrutura de veículo de investimento é definida como 12,5% do resultado do veículo.

O padrão francês é estrutura a chamada *Fonds Commun de Placement à Risques*, pois ela por si só não é alvo de nenhuma tributação. Mais especificamente, não há incidência de imposto de renda sobre esta organização. Na Espanha, por sua vez, as estruturas preferidas são a classificada como *Sociedad de Capital de Riesgo (SCR)* e *Fondo de Capital de Riesgo (FCR)*.

Por fim, em Luxemburgo a estrutura de veículo de investimento preferida é a *Société d'Investissement em Capital à Risque* (SICAR) em função do sistema legal. Sobre o lucro deste tipo de veículo incidem imposto de renda e tributação municipal. Entretanto, não são alvos de tributação algumas variáveis como: ganhos de capital, resultantes da venda de valores imobiliários e rendimento de ativos líquidos temporários (máximo de 12 meses).

Foram abordados diferentes aspectos para a formação de um fundo ideal local para cada país de acordo com a estrutura legal do mesmo, mas é conveniente destacar a transparência fiscal dos veículos, para evitar a dupla taxação sobre o capital de investimento, a padronização das bases regulatórias dos veículos para minimizar as diferenças tributárias e de relacionamento entre investidores nacionais e internacionais, o não-estabelecimento de bases permanentes em países onde a equipe opera para evitar a tributação sobre o capital dos investidores, o controle sobre a remuneração dos administradores do veículo para evitar o pagamento de salários e taxas de performance sobre o valor do capital adicionado de impostos (VAT – *value added tax*) e, por fim, os esforços feitos para aumentar a competitividade do fundo e facilitação da movimentação de capital. A Tabela 6.2 abaixo indica o posicionamento dos países frente aos aspectos levantados pela EVCA (2010).

Observando a Tabela 6.2, é possível verificar uma correlação entre Caselli (2010) e o EVCA (2010), comprovando as preferências pelas estruturas em cada país vinculadas aos aspectos tributários e de relacionamento.

### Tabela 6.2. – Estruturas Preferidas Mundialmente

Estruturas de veículos preferidas por países da Europa e EUA, considerando a presença ou ausência de características, principalmente ligadas à aspectos fiscais.

Transparência fiscal para investidores domésticos. Prevenção de estabelecimento permanente de fundos para investidores internacionais. Incorporação de capital de investimento/incetivo aos administradores. Habilidade para minimizar o Vat sobre a remuneração dos administradores? Habilidades para minimizar o VAT sobre a taxa de performance. Liberdade sobre as restrições nos investimentos.

| Países                                      | Transparência fiscal para investidores domésticos? | Prevenção de estabelecimento permanente de fundos para investidores internacionais? | Incorporação de capital de investimento / incentivo aos administradores? | Habilidade para minimizar o VAT sobre a remuneração dos administradores? | Habilidade para minimizar o VAT sobre a taxa de performance? | Liberdade sobre as restrições nos investimentos? |
|---|--|---|--|--|--|--|
| Itália (Fondo Chiuso)                       | Não (1)  | Sim   | Sim  | Sim  | Sim  | Sim (7)  |
| França (FCPR)                               | Sim  | Sim   | Sim  | Sim (3)  | Sim  | Não  |
| Reino Unido ( <i>Limited Parthnership</i> ) | Sim (4)  | Sim (5)   | Sim  | Sim (6)  | Sim (7)  | Sim  |
| Eua (8 <i>Limited Parthnership</i> )        | Sim  | Sim   | Sim  | Sim  | Sim  | Sim  |
| Espanha (SCF - FCR)                         | Não  | Sim (9)   | Sim (10)   | Sim (11)   | Sim (12)   | Não  |
| Alemanha ( <i>Limited Parthnership</i> )    | Sim (13)   | Sim (14)  | Sim  | Não  | Sim  | Sim  |
| Luxemburgo (SICAR)                          | Sim (15)   | Sim   | Sim  | Sim  | Sim  | Sim  |

(1) Apesar do fato de o “Fondo Chiuso” não possuir uma estrutura de transparência tributável, os investidores internacionais dos “White Countries” se beneficiam,

pois são reembolsados em 12,5% do rendimento anual, que diz respeito ao tributo aplicado sobre o fundo, sendo essa uma ação que leva ao mesmo resultado da transparência tributária.

- (2) Sobre provisões regulatórias, certas restrições sobre investimentos são estabelecidas, mas sob certas condições elas podem ser revogadas.
- (3) O gestor pode escolher em não cobrar o VAT, mas nessas situações ela mesma não pode deduzir o VAT e tem de pagar um imposto sobre os salários que paga, de modo que em última estância ele terá que aumentar o montante da taxa de administração cobrada dos investidores.
- (4) Para investidores domésticos, a estrutura de *Limited Partnership* no Reino Unido possui transparência tributável sobre os propósitos de rendimentos e ganhos de capital.
- (5) Exceto pelos operadores financeiros, os investidores de uma estrutura típica de *Limited Partnership* não deveria ter uma estrutura no sensível a tributação no Reino Unido.
- (6) A estrutura eficiente do VAT pode ser colocada em prática.
- (7) A estrutura da taxa de performance não deveria estar sujeita ao VAT para o interesse da parceira no Reino Unido.
- (8) Com o intuito de evitar a estruturação de uma estrutura permanente para investidores estrangeiros e, também, evitar que esses mesmos obtenham benefícios sobre o imposto de renda federal, certos investimentos como os de (i) *real state*, (ii) *empréstimos originados* ou (iii) *organizações operantes constituídas com transparência tributária* deveriam ser evitadas.
- (9) O mero fato de investir via SCR/FCR não iria dar origem a uma estrutura permanente na Espanha.
- (10) O padrão da SCR/FCR sob o regulamento atual não permite facilmente a estruturação de taxas de performance fiscalmente eficientes para os promotores. No entanto, em algumas circunstâncias específicas, estruturas eficientes podem ser implementadas.
- (11) Essas remunerações administrativas são, normalmente, isentas de VAT na Espanha. No entanto, taxas sob consultorias dos gestores não são isentas do VAT, o que é, normalmente um custo para os gestores.
- (12) Quando a taxa de performance fiscalmente eficiente pode ser implantada, ela é, normalmente, isenta de VAT.
- (13) Desde que a estrutura *Limited Partnership* seja classificada como não comercial.
- (14) Quando a estrutura *Limited Partnership* é classificada como não comercial, não deve haver a criação de estruturas permanentes na Alemanha.
- (15) A fundo SICAR em Luxemburgo deve ser estruturada empresas havendo transparência tributária (SCS) ou tributação opaca (SARL, AS e SCSA).

Fonte: EVCA (2010)

O EVCA (2010) retrata a situação de estabelecimento de estruturas permanentes dos fundos em países investidos como não vantajosa, pois, normalmente, a instalação de estruturas como essas é sensível a tributos e, conseqüentemente, não atrativa para investidores. Portanto, sob a ótica de impostos não é vantajoso ter uma estrutura societária específica, contudo, diversos executivos e gestores da indústria defendem fortemente a atuação de equipes locais e, portanto, sob esta ótica empresarial, pode ser vantajoso instituir-se uma estrutura societária local para o investimento.

Comparando essa situação à realidade Brasileira, vemos que a estrutura que prevalece no Brasil é a do FIP, como já citado anteriormente. Associando essa preferência aos aspectos tributários mundiais, ressaltamos que a preferência pelo FIP reside na necessidade de fundos de pensão Brasileiros em investirem por meio destes fundos, que possuem regulamentação compatível.

### 6.3.2 Características dos Veículos de Investimento

A duração do ciclo de investimento de PE/VC é longo e pode facilmente consumir sete anos antes do seu principal evento de liquidez. O reflexo disso para o investidor é um prazo de comprometimento longo (raramente inferior a oito anos e com possibilidade de prorrogação), uma posição ilíquida e muito pouco controle sobre a gestão dos investimentos. Neste tópico trataremos dos aspectos da governança dos veículos de investimentos tais como duração dos veículos, processo de investimento, prazos para realização do investimento e do desinvestimento.

## 6.3.2.1 Integralização do Capital Comprometido nos Veículos de Investimento

Os investidores procuram alocar seu capital em veículos de investimento que lhes proporcionem uma composição equilibrada de risco retorno. Dessa forma, é comum que eles procurem uma organização gestora que lhes ofereça condições adequadas para isso. Quando selecionada a organização esses investidores estarão sujeitos a disponibilizarem uma parcela do capital comprometido que fora pré-definida para o respectivo veículo de investimento conforme for selecionado o aporte pela organização gestora para realizar investimentos, ou aporte para pagamento de taxas de remuneração de acordo com o regulamento.

**Tabela 6.3. – Percentual do capital comprometido que deve ser disponibilizado logo na assinatura do contrato/compromisso de investimento**

Número de veículos de investimento segundo a exigência na disponibilização de um percentual do capital comprometido logo na assinatura do contrato com os investidores. Maioria dos veículos costuma cobrar 5% do capital comprometido na assinatura do compromisso. A classe 'Não disponibiliza' se refere aos respondentes que não utilizam do mecanismo de disponibilização de capital na assinatura do contrato, enquanto a classe 'Sem informação' se refere àqueles que utilizam de tal mecanismo, mas não especificaram qual porcentagem. Dados obtidos de 113 veículos de 61 organizações gestoras.

| Possibilidades    | Número de Veículos | %      |
|-------------------|--------------------|--------|
| Não Disponibiliza | 63                 | 55,8%  |
| 0,5%              | 1                  | 0,9%   |
| 2,5%              | 1                  | 0,9%   |
| 3,0%              | 2                  | 1,8%   |
| 5,0%              | 24                 | 21,2%  |
| 10,0%             | 4                  | 3,5%   |
| 15,0%             | 1                  | 0,9%   |
| 16,0%             | 1                  | 0,9%   |
| 100,0%            | 5                  | 4,4%   |
| Sem Informação    | 11                 | 9,7%   |
| Total             | 113                | 100,0% |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Como observado na Tabela 6.3, a maioria dos veículos de investimento possui um regulamento que não exige que uma parcela do capital comprometido seja disponibilizado logo na assinatura do contrato de investimento. Já dentre os veículos de investimento que exigem essa parcela de capital na vinculação costumam, em maioria, cobrar uma porcentagem de 5% do capital comprometido do fundo e, em seguida, o restante do capital comprometido do veículo de investimento é disponibilizado de acordo com o regulamento de cada um.

Em nossa pesquisa, no Brasil, é corriqueira a integralização do capital à medida que os comitês de

investimento aprovem os investimentos, sendo esse método adotado por quase metade de nossa amostra de 119 veículos de investimento, totalizando, 43,7% dos casos, conforme Tabela 6.4.

**Tabela 6.4. – Integralização de parcelas do capital comprometido**

Número de veículos de investimento segundo o momento em que se dá a integralização das parcelas do Capital Comprometido do veículo. Dados extraídos de amostra de 119 veículos de 61 organizações gestoras.

| Momento de Integralização   | Número de Veículos | %     |
|---|--------------------|-------|
| À medida que o comitê de investimentos aprova os investimentos                                      | 52                 | 43,7% |
| À medida que o investidor decide participar dos investimentos em empresas escolhidas pelos Gestores | 13                 | 10,9% |
| Aportes periódicos de tamanho fixo  | 6                  | 5,0%  |
| Conforme a Organização Gestora solicita   | 46                 | 38,7% |
| Outra   | 2                  | 1,7%  |
| Total   | 119                | 100%  |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Pode ocorrer que, em casos específicos e extremos, um investidor não possua recursos financeiros disponíveis para cumprir seu compromisso acordado de integralização de capital no veículo de investimento ou, até mesmo, de o investidor resolver retirar-se integralmente do veículo. Nestes casos, os investidores estarão sujeitos a penalidades. Por exemplo, quando o investidor dispuser de recursos financeiros para disponibilizar ao veículo em um determinado período, pode acontecer de ele receber multas que podem resultar em um desconto no ganho de capital a que esse investidor teria direito, na diminuição de sua participação, entre outras. Na realidade Brasileira, de acordo com nossa pesquisa, poucos são os veículos que não cobram multas nessas situações.

**Tabela 6.5. – Existência de penalidade em caso de não integralização do capital**

Distribuição do número de veículos de investimento segundo a existência de penalidades caso o investidor não possa disponibilizar a sua parcela do capital para integralização ou decida retirar-se integralmente do veículo. Dados extraídos de amostra de 106 veículos de 60 organizações gestoras.

| Penalidade   | Número de Veículos | (%)   |
|--|--------------------|-------|
| Não  | 29                 | 27,4% |
| Sim, o investidor sofrerá desconto no ganho de capital ao qual tem direito | 6                  | 5,7%  |
| Sim, outra   | 46                 | 43,4% |
| Sim, sua participação é diminuída proporcionalmente                        | 25                 | 23,6% |
| Total  | 106                | 100%  |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

É conveniente ressaltar que uma organização gestora pode resolver iniciar uma captação de recursos

para um novo veículo de investimento antes mesmo de encerrarem as operações do atual veículo. No entanto, essa possibilidade deve estar previamente estabelecida com os investidores do atual veículo de investimento, para que não sejam, eventualmente, prejudicados por esta ação. Na Tabela 6.6 é possível visualizar a distribuição dos veículos de investimento em PE/VC, estratificados por estrutura legal, que permitem este evento e as condições em que esta nova captação é aceita.

**Tabela 6.6. – Possibilidade de captação de novo veículo antes de fechar atual**

Distribuição do número de veículos de investimento, estratificado por estrutura legal, segundo a possibilidade de captação de um novo veículo de investimento antes do fechamento do veículo atual. Maioria das respostas apontam que essa ação é permitida em algumas ocasiões. Dados extraídos de amostra de 116 veículos de 47 organizações gestoras.

| Possibilidade   | CVM       | Holding   | Investimento Direto | Limited Partnership | Outra    | Total geral |
|---|-----------|-----------|---------------------|---------------------|----------|-------------|
| Não   | 7         | -         | -                   | 2                   | -        | 9           |
| Sim, a qualquer momento   | 31        | 9         | 1                   | 7                   | 4        | 52          |
| Sim, porém somente após o período de investimento do veículo  | 14        | 1         | 1                   | 6                   | -        | 22          |
| Sim, porém somente após o veículo já ter investido determinado percentual de seu Capital Comprometido | 18        | 1         | -                   | 12                  | 2        | 33          |
| <b>Total</b>  | <b>70</b> | <b>11</b> | <b>2</b>            | <b>27</b>           | <b>6</b> | <b>116</b>  |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Como observado na Tabela 6.6, existem casos em que é permitida a captação de um novo veículo de investimento após o atual veículo já ter investido determinado percentual de seu capital comprometido; situação que ocorre principalmente em veículos com estrutura de *Limited Partnership*. Nesses casos, o percentual do capital comprometido que deve ser, primeiramente, investido para depois iniciar a captação de um novo veículo esta distribuído na Tabela 6.7.

**Tabela 6.7. – Percentual do capital comprometido após o veículo ser investido**

Distribuição do número de veículos de investimento, agregados por estrutura legal, segundo o percentual que deve ser investido do primeiro veículo para que se possa iniciar a captação de um novo veículo de investimento. Três respondentes da tabela anterior assinalaram que praticavam esse percentual mínimo, mas não informaram tal valor. Dados extraídos de amostra de 29 veículos de 17 organizações gestoras.

| Percentual   | CVM       | Limited Partnership | Outra    | Total geral |
|--------------|-----------|---------------------|----------|-------------|
| 50%          | -         | 1                   | -        | 1           |
| 70%          | 4         | 3                   | -        | 7           |
| 75%          | 2         | 8                   | -        | 10          |
| 80%          | 7         | -                   | 2        | 9           |
| 85%          | 1         | -                   | 1        | 2           |
| <b>Total</b> | <b>14</b> | <b>12</b>           | <b>3</b> | <b>29</b>   |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

### 6.3.2.2 Duração dos Veículos de Investimento

A delimitação do tempo de vida de um veículo de investimento é um dos mecanismos de proteção dos investidores, pois esta os permite predeterminarem um prazo para receber seus retornos. É importante notar que esta variável se diferencia de acordo com a estrutura dos veículos de investimento conforme observado na Tabela 6.8. No Brasil, nota-se que a maioria dos veículos de investimento tem duração de 9 a 10 anos, o que confirma a tendência já observada desde 2006.

#### Tabela 6.8. – Prazo de duração dos veículos de investimento

Distribuição comparativa do prazo de duração total dos veículos de investimento. Concentração desse período ente 9 e 10 anos de vida. Em alguns casos é possível a extensão desse período já pré-definido. Dados extraídos de amostra de 176 veículos de 105 organizações gestoras.

| Prazo de Duração | 2004               |        | 2009               |        |
|------------------|--------------------|--------|--------------------|--------|
|                  | Número de Veículos | %      | Número de Veículos | %      |
| Menos de 5       |                    | 0,0%   | 7                  | 4,0%   |
| 5 e 6            | 9                  | 9,3%   | 16                 | 9,1%   |
| 7 e 8            | 24                 | 24,7%  | 49                 | 27,8%  |
| 9 e 10           | 33                 | 34,0%  | 58                 | 33,0%  |
| 11 e 20          | 7                  | 7,2%   | 11                 | 6,3%   |
| Sem Prazo        | 24                 | 24,7%  | 35                 | 19,9%  |
| Total            | 97                 | 100,0% | 176                | 100,0% |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Os veículos preveem a possibilidade de prorrogação de prazos de investimentos e liquidação. Tal prática é saudável aos veículos, dado o perfil de iliquidez típicos dos ativos investidos e na medida que possibilita a organização gestora arbitrar entre as distintas safras de inversão e/ou alienação para maximizar o retorno do veículo, uma vez obtida a anuência dos investidores em Assembleia.

Observamos que no Brasil a maioria dos veículos de investimento que estendem seus prazos de duração são os que possuem um prazo de duração de 9 a 10 anos, sendo que esse prazo de extensão é de normalmente 2 anos.

## Tabela 6.9. – Prazo de duração dos veículos de investimento

Distribuição comparativa da possibilidade de extensão do prazo de duração total dos veículos de investimento. Amostra menor do que a utilizada na Tabela 6.8 do prazo de duração devido ao não preenchimento dessa questão, em alguns casos. Dados extraídos de amostra 136 veículos de 54 organizações gestoras.

| Prazo de Duração   | 2004 - Prazo de Extensão                                 |    |    |    |   |   |   |    | Extensão Indefinida | Total |     |
|--------------------|--|----|----|----|---|---|---|----|---------------------|-------|-----|
|                    | 1  | 2  | 3  | 4  | 5 | 6 | 8 | 10 |                     |       |     |
| 3 e 4              | Governança corporativa e contratos ( <i>monitoring</i> ) | -  | -  | -  | - | - | - | -  | -                   | -     |     |
| 5 e 6              |  | 1  | 3  | 2  | 2 | - | - | -  | -                   | 1     | 9   |
| 7 e 8              |  | 1  | 20 | 1  | - | - | - | -  | -                   | 2     | 24  |
| 9 e 10             |  | 1  | 18 | -  | 1 | 6 | - | -  | 1                   | 6     | 33  |
| 11 a 21            |  | -  | 1  | -  | - | - | 2 | -  | -                   | 4     | 7   |
| Duração indefinida |  | -  | -  | -  | - | - | - | -  | -                   | 24    | 24  |
| Total              |  | 3  | 42 | 3  | 3 | 6 | 2 | 0  | 1                   | 37    | 97  |
| Prazo de Duração   | 2009 - Prazo de Extensão                                 |    |    |    |   |   |   |    | Extensão Indefinida | Total |     |
|                    | 1  | 2  | 3  | 4  | 5 | 6 | 8 | 10 |                     |       |     |
| 3 e 4              |  | -  | 3  | 2  | - | - | - | -  | -                   | 2     | 7   |
| 5 e 6              |  | 3  | 1  | 1  | 3 | 3 | - | -  | -                   | 4     | 15  |
| 7 e 8              |  | 8  | 24 | 8  | 2 | - | - | 1  | -                   | 4     | 47  |
| 9 e 10             |  | 4  | 28 | 2  | 3 | 2 | 1 | -  | 1                   | 17    | 58  |
| 11 a 21            |  | 2  | 1  | 1  | 1 | - | - | -  | -                   | 2     | 7   |
| Duração indefinida |  | 1  | -  | -  | - | - | - | -  | -                   | 1     | 2   |
| Total              |  | 18 | 57 | 14 | 9 | 5 | 1 | 1  | 1                   | 30    | 136 |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de PE/VC

### 6.3.2.3 Processo de Investimento

O processo de investimento se inicia com o final da captação de recursos financeiros para o veículo de PE/VC. Neste processo, existem diversos fatores que são determinantes para a realização do investimento em uma empresa, a começar pelo contrato assinado com os investidores. Existem algumas restrições de investimento que estão ressaltadas nos contratos entre o veículo de investimento e seus investidores. Dentre estas restrições é conveniente destacar a zona geográfica dos investimentos a serem realizados, os estágios das empresas a serem investidas, a modalidade dos investimentos, a composição e possível alteração da equipe de gestão, entre outros aspectos. Na Tabela 6.10 a abaixo é possível visualizar as restrições que são definidas em contrato com os investidores na realidade Brasileira segundo nosso levantamento.

**Tabela 6.10. – Restrições definidas em contrato com investidores**

Distribuição do número de veículos de investimento segundo as restrições estabelecidas em contratos entre investidores e gestores. A soma não representa o tamanho da amostra, pois a questão permitia assinalar mais de uma opção. Dados extraídos de amostra de 82 veículos de 46 organizações gestoras.

| Restrições definidas em contrato com investidores   | Número de Casos | %             |
|---|-----------------|---------------|
| Zona geográfica dos investimentos   | 48              | 14,2%         |
| Estágio/Modalidade dos Investimentos  | 45              | 13,3%         |
| Saída de Sócios e Sócios-Gestores da equipe da Organização Gestora  | 47              | 13,9%         |
| Investimento em ativos, projetos ou empresas no exterior  | 40              | 11,8%         |
| Investimento em outras classes de ativos  | 30              | 8,9%          |
| Recursos deste veículo não podem ser investidos em empresas do portfólio de outro veículo desta Organização Gestora | 25              | 7,4%          |
| Entrada de novos Sócios e Sócios-Gestores na equipe da Organização Gestora  | 20              | 5,9%          |
| Investimento (como LPs) em outros veículos da própria Organização Gestora   | 17              | 5,0%          |
| Investimento em ativos negociados em bolsa de valores   | 16              | 4,7%          |
| Proteção patrimonial do veículo ( <i>Hedge</i> )  | 17              | 5,0%          |
| Investimento em empresas utilizando instrumentos de dívida  | 12              | 3,6%          |
| Investimento (como LPs) em outros veículos de outra Organização Gestora   | 11              | 3,3%          |
| Investimento em operações de " <i>Leveraged Buyout</i> "  | 10              | 3,0%          |
| <b>Total</b>  | <b>338</b>      | <b>100,0%</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

De forma geral, a organização gestora é a responsável pela tomada de decisão de investimento. É sua prerrogativa prospectar, analisar e apresentar propostas aos comitês. O papel dos investidores nos comitês participativos é exercer um "direito de veto" sobre as propostas que não apresentem alinhamento com a política de investimentos do veículo e/ou com o apetite de risco dos investidores para o veículo em questão. Este poder de veto é fundamental para coibir o desvio do foco original do veículo como, por exemplo, operações com empresas listadas, em setores não prioritários (bebidas, fumo, bélica, etc.), empresa sem caráter inovador, entre outros.

Os veículos de investimentos utilizam-se de comitês consultivos para o processo de decisão de investimento. Dependendo da configuração do veículo, os investidores podem opinar ou não na escolha das empresas a serem investidas – nível de delegação. Nos casos em que os investidores participam ativamente no veículo a classificação é do tipo *veículos com comitês participativos* e no caso de não participa-

ção ativa a denominação é do tipo *blind pool*. Nesse último caso, os investidores possuem um baixo nível de delegação, tendo apenas direito de veto em algumas ocasiões.

Este poder de delegação varia de acordo com o *quorum* e a qualificação de *maioria* para o processo decisório (maioria simples, maioria absoluta, unanimidade, etc.). Também existem casos em que os investidores têm a opção de participar ou não de cada um desses comitês consultivos de investimento. Nesses casos os veículos são denominados como *pledge fund*.

A maioria dos veículos que investem no Brasil possui hoje um modelo por Comitê de Maioria Qualificada, o que inclui cerca de 30%, ao contrário do que ocorria em 2006. O menos significativo entre eles é o sistema de controle total do investidor (1% na pesquisa). Essas informações podem ser observadas na Tabela 6.11.

**Tabela 6.11 – Modelo de aprovação de investimentos**

Número de veículos de investimento segundo o modelo de aprovação de novos investimentos. Foram inseridas ao item 'Outros' as opções como "oportunidades específicas", "conselho de administração", etc. Dados extraídos de amostra de 128 veículos de 62 organizações gestoras.

| Nível de Delegação                  | 2004               |          | 2009               |             |
|-------------------------------------|--------------------|----------|--------------------|-------------|
|                                     | Número de Veículos | %        | Número de Veículos | %           |
| <i>Blind pool</i>                   | 27                 | 28%      | 19                 | 15%         |
| Controle total do investidor        | 7                  | 7%       | 1                  | 1%          |
| Comitê (Maioria simples do capital) | 23                 | 24%      | 32                 | 25%         |
| Comitê (Maioria qualificada)        | 17                 | 18%      | 38                 | 30%         |
| Comitê (Unanimidade)                | 13                 | 13%      | 13                 | 10%         |
| <i>Pledge fund</i>                  | 6                  | 6%       | 8                  | 6%          |
| Não se aplica/sem informação        | 4                  | 4%       | 1                  | 1%          |
| Outros                              | 0                  | 0%       | 16                 | 13%         |
| <b>Total</b>                        | <b>97</b>          | <b>1</b> | <b>128</b>         | <b>100%</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de PE/VC

Dependendo do nível de influência de um ou mais investidores, pode acontecer de eles terem o poder de convocarem uma Assembleia Extraordinária para a resolução de quaisquer possíveis problemas ou discussões em relação às atividades do veículo de investimento. Geralmente, o investidor atinge determinado nível de influência após ter integralizado certa quantia do capital comprometido no veículo. No Brasil, em geral, os investidores se mostram bastantes influentes neste quesito, principalmente nos veículos de estrutura CVM, como observado na Tabela 6.12.

### Tabela 6.12 – Possibilidade de um ou mais Investidores (LPS) convocarem uma Assembleia Extraordinária

Distribuição do número de veículos de investimento, estratificado por estrutura legal, segundo a possibilidade de um ou mais investidor poder convocar uma Assembleia Extraordinária. Dados extraídos de amostra de 114 veículos de 63 organizações gestoras.

| O investidor pode convocar uma Assembleia Extraordinária | FIP (CVM 391) | Holding   | Investimento Direto | Limited Partnership | Outra    | Total geral | %           |
|--|---------------|-----------|---------------------|---------------------|----------|-------------|-------------|
| Não  | 3             | 1         | -                   | 5                   | 1        | 10          | 8,8%        |
| Não se aplica  | 5             | 8         | 1                   | 14                  | 3        | 32          | 27,2%       |
| Sim  | 61            | 3         | 1                   | 5                   | 3        | 73          | 64,0%       |
| <b>Total geral</b>                                       | <b>69</b>     | <b>12</b> | <b>2</b>            | <b>24</b>           | <b>7</b> | <b>114</b>  | <b>100%</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

No entanto, para o investidor poder convocar essa Assembleia é necessário que ele tenha investido certa quantia do capital comprometido ao veículo de investimento que pertence. Esta porcentagem de capital necessário para tal varia de acordo com o estatuto do veículo. Na Tabela 6.13 é possível se verificar a distribuição desta quantia por veículo de investimento nas diferentes estruturas legais.

### Tabela 6.13 – Porcentagem de capital integralizado necessário para um ou mais investidores (lps) convocarem uma Assembleia extraordinária.

Distribuição do número de veículos de investimento segundo o percentual de capital integralizado necessário para convocar uma Assembleia Extraordinária. O total de veículos respondentes não é igual para o total que disse sim na Tabela acima, pois os respondentes tinham a opção de responder ou não esse percentual. Dados extraídos de amostra de 49 veículos de 39 organizações gestoras.

| Percentual de capital integralizado | CVM       | Holding  | Limited Partnership | Outra    | Total geral |
|-------------------------------------|-----------|----------|---------------------|----------|-------------|
| 75%                                 | 2         | -        | -                   | -        | 2           |
| 70%                                 | 1         | -        | -                   | -        | 1           |
| 60%                                 | 1         | -        | -                   | -        | 1           |
| 50%                                 | 1         | 1        | 2                   | -        | 4           |
| 20%                                 | 3         | -        | -                   | -        | 3           |
| 10%                                 | 1         | -        | -                   | -        | 1           |
| 5%                                  | 33        | -        | -                   | 3        | 36          |
| 0%                                  | 1         | -        | -                   | -        | 1           |
| <b>Total</b>                        | <b>43</b> | <b>1</b> | <b>2</b>            | <b>3</b> | <b>49</b>   |

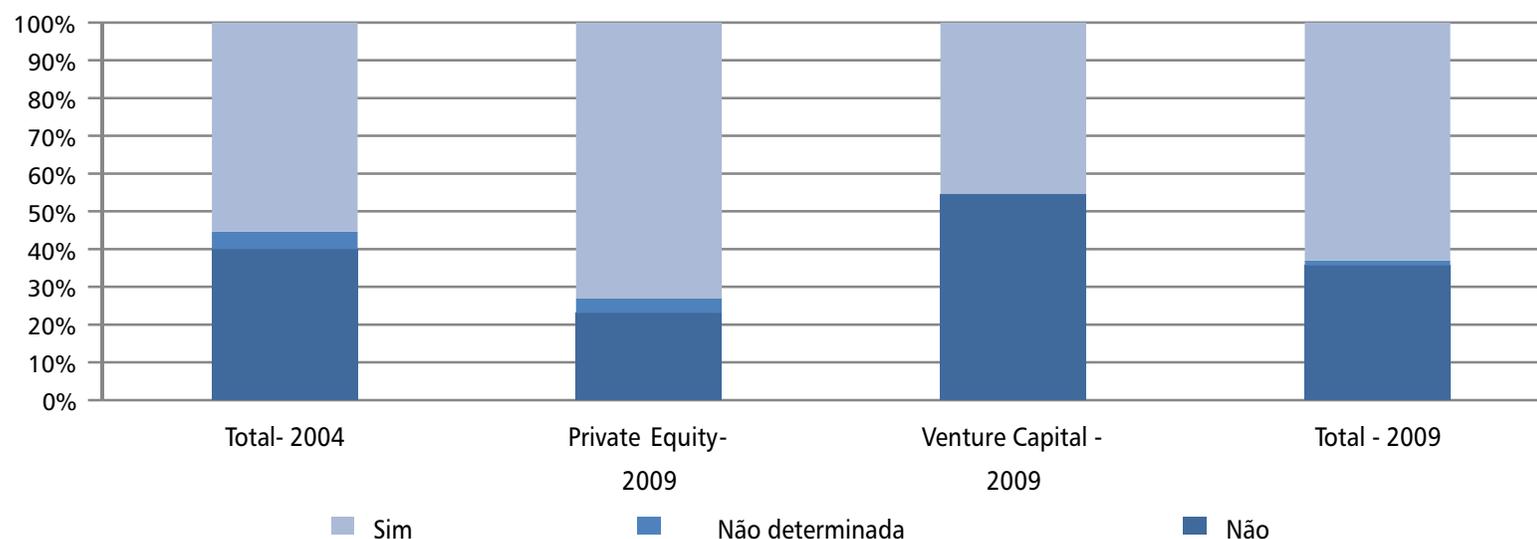
Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Em alguns casos as organizações gestoras promovem encontros entre seus investidores e suas empresas do portfólio. Estes encontros podem ser necessários ou não dependendo da estrutura e normas do veículo de investimento e podem funcionar como um importante mecanismo de monitoramento para o investidor. Por outro lado as organizações gestoras utilizam desses encontros como forma de mostrar aos investidores os progressos de seus

trabalhos. O Gráfico 6.2 mostra que, na realidade Brasileira, a maioria dos veículos de investimento promove esses encontros, a não ser nos veículos de *Venture Capital* cuja frequência destes encontros é menos frequente.

## Gráfico 6.2. – Encontros entre Investidores e Empresas em Portfólio

Distribuição comparativa do número de veículos de investimentos que promovem encontros entre investidores do fundo e empresas do portfólio segundo a modalidade que atuam. Em geral, houve um aumento no número desses encontros de 2004 para 2009. O número de respostas obtidas foi de 26 para *Private Equity* e 11 para *Venture Capital*, de um total de 73 respostas.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Em algumas situações, pode acontecer de o investidor decidir coinvestir diretamente em uma das empresas do portfólio. Esta iniciativa pode ser permitida ou não pelo regulamento dos veículos em que eles estão compromissados, sendo mais aceita em veículos de investimento de *Limited Partnership* como observado na Tabela 6.14.

## Tabela 6.14. – Direito do Investidor de Coinvestir Diretamente nas Empresas do Portfólio

Essa tabela apresenta a distribuição do direito de coinvestimento de investidores a empresas de cada veículo de PE/VC. Dados extraídos de amostra de 111 veículos de 59 organizações gestoras.

| Direito de coinvestimento                                      | CVM       | Holding   | Investimento Direto | Limited Partnership | Outra    | Total geral |
|--|-----------|-----------|---------------------|---------------------|----------|-------------|
| Sim, esse é um direito plenamente garantido                    | 35        | 5         | 2                   | 11                  | -        | 44          |
| Sim, mas apenas sob certas condições                           | 24        | 5         | -                   | 9                   | 4        | 36          |
| Não. É proibido o coinvestimento por qualquer dos investidores | 17        | 2         | -                   | -                   | -        | 16          |
| Outra regra  | 13        | -         | -                   | 6                   | 1        | 15          |
| <b>Total geral</b>   | <b>89</b> | <b>12</b> | <b>2</b>            | <b>26</b>           | <b>5</b> | <b>111</b>  |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

### 6.3.2.4 Prazo para Realização do Investimento

É convencional a inclusão de cláusulas no regulamento do veículo que estabeleçam um período de investimento pré-fixado. O objetivo disso é o de incentivar e acelerar o processo de investimento em prazo

adequado e conveniente para ambas as partes envolvidas no negócio, minimizando os custos de agência. Logo, este pode ser considerado outro mecanismo de defesa para o investidor e incentivo para as organizações gestoras. A maioria dos veículos que investem no Brasil não possui um prazo definido para investimento.

Como observado na Tabela 6.15, o prazo de investimento dos veículos pesquisados sofreu uma leve alta de 2004 para 2009, em razão da necessidade de analisar melhor as alternativas de investimento e novos negócios que se multiplicaram.

**Tabela 6.15.– Duração do período de investimentos**

Distribuição comparativa de veículos de investimento de acordo com seu período de investimento. Diminuição dos veículos sem período de investimento pré-definido. A classe 'Sem período de investimento' se refere àqueles respondentes que declararam não apresentar prazo definido de investimento, enquanto a classe 'Sem informação' se refere àqueles que declararam ter tal prazo, mas não o especificaram. Dados extraídos de amostra de 189 veículos de 94 organizações gestoras.

| Período de Investimento (anos) | 2004               |               | 2009               |             |
|--------------------------------|--------------------|---------------|--------------------|-------------|
|                                | Número de Veículos | %             | Número de Veículos | %           |
| Sem período de investimento    | 45                 | 46,4%         | 62                 | 32,8%       |
| x > 6                          | -                  | -             | 3                  | 1,6%        |
| 6                              | 2                  | 2,1%          | 3                  | 1,6%        |
| 5                              | 14                 | 14,4%         | 32                 | 16,9%       |
| 4,5                            | -                  | -             | 2                  | 1,1%        |
| 4                              | 14                 | 14,4%         | 35                 | 18,5%       |
| 3,5                            | -                  | -             | 3                  | 1,6%        |
| 3,25                           | -                  | -             | 1                  | 0,5%        |
| 3                              | 18                 | 18,6%         | 23                 | 12,2%       |
| 2,5                            | -                  | -             | 2                  | 1,1%        |
| 2                              | 4                  | 4,1%          | 8                  | 4,2%        |
| 1                              | -                  | -             | 3                  | 1,6%        |
| Sem informação                 | -                  | -             | 12                 | 6,3%        |
| <b>Total</b>                   | <b>97</b>          | <b>100,0%</b> | <b>189</b>         | <b>100%</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de PE/VC

Existe também a possibilidade de extensão do prazo de realização do investimento. Esta decisão pode ser tomada pelo investidor ou pela organização gestora dependendo de suas condições e poderes decisórios nos comitês do veículo. No Brasil, os investimentos que têm seus prazos prorrogados, normalmente, o estendem em um ano no caso de veículos com 4 ou 5 anos de investimento.

**Tabela 6.16. – Prazo de investimento e possibilidade de extensão dos investimentos**

Distribuição dos veículos de investimento de acordo com a relação entre o prazo de investimento e a sua, possível, extensão. Dados extraídos de amostra de 124 veículos de 49 organizações gestoras.

| Prazo de Investimento | Número de Anos de Extensão |    |   |   | Sem informações | Total |
|-----------------------|----------------------------|----|---|---|-----------------|-------|
|                       | 1                          | 2  | 4 | 5 |                 |       |
| x > 6                 | -                          | -  | - | - | 3               | 3     |
| 6                     | -                          | -  | - | - | 1               | 1     |
| 5                     | 8                          | 2  | - | 1 | 21              | 32    |
| 4,5                   | -                          | -  | - | - | 2               | 2     |
| 4                     | 10                         | 6  | 2 | 1 | 15              | 34    |
| 3,5                   | -                          | 3  | - | - | -               | 3     |
| 3,25                  | -                          | -  | - | - | 1               | 1     |
| 3                     | 4                          | 6  | 2 | - | 11              | 23    |
| 2,5                   | -                          | -  | - | - | 2               | 2     |
| 2                     | 2                          | 1  | 1 | - | 4               | 8     |
| 1                     | -                          | -  | - | - | 3               | 3     |
| Sem informação        | -                          | -  | - | - | 12              | 12    |
| Total                 | 24                         | 18 | 5 | 2 | 75              | 124   |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Assim como existe, na maioria dos casos, um prazo pré-definido para a realização do investimento, também existe um prazo para a realização do desinvestimento. Este prazo, também, serve como base para a proteção dos investidores, visto que estabelece uma data limite para a realização do desinvestimento de seu capital. De acordo com nossa pesquisa, a maioria dos veículos de investimento possui um prazo de desinvestimento de 4 anos, seguida pela de 5 anos.

### Tabela 6.17. – Duração do período de desinvestimentos

Número de veículos de investimento exemplificados pelo seu prazo de desinvestimento. Maioria dos veículos reportados não possui um período de desinvestimento pré-definido. A classe 'Sem período de investimento' se refere àqueles respondentes que declararam não apresentar prazo definido de investimento, enquanto a classe 'Sem informação' se refere àqueles que declararam ter tal prazo, mas não o especificaram. Dados extraídos

de amostra de 133 veículos de 71 organizações gestoras.

| Período de Desinvestimento (anos) | 2009               |               |
|-----------------------------------|--------------------|---------------|
|                                   | Número de Veículos | %             |
| Sem período de desinvestimento    | 56                 | 42,1%         |
| x > 6                             | 13                 | 9,8%          |
| 6                                 | 10                 | 7,5%          |
| 5,5                               | 1                  | 0,8%          |
| 5                                 | 17                 | 12,8%         |
| 4,5                               | 1                  | 0,8%          |
| 4                                 | 18                 | 13,5%         |
| 3,5                               | 3                  | 2,3%          |
| 3                                 | 4                  | 3,0%          |
| 2                                 | 3                  | 2,3%          |
| 1                                 | 1                  | 0,8%          |
| Não definido                      | 6                  | 4,5%          |
| <b>Total</b>                      | <b>133</b>         | <b>100,0%</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Neste item, os investidores e organizações gestoras também possuem o direito de estender os prazos de desinvestimentos em alguns veículos, caso necessário. Esta extensão de prazos de desinvestimentos ocorre, na maioria dos casos, em veículos que possuem um prazo de desinvestimento de 5 anos, sendo que o prazo de extensão mais frequente é de 2 anos.

### **Tabela 6.18. – Prazo de duração e possibilidade de extensão dos desinvestimentos**

Distribuição dos veículos de investimento de acordo com a relação entre prazo de desinvestimento e a sua, possível, extensão. Maior possibilidade de extensão dos prazos nos veículos cujos prazos de desinvestimento abrange 4 a 5 anos. Dados extraídos de uma amostra de 130 veículos de 34 organizações gestoras.

| Prazo (anos) | Extensão (anos) |           |          |          |          |          | Sem informações | Total      |
|--------------|-----------------|-----------|----------|----------|----------|----------|-----------------|------------|
|              | 1               | 2         | 3        | 4        | 5        | 8        |                 |            |
| x > 6        | 2               | 8         | 2        | -        | -        | 1        | -               | 13         |
| 6            | 3               | -         | -        | 2        | 1        | -        | 2               | 8          |
| 5,5          | -               | -         | -        | -        | -        | -        | 1               | 1          |
| 5            | 4               | 9         | 1        | -        | 1        | -        | 2               | 17         |
| 4,5          | -               | -         | -        | -        | -        | -        | 1               | 1          |
| 4            | 7               | 6         | -        | 2        | -        | -        | 3               | 18         |
| 3,5          | -               | 3         | -        | -        | -        | -        | -               | 3          |
| 3            | 1               | 1         | -        | 2        | -        | -        | -               | 4          |
| 2,5          | -               | 1         | -        | -        | -        | -        | -               | 1          |
| 2            | 1               | 2         | -        | -        | -        | -        | -               | 3          |
| 1            | -               | -         | -        | -        | -        | -        | 1               | 1          |
| Não definido | -               | -         | -        | -        | -        | -        | 60              | 60         |
| <b>Total</b> | <b>18</b>       | <b>30</b> | <b>3</b> | <b>6</b> | <b>2</b> | <b>1</b> | <b>70</b>       | <b>130</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

### 6.3.3. Remuneração

Um veículo de investimentos em PE/VC está sujeito a diversos fatores que influenciam a remuneração dos membros de uma organização gestora. Os três principais fatores a serem analisados são: (i) o caráter de longo prazo, (ii) a necessidade de serviço especializado para a gestão dos ativos a organização gestora analisa centenas de propostas e pode ter várias empresas de diferentes setores em seu portfólio, o que dificulta a tomada de decisões) e, (iii) os gastos e procedimentos referentes à compra de participações e sua administração que são custosos (especialmente comparados a negociações em bolsa de valores).

A remuneração das organizações gestoras se fundamenta em duas partes: a taxa de administração (*management fee*) e a taxa de performance (*carried interest*), sendo que existem fatores que interferem

nestas remunerações, as bases sobre as quais essas taxas são calculadas, a *hurdle-rate*, o *timing* de pagamento das taxas, a utilização de cláusula de *clawback* e a inflação ou um determinado custo referencial de oportunidade (Kameyama, 2001).

O tema de remuneração suscita discussões sobre qual é o valor justo para a remuneração das organizações gestoras de PE/VC. O modelo de taxas “2/20” talvez não reflita mais o valor adequado para a remuneração, visto que a indústria evoluiu muito nos últimos anos (Preqin, 2010a). Com o surgimento da ILPA, os investidores de PE/VC têm se organizado para reivindicar melhores práticas de governança, dentre elas, o ajustamento das taxas de remuneração das organizações gestoras. No Brasil, é válido ressaltar que as estruturas CVM, maioria dentre os veículos Brasileiros, possuem uma regulamentação mais bem definida, de forma que os investidores sejam beneficiados por veículos mais bem estabelecidos.

### 6.3.3.1 Taxa de Administração

A taxa de consiste em uma remuneração que pode assumir uma estrutura fixa ou variável, sendo que quando adotado o modelo variável, a base do seu cálculo podem ser as mais diversas como: Capital Comprometido (*Committed Capital*), Capital Disponível (*Contributed Capital*), o Capital Investido, Capital Investido Líquido (*Invested Capital*), o Patrimônio Líquido ou outros.

Outro ponto importante na estrutura dessa taxa é a variação de sua base e, até mesmo, de sua quantia do período de investimento para o período de desinvestimento. Isso ocorre em razão da volatilidade que ela pode apresentar no decorrer da vida do veículo se mantida uma única base de cálculo. Como, por exemplo, se uma organização gestora cobrar uma taxa de administração sobre o capital investido, ela será menor no período de investimento e maior no período de desinvestimento. A importância dessa variação se deve a, de acordo com Metrick (2007), necessidade de maiores necessidades de recursos nos primeiros anos de vida do veículo em razão da maior incidência de custos e despesas para a organização gestora nesse período.

A exemplo desses custos e despesas incorridos nas organizações gestoras, podemos apontar as despesas operacionais da própria organização gestora (ex: salários, aluguéis, etc.), os custos incorridos na avaliação e análise das propostas de investimentos não realizados (ex: *Due Diligence*), entre outros. A Tabela 6.19 nos mostra que é comum a taxa de administração cobrir principalmente as despesas e custos operacionais (20,9%), despesas com publicação de relatórios (11,1%) e com a contratação de terceiros para prestar serviços legais, fiscais, contábeis e de consultoria para o veículo (9,6%).

#### Tabela 6.19. – Custos e Despesas Pagos pela Taxa de Administração

## A Indústria de Private Equity e Venture Capital 2º Censo Brasileiro

Somatória das respostas apontadas pelas organizações gestoras referentes aos custos e despesas cobertas pela taxa de administração. A soma do número de respostas não corresponde a amostra, pois a questão permitia assinalar mais de uma alternativa. Dados extraídos de uma amostra de 110 veículos de 50 organizações gestoras.

| Custos e Despesas   | Número de Casos | (%)           |
|---|-----------------|---------------|
| Despesas operacionais da própria Organização Gestora (ex.: salários, aluguéis, etc.)  | 94              | 22,1%         |
| Custos de constituição, fusão, incorporação, cisão ou liquidação do veículo   | 30              | 7,1%          |
| Custos incorridos na avaliação e análise de investimentos não realizados (ex.: <i>Due diligence</i> , etc.)   | 36              | 8,5%          |
| Contratação de terceiros para prestar serviços legais, fiscais, contábeis e de consultoria especializada para avaliação e análise de oportunidades de investimentos | 39              | 9,2%          |
| Contratação do Administrador do veículo   | 43              | 10,1%         |
| Despesas com auditoria das demonstrações contábeis do próprio veículo   | 31              | 7,3%          |
| Emolumentos e Comissões referentes às operações de investimentos e desinvestimentos do veículo  | 20              | 4,7%          |
| Taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais, que recaiam sobre os bens, direitos e obrigações do veículo                                       | 35              | 8,2%          |
| Despesas com impressão, expedição, e publicação de relatórios, formulários e periódicos, correspondências e comunicações aos investidores                           | 47              | 11,1%         |
| Consultoria especializada para suporte permanente ao próprio veículo (ex.; consultor de tecnologia, consultor de biotecnologia, etc.)                               | 26              | 6,1%          |
| Parcela de prejuízos eventuais não cobertos por apólices de seguro  | 20              | 4,7%          |
| Outros. Especifique   | 4               | 0,9%          |
| <b>Total geral</b>  | <b>425</b>      | <b>100,0%</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Como já citado anteriormente, no Brasil existe um fenômeno peculiar onde o gestor do fundo de investimento pode ser o administrador do mesmo. Esta estrutura é possível, pois o órgão regulatório Brasileiro, CVM, permite assumir esse papel. Na realidade, a CVM exige em suas instruções para FIPs e

FMIEEs que um administrador deve ser responsável pelo veículo. O que ocorre, no entanto, é que o veículo é gerido pelo gestor, considerado a figura mais importante, que acaba muitas vezes tendo de contratar um administrador para gerir a burocracia de um veículo.

Há ainda uma possibilidade permitida pela CVM de que o administrador seja a mesma pessoa jurídica que o gestor, o que permite a empresas que têm suporte a essas atividades se responsabilizarem integralmente por seus próprios veículos. E, além disso, esse caráter fornece uma maior segurança ao gestor dito que na legislação Brasileira o administrador tem o poder de demitir o gestor do veículo.

As figuras de consultor de gestão e de consultor técnico são um pouco menos presentes, sendo que o primeiro é uma organização gestora que quer gerir o capital, mas que contrata outra organização registrada na CVM para administrar o veículo, e o segundo, uma organização consultora com grande expertise no setor em que a organização gestora investe.

A taxa de administração pode ser recebida por todos os atores, ou apenas por alguns deles. Pode-se notar na Tabela 6.20 que o Administrador e o Gestor são os que mais recebem a taxa de administração diretamente, com 86,9% e 83,1% respectivamente. Isto ocorre porque no Brasil a maioria das organizações gestoras exercem o papel de por gestores e administradores.

### Tabela 6.20. – Atores remunerados pela taxa de administração

Distribuição do número de veículos de investimento segundo o recebimento da remuneração de taxa de administração de cada ator. A soma não corresponde à amostra, pois o questionário permitia mais de uma resposta. Essa tabela é feita com uma amostra de 128 veículos de 64 organizações gestoras.

| Atores              | Não recebe | (%)         | Recebe     | (%)         | Total geral |
|---------------------|------------|-------------|------------|-------------|-------------|
| Administrador       | 51         | 21,2%       | 50         | 27,7%       | 101         |
| Gestor              | 11         | 4,1%        | 97         | 57,6%       | 108         |
| Consultor de gestão | 61         | 24,2%       | 13         | 7,6%        | 74          |
| Consultor Técnico   | 66         | 25,7%       | 7          | 3,8%        | 73          |
| Outros              | 64         | 24,9%       | 6          | 3,3%        | 70          |
| <b>Total geral</b>  | <b>253</b> | <b>100%</b> | <b>173</b> | <b>100%</b> | <b>426</b>  |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

A realidade no Brasil mostra que com a grande expansão da indústria de PE/VC as taxas de administração têm mudado historicamente. Considerando os US\$ 5,58 bilhões de capital comprometido em 2004, cobrava-se entre 1 e 2% de taxa de administração sobre 60,2% deste capital, enquanto hoje as taxas exercidas em média são mais frequentemente entre 2% e 3% para os administradores que são os próprios gestores, enquanto é mais baixa para os que são apenas gestores, pois precisam dividir a taxa com outros atores.

**Tabela 6.21. – Taxa de administração**

Distribuição intervalar da taxa de administração paga aos atores dos veículos de investimento no primeiro ano de existência do mesmo. A taxa foi analisada de forma distinta para administradores que atuam como gestor, amostra de 15 veículos, e para atores que são apenas gestores, amostra de 35 veículos.

| Taxa (porcentagem) | 2004               |               |                                     |               |
|--------------------|--------------------|---------------|-------------------------------------|---------------|
|                    | Número de Veículos | %             | Capital Comprometido (US\$ bilhões) | %             |
| Sem taxa           | 25                 | 27,8%         | 0,95                                | 20,6%         |
| $0 < x < 0,5$      | 3                  | 3,3%          | 0,04                                | 0,9%          |
| $0,5 \leq x < 1$   | 2                  | 2,2%          | 0,25                                | 5,4%          |
| $1 \leq x < 1,5$   | 7                  | 7,8%          | 1,38                                | 29,9%         |
| $1,5 \leq x < 2$   | 30                 | 33,3%         | 1,4                                 | 30,3%         |
| $2 \leq x < 3$     | 21                 | 23,3%         | 0,59                                | 12,8%         |
| $x \geq 3$         | 2                  | 2,2%          | 0,01                                | 0,2%          |
| Sem Informação     | 7                  | 0,0%          | 0,96                                | 0,0%          |
| <b>Total</b>       | <b>97</b>          | <b>100,0%</b> | <b>5,58</b>                         | <b>100,0%</b> |

| Taxa (porcentagem) | Administrador é o mesmo que o Gestor - 2009 |               |                                     |               |  |
|--------------------|---|---------------|-------------------------------------|---------------|--|
|                    | Número de Veículos                          | %             | Capital Comprometido (US\$ milhões) | %             | Sem informação do Capital Comprometido |
| Sem taxa           | 0   | 0,0%          | 0                                   | 0,0%          | 0                                      |
| $0 < x < 0,5$      | 1   | 6,7%          | 14,37                               | 0,7%          | 0                                      |
| $0,5 \leq x < 1$   | 0   | 0,0%          | 0                                   | 0,0%          | 0                                      |
| $1 \leq x < 1,5$   | 1   | 6,7%          | 287,36                              | 14,4%         | 0                                      |
| $1,5 \leq x < 2$   | 5   | 33,3%         | 1.212,83                            | 60,9%         | 2                                      |
| $2 \leq x < 3$     | 7   | 46,7%         | 470,95                              | 23,6%         | 1                                      |
| $x \geq 3$         | 1   | 6,7%          | 6,9                                 | 0,3%          | 1                                      |
| Sem Informação     | 0   | 0,0%          | 0                                   | 0,0%          | 0                                      |
| <b>Total</b>       | <b>15</b>                                   | <b>100,0%</b> | <b>1.992,41</b>                     | <b>100,0%</b> | <b>4</b>                               |

| Taxa (porcentagem) | Gestor - 2009      |               |                                     |               |  |
|--------------------|--------------------|---------------|-------------------------------------|---------------|--|
|                    | Número de Veículos | %             | Capital Comprometido (US\$ milhões) | %             | Sem informação do Capital Comprometido |
| Sem taxa           | 0                  | 0,0%          | 0                                   | 0             | 0                                      |
| $0 < x < 0,5$      | 5                  | 14,3%         | 1.149,43                            | 32,1%         | 4                                      |
| $0,5 \leq x < 1$   | 3                  | 8,6%          | 603,45                              | 16,9%         | 2                                      |
| $1 \leq x < 1,5$   | 7                  | 20,0%         | 614,14                              | 17,2%         | 3                                      |
| $1,5 \leq x < 2$   | 5                  | 14,3%         | 400,86                              | 11,2%         | 4                                      |
| $2 \leq x < 3$     | 13                 | 37,1%         | 750,57                              | 21,0%         | 6                                      |
| $x \geq 3$         | 2                  | 5,7%          | 57,47                               | 1,6%          | 1                                      |
| Sem Informação     | 0                  | 0,0%          | 0                                   | 0,0%          | 0                                      |
| <b>Total</b>       | <b>35</b>          | <b>100,0%</b> | <b>3.575,92</b>                     | <b>100,0%</b> | <b>20</b>                              |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de PE/VC

A base da taxa de administração tem um caráter essencial para a organização gestora. Apesar de a taxa de administração da maioria dos produtos tradicionais do mercado financeiro ser cobrada sobre o valor de mercado do ativo, há razões que impossibilitam essa prática em investimentos em PE/VC. Em primeiro lugar, se as taxas fossem cobradas sobre o valor do portfólio, nos primeiros anos, a remuneração das organizações gestora seria mais baixa, e crescente com o tempo. Já os custos operacionais das organizações gestoras são muito altos no início da operação e decrescentes com o tempo. Neste caso, a operação das organizações gestoras seria inviável, pois não haveria caixa. Considerando essa hipótese de a taxa de administração ser calculada sobre o valor de mercado do portfólio, ocorreria uma perda na qualidade dos investimentos, já que as organizações gestoras buscariam investir rapidamente para a operação se tornar viável (Metrick, 2007).

Além disso, a dificuldade para calcular o valor das empresas do portfólio é grande, já que não são empresas com liquidez. Os preços teriam de ser escolhidos de forma arbitrária, prejudicando também o investimento como um todo.

A base para o cálculo da taxa de administração é o capital comprometido<sup>2</sup>. No entanto, é importante destacar que as características da taxa pode se diferenciar do período de investimento para o período de

desinvestimento. Em 2004, o primeiro censo Brasileiro sobre a indústria de PE/VC encontrou que mais de 65% do capital comprometido em PE/VC estava sujeito a taxa de administração com base no próprio capital comprometido durante o período de investimento, seguido da base do custo dos investimentos<sup>3</sup>, que englobava 17,4% do capital comprometido. Neste ano observa-se que a base de cálculo da taxa de administração nos períodos de investimentos para os de desinvestimento mudou. Em nossa pesquisa, a maioria dos veículos de investimento que possui gestores que recebem essa taxa reportou que a sua base de cálculo muda do capital comprometido para o valor de mercado dos investimentos ou para o custo dos investimentos. Já no caso dos administradores que recebem essa taxa, a tendência é de que a base mude do capital comprometido para o custo dos investimentos, em sua maioria. Nota-se que de 2004 para 2009 a base de cálculo mudou do capital comprometido para outras bases como o valor de mercado dos investimentos e custos dos investimentos.

**Tabela 6.22. – Base de Cálculo da Taxa de Administração nos Períodos de Investimento e Desinvestimento**

Esta tabela retrata a comparação entre as bases de taxa de administração cobrada pelas organizações gestoras em 2009 e 2006. Deve-se notar que as organizações gestoras cobram a taxa de administração sobre uma base durante o período de investimentos e muda essa base (e muitas vezes também muda a taxa) durante o desinvestimento. Dados extraídos de uma amostra de 90 veículos de 48 organizações gestoras.

| Base de Cálculo                    |                                    | 2004               |             | 2009               |             |
|------------------------------------|------------------------------------|--------------------|-------------|--------------------|-------------|
| Durante Período de Investimento    | Após Período de Investimento       | Número de veículos | % Válida    | Número de veículos | % Válida    |
| Comprometido                       | Comprometido                       | 26                 | 37,7%       | 12                 | 7,9%        |
| Comprometido                       | Integralizado                      | 2                  | 2,9%        | 2                  | 1,3%        |
| Comprometido                       | Valor de mercado dos investimentos | 8                  | 11,6%       | 25                 | 16,6%       |
| Comprometido                       | Custo dos Investimentos            | 2                  | 2,9%        | 26                 | 17,2%       |
| Integralizado                      | Integralizado                      | 9                  | 13,0%       | 1                  | 0,7%        |
| Custo dos investimentos            | Custo dos investimentos            | 6                  | 8,7%        | 2                  | 1,3%        |
| Valor de mercado dos investimentos | Valor de mercado dos investimentos | 12                 | 17,4%       | 22                 | 14,6%       |
| Orçamento de despesas              | Orçamento de despesas              | 2                  | 2,9%        | 0                  | 0,0%        |
| Outros                             |                                    | 2                  | 2,9%        | 14                 | 9,3%        |
| Sem informação                     |                                    | 28                 |             | 47                 | 31,1%       |
| <b>Total</b>                       |                                    | <b>97</b>          | <b>100%</b> | <b>151</b>         | <b>100%</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de PE/VC

3 Custo dos Investimentos (*cost basis*) é definido por Metrick (2007) como o a quantidade de dinheiro em dólar do investimento original.

### 6.3.3.2 Taxa de Performance

A Taxa de Performance é uma porcentagem paga à organização gestora de PE/VC caso os investimentos excedam uma taxa-piso pré-estabelecida (*hurdle rate* ou *preferred rate*), em geral o custo de oportunidade exigido pelo investidor ao comprometer capital em uma classe de ativos com perfil de risco e iliquidez superior ao mercado público de ações. Essa taxa é o modo considerado correto de aplicar incentivos à organização gestora, tendo um papel crítico no alinhamento de interesses de organizações gestoras e investidores. Historicamente, a taxa de performance é a forma de compensação de onde advém a maior parte da receita das organizações gestoras (Metrick, 2007).

Para um breve exemplo, um veículo de investimento que tivesse US\$ 200 milhões de capital comprometido, e na retirada conseguisse US\$ 300 milhões, possuiria US\$ 100 milhões de lucro (sem considerar a taxa de administração). No caso da organização gestora cobrar 20% sobre o lucro de taxa de performance, receberia \$20 milhões. Segundo Gompers e Lerner (1996), 88% dos veículos em PE/VC praticavam esta taxa de 20%. Apesar disso não há um consenso sobre os fundamentos desse valor para taxas de performance. No Brasil, a taxa praticada é semelhante ao utilizado nos EUA sendo que a maior parte dos veículos que cobram taxas de performance de 20%, como veremos mais detalhadamente a seguir. Segundo Caselli (2010), as taxas de performance variam entre 15% e 40%, utilizando-se de 5% a 10% de *hurdle-rate*.

Existem diversos fatores que influenciam a remuneração. A base sobre a qual ela é calculada é o mais importante deles, pois ela indica o valor que a organização gestora deverá superar para só então começar a ser paga. A maior parte da indústria de PE/VC utiliza a diferença entre capital comprometido e o valor recebido no desinvestimento. Este valor é mais benéfico ao investidor, já que a taxa será cobrada sobre uma base menor, pois a organização gestora só receberá essa taxa depois que conseguir superar toda a taxa de administração cobrada.<sup>4</sup> O outro modelo de taxa de performance mais utilizado é aquele cuja base recai sobre o capital investido, modelo mais amigável às organizações gestoras, já que receberão taxa de performance sobre tudo o que render o veículo de investimento (considerando que não há *hurdle-rate*).

As variáveis sobre a taxa de performance explicadas anteriormente somente definem o valor da remuneração. Outro aspecto importante, no entanto, diz respeito ao *timing* dessa remuneração. O modo mais favorável ao investidor é aquele em que se requer que todo o valor recebido seja devolvido para, só então, se fazer o pagamento da taxa de performance (*whole basis*). Nesse caso, um veículo cuja taxa

---

4 Em um fundo de US\$ 100 milhões com 10 anos de prazo 2% de taxa de administração e 20% de taxa de performance sobre o capital comprometido, a organização gestora receberá US\$ 20 milhões de taxa de administração e precisará fazer com que o investimento ultrapasse os US\$ 100 milhões, para só então começar a receber taxa de performance (considerando que não há *hurdle-rate*).

de performance possua como base o capital comprometido, a organização gestora deverá retornar todo o capital comprometido para só então receber a taxa de performance. Os modos mais favoráveis às organizações gestoras se mostram como sendo aquelas em que a base é o capital investido ou o capital integralizado líquido. Nesses casos, o LP receberá a base, que sempre será menor do que o capital comprometido e, portanto, o GP receberá sua parcela dos lucros antes.

### Tabela 6.23. – Timing de pagamento da taxa de performance

Número de veículos de investimento de acordo com o *timing* de pagamento da taxa de performance. A maioria das taxas de performance são pagas aos investidores após todo o capital comprometido ou capital investido ser retornado aos investidores. Dados extraídos de uma amostra de 63 organizações gestoras e 115 veículos.

| Timing  | Número de Veículos | (%)         |
|---|--------------------|-------------|
| O Capital Comprometido é totalmente retornado aos investidores (LPs), antes da taxa de performance ( <i>carried interest</i> ) ser pago ao gestor (GP)      | 33                 | 28,7%       |
| O Capital Disponível é totalmente retornado aos investidores (LPs), antes da taxa de performance ( <i>carried interest</i> ) ser pago ao gestor (GP)        | 6                  | 5,2%        |
| O Capital Investido é totalmente retornado aos investidores (LPs), antes da taxa de performance ( <i>carried interest</i> ) ser pago ao gestor (GP)         | 33                 | 28,7%       |
| O Capital Investido Líquido é totalmente retornado aos investidores (LPs), antes da taxa de performance ( <i>carried interest</i> ) ser pago ao gestor (GP) | 17                 | 14,8%       |
| O NAV ou Patrimônio Líquido é totalmente retornado aos investidores (LPs), antes da taxa de performance ( <i>carried interest</i> ) ser pago ao gestor (GP) | 5                  | 4,3%        |
| Outras  | 21                 | 18,3%       |
| <b>Total</b>  | <b>115</b>         | <b>100%</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Em muitos casos, GP e LP acordam que haverá um retorno preferencial. A chamada *hurdle-rate* é uma porcentagem da base de capital que será paga ao LP antes do que o GP comece a receber a taxa de performance. A *hurdle-rate* é considerada como sendo um custo de capital e particularmente no Brasil, liga-se a índices de preços como IGP-M, IPC, ou ainda se liga ao dólar, definindo uma taxa que se encontra geralmente entre 6 e 10%.

As taxas-piso (*hurdle-rate*) no Brasil seguem dois principais modelos. Elas podem ser em reais e pós fixadas, indexadas a algum índice de preços, ou podem ser pré-fixadas em dólar. A maior parte das taxas-piso no Brasil são hoje as atreladas ao IPCA, mais aproximadamente 8% de custo de oportunidade. O IGP-M também anda bem presente como taxa-piso, enquanto as taxas atreladas ao dólar vêm diminuindo nos últimos anos.

**Tabela 6.24. – Taxa-piso (Hurdle Rate)**

Distribuição do número de veículos de investimento segundo a relação indexador índice e taxa piso. Aumento do uso do IPCA como indexador para a *hurdle rate*. Dados extraídos de uma amostra de 105 veículos de 52 organizações gestoras.

| Índice                       | Taxa (%)     | 2004               | 2009               |
|------------------------------|--------------|--------------------|--------------------|
|                              |              | Número de veículos | Número de veículos |
| IGPM                         | 10 ou +      | 3                  | 6                  |
|                              | $6 < x < 10$ | 8                  | 6                  |
|                              | 6 ou -       | 19                 | 13                 |
| IPCA                         | 10 ou +      | 4                  | 20                 |
|                              | $6 < x < 10$ | 0                  | 25                 |
|                              | 6 ou -       | 0                  | 11                 |
| INPC                         | 6 a 12       | 4                  | 7                  |
| US\$                         | 10 ou +      | 3                  | 1                  |
|                              | $6 < x < 10$ | 8                  | 4                  |
|                              | 6 ou -       | 4                  | 1                  |
| Outros                       |              | 6                  | 8                  |
| Não se aplica/sem informação |              | 38                 | 3                  |
| Total                        |              | 97                 | 105                |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de PE/VC

Com relação à distribuição do retorno de prioridade, também pode ser definida uma Cláusula de *Catch-up*. Essa cláusula pode servir a organização gestora como uma maneira de receber grande parte da sua performance após a *hurdle-rate* ter sido paga. Dessa forma, quando a meta de investimento é atingida, em alguns casos, toda a saída de proventos pode ser paga diretamente como remuneração às organizações gestoras, até que a remuneração alcance uma determinada razão, para então pagar o que pertence aos investidores. Em outros casos, somente no final o ajuste dos resultados será feito, pagando o que ainda não tiver sido pago à organização gestora (*catch-up*) (De Carvalho, Ribeiro e Furtado, 2006).

A *catch-up* é definida com uma porcentagem. No caso de um veículo de investimentos com 20% de taxa de performance, 8% de *hurdle-rate* e 100% *catch-up*, em que as bases são sobre o capital comprometido de US\$ 100 milhões, considerando um desinvestimento de US\$ 200 milhões, após retornar US\$ 8 milhões de *hurdle-rate* ao LP, a organização gestora receberia os próximos US\$ 20 milhões, e só então o LP receberia os US\$ 72 milhões restantes de lucro.

A presença da cláusula de *catch-up*, que implica a devolução de um mínimo capital antes da cobrança da taxa de performance, é ainda pequena e segue uma tendência de queda, devido à pressão pelos investidores. Em 2009 apenas 8,9% das organizações gestoras praticam um *catch-up* de 100%, enquanto 76,2% ainda não se utilizam deste mecanismo.

**Tabela 6.25. – Catch-up**

Distribuição do número de veículos de investimento referentes à adoção da cláusula de *catch-up* e em qual porcentagem. A maioria da amostra analisada, cerca de 76,2%, não adota essa cláusula em seu regulamento. A classe “Possui mas não informou” se refere a respondentes que informaram utilizar a cláusula mas não especificaram em qual porcentagem. Dados extraídos de uma amostra de 93 veículos de 45 organizações gestoras.

| Catch-Up                | Número de Veículos | %            |
|-------------------------|--------------------|--------------|
| 100%                    | 9                  | 8,9          |
| 50%                     | 2                  | 2,0          |
| 20%                     | 6                  | 5,9          |
| 12%                     | 1                  | 1,0          |
| 10%                     | 1                  | 1,0          |
| Não Possui              | 69                 | 76,2         |
| Possui mas não informou | 5                  | 5,0          |
| <b>Total</b>            | <b>93</b>          | <b>100,0</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Para maior segurança dos investidores (LP), pode ser estabelecida uma cláusula de *clawback*. No caso, por exemplo, de a taxa de performance ser paga rapidamente e de o desinvestimento não ser bem-sucedido, por perdas parciais, a organização gestora deveria retornar a taxa ao LP. Para esse fim a cláusula de *clawback* define como o GP irá assegurar, ou qual garantia terá de que poderá devolver a taxa de performance não haja lucros que justifiquem o recebimento dessa taxa de performance.

**Tabela 6.26. – Clawback**

Percentual do número de veículos de investimento segundo a cláusula de *clawback*. A maioria amostral apontou não possuir esse tipo de cláusula. Amostra total de 98 veículos, sendo que 69 disseram que possui essa cláusula e 20 disseram que não possuem. Dados extraídos de uma amostra de 89 veículos de 46 organizações gestoras.

| Cláusulas de Clawback | Número de Veículos | (%)           |
|-----------------------|--------------------|---------------|
| Não                   | 69                 | 77,5%         |
| Sim                   | 20                 | 22,5%         |
| <b>Total</b>          | <b>89</b>          | <b>100,0%</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Com 90,9% das organizações gestoras recebendo 20% de taxa de performance em 2004, os administradores são os que continuam recebendo mais frequentemente os 20% de performance, e os gestores já possuem taxas inferiores aos tradicionais 20% praticados na indústria.

**Tabela 6.27. – Taxa de performance**

Distribuição do número de veículos de investimento segundo a cobrança da taxa de performance, ou não, pelos diferentes atores envolvidos. Modelo tradicional de cobrança de 20% prevalece para os administradores e gestores. Dados extraídos de uma amostra de 114 veículos de 58 organizações gestoras.

| Taxa (porcentagem) | 2004               |               | 2009                       |             |                     |             |                                  |             |                                |             |
|--------------------|--------------------|---------------|----------------------------|-------------|---------------------|-------------|----------------------------------|-------------|--------------------------------|-------------|
|                    | Número de Veículos | %             | Recebida por Administrador |             | Recebida por Gestor |             | Recebida por Consultor de Gestão |             | Recebida por Consultor Técnico |             |
|                    |                    |               | Número de Veículos         | %           | Número de Veículos  | %           | Número de Veículos               | %           | Número de Veículos             | %           |
| 0 < x < 5          | 0                  | 0,0%          | 2                          | 5,4%        | 2                   | 2,9%        | 1                                | 20,0%       | 1                              | 33,3%       |
| 5 ≤ x < 10         | 1                  | 1,5%          | 1                          | 2,7%        | 1                   | 1,4%        | 2                                | 40,0%       | 2                              | 66,7%       |
| 10 ≤ x < 20        | 3                  | 4,5%          | 2                          | 5,4%        | 10                  | 14,5%       | 2                                | 40,0%       | 0                              | 0,0%        |
| 20                 | 60                 | 90,9%         | 31                         | 83,8%       | 50                  | 76,8%       | 0                                | 0,0%        | 0                              | 0,0%        |
| 20 < x < 25        | 1                  | 1,5%          | 0                          | 0,0%        | 0                   | 0,0%        | 0                                | 0,0%        | 0                              | 0,0%        |
| x ≥ 25             | 1                  | 1,5%          | 1                          | 2,7%        | 3                   | 4,3%        | 0                                | 0,0%        | 0                              | 0,0%        |
| <b>Total</b>       | <b>66</b>          | <b>100,0%</b> | <b>37</b>                  | <b>100%</b> | <b>69</b>           | <b>100%</b> | <b>5</b>                         | <b>100%</b> | <b>3</b>                       | <b>100%</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de PE/VC

Para uma ideia mais acurada sobre como as taxas são utilizadas na maioria dos casos, cruzamos os dados entre taxa de administração e taxa de performance. Encontramos que apesar da pressão expressa pela ILPA, ainda o modelo mais utilizado para taxas é o “2/20” (Sahlman, 1990; Fen, Liang e Prowse, 1995; Metrick, 2007; Caselli, 2010), abrangendo a maioria dos casos. Nas Tabelas 6.28 e 6.29, é possível visualizar a variação da taxa de administração e da taxa de performance recebida pelos gestores e as recebidas pelos administradores. Nota-se que em geral, a tendência é se mostra muito parecida para ambos os casos.

**Tabela 6.28. – Taxa de administração versus taxa de performance (recebidas por administrador)**

A tabela apresenta o quadro da taxa de administração em cruzamento com a taxa de performance, recebidas pelo administrador do veículo, em números absolutos de veículos que se enquadram em cada caso. Destaca-se, dentre os respondentes que determinaram valores estabelecidos, o caso da taxa de administração variando entre 1,0% e 2,0% e taxa de performance de 20%. Dados extraídos de uma amostra de 111 veículos de 60 organizações gestoras.

| Taxa de Performance<br>Taxa de Administração | $0,0 < x \leq 10$ | 15       | 20        | 30       | Sem informação | Retorno Variável | Total geral |
|--|-------------------|----------|-----------|----------|----------------|------------------|-------------|
| $0,0 < x \leq 1,0$                           | 2                 |          | 1         |          | 31             |                  | 34          |
| $1,0 < x \leq 2,0$                           | 1                 | 1        | 15        |          | 14             | 4                | 35          |
| $2,0 < x \leq 3,0$                           |                   |          | 7         |          | 2              |                  | 9           |
| $3,0 < x \leq 4,0$                           |                   |          | 2         | 1        | 3              |                  | 6           |
| Sem informação                               | 1                 |          |           |          | 8              |                  | 9           |
| Sem taxa                                     |                   |          | 1         |          | 16             | 1                | 18          |
| <b>Total</b>                                 | <b>4</b>          | <b>1</b> | <b>26</b> | <b>1</b> | <b>74</b>      | <b>5</b>         | <b>111</b>  |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

**Tabela 6.29. – Taxa de administração versus taxa de performance (recebidas por gestor)**

A tabela apresenta o quadro da taxa de administração em cruzamento com a taxa de performance, recebidas pelo gestor do veículo, em números absolutos de veículos que se enquadram em cada caso. Destaca-se, dentre os respondentes que determinaram valores estabelecidos, o caso da taxa de administração variando entre 1,0% e 2,0% e taxa de performance de 20%. Dados extraídos de uma amostra de 77 veículos de 53 organizações gestoras.

| Taxa de performance<br>Taxa de administração | $0,0 < x \leq 10,0$ | $10,0 < x \leq 15,0$ | 20        | 30       | Não disponível | Cobra taxa variável | Total     |
|--|---------------------|----------------------|-----------|----------|----------------|---------------------|-----------|
| $0,0 < x \leq 1,0$                           | 4                   | 3                    | 1         |          | 2              | 2                   | 12        |
| $1,0 < x \leq 2,0$                           | 1                   | 7                    | 17        |          | 1              | 3                   | 29        |
| $2,0 < x \leq 3,0$                           |                     |                      | 8         |          |                | 1                   | 9         |
| $3,0 < x \leq 4,0$                           |                     |                      |           | 2        |                |                     | 2         |
| Não disponível                               |                     |                      | 2         |          | 2              |                     | 4         |
| Não cobra taxa                               |                     |                      | 1         |          | 17             |                     | 18        |
| Cobra taxa variável                          |                     |                      | 1         |          | 2              |                     | 3         |
| <b>Total</b>                                 | <b>5</b>            | <b>10</b>            | <b>30</b> | <b>2</b> | <b>24</b>      | <b>6</b>            | <b>77</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

A taxa de administração pode ser recebida como um adiantamento à organização gestora, e posteriormente deduzida sobre o valor bruto sobre o qual a taxa de performance incide. Ou, também, pode ser vista como apenas uma despesa, não deduzindo do valor bruto. Não se deduzindo a taxa de administração, o valor recebido pela organização gestora, *ceteris paribus*, será maior. Podemos analisar que na maioria das vezes, como observado na Tabela 6.30, a taxa é deduzida.

### Tabela 6.30. – Dedução da taxa de administração do montante da performance

Percentual do número de veículos de investimento segundo a possibilidade de dedução da taxa de administração sobre o montante de taxa de performance. Maioria dos veículos deduz essa a taxa de administração da performance. Amostra total de 98 respondentes, sendo que 62 disseram deduzir e 36 não. Em 2009 as alternativas da questão foram abordadas de forma diferente da de 2004, portanto, não temos respostas para as duas primeiras opções para 2009.

| Taxa (%)                    | 2004               |               | 2009               |               |
|-----------------------------|--------------------|---------------|--------------------|---------------|
|                             | Número de Veículos | %             | Número de Veículos | %             |
| Deduz-se o valor atualizado | 12                 | 18,2%         | 0                  | 0,0%          |
| Deduz-se o valor nominal    | 27                 | 40,9%         | 0                  | 0,0%          |
| Deduz-se                    | 0                  | 0,0%          | 62                 | 63,3%         |
| Não se deduz                | 27                 | 40,9%         | 36                 | 36,7%         |
| <b>Total</b>                | <b>66</b>          | <b>100,0%</b> | <b>98</b>          | <b>100,0%</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas e 2005 Censo Brasileiro de PE/VC

Como observado na Tabela 6.31, o momento de cálculo da taxa de performance reflete uma predominância do modelo *Total Return*, em 38,4% dos veículos respondentes da pesquisa, em que a taxa é calculada apenas ao encerramento do veículo, transmitindo mais segurança ao investidor que estará protegido caso os últimos *deals* não sejam rentáveis como os primeiros. O *deal-by-deal basis*, por sua vez, ainda é presente em 21,6% dos veículos de investimento em PE/VC no Brasil.

## Tabela 6.31. – Momento de cálculo da taxa de performance

Distribuição de veículos de investimentos segundo o momento do cálculo da taxa de performance. Os quatro que apontaram 'Outros' não especificaram o momento desse cálculo e por isso não foram especificado na pesquisa. Dados extraídos de uma amostra de 125 veículos de 60 organizações gestoras.

| Momentos                                       | Respostas  | (%)           |
|--|------------|---------------|
| Após o período de Desinvestimento              | 31         | 24,8%         |
| Após o período de Investimento                 | 7          | 5,6%          |
| Investimento por Investimento (“Deal by Deal”) | 27         | 21,6%         |
| No encerramento do veículo (“Total Return”)    | 48         | 38,4%         |
| Outros   | 4          | 3,2%          |
| <b>Total geral</b>                             | <b>125</b> | <b>100,0%</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

### 6.3.4. Conflito de Interesses

Na relação entre GPs e LPs, assim como entre os GPs e as empresas investidas, a potencial materialização de conflitos de interesses deve ser prioritariamente mitigada pela previsão regulamentar de diretrizes e condutas padrões para remediar tais situações, e em último caso prever a utilização de arbitragem, conforme descrito na seção subsequente.

As principais questões de conflitos de interesses entre organizações gestoras e investidores derivam da desconfiguração da proposta original do veículo de PE/VC, como a dedicação de profissionais-chave, estrutura de remuneração da organização gestora, o estabelecimento de veículos “potencialmente concorrentes” pela organização gestora, utilização de mais de um veículo para a alavancagem de operações e transação entre Fundos de uma mesma organização gestora.

Dependendo do nível de influência dos investidores em determinado veículo de investimento, pode acontecer de eles possuírem o poder de destituir a organização gestora ou algum membro de sua equipe. Essa afirmação pode ser comprovada observando a Tabela 6.32, que fora coletada por nossa pesquisa em um universo de 121 veículos respondentes.

**Tabela 6.32. – Poder do Investidor em Destituir o Gestor ou Membros da Equipe do Gestor deste Veículo**

Número de veículos de investimento, divididos por estrutura legal, segundo o poder do investidor em destituir o gestor ou algum membro de sua equipe. Dados extraídos de uma amostra de 121 veículos de 61 organizações gestoras.

|  | CVM       | Holding   | Investimento Direto | Limited Partnership | Outra    | Total geral |
|--|-----------|-----------|---------------------|---------------------|----------|-------------|
| Sim, apenas por justa causa                                  | 15        | 2         | -                   | 6                   |          | 33          |
| Sim, em qualquer situação                                    | 8         | 4         | -                   | -                   | -        | 12          |
| Sim, mesmo sem justa causa desde que por maioria qualificada | 13        | 1         | 2                   | 3                   | -        | 29          |
| Sim, por outro mecanismo                                     | 15        | 1         | -                   | 5                   | 3        | 24          |
| Não  | 4         | 5         | -                   | 11                  | 3        | 23          |
| <b>Total geral</b>   | <b>50</b> | <b>13</b> | <b>2</b>            | <b>25</b>           | <b>6</b> | <b>121</b>  |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

#### 6.3.4.1. Solução de Conflitos

Historicamente, o Brasil é conhecido por sua burocracia pesada e pela morosidade no sistema judiciário. Para evitar esses inconvenientes, algumas organizações gestoras definem nos contratos ou em acordos de acionistas a utilização de uma câmara de arbitragem para a solução de possíveis controvérsias. Os benefícios são claros: a maior agilidade para receber uma resposta judicialmente válida, além da alta qualidade no julgamento, já que as câmaras são mais especializadas.

Identificamos pela análise dos dados em nossa pesquisa que 92 veículos de investimento, dos 121 respondentes, reportaram que utilizam deste mecanismo para a solução de conflitos de interesse, sendo que essas câmaras são mais utilizadas nas estruturas CVM.

**Tabela 6.33. – Uso de câmara de arbitragem para resolver conflitos entre a organização gestora de pe/vc e investidores**

Distribuição do número de veículos de investimento, dividido por estrutura legal, em razão do uso de Câmaras de Arbitragem para resolução de conflitos entre a organização gestora de PE/VC e investidores. Dados extraídos de uma amostra de 121 veículos de investimento.

| Câmara de Arbitragem | 2004      |               | 2009      |           |                     |                     |          |             |               |
|----------------------|-----------|---------------|-----------|-----------|---------------------|---------------------|----------|-------------|---------------|
|                      |           | (%)           | CVM       | Holding   | Investimento Direto | Limited Partnership | Outra    | Total geral | (%)           |
| Não                  | 77        | 81,1%         | 15        | 8         | -                   | 5                   | 1        | 29          | 24,0%         |
| Sim                  | 18        | 18,9%         | 63        | 5         | 2                   | 17                  | 5        | 92          | 76,0%         |
| <b>Total</b>         | <b>95</b> | <b>100,0%</b> | <b>78</b> | <b>13</b> | <b>2</b>            | <b>22</b>           | <b>6</b> | <b>121</b>  | <b>100,0%</b> |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

O grande aumento de veículos de investimento que passaram a utilizar este mecanismo de mediação, principalmente na estrutura legal de CVM que se mostra muito acima das demais. Os veículos de investimento da CVM são os que mais possuem esse mecanismo, pois as companhias fechadas em que os veículos FIP investem devem ter em seu estatuto essas câmaras como meio de resolução de conflitos.

## 6.4. As Organizações Gestoras e suas Empresas em Portfólio

Na prática dos investimentos das organizações empresariais – em vista da separação entre controle e propriedade – surgem conflitos causados pela assimetria de informação entre o detentor do controle (executivo) e o detentor da propriedade (acionista). Essa assimetria de informação somada à diferença de objetivos das duas partes gera os custos de agência, que incluem todos os custos com que os acionistas arcam para que os interesses dos gestores se alinhem aos deles (Jensen e Meckling, 1976).

Há alguns objetivos dos agentes que, tipicamente, divergem dos interesses dos principais. O objetivo de expansão e criação de um “império corporativo” pode satisfazer o ego do executivo, mas pode expor a empresa – e seus acionistas – a riscos elevados e indesejados além de destruir valor. Um exemplo oposto é a aversão ao risco dos executivos: tal comportamento conservador pode garantir, por exemplo, a permanência do CEO no cargo por muito tempo, mas compromete a criação de valor para o acionista.

Além disso, a manipulação de resultados financeiros que objetiva a elevação do bônus para executivos e a aborção de opções de ações são fontes clássicas de conflito entre agentes e principais.

Os custos de agência, portanto, advêm da tentativa de alinhamento de interesses entre acionistas e executivos, fazendo com que os exemplos citados acima sejam evitados. Os típicos custos de agência com que os acionistas costumam arcar são: (1) gastos para monitoramento da ação gerencial dos executivos, tais como auditoria interna e externa; (2) gastos para estruturação da organização – de forma a limitar o comportamento indesejável dos executivos – como nomeação de conselheiros externos para o conselho de administração; e (3) os custos de oportunidade provindos da redução da flexibilidade na tomada de decisão devido aos sistemas de monitoramento implantados na governança da empresa.

Para reduzir os custos de agência ocorridos nos relacionamentos dos diferentes *stakeholders* – não só gestores e acionistas – implanta-se um conjunto de práticas e condutas que guiarão a gestão da empresa: a Governança Corporativa (IBGC, 2009). Entre as principais áreas de foco da Governança Corporativa estão incluídas: monitoramento dos executivos pelo Conselho de Administração; políticas de remuneração; auditoria interna e externa; equilíbrio de poder; exigência de transparência etc. Na atividade de PE/VC, a importância da Governança Corporativa é evidente, devido aos altos riscos envolvidos nos negócios de PE/VC, à grande assimetria de informação, e ao impacto que as organizações gestoras têm nas operações das empresas investidas.

Nos últimos anos, verificou-se um grande movimento no sentido de aumentar a transparência e a Governança Corporativa das empresas negociadas em Bolsa de Valores. Em 2001, a BM&FBovespa criou o Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), método de classificação das empresas listadas em relação às práticas de Governança Corporativa. Esse método classifica as empresas com bons níveis de Governança Corporativa em três diferentes níveis: Novo Mercado (ou Nível 3), Nível 2 e Nível 1 (em ordem decrescente de qualidade de Governança) e exigência de transparência e “float”.

O Novo Mercado faz diversas exigências às empresas que nele procuram adentrar, como, por exemplo, que a firma emita apenas ações ordinárias com direito a voto, que promova resolução de conflitos por meio de arbitragem, que disponibilize pelo menos 25% de suas ações, em circulação, à livre negociação no mercado (*free float*), e muitas coisas mais. (BM&FBovespa, 2008).

**Tabela 6.34. – Evolução da Quantidade de Adesões a Cada Nível de Governança Corporativa da Bovespa**

| Nível de GC | Regular | Nível 1 | Nível 2 | Novo Mercado | total |
|-------------|---------|---------|---------|--------------|-------|
| Ano         |         |         |         |              |       |
| 2000        | 494     | 0       | 0       | 0            | 494   |
| 2001        | 450     | 18      | 0       | 0            | 468   |
| 2002        | 407     | 24      | 3       | 2            | 436   |
| 2003        | 374     | 31      | 3       | 2            | 410   |
| 2004        | 343     | 33      | 7       | 7            | 390   |
| 2005        | 316     | 37      | 10      | 18           | 381   |
| 2006        | 300     | 36      | 14      | 44           | 394   |
| 2007        | 293     | 40      | 18      | 82           | 433   |
| 2008        | 279     | 43      | 18      | 99           | 439   |

Fonte: Black, Carvalho e Gorga (2009).

Desde sua criação, verificou-se uma grande pressão dos investidores para que as empresas listadas aderissem ao Novo Mercado, tendo como resultado melhoria significativa nos padrões de Governança das empresas da Bovespa, fato que pode ser observado pela evolução do número de empresas listadas em cada nível de Governança Corporativa, como apresentado na tabela e gráfico anteriores.

Em estudo realizado em 2005 no Brasil, buscou-se analisar a qualidade da governança corporativa em empresas de capital fechado, e destacar quais eram os pontos fracos e fortes neste quesito no contexto nacional. Black, Carvalho e Gorga (2009), por meio da aplicação de um questionário, observaram que os pontos fracos da governança no Brasil eram:

(i) Conselhos de Administração, que apresentavam, na grande maioria dos casos, cadeiras completamente ou então quase completamente preenchidas por membros internos ou representantes da família ou grupo controlador, e que geralmente não apresentam membros independentes ocupando posições em cadeiras;

(ii) Abertura transparente de dados financeiros. Neste quesito, o Brasil encontra-se atrasado, quando comparado aos padrões internacionais, tendo em vista que os padrões Brasileiros de contabilidade não faziam, à época dessa pesquisa, diversas exigências feitas no exterior (como Demonstração do Fluxo de Caixa e confecção quaternal

dos demonstrativos financeiros), bem pelo fato de não haver obrigação de apresentar os demonstrativos em versão de língua inglesa – muito embora a convergência dos padrões contábeis, adoção do IFRS obrigatória a partir de 2010, venha no sentido de sanar essas deficiências;

(iii) Comitês de auditoria: esse instrumento é pouco frequente, de modo que o encargo de garantir a qualidade das informações contábeis é deixado sob responsabilidade do Conselho Fiscal.

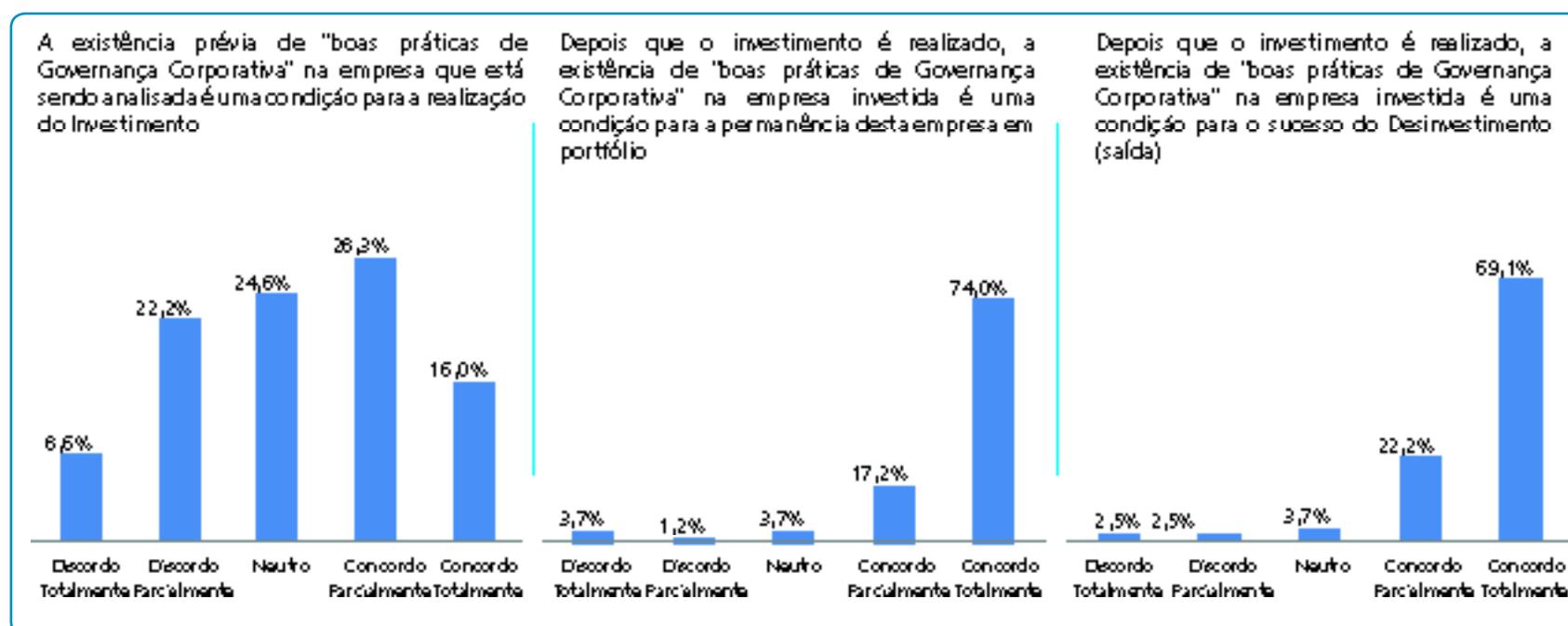
Também se constata uma forte tendência de melhora desse quadro, em vista de iniciativas do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) como o Novo Mercado da BOVESPA e a convergência aos padrões contábeis internacionais, conforme citado, mas também com o aumento de *cross-listings*, com fortalecimento de instituições de fomento à Governança Corporativa, e entre outros.

### 6.4.1. Valor da Governança Corporativa Percebido pelas Organizações Gestoras

A importância econômica dessa política é reconhecidamente aceita pelos atores da indústria de PE/VC, o que pode ser observado pelo Gráfico 6.3.

#### Gráfico 6.3. – Importância Atribuída pelas Organizações Gestoras às “Boas Práticas de Governança Corporativa” em Diferentes Estágios do Investimento

Gráficos expõem a importância percebida pelas organizações gestoras de PE/VC na governança corporativa, por meio do entendimento do impacto desta na continuidade e no sucesso do fluxo de negócios. Dados expostos em frequências relativas baseadas em respostas fornecidas por 81 organizações gestoras de PE/VC.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Nota-se que 36 organizações gestoras de PE/VC (44,4%) consideram a existência de “boas práticas de Governança Corporativa” pré-requisitos para a realização de seus investimentos, já, quanto à implantação desta após a realização dos investimentos, são 74 organizações gestoras (91,36%) que a consideram necessária. Esse aumento na percepção de importância é notável, pois, depois de realizado o investimento, a implantação da Governança Corporativa gera valor à organização gestora – que tem como recursos para a criação de valor, não só o capital financeiro, mas também o capital gerencial e o conhecimento para a quebra de assimetria informacional – Assim, seria desvantajosa, uma perda de recursos, caso ela não a implantasse.

Prova de que o valor da Governança Corporativa é, de fato, percebido, é que as organizações gestoras de PE/VC se dispõem a pagar mais por um investimento, caso ele apresente uma boa Governança Corporativa. Isso está de acordo com alguns estudos empíricos feitos nos EUA, que mostram uma grande valorização das empresas com alto nível de Governança (Brown e Caylor, 2006).

A Tabela 6.35 descreve essa disposição, e mostra que, de modo geral, as organizações gestoras de PE/VC veem grande valor e importância na Governança Corporativa, ao ponto de apresentarem a intenção de pagar, em média, 13,1% a mais em suas negociações.

Ainda nessa tabela, percebe-se que o valor e importância atribuídos à Governança Corporativa pelas organizações gestoras crescem à medida que diminui o grau de desenvolvimento das empresas em que se especializam; o que é altamente condizente com a ideia de que as práticas de Governança Corporativa são de maior valia em empresas menos estruturadas e formadoras de mais ativos intangíveis.

Assim, temos que as organizações gestoras de *Venture Capital*, apenas, têm uma disposição média a pagar 17,3% a mais por uma empresa que já tenha uma boa Governança Corporativa implantada, enquanto, para isso, as organizações gestoras de *Private Equity* têm uma disposição média a pagar 13% a mais. A diferença entre ambas as médias não é, entretanto, estatisticamente significativa.

### Tabela 6.35. – Disposição a Pagar a Mais por Governança Corporativa

A análise captou quanto as organizações gestoras de diferentes estágios estão dispostas a pagar a mais por boas práticas de Governança Corporativa implantadas nas potenciais empresas para investimento, em uma amostra de 49 organizações gestoras de PE/VC.

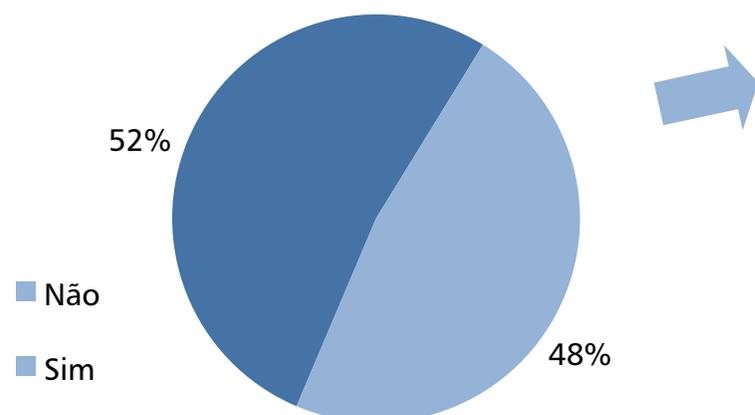
| Estágio                          | Média Aritmética (%) | Desvio Padrão (%) | Mínimo (%) | Máximo (%) |
|----------------------------------|----------------------|-------------------|------------|------------|
| Total/Geral                      | 13,12                | 9,17              | 0,00*      | 32,00      |
| Venture Capital                  | 17,33                | 11,35             | 0,00       | 32,00      |
| Private Equity                   | 13,00                | 10,28             | 0,00       | 30,00      |
| Venture Capital e Private Equity | 11,00                | 7,46              | 0,00       | 20,00      |
| Não Forneceu a modalidade        | 13,17                | 6,18              | 5,00       | 20,00      |

\* Foram 8 (16,33%) respondentes que alegaram pagar zero pela Governança Corporativa.

Em todo caso, na análise das 48% organizações gestoras que acreditam já ter pago pela Governança Corporativa em suas negociações, percebe-se que, em média, o prêmio pago por elas atinge em média 16,8% de valor, devido a condições ora negociais (vide Tabela 6.36.).

### Gráfico 6.4. – Organizações Gestoras que Efetivamente Pagaram pela Governança

Gráfico apresenta a proporção de organizações gestoras que acreditam, declaradamente, ter efetivamente pago mais pela governança corporativa em negócios já realizados. Respostas fornecidas por 21 organizações gestoras de PE/VC.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

### Tabela 6.36. – Governança Corporativa Efetivamente Paga

A análise captou, em uma amostra de 12 organizações gestoras de PE/VC quanto as organizações gestoras acreditam, de fato, ter pago a mais por boas práticas de Governança Corporativa implantadas nas empresas com que fecharam negócios.

| Média | Desvio Padrão | Mediana | Máximo | Mínimo |
|-------|---------------|---------|--------|--------|
| 16,8% | 9,4%          | 20,0%   | 30,0%  | 0,0%   |

Quando se levanta a evolução dos níveis de Governança Corporativa encontrados das propostas recebidas e as que passaram pelas sucessivas fases de investimento até aqueles após o investimento, observamos que, à medida que as oportunidades de negócios vão avançando ao longo do processo de seleção de investimentos, são crescentes os níveis médios de Governança Corporativa requeridos pelas organizações gestoras de PE/VC, sendo que – em uma escala de zero a cinco – o nível médio de Governança Corporativa das propostas recebidas era de 1,60, já, naquelas propostas analisadas, o nível médio era de 2,41, e, por fim, o nível das propostas selecionadas para investimento era 2,67. Em seguida, percebemos uma grande elevação no nível médio de Governança Corporativa requerido das empresas após o investimento, que ficou no patamar de 4,15. Nota-se também que 71,5% das empresas investidas apresentavam níveis baixos ou médios de governança antes do investimento e apenas 18% apresentavam nível alto. A Tabela 6.37, a seguir, expõe estas observações.

**Tabela 6.37. – Nível de Governança Corporativa ao Longo do Processo de Seleção de Investimentos**

A análise apresenta o nível de Governança Corporativa percebida pelas organizações gestoras de PE/VC, numa amostra de 82 organizações, nas potenciais empresas para investimentos ao longo do processo de seleção de investimentos (*deal flow*) e após a realização do investimento.

| Nível de Governança atribuído às propostas recebidas  | Nível de governança corporativa muito baixo | Nível de governança corporativa baixo | Nível de governança corporativa médio | Nível de governança corporativa alto | Nível de governança corporativa muito alto | Média | Desvio Padrão |
|---|---|---------------------------------------|---------------------------------------|--------------------------------------|--|-------|---------------|
| Considerando todas as propostas recebidas   | 48,1%                                       | 39,0%                                 | 9,1%                                  | 3,9%                                 | 0,0%                                       | 1,60  | 0,86          |
| Considerando as propostas que são efetivamente analisadas dentre todas as recebidas                       | 11,7%                                       | 39,0%                                 | 41,6%                                 | 9,1%                                 | 1,3%                                       | 2,41  | 0,97          |
| Considerando as empresas investidas antes do investimento ser realizado por sua organização gestora       | 11,7%                                       | 27,3%                                 | 44,2%                                 | 18,2%                                | 2,6%                                       | 2,67  | 1,04          |
| Considerando as empresas investidas depois que passaram a integrar o portfólio da sua organização gestora | 0,0%  | 5,2%                                  | 11,7%                                 | 45,5%                                | 42,9%                                      | 4,15  | 0,94          |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

O fato de as organizações gestoras serem criadoras de padrões de Governança Corporativa nas empresas investidas é comprovado quando se analisa o nível de governança daquelas empresas

investidas por organizações gestoras de PE/VC que tiveram seu capital aberto em comparação com o nível de governança nas empresas de capital aberto que não sofreram aporte de organizações de PE/VC.

As empresas investidas por PE/VC listadas na BOVESPA apresentam informação contábil de qualidade superior, melhor estrutura de Governança Corporativa, gerenciamento de resultados contábeis (*earnings management*) em níveis menos agressivos, conselhos de administração menos dependentes da gestão da empresa investida, etc. (Gioielli, 2008).

#### 6.4.2. Formalização da Governança

A estrutura societária da empresa determina os direitos e obrigações dos sócios e, conseqüentemente, a governança corporativa de cada uma. Elementos como Conselho de Administração, Diretoria Executiva e Conselho Fiscal, por exemplo, costumam apresentar diferenças quando se comparam as Sociedades Limitadas com as de Capital Aberto. Por isso, é recomendável analisar a estrutura societária das empresas investidas, como um primeiro passo da análise de sua governança.

Entre as 60 empresas respondentes, maior parte é Sociedade Anônima de Capital Fechado (68,3%), enquanto as Sociedades Limitadas correspondem a 21,7% e as Sociedades Anônimas de Capital Aberto 10%. A preponderância das Sociedades Anônimas, diante das Limitadas, também pode ser explicada por a mudança de Limitada para Sociedade Anônima após o investimento de PE/VC, com mecanismos de governança corporativa.

#### Tabela 6.38. – Categorias de Estrutura Societária

A tabela apresenta a frequência absoluta e relativa das estruturas societárias das empresas investidas, de uma amostra de 58 empresas representadas por 30 organizações gestoras de PE/VC, separando-as nas classes de Limitadas e Sociedade Anônima de Capital Aberto e Capital Fechado.

| Estrutura Societária                 | Frequência Absoluta | Frequência Relativa |
|--------------------------------------|---------------------|---------------------|
| Limitada                             | 13                  | 21,7%               |
| Sociedade Anônima de Capital Fechado | 41                  | 68,3%               |
| Sociedade Anônima de Capital Aberto  | 6                   | 10,0%               |
| <b>Total</b>                         | <b>60</b>           | <b>100,0%</b>       |

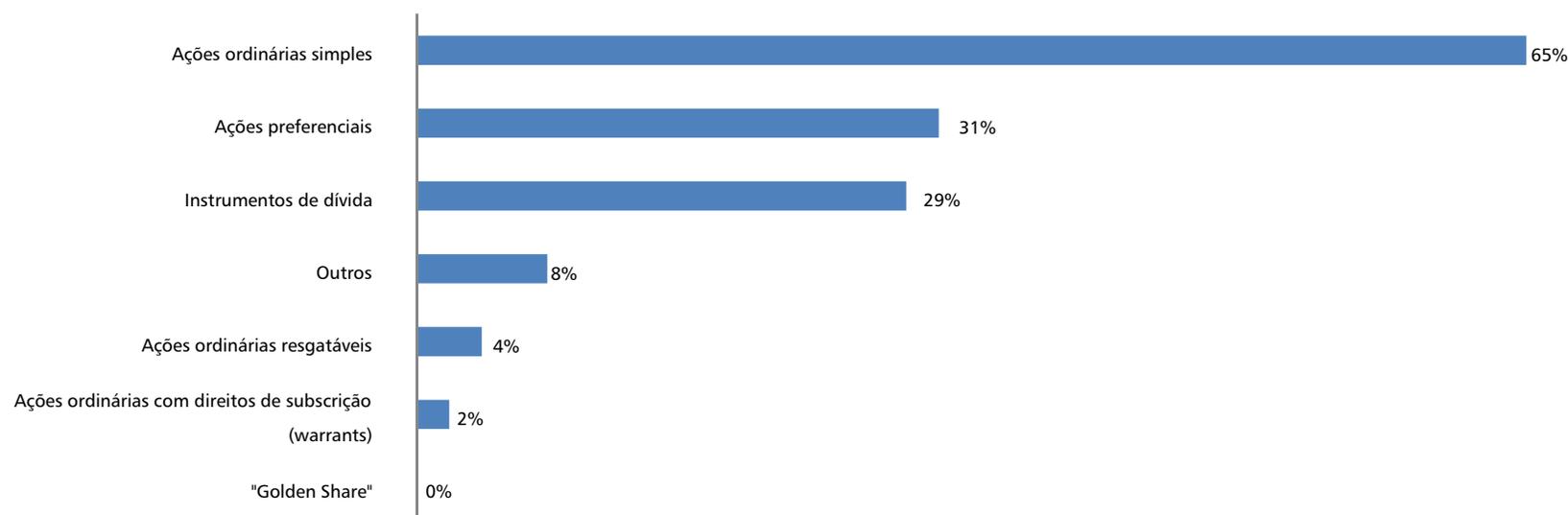
Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

A pulverização do capital traz diversos interesses que, apesar de convergentes quanto à constituição, participação e objeto da sociedade, podem ser diferentes ou até mesmo divergentes quanto a outros aspectos. Notadamente nas sociedades anônimas, os interesses individuais dos sócios devem ser disciplinados de forma a se evitar e regular eventuais conflitos, e o acordo de acionistas é o instrumento utilizado para disciplinar muitos desses interesses (Koury e Lopes Advogados, 2008). Das empresas incluídas na pesquisa, 45 (ou 76,3% do total) possuem um Acordo de Acionista, indicando um elevado nível de formalização dos interesses dos sócios.

Os investimentos realizados nas empresas foram feitos por meio de diferentes instrumentos financeiros e a participação proporcional de cada um é demonstrada no Gráfico 6.5. Ações Ordinárias Simples – que permitem direto a voto com ou sem restrições – foram os mais comuns (34 empresas, ou 65,4% do total de respondentes, utilizaram esse mecanismo). Já as Ações Preferenciais (30,8% do total de respondentes) conferem ao detentor prioridade no recebimento de dividendos, de reembolso de capital, e, algumas vezes, oferece direito a mais dividendos do que as ordinárias. Já os Instrumentos de Dívida foram utilizados por 15 empresas, ou por 28,8% das respondentes.

### Gráfico 6.5. – Distribuição dos Instrumentos Financeiros Utilizados nas Empresas Investidas

Gráfico aponta os instrumentos financeiros mais comumente utilizados nos investimentos das organizações gestoras de PE/VC. Dados em frequência relativa ao número de empresas investidas que tiveram esses instrumentos utilizados em seu negócio sobre o total de empresas respondentes. Repostas fornecidas por 25 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por 52 empresas investidas. Nesta análise o respondente poderia ter utilizado mais de um instrumento de investimento para cada empresa investida.

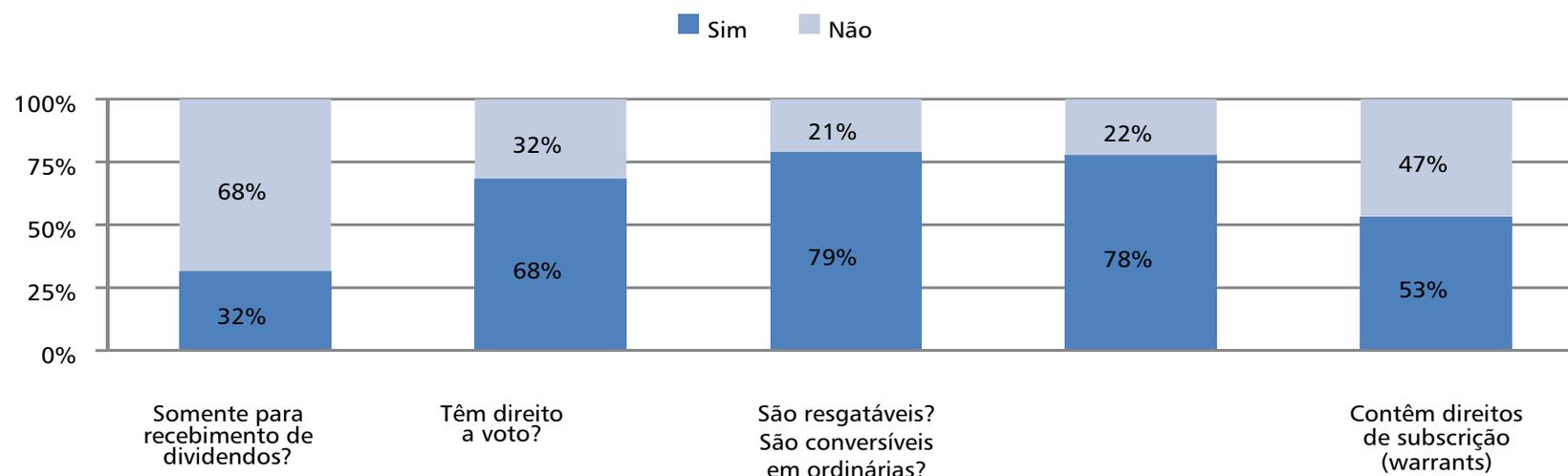


Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

É importante ressaltar que as ações preferenciais podem ser, ou não, conversíveis em ordinárias. No caso de investimentos financiados por Ações Preferenciais, verifica-se que as características mais comuns são a resgatabilidade das ações (79%) e a conversibilidade em ordinárias (78%) - ver Gráfico 6.6. Apenas uma minoria (32%) dos respondentes anunciou que utiliza as ações preferenciais apenas para recebimento de dividendos.

### Gráfico 6.6. – Características dos Investimentos Financiados por Ações Preferenciais (em %)

Representação gráfica caracteriza os investimentos cujo instrumento utilizado foram ações preferenciais, apresentando a recorrência de diversas cláusulas e modalidades nessa classe. Repostas fornecidas por 13 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por 22 empresas investidas.

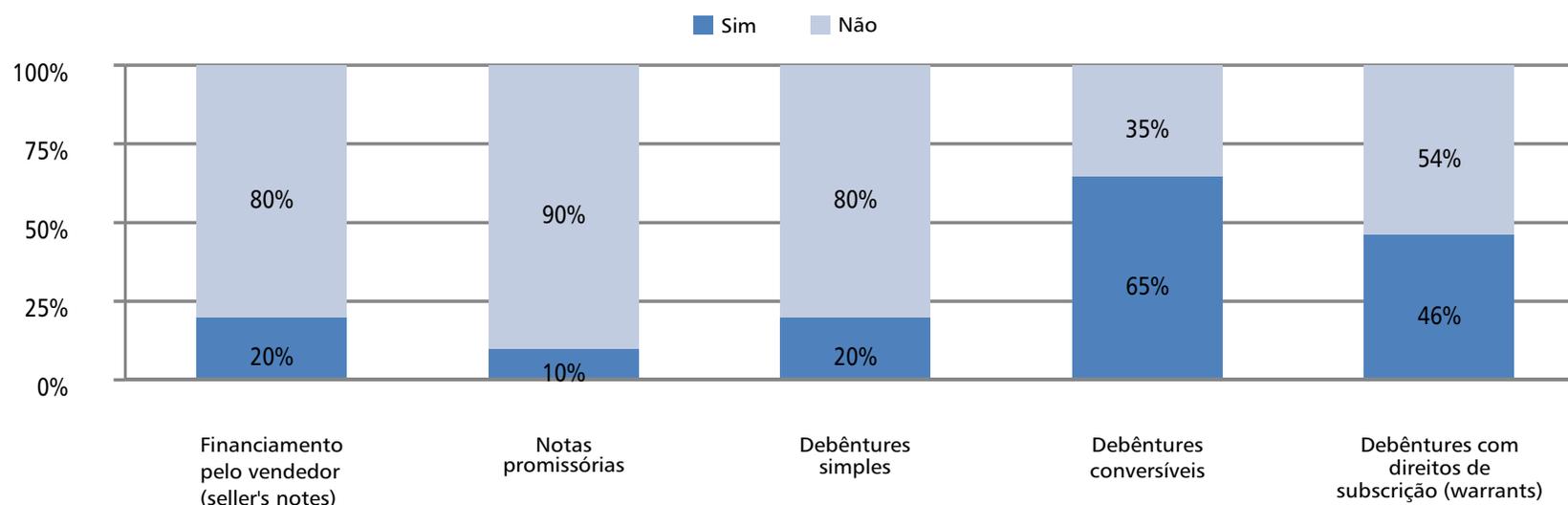


Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

No caso de investimento financiado por instrumentos de dívida, há algumas características que se destacam entre as empresas pesquisadas (ver Gráfico 6.7.). Debêntures Conversíveis, por exemplo, são utilizadas em 65% dos casos e as debêntures com direito de subscrição também são bastante comuns (46% dos casos). Já as notas promissórias não são populares entre as empresas pesquisadas: apenas 10% afirmaram a utilização.

### Gráfico 6.7. – Características dos Investimentos Financiados por Instrumento de Dívida (em %)

Representação gráfica caracteriza os investimentos cujo instrumento utilizado fora dívida, apresentando a recorrência de diversas cláusulas e modalidades nessa classe. Repostas fornecidas por 12 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por 19 empresas investidas.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

## 6.4.3. Capital Humano nas Empresas Investidas

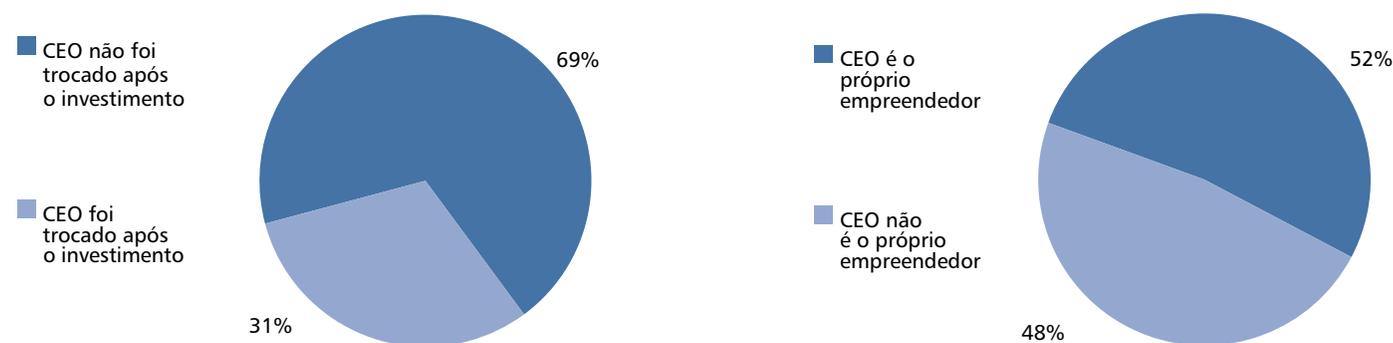
Analisar a composição e as características do capital humano de uma empresa investida esclarece importantes questões tais como indicação de familiares a cargos, remuneração acima da média para membros da equipe, mistura entre o contexto empresarial e o privado, além de diversas outras que estão fortemente relacionadas com problemas de Agência que limitarão a criação de valor e onerarão a organização gestora de PE/VC e, conseqüentemente, seus investidores.

Nesse contexto, a dinâmica organizacional das empresas investidas foi analisada e percebe-se que, na média, em 69% das empresas investidas há troca do CEO, após a realização do investimento. E nos casos em que houve troca de CEO, 46,2% esta troca não estava prevista, em 38,5% já estava acordada e em 15,4% foi decorrente e no ato do investimento.

### Gráfico 6.8. – Características Relacionadas ao CEO da Empresa Investida

Os gráficos apresentados expõem o cenário do CEO das empresas investidas pelas organizações gestoras de PE/VC. A primeira análise evidencia a proporção de empresas investidas cujos CEOs são trocados após a realização do investimento. A segunda análise, por sua vez, apresenta a proporção das empresas investidas que, no momento de reposta à pesquisa, não tinham o empreendedor ocupando a posição do CEO – seja por que esse nunca assumiu tal posição, por que foi substituído antes do investimento da organização gestora, etc.

Respostas fornecidas à primeira análise provêm de 24 organizações gestoras que representavam 46 empresas investidas.  
Respostas fornecidas à segunda análise provêm de 23 organizações gestoras que respondiam por 42 empresas investidas.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Os empreendedores apresentam, em média, 26% de participação acionária. Mas, ao desmembramos esses dados em empresas investidas por organizações gestoras de PE/VC percebemos que os empreendedores de *Venture Capital* são, em geral, mais diluídos do que os empreendedores de *Private Equity*. Os empreendedores investidos por organizações gestoras de *Venture Capital* têm, em média, participação acionária de 19%, enquanto os investidos por organizações gestoras de *Private Equity* têm, em média, participação acionária de 52%. Os dados dessa análise estão detalhados na Tabela 6.39.

**Tabela 6.39. – Participação Acionária do Empreendedor/Empresário e CEO**

A tabela apresenta dados sobre participação acionária de empreendedores (ou herdeiros/familiares) – em uma amostra de (\*) 21 empresas investidas representadas por 12 organizações gestoras de PE/VC – e de CEOs – em uma amostra de (\*\*) 22 empresas investidas representadas por 12 organizações gestoras de PE/VC – nas empresas investidas por organizações gestoras de PE/VC, desmembrando, também, esses dados de acordo com a modalidade de investimento. Este desmembramento se dá na parte das organizações gestoras respondentes. A classe de *Venture Capital* pratica exclusivamente *Venture Capital*, e a de *Private Equity* pratica exclusivamente *Private Equity*. As duas classes não equivalem ao total da amostra, que conta com praticantes de PE/VC, Real Estate, N/Ds, etc. O desmembramento assim foi feito para contraste.

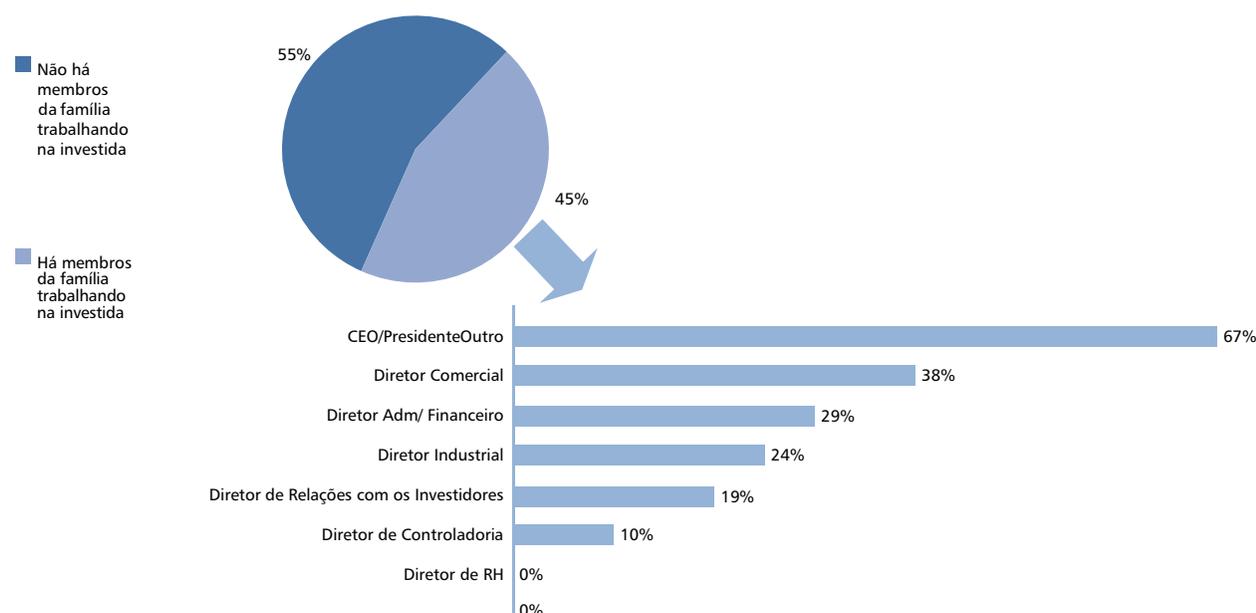
| Dados apresentados em pontos percentuais (%)   | Total |               | Venture Capital |               | Private Equity |               |
|--|-------|---------------|-----------------|---------------|----------------|---------------|
|  | Média | Desvio Padrão | Média           | Desvio Padrão | Média          | Desvio Padrão |
| Participação acionária do empreendedor/empresário (ou familiar/herdeiro do empreendedor/empresário) na empresa?* | 26,05 | 30,95         | 19,00           | 15,43         | 52,00          | 46,07         |
| Participação acionária do CEO na Empresa (incluindo Opções de Ações)?**  | 14,59 | 21,76         | 11,75           | 15,63         | 27,00          | 45,90         |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Sobre a presença de familiares em empresas investidas, em 55% dos casos há novos profissionais de gestão, enquanto as outras 45% possuem membros da família na estrutura geral (ver Tabela 6.9.). Os cargos que as empresas mais frequentemente concedem aos familiares são: CEO (67%), Diretor Comercial (29%) e Diretor Administrativo/Financeiro (24%).

**Gráfico 6.9. – Presença dos familiares do empreendedor em diferentes cargos das empresas investidas**

A análise apresenta a proporção de empresas investidas por organizações gestoras de PE/VC em que há trabalhadores membros da família do empreendedor. Em seguida, são listados quais desses cargos eram mais frequentemente ocupados por familiares do empreendedor (incluindo o próprio), apresentando um frequência relativa dada pelas empresas que apresentavam trabalhadores familiares do empreendedor nos determinados cargos sobre o total de empresas que apresentavam familiares trabalhando na empresa. Repostas fornecidas por 23 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por 47 empresas investidas.

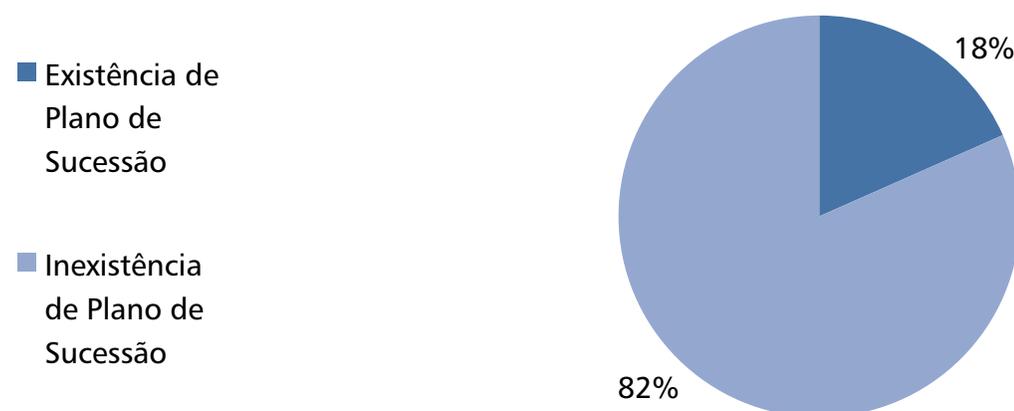


Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Em função da sua importância estratégica, os membros da diretoria executiva e CEO deveriam ter planos de sucessão/substituição para que, em longo prazo, a empresa investida possa repor adequadamente essas funções sem traumas organizacionais ou perdas de valor para o acionista. Entretanto, 18% das empresas analisadas possuem plano de sucessão de seus CEOs e demais profissionais-chave.

### Gráfico 6.10. – Existência de Planos de Sucessão/Substituição para CEOs e Diretores Executivos

Gráfico apresenta a proporção de empresas, investidas por organizações gestoras de PE/VC, que apresentavam plano de sucessão ao CEO e outros profissionais-chave. Respostas fornecidas por 24 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por 49 empresas investidas.

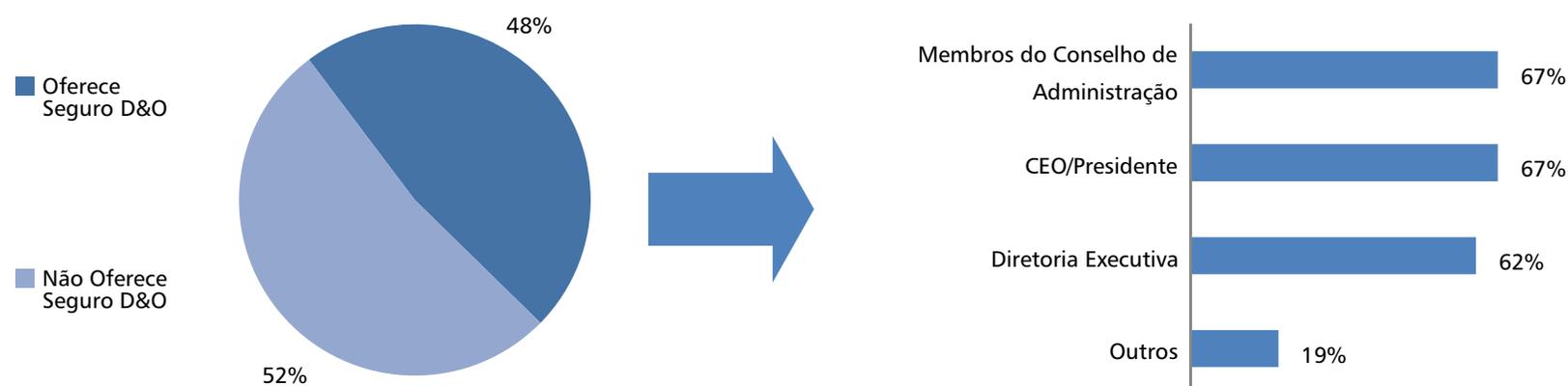


Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Os cargos de diretoria, devido à alta responsabilidade e impacto que lhes são inerentes, são legalmente submetidos a sanções, caso ajam de maneira fraudulenta, que podem exceder seu prêmio de desempenho e até mesmo sua remuneração fixa. Entretanto, as empresas podem fazer seguros que limitem a responsabilidade de seus executivos, os seguros D&O (*Directors and Officer Liability Insurance*).

Dentre as empresas investidas pelas organizações gestoras de PE/VC, 48% apresentam seguro D&O, sendo que em 67% das empresas investidas analisadas o CEO e os Membros do Conselho de Administração são beneficiados, e em 62% a diretoria executiva (ver Gráfico 6.11 abaixo).

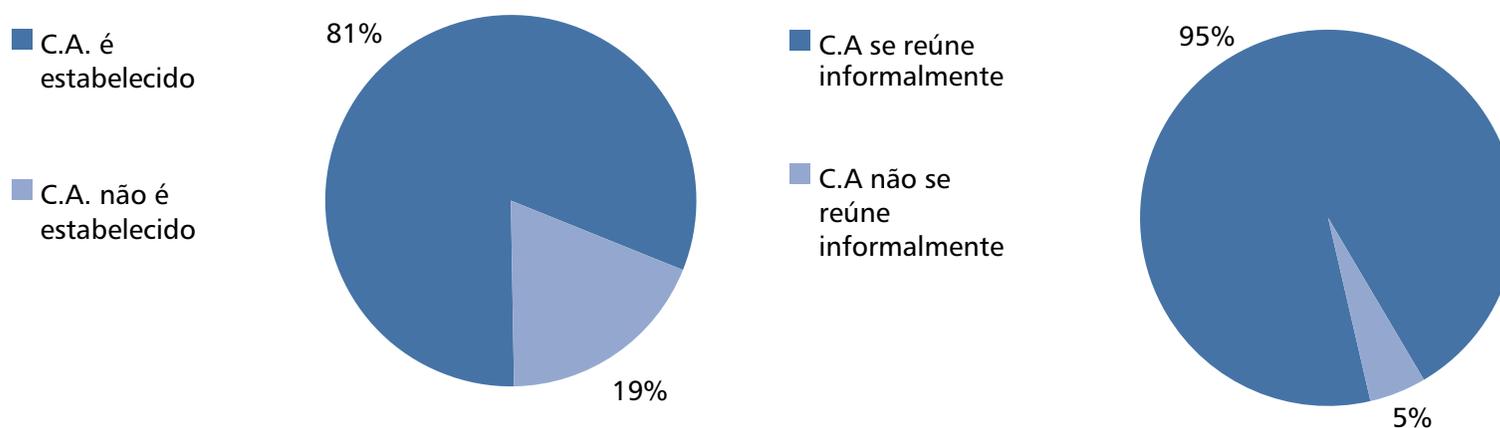
**Gráfico 6.11. – Empresas Investidas que apresentam *Directors and Officer Liability Insurance* e Cargos Beneficiados**



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

A análise apresenta a proporção de empresas investidas por organizações gestoras de PE/VC que possuem o seguro D&O. Em seguida, são listados os cargos mais frequentemente favorecidos, apresentando uma frequência relativa dada pelas empresas que utilizavam seguro D&O nos determinados cargos sobre o total de respondentes de tal análise.

Respostas fornecidas à primeira análise provêm de 24 organizações gestoras que representavam 42 empresas investidas. Respostas fornecidas à segunda análise provêm de 21 organizações gestoras que respondiam por 21 empresas investidas.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

#### 6.4.4. Instrumentos de Implementação da Governança Corporativa

##### 6.4.4.1 Conselho de Administração

As principais responsabilidades do Conselho de Administração são: a aprovação e o monitoramento das decisões, envolvendo estratégia; estratégia de negócios; estrutura de capital; exposição e tolerância

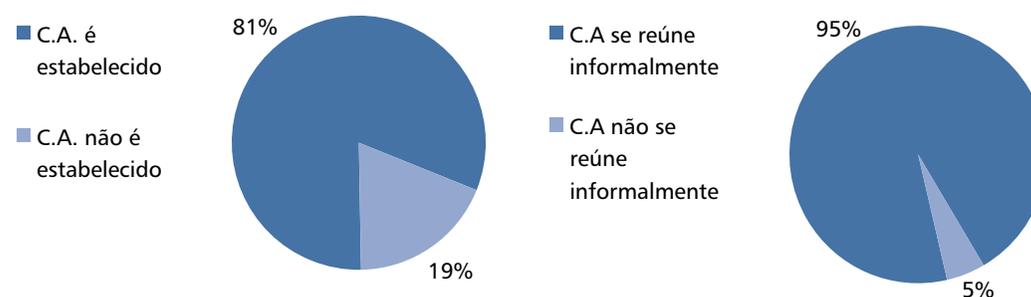
a risco; escolha e avaliação da auditoria independente; relacionamento com partes interessadas; política de gestão de pessoas; código de conduta, entre outros (McNamara, 2008).

A participação de representantes da organização gestora de PE/VC no Conselho de Administração das empresas investidas compreende um fator fundamental para o sucesso da implementação da Governança Corporativa e adição de valor. A missão do Conselho de Administração é proteger e valorizar a organização, maximizar o retorno do investimento no longo prazo para todos os acionistas e buscar o equilíbrio entre os interesses das partes, de modo que cada uma receba o benefício apropriado e proporcional ao vínculo que possui com a organização e ao risco a que está exposta. Tendo em vista a grande importância desse órgão, a grande maioria das empresas pesquisadas possui um Conselho de Administração estabelecido e em funcionamento (81% do total de 59 empresas investidas representadas por 29 organizações gestoras).

### Gráfico 6.12. – Conselhos de administração estabelecidos e conselhos de administração que também se reúnem informalmente

Gráficos analisam a atividade dos conselhos de administração. A primeira análise expõe a proporção de empresas investidas por organizações gestoras de PE/VC que apresentam conselhos formalmente estabelecidos, enquanto a segunda aponta a proporção de empresas cujos conselhos de administração também se reúnem de modo informal.

Respostas fornecidas à primeira análise provêm de 29 organizações gestoras que representavam 59 empresas investidas. Respostas fornecidas à segunda análise provêm de 24 organizações gestoras que respondiam por 41 empresas investidas.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Os Conselhos se reúnem, em média, a cada 1,27 meses e em quase todas as reuniões – 97,7% dos casos, em uma amostra de 43 empresas investidas representadas por 25 organizações gestoras – há uma agenda pré-definida para o encontro. Além das reuniões formais do Conselho, os membros desse grupo se encontram informalmente em 95,1% dos casos – a cada 1,09 mês, em média.

**Tabela 6.40. – Reuniões Formais do Conselho de Administração e Discussões Informais**

A Tabela apresenta as frequências absolutas e relativas da periodicidade das reuniões formais e das discussões informais promovidas pelos conselhos de administração das empresas investidas pelas organizações gestoras de PE/VC. Os dados sobre reuniões formais (\*) foram colhidos de uma amostra de 42 empresas investidas, representadas por 24 organizações gestoras de PE/VC; Enquanto os dados sobre discussões informais (\*\*) o foram de uma amostra de 38 empresas investidas, representadas por 22 organizações gestoras de PE/VC.

|              | Frequência das reuniões formais do Conselho de Administração* | (%)         | Frequência das discussões informais realizadas pelos membros do Conselho de Administração** | (%)         |
|--------------|---|-------------|---|-------------|
| Mensal       | 28  | 66,7%       | 25  | 65,8%       |
| Bimestral    | 6   | 14,3%       | 1   | 2,6%        |
| Trimestral   | 5   | 11,9%       | 3   | 7,9%        |
| Semestral    | 2   | 4,8%        | 0   | 0,0%        |
| Anual        | 1   | 2,4%        | 0   | 0,0%        |
| Outra        | 0   | 0,0%        | 9   | 23,7%       |
| <b>Total</b> | <b>42</b>   | <b>100%</b> | <b>38</b>   | <b>100%</b> |
| Esperança    | Reuniões a cada 1,27 meses***                                 |             | Reuniões a cada 1,09 meses***   |             |

\*\*\* Respondentes que se enquadram na categoria 'Outra' não foram incluídos neste cálculo.

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Hermalin e Weisbach (1988) investigaram fatores que causam mudança na composição dos Conselhos de Administração de empresas abertas americanas. A conclusão final é que a composição do Conselho é influenciada principalmente pela: (i) promoção interna e processos de sucessão do CEO, (ii) mal desempenho da empresa, e (iii) participação da empresa em mercados de produtos diversos. Hermalin e Weisbach (1988) acreditam que, durante os anos anteriores à mudança do CEO, mais membros internos são adicionados ao Conselho, dado que o novo CEO tende a ser escolhido a partir destes novos integrantes – embora os membros internos mais antigos também costumam estar na disputa pela promoção. Depois que o CEO é escolhido, os candidatos preteridos estão propensos a demitir-se dos Conselhos e os novos CEOs, talvez por necessitarem de novas recomendações, substituem muitos dos membros internos por externos.

Suchard (2008) afirma que os Conselhos de empresas apoiadas por PE/VC têm uma maior percentagem de conselheiros independentes e uma maior percentagem de diretores independentes com experiência na indústria relevante, consistente com a ideia de que as organizações gestoras de PE/VC criam Conselhos com maior independência e supervisão. Ainda de acordo com Suchard (2008), as organizações gestoras fazem uso de suas redes sociais para recrutar Diretores especialistas independentes que têm experiência no mesmo setor que a empresa. Nos EUA, os IPOs financiados por PE/VC tiveram 36,9% de membros independentes. Na Austrália, esse número foi de 55,3% (Suchard, 2008). No Brasil, Gioieli (2008) estudou a composição do

Conselho de Administração nas empresas que abriram capital entre 2004 e 2007 e constatou que, entre as empresas com investimento de PE/VC, 64,42% dos membros do Conselho exercem uma função de monitoramento. Este número é mais baixo entre as empresas sem investimento de PE/VC (44,09%), o que sinaliza uma maior independência dos Conselhos de empresas com investimento de PE/VC.

Entre as empresas pesquisadas, entretanto, a participação de membros independentes no Conselho não foi tão elevada quanto nos estudos empíricos citados anteriormente. Nas 40 empresas da amostra, houve um total de 110 membros internos citados; 57 membros externos e 32 membros independentes (ver Tabela 6.41). Nesse caso, os membros independentes representam 16,08% do total de membros. Uma possível explicação para isso é o fato que as empresas pesquisadas tinham, predominantemente, capital fechado e os estudos citados acima foram feitos com empresas de capital aberto. É provável que essas empresas sofram maior pressão pelo estabelecimento de um maior nível de governança corporativa antes da oferta, e conseqüentemente, no momento do IPO já possui uma estrutura mais adequada do mercado, isto é, com mais membros independentes são mais comuns. Além disso, não foi feita uma comparação com as empresas sem investimento de PE/VC nesse estudo (amostra de referência), o que nos impossibilita de tirar conclusões diferentes a respeito de quem tem maior independência no Conselho.

Verificou-se não há grande diferença entre as diferentes categorias quanto à idade média dos conselheiros. Como pode se verificar na Tabela 6.41., os membros internos têm – em média – 46,1 anos, os externos têm 41,27 anos e os independentes têm 42,11.

### Tabela 6.41. – Caracterização dos Membros do Conselho de Administração

A tabela descreve a formação dos Conselhos de Administração, em uma amostra de 40 empresas investidas representadas por 24 organizações gestoras, desmembrando os membros e Internos, Externos e Independentes, indicando a idade média e a frequência de cada uma dessas classes.

| Categoria       | Acumulado de Membros no C.A. | (%)    | Idade média dos membros do C.A. |
|-----------------|------------------------------|--------|---------------------------------|
| Interno(s)      | 110                          | 55,28% | 46,11                           |
| Externo(s)      | 57                           | 28,64% | 41,27                           |
| Independente(s) | 32                           | 16,08% | 42,11                           |
| Total           | 199                          | 100%   | 44,08                           |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Para que as responsabilidades do Conselho sejam desempenhadas da melhor forma, é importante que ele reúna, entre seus membros, características e experiências complementares, tais como participação em outros Conselhos de Administração, ex-executivo de empresas semelhantes à empresa em questão, experiência em identificação e controle de riscos, gestão de pessoas, conhecimento de finanças e contabilidade, contatos de

interesse da organização, entre outras. É no esforço para reunir todas essas competências no Conselho de Administração que a organização gestora de PE/VC demonstre sua importância, pois, ou ele próprio tem experiências e conhecimentos requisitados, ou ele conhece profissionais que podem preencher tais necessidades.

Nas empresas pesquisadas verifica-se, de fato, essa busca por um Conselho diversificado e experiente, como é ilustrado na Tabela 6.42. É importante notar que os membros externos e internos possuem, essencialmente, backgrounds diferentes. Entre os membros externos, vale destacar os membros da própria organização gestora de PE/VC, que representam 33,3% do total de membros externos. Outros grupos relevantes que compõem os externos são os representantes do coinvestidor (13,7%), membros de algum investidor do veículo de PE/VC (11,8%) e Conselheiros Profissionais (11,8%). Já o grupo de membros independentes é composto, principalmente, por consultores e/ou advogados sem vínculo profissional com a empresa (37,1%). Outras categorias consideráveis nos Independentes são: Conselheiro Profissional (25,7%), membros de Fundo de Mezanino (14,3%) e membros da própria organização gestora de PE/VC (14,3%). A falta de vínculo profissional com a empresa que esses consultores e/ou advogados têm é essencial para a tarefa de uma supervisão externa e imparcial, tão esperada de um conselheiro independente.

**Tabela 6.42. – Background dos membros Externos e Independentes do Conselho de Administração**

A tabela descreve os Conselhos de Administração, caracterizando seus membros pelo *background* profissional, e desmembrando-os entre externos e independentes. Os dados são apresentados em termos absolutos e relativos quanto a natureza dos conselheiros, e foram obtidos de uma amostra de 104 empresas investidas, representadas por 30 organizações gestoras de PE/VC.

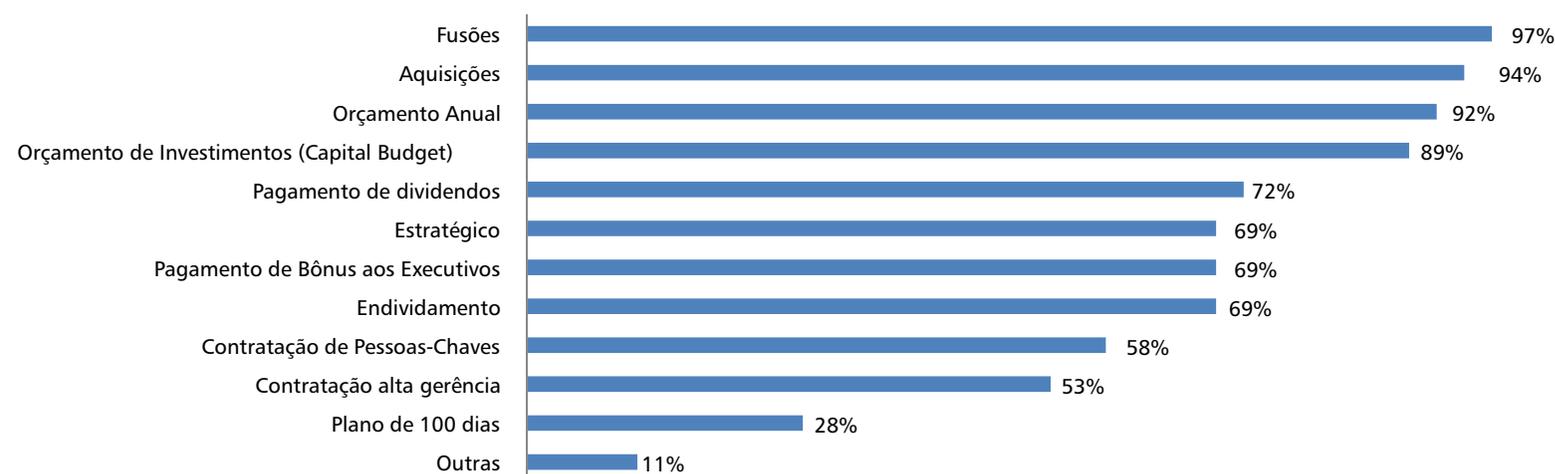
|   | Externos    | Independentes |
|---|-------------|---------------|
| Conselheiro Profissional  | 11,8%       | 25,7%         |
| Consultores e/ou advogados sem vínculo profissional com a empresa | 9,8%        | 37,1%         |
| Ex-diretores ou ex-funcionários da empresa                        | 7,8%        | -             |
| Investidor-anjo   | -           | -             |
| Representante ou membro de <i>Family Office</i>                   | -           | -             |
| Representante ou membro de Fundo de Mezanino                      | 7,8%        | 14,3%         |
| Representante ou membro de Debenturistas                          | -           | -             |
| Representante ou membro de Banco, Financeira ou <i>Factoring</i>  | -           | -             |
| Representante ou membro de outra organização gestora de PE/VC     | -           | 2,9%          |
| Representante ou membro da própria organização gestora de PE/VC   | 33,3%       | 14,3%         |
| Representante ou membro de Coinvestidor                           | 13,7%       | 2,9%          |
| Representante ou membro de algum investidor do veículo de PE/VC   | 11,8%       | -             |
| Outros  | 3,9%        | 2,9%          |
| <b>Total</b>  | <b>100%</b> | <b>100%</b>   |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Quando se trata de ações de alto impacto na estratégia da empresa, é normal que o CEO/ Diretoria Executiva necessite da aprovação do Conselho de Administração para implementá-las. O Gráfico 6.13. ilustra quais ações necessitam – mais frequentemente – a aprovação do Conselho de Administração para serem implementadas. Fusões e Aquisições, por exemplo, predominantemente necessitam dessa aprovação – em 97% e 94% dos casos, respectivamente. Orçamento Anual e Orçamento de Investimentos também se destacam nesse critério – com, respectivamente, 92% e 89% de necessidade de aprovação do Conselho de Administração. Já ações como Plano de 100 dias raramente necessitam dessa aprovação (28% dos casos) pelo Conselho de Administração.

### Gráfico 6.13. – Ações cuja Implementação Necessita do Aval do Conselho de Administração (em %)

Gráfico apresenta lista de ações que obrigatoriamente necessitam da aprovação do conselho de administração para que possam ocorrer em ordem decrescente de frequência. Dados em frequência relativa dada pelo número empresas investidas que aplicam tal necessidade em determinadas ações sobre o total de empresas investidas respondentes de tal análise. Respostas fornecidas por 24 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por 36 empresas investidas.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

O presidente do Conselho de Administração tem a responsabilidade de assegurar a eficácia e o bom desempenho do órgão e de cada um de seus membros. Cabe a ele estabelecer objetivos e programas do Conselho, presidir as reuniões, organizar e coordenar a agenda, coordenar e supervisionar as atividades dos demais conselheiros, delegar responsabilidades e prazos, além de monitorar o processo de avaliação do órgão segundo os princípios da boa governança corporativa. Deve ainda assegurar-se de que os conselheiros recebam informações completas e tempestivas para o exercício dos seus mandatos.

Existe um claro conflito de interesses quando as posições do CEO e Presidente do Conselho são ocupadas pela mesma pessoa, já que, neste caso, o diretor presidente torna-se o responsável pela avaliação da sua própria atuação. Portanto, a separação entre estes cargos confere maior objetividade e efetividade.

de ao processo de avaliação da gestão. Entre as empresas com Conselho de Administração, o CEO e o presidente do Conselho são a mesma pessoa em 34,6% dos casos – fato que indica um bom nível da governança. Segundo Baker e Gompers (2003) as companhias financiadas por PE/VC são menos propensas a terem a mesma pessoa ocupando os cargos de CEO e presidente do Conselho.

A Tabela 6.43. ilustra a relação que os membros da Diretoria Executiva têm com o Conselho de Administração e a base acionária. Dos membros da Diretoria Executiva presentes no Conselho, os que aparecem com mais frequência são: CEO (62,5%); Diretor Comercial (14,0%); e Diretor Financeiro (11,1%). Esses executivos também são, frequentemente, acionistas da empresa; fato que ocorre com maior incidência entre os CEOs (76,1%), Diretores Comerciais (22,5%) e Diretores Financeiros (14,3%). Por outro lado, Diretores de TI, Relações com Investidores e RH raramente são membros do Conselho, respectivamente. Similarmente, esses Diretores são acionistas da empresa com pouca frequência (3%). O fato de o CEO ser, na grande maioria dos casos, também acionista da empresa, pode constituir um aspecto positivo da sua governança corporativa, pois os interesses do executivo e os interesses de seus acionistas estão, potencialmente, alinhados: o executivo poderá ganhar mais a medida que agregar mais valor à empresa e aos acionistas.

**Tabela 6.43. – Características das Pessoas-Chave (em %)**

A tabela apresentada descreve a situação das diversas figuras da Diretoria Executiva segundo sua participação no conselho de administração e sua participação acionária. Os dados são relativos e foram retirados de uma amostra de 49 empresas investidas, representadas por 25 organizações gestoras de PE/VC.

| Cargo Chave                             | Membro do Conselho de Administração |         | Membro Acionista |         |
|---|-------------------------------------|---------|------------------|---------|
|   | Sim (%)                             | Não (%) | Sim (%)          | Não (%) |
| CEO/Presidente                          | 62,5%                               | 37,5%   | 76,1%            | 23,9%   |
| Diretor Financeiro (ou Administrativo)  | 11,1%                               | 88,9%   | 14,3%            | 85,7%   |
| Diretor Comercial                       | 14,0%                               | 86,0%   | 22,5%            | 77,5%   |
| Diretor Industrial                      | 9,8%                                | 90,2%   | 10,5%            | 89,5%   |
| Diretor de RH                           | 2,8%                                | 97,2%   | 3,0%             | 97,0%   |
| Diretor de Relações com os Investidores | 2,8%                                | 97,2%   | 3,0%             | 97,0%   |
| Diretor de TI                           | 0,0%                                | 100,0%  | 2,9%             | 97,1%   |
| Outros                                  | 15,4%                               | 84,6%   | 17,4%            | 82,6%   |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Os Diretores Executivos podem ser membros não só do Conselho de Administração, mas também de alguns comitês e subcomitês permanentes. Na Tabela 6.44 ficou evidente que os membros da organização gestora, membros do Conselho de Administração, CEO/Presidente e Diretor Financeiro dominam os diversos comitês e subcomitês. É natural que pessoas com cargos tão relevantes queiram estender sua influência na gestão da empresa (e os diferentes comitês e subcomitês oferecem essa oportunidade), bem como também é natural que tais pessoas sejam fundamentais para levar seus conhecimentos à estrutura de apoio às decisões das empresas.

**Tabela 6.44. – Pessoas-chave Mais Presentes nos Comitês e Subcomitês Listados**

A tabela expõe a formação dos diversos comitês e subcomitês, indicando aquelas três figuras que tiveram maior frequência na composição de cada um dos (sub)comitês destacados. Os dados foram colhidos de uma amostra de 17 empresas investidas, representadas por 12 organizações gestoras de PE/VC.

| Comitês ou Subcomitês     | 1º                                   | 2º                                   | 3º                                   |
|---------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| Estratégico               | Membros da Organização Gestora       | CEO/Presidente                       | Membros do Conselho de Administração |
| P&D                       | CEO/Presidente                       | Membros da Organização Gestora       | Membros do Conselho de Administração |
| Risco                     | CEO/Presidente                       | Membros da Organização Gestora       | -                                    |
| Nominação/ Remuneração    | Membros do Conselho de Administração | CEO/Presidente                       | Membros da Organização Gestora       |
| RH                        | CEO/Presidente                       | Membros do Conselho de Administração | Dir. Financeiro                      |
| Auditoria                 | Diretor Financeiro                   | Membros do Conselho de Administração | Membros da Organização Gestora       |
| TI                        | Diretor Financeiro                   | CEO/Presidente                       | Membros da Organização Gestora       |
| Jurídico                  | Consultores Externos                 | CEO/Presidente                       | Membros da Organização Gestora       |
| Finanças                  | Diretor Financeiro                   | Membros do Conselho de Administração | Membros da Organização Gestora       |
| Marketing                 | CEO/Presidente                       | Membros do Conselho de Administração | Membros da Organização Gestora       |
| Aquisições/Novos Negócios | CEO/Presidente                       | Membros do Conselho de Administração | Membros da Organização Gestora       |
| Operação Industrial       | CEO/Presidente                       | Dir. Comercial                       | Membro da Organização Gestora        |

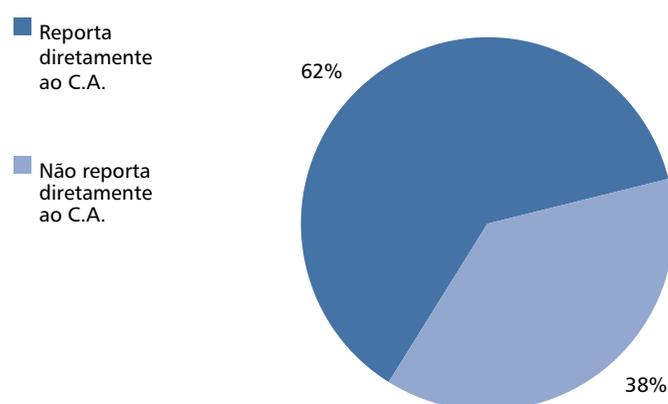
Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Segundo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), “toda organização deve ter suas demonstrações financeiras auditadas por auditor externo independente”. A função desse auditor é analisar se as demonstrações financeiras refletem de forma adequada a realidade da sociedade. Além disso, ele é responsável pela revisão e avaliação dos controles internos da organização, o que resultará em um relatório de sugestões de melhorias dos controles internos. Cabe ressaltar que a organização pode contratar o serviço de auditoria para informações não financeiras que considerar relevante.

As informações da pesquisa confirmam a importância do Auditor Externo para as empresas investidas. Em 62,2% dos casos, a Auditoria Externa reporta diretamente ao Conselho de Administração, enquanto a Auditoria Interna reporta ao Conselho em apenas 15,4% dos casos. Isso ilustra quão importante a auditoria externa é importante para a governança corporativa; e, conseqüentemente, ela costuma reportar para o órgão responsável pela manutenção dos interesses dos acionistas e monitoramento da diretoria de executivos: o Conselho de Administração.

**Gráfico 6.14. – Frequência das Auditorias Externas que se Reportam ao Comitê de Administração**

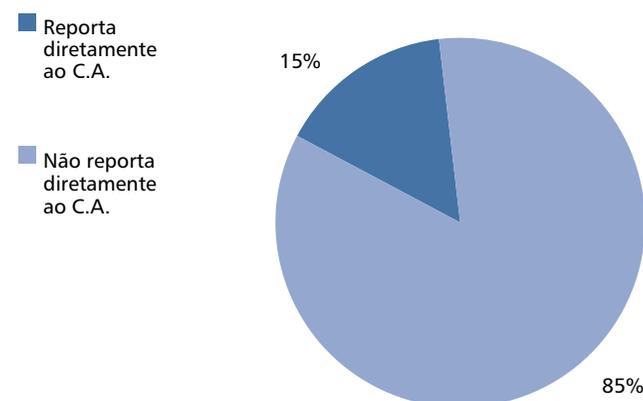
Gráfico mostra a proporção de empresas investidas por organizações gestoras de PE/VC cujas auditorias externas se reportam diretamente ao conselho de administração. Respostas fornecidas por 23 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por 46 empresas investidas.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

**Gráfico 6.15. – Frequência Das Auditorias Internas que se Reportam ao Comitê de Administração**

Gráfico mostra a proporção de empresas investidas por organizações gestoras de PE/VC cujas auditorias internas se reportam diretamente ao conselho de administração. Respostas fornecidas por 23 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por 46 empresas investidas.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

A Auditoria Externa reporta mais frequentemente não só ao Conselho de Administração. Como fica claro no Tabela 6.45., a Auditoria Interna reporta menos para todas as pessoas-chave, o que mostra a sua relação menos estreita com o Conselho de Administração.

**Tabela 6.45. – Frequência com que a Auditoria Reporta às Diferentes Pessoas-chave**

A tabela exposta descreve a frequência de casos na qual as auditorias externas e interna das empresas investidas estudadas se remetem a determinadas pessoas-chave. Dados obtidos em uma amostra de 46 empresas investidas representadas por 23 organizações gestoras de PE/VC.

| Pessoas-chave            | A auditoria reporta diretamente aos seguintes órgãos/pessoas |                   |
|--------------------------|--|-------------------|
|                          | Auditoria Externa  | Auditoria Interna |
| Acionistas               | 52,5%  | 42,9%             |
| CEO/Presidente           | 20,0%  | 42,9%             |
| Diretor Financeiro       | 10,0%  | 7,1%              |
| Diretor de Controladoria | 7,5%   | -                 |
| Outros                   | 10,0%  | 7,1%              |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

A remuneração dos membros do Conselho de Administração varia bastante de acordo com a categoria a que o membro remunerado pertence. Os membros internos, por exemplo, raramente são remunerados (78,3%), enquanto o restante os remunera sempre ou parcialmente. Já os membros externos são remunerados mais frequentemente (50,0%) nas empresas.

A remuneração desses membros do Conselho de Administração normalmente não está atrelada à performance; isso ocorre apenas em 33,3% dos casos. A remuneração atrelada ao desempenho no Conselho não é vista da mesma forma que na Diretoria Estatutária. Enquanto a Diretoria é avaliada por metas e desempenho, predominantemente, de curto prazo, o Conselho tem sua função muito mais ligada à supervisão, monitoramento e desempenho de longo prazo da empresa.

**Tabela 6.46. – Remuneração dos membros do conselho de administração**

A tabela traz dados sobre a remuneração do Conselho de Administração descrevendo em que medida os conselheiros são remunerados ou não por exercer tal função e se apresentam remuneração atrelada a desempenho. Dados extraídos de uma amostra de 25 empresas investidas, representadas por 16 organizações gestoras de PE/VC.

|              | Membros do Conselho de Administração remunerados por exercer a função |               |                       | Remuneração dos membros atrelada ao desempenho da empresa |       |
|--------------|---|---------------|-----------------------|---|-------|
|              | Todos os membros  | Nenhum membro | Apenas alguns membros | Sim   | Não   |
| Interno      | 17,4%   | 78,3%         | 4,3%                  | 33,3%   | 66,7% |
| Externo      | 43,8%   | 50,0%         | 6,3%                  | 33,3%   | 66,7% |
| Independente | 37,5%   | 62,5%         | 0,0%                  | 37,5%   | 62,5% |

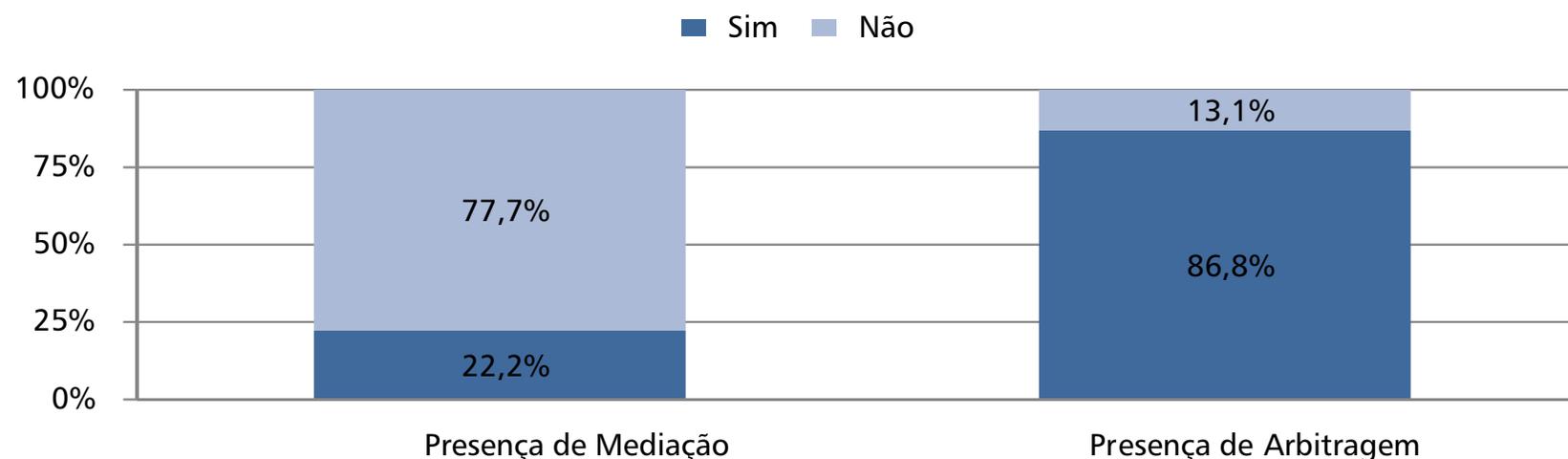
Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

#### 6.4.4.2 Mecanismos extra-judiciais

Entre as empresas pesquisadas, a grande maioria estabelece mecanismos formais extra-judiciais para resolução de controvérsias no Acordo de Acionistas/Contratos (79,5%). Estes mecanismos apresentam algumas vantagens, principalmente em um país de Justiça lenta e ineficiente, como muitas vezes ocorre no Brasil. Algumas das vantagens são: determinação do tempo necessário para terminar a controvérsia; informalidade, flexibilidade e celeridade do procedimento; confidencialidade; entre outros. Desses mecanismos, a Arbitragem é o mais comum (87%), seguido da Mediação (22%), como pode ser verificado no Gráfico 6.16.

#### Gráfico 6.16. – Frequência de utilização dos mecanismos formais extra-judiciais de resolução de controvérsias societárias (em %)

Gráfico mostra a proporção de empresas investidas que já se utilizaram de mediação ou arbitragem para resolver seus conflitos advindos de controvérsias de cunho societário. Respostas fornecidas por 22 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por 39 empresas investidas.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

#### 6.4.4.3 Avaliação de Desempenho

A Avaliação de Desempenho das pessoas-chave é um aspecto essencial na aplicação da meritocracia e mudanças operacionais na empresa. Ela torna mais transparente quais partes da organização vêm tendo um bom desempenho e quais partes estão deixando a desejar, tanto focado em critérios financeiros quanto em não financeiros.

Apesar de ter a importância reconhecida pelas empresas, a Avaliação de Desempenho varia bastante entre as diferentes pessoas-chave. Tanto o CEO quanto a Diretoria Estatutária são constantemente avaliados – em 69,7% e 70,6% dos casos, respectivamente. Já o Conselho de Administração é avaliado raramente: em menos de 18% das empresas.

## Tabela 6.47. – Avaliação de Desempenho de Pessoas-chave

A tabela apresenta dados, coletados em uma amostra de 34 empresas investidas representadas por 19 organizações gestoras de PE/VC, sobre a situação da avaliação de desempenho da Diretoria Executiva, do CEO e dos Membros do Conselho de Administração.

| Pessoas Chave       | É feita avaliação? |          |        |
|---------------------|--------------------|----------|--------|
|                     | Formal             | Informal | Não    |
| Membros do Conselho | 3,60%              | 14,30%   | 82,10% |
| CEO                 | 54,50%             | 15,20%   | 30,30% |
| Diretoria Executiva | 55,90%             | 14,70%   | 29,40% |

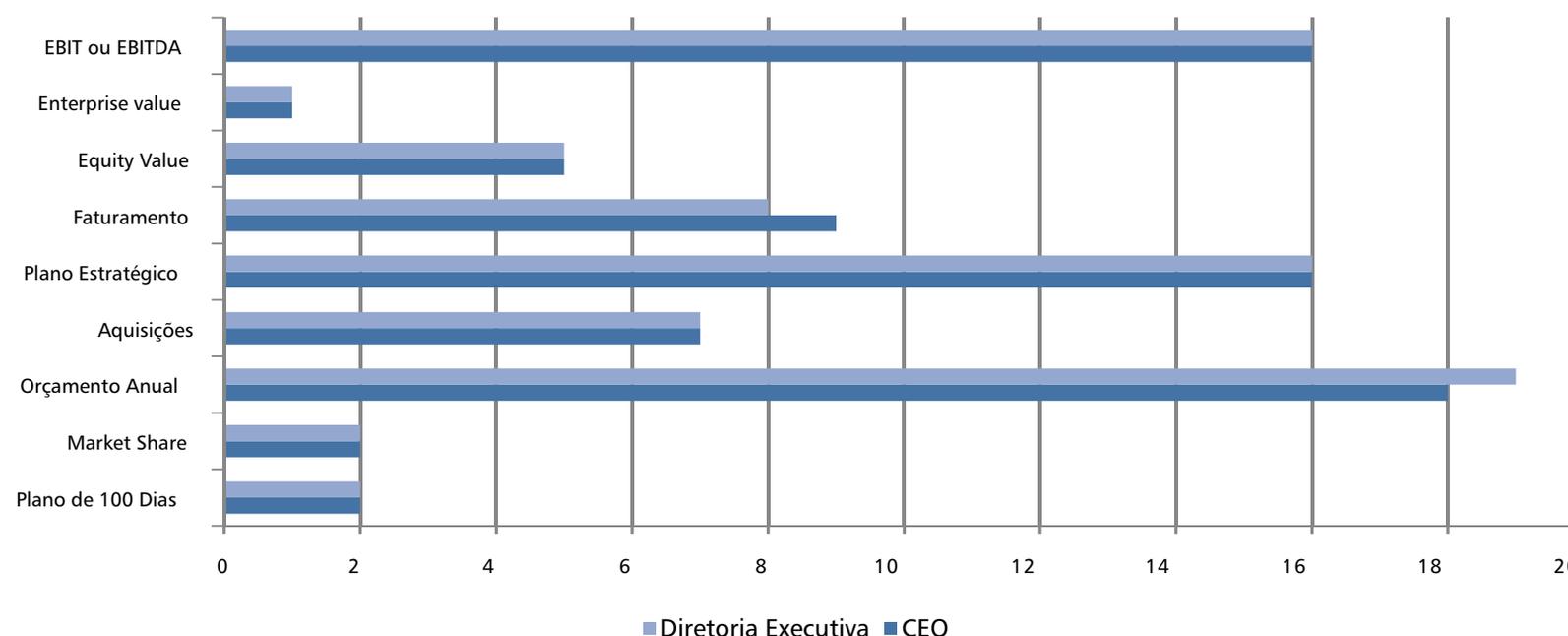
Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Para a mesma amostra, a periodicidade da avaliação é predominantemente anual (em 80% dos casos para o Conselho; 70,0% para o CEO e 66,7% para a Diretoria Estatutária). Entretanto, avaliações semestrais e trimestrais não são raras.

Tanto a Diretoria Estatutária quanto o CEO têm bases similares de avaliação na maioria dos casos, sendo que a mais comum é o Orçamento Anual. Outras bases bastante usadas são o Plano Estratégico e o EBIT/EBITDA. Esses dados são apresentados no Gráfico 6.17.

## Gráfico 6.17. – Frequência Absoluta das Metas Utilizadas como Base para Avaliação de Desempenho das Pessoas-chaves

Gráfico expõe, comparativamente entre diretoria executiva e CEO, a frequência absoluta das métricas utilizadas para a avaliação de desempenho. As métricas utilizadas para o conselho de administração foram retiradas da análise devido à baixa frequência da existência de avaliação de metas para os mesmos. Respostas fornecidas por 19 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por 34 empresas investidas.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

#### 6.4.4.4 Direito de Preferência e Poder de Veto

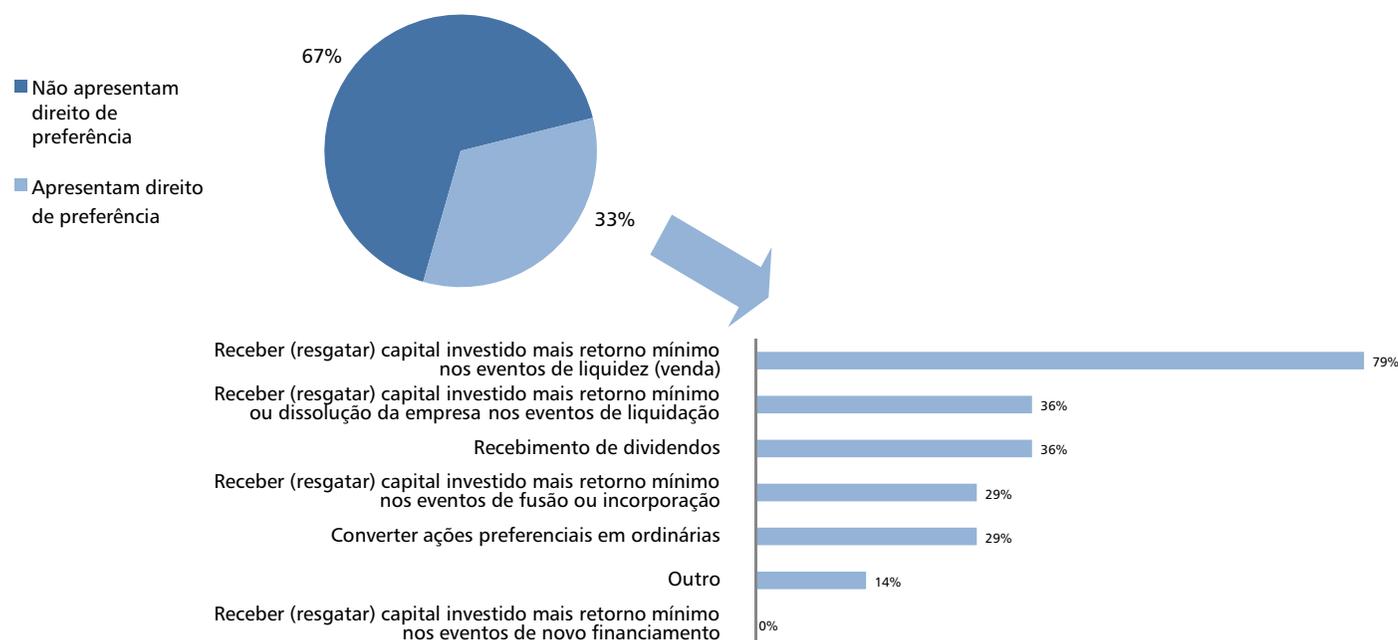
Em apenas 33,3% das empresas pesquisadas a organização gestora de PE/VC possui algum Direito de Preferência no retorno do capital investido se comparado ao empreendedor/empresário. Eles servem tanto para mitigar certos riscos inerentes à operação – isto é, retorno mínimo em caso de fusão ou novo financiamento – quanto para flexibilizar a categoria acionaria na qual a organização gestora se encaixa.

De longe, o Direito de Preferência mais comum é o do Recebimento do Capital Investido mais Retorno Mínimo nos eventos de liquidez (venda), o qual está presente em 78,5% das empresas com algum Direito de Preferência. Tanto o Direito ao Recebimento de Dividendos quanto o Direito a Recebimento do Capital Investido mais Retorno Mínimo nos eventos de liquidação ou dissolução da empresa foram citados por 35,7% das empresas.

#### Gráfico 6.18. – Frequência de Direito de Preferência das Organizações Gestoras e Direito mais comuns (em %)

Gráfico apresenta proporção das empresas investidas por organizações gestoras de PE/VC que apresentam direito de preferência. Em seguida, são listados os direitos de preferência mais comuns, em frequência relativa dada pelo número de empresas investidas que indicaram utilizar cada um dos determinados direitos de preferência sobre o número de respondentes de tal análise em específico.

Respostas fornecidas à primeira análise provêm de 23 organizações gestoras que representavam 49 empresas investidas. Respostas fornecidas à segunda análise provêm de 10 organizações gestoras que respondiam por 14 empresas investidas.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Já o Poder de Veto da organização gestora – quando minoritária – é mais popular do que o Direito de Preferência (62,2%). A alta administração tem o importante papel de analisar os riscos envolvidos no negócio,

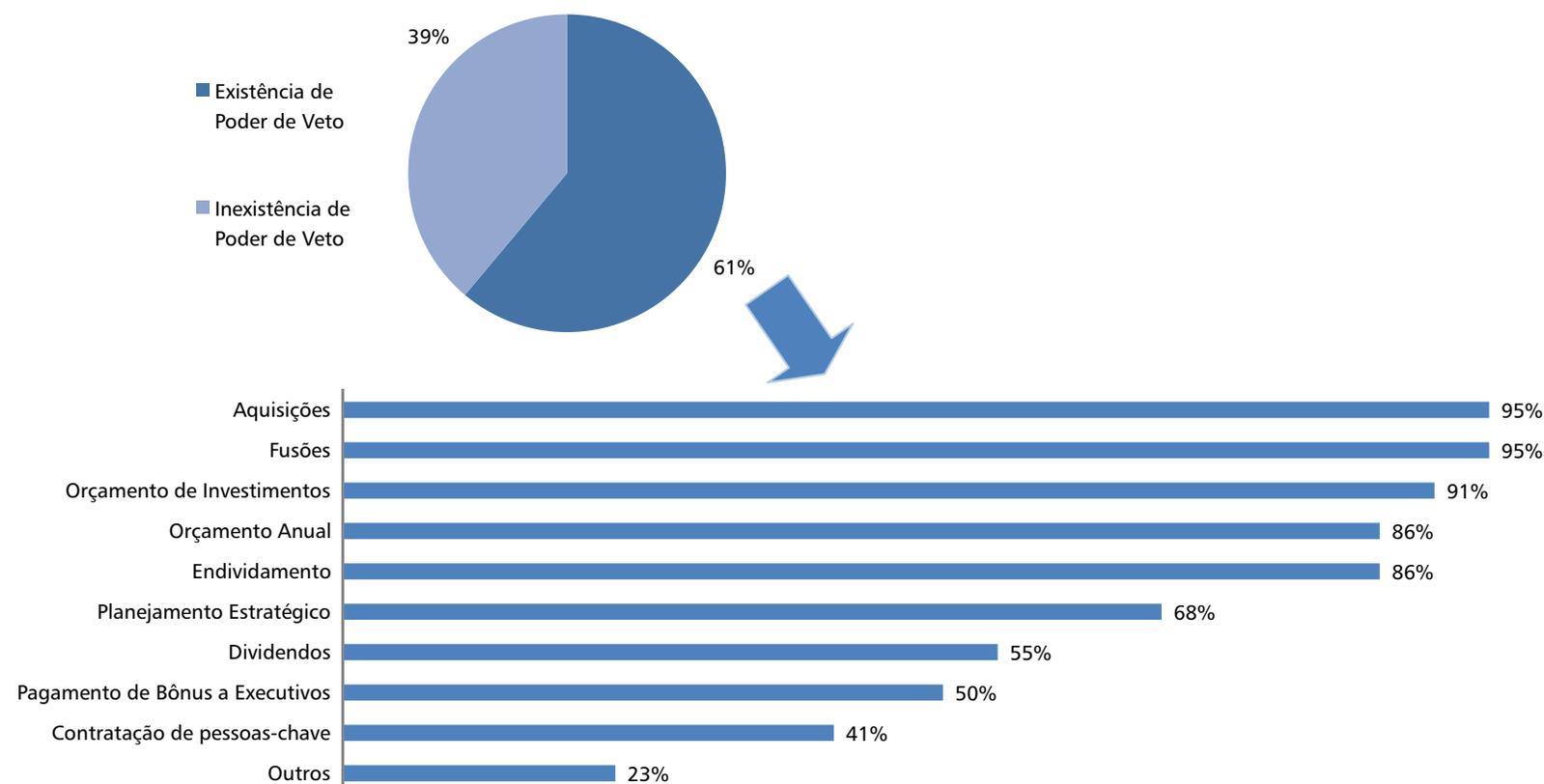
estimar a probabilidade de ocorrência e elaborar planos de contingência caso o evento realmente ocorra. Logo, é preciso analisar os riscos das alternativas existentes antes de tomarem qualquer decisão, pois estes podem se revelar demasiadamente grandes em relação ao retorno esperado. Por isso, o Poder de Veto é muito importante para a organização gestora e permite que só os projetos/investimentos com uma boa relação de risco/retorno de fato se concretizem.

A organização gestora tem o Poder de Veto em diversas ocasiões, mas alguns eventos se destacam. Em relação às Fusões e Aquisições, por exemplo, a organização gestora tem o Poder de Veto em, respectivamente, 91,3% e 95,7% dos casos. Outros itens como Grau de endividamento e Orçamento de Investimentos usualmente são sujeitos ao Poder de Veto da organização gestora.

### Gráfico 6.19. – Poder de veto e Ocorrências que podem ser vetadas pela Organização Gestora quando a mesma possui uma posição minoritária (em %)

Gráfico apresenta proporção das empresas investidas por organizações gestoras de PE/VC que apresentam poder de veto de minoritários. Em seguida, são listadas as ocorrências mais comuns a que se pode aplicar o poder de veto, em frequência relativa dada pelo número de empresas investidas que declaram a existência de poder de veto sobre determinadas ocorrências sobre o número de empresas investidas que declararam apresentar poder de veto na primeira análise.

Respostas fornecidas por 20 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por 36 empresas investidas.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

#### 6.4.4.5 Incentivos e Penalizações

A organização gestora possui papel preponderante na formulação da política de remuneração do quadro de executivos e tem um impacto multiplicador sobre o valor da empresa (Edmans, Gabaix e Landier, 2009). Uma das maneiras de alinhar os interesses dos executivos com os das organizações gestoras é por meio da remuneração variável, a qual é atrelada ao cumprimento de metas de curto e médio prazo (remuneração baseada em resultados).

A utilização de remuneração atrelada à performance traz algumas implicações que, à primeira vista, podem passar despercebidas. Uma implicação é que os CEOs com contratos de incentivo mais atrelados à performance são mais susceptíveis a serem despedidos do que aqueles com contratos do “tipo de renda” fixa. Isso porque as empresas (e organizações gestoras de PE/VC) aprendem suficientemente sobre a capacidade de um executivo ao observar o seu desempenho. Dessa maneira, as empresas têm uma chance maior de despedir os executivos que apresentem desempenho ruim (Subramanian, Chakraborty e Sheikh, 2002).

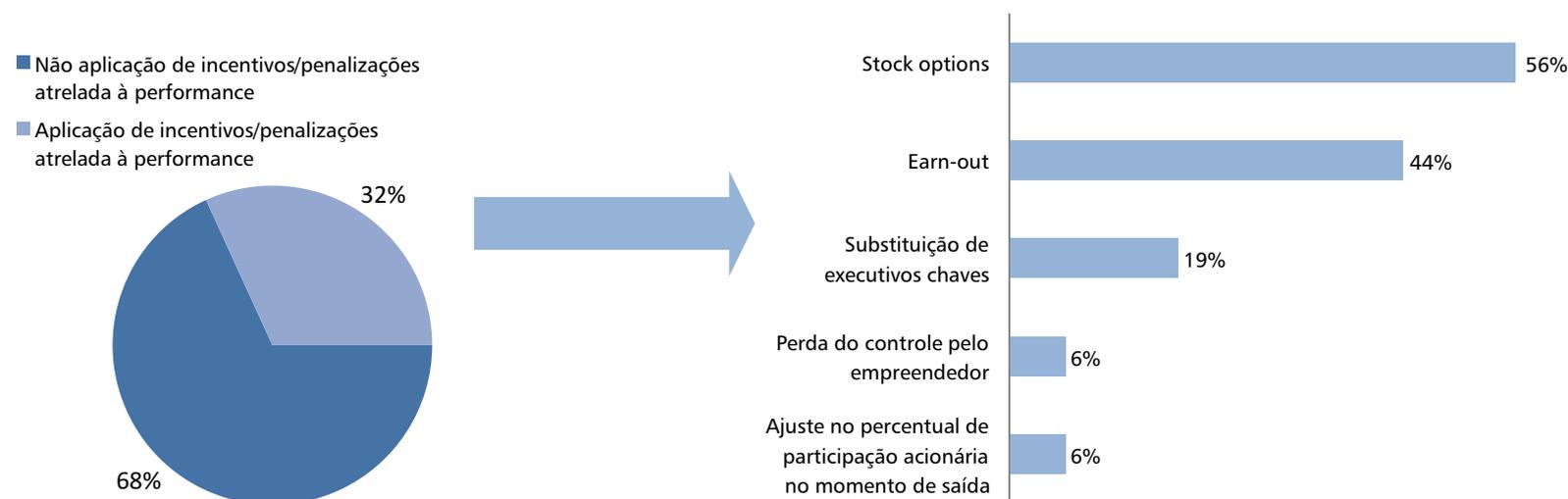
Além desse maior risco de demissão que os executivos enfrentam ao aceitarem esse tipo de contrato, há um aspecto sinalizador na remuneração variável. A disposição do executivo em aceitar um tipo de remuneração atrelado à performance serve como um sinal do seu nível de habilidade. Isto ocorre porque um contrato de remuneração variável vale mais para aqueles que costumam desempenhar bem do que para outros. Por isso, todo incentivo intenso serve também como um sinal (Gilson e Schizer, 2002). Por outro lado, a remuneração atrelada à performance traz um maior risco de falência para a empresa, já que os executivos têm mais incentivos para gerir a empresa de maneira agressiva (Sundaram e Yermack, 2005).

Incentivos e/ou penalizações relacionadas à performance do executivo da empresa investida são relativamente comuns: ocorrem em 32% dos casos como demonstrado no Gráfico 6.20. Eles são: *stock options* como parte de sua remuneração (56,%), *earn-out* relacionado ao cumprimento/superação de metas operacionais (44%) e substituição de executivos-chave em caso de não cumprimento de metas operacionais/financeiras (19%).

## Gráfico 6.20. – Incentivos e/ou penalizações relacionadas à performance do empreendedor/fundador da empresa (em %)

Gráfico apresenta proporção das empresas investidas por organizações gestoras de PE/VC que aplicam incentivos/penalizações ao empreendedor, atrelada à sua performance. Em seguida, são listados os incentivos/penalizações mais comuns, em frequência relativa dada pelo número de empresas investidas que indicaram os determinados tipos de incentivos/penalizações sobre o número de empresas investidas respondentes dessa segunda análise, em específico.

Respostas fornecidas à primeira análise provêm de 24 organizações gestoras que representavam 44 empresas investidas. Respostas fornecidas à segunda análise provêm de 14 organizações gestoras que respondiam por 16 empresas investidas.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Os incentivos listados no gráfico servem, muitas vezes, como forma de compensar a redução da participação dos executivos nas empresas em portfólio (principalmente entre empresas abertas). Baker e Gompers (1999) constatam que investimentos de PE/VC antes do *IPO* reduziram a participação do CEO pela metade, passando de uma média de 35% para 19%. As organizações gestoras de PE/VC costumam compensar esta diferença por meio da concessão de opções de ações, reduzindo as vendas secundárias e reduzindo a diluição de ações primárias, mas uma lacuna na participação de capital pós-*IPO* do CEO continua a existir.

Não é surpresa que o preço das ações tenha sido um fator tão importante para a remuneração dos executivos pesquisados. Isso está alinhado com uma pesquisa efetuada por Core, Guay e Verrecchia (2000). Para 65% dos CEOs na amostra, a variação de mudanças na remuneração que é explicado pelo retorno das ações é de pelo menos 10 vezes maior que a variação não explicada pelos retornos das ações.

Outro estudo sobre remuneração nas empresas investidas de PE/VC foi realizado por Kubli (2010), pesquisador do GVcepe. Verificou-se a remuneração da Diretoria Executiva de todas as empresas que

fizeram IPO após 2004 na Bovespa. Dessas empresas, 99 divulgaram dados sobre a quantidade de Remuneração Fixa, Remuneração Variável e Baseada em Ação. Essas empresas foram classificadas em 2 grupos: aquelas que têm investimento de PE/VC e as que não têm. Após a eliminação de 4 empresas por serem inadequadas para a pesquisa, obteve-se amostra de 95 empresas (35 com investimento de PE/VC e 60 sem tal investimento).

O resultado mostra uma considerável diferença na remuneração desses 2 grupos. Como pode ser visto na Tabela 6.48, as empresas com investimento de PE/VC são muito mais agressivas na remuneração atrelada à performance, especialmente na baseada em ações. Em 2009, enquanto as outras empresas pagaram 8% da remuneração executiva baseada em ação, as investidas de PE/VC pagaram quase o dobro: 15%. Essa diferença persiste em 2010, ano em que as investidas de PE/VC pretendem pagar 13,1% da remuneração em instrumentos baseados em ações, enquanto as outras empresas têm a intenção de usar apenas 5,6% desse tipo de remuneração. Há também uma considerável diferença na remuneração fixa dos dois grupos, sendo que as investidas de PE/VC utilizam menos esse tipo de remuneração (58% vs. 66% em 2009; e 50% vs. 65% em 2010).

**Tabela 6.48. – Distribuição da Remuneração Executiva nas Empresas que abriram Capital na Bovespa depois de 2004. (em %)**

|                   | Rem. Fixa | Rem. Var. | Baseada em Ações |
|-------------------|-----------|-----------|------------------|
| PE/VC             | 57,8%     | 27,1%     | 15,0%            |
| Outros            | 65,7%     | 26,3%     | 8,0%             |
| Diff. (PE/Outros) | -11,9%    | 3,2%      | 86,8%            |

|                   | Rem. Fixa | Rem. Var. | Baseada em Ações |
|-------------------|-----------|-----------|------------------|
| PE/VC             | 50,5%     | 36,4%     | 13,1%            |
| Outros            | 64,7%     | 29,7%     | 5,6%             |
| Diff. (PE/Outros) | -21,9%    | 22,6%     | 132,4%           |

Fonte: Kubli (2010)

#### 6.4.4.6 Cláusulas

As cláusulas de proteção antidiluição são bastante comuns entre as empresas pesquisadas (está presente em 59,5% das firmas, como mostra a Tabela 6.49). Elas mitigam, por exemplo, riscos associados à assimetria de informação entre executivos e investidores de PE/VC. As cláusulas mais comuns são citadas no Gráfico 6.21., onde se destacam o direito de participação *pro-rata* nas futuras rodadas de capitaliza-

ção da empresa (30%) e o direito de adquirir novas ações emitidas pela empresa a um preço de conversão igual ao preço das novas ações emitidas – *full ratchet* (15%).

## Tabela 6.49. – Cláusulas de Proteção Antidiluição e de Direitos e Restrições na Transferência de Ações

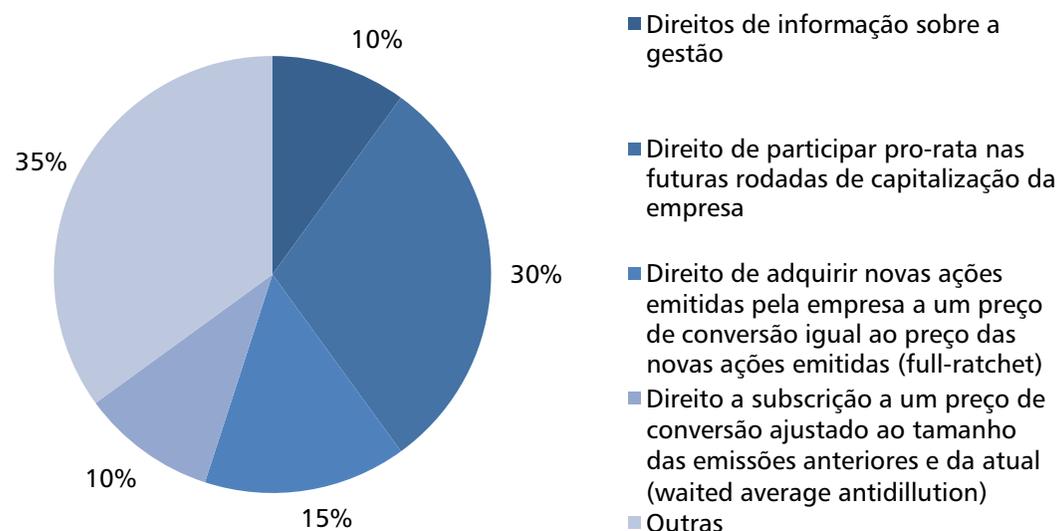
A tabela expõe a frequência relativa da existência ou inexistência de cláusulas de proteção antidiluição, (\*) em uma amostra de 37 empresas investidas representadas por 26 organizações gestoras de PE/VC, e de direitos e restrições na transferência de ações, (\*\*) em uma amostra de 33 empresas investidas, representadas por 24 organizações gestoras de PE/VC.

| Cláusulas  | Frequência (em %) |        |
|--|-------------------|--------|
|  | Sim               | Não    |
| Proteção antidiluição *                            | 59,50%            | 40,50% |
| Direitos e restrições na transferência de ações ** | 75,80%            | 24,20% |

Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

## Gráfico 6.21. – Cláusulas de Proteção Antidiluição Presentes no Acordo de Acionistas

Gráfico apresenta a proporção das cláusulas de proteção antidiluição presente no acordo de acionistas entre a organização gestora de PE/VC e suas investidas, observadas em uma amostra de 20 empresas investidas, representadas por 16 organizações gestoras de PE/VC.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Já as cláusulas de direitos e restrições na transferência de ações estão presentes em 75,8% das empresas pesquisadas. Alguns Entre as cláusulas mais comuns, destacam-se: *tag along* em favor da organização gestora (75,7%), *drag along* (48,6%) e direito de participar na oferta ao preço que tenha sido oferecido por qualquer outra parte (45,9%). No caso de existência de *lock-up*, o prazo mais comum é o de até 1 ano (46% dos casos); e de 1 a 2 anos (31% dos casos).

A cláusula de *tag along*, ou direito de venda conjunta, garante àquele por ela beneficiada o direito de alienar sua participação em determinada sociedade, caso algum dos outros acionistas desta decida alienar sua própria, de modo a garantir à primeira parte equidade de condições e transação conjunta à da segunda. Esta medida garante à organização gestora de PE/VC, além de um mecanismo de saída, também a possibilidade

de abortar o investimento junto com os outros acionistas, o que, no caso do empreendedor, pode ser de importância essencial à organização gestora, caso essa dependa fortemente de sua atuação.

Já a *drag along* garante àquela que por ela é beneficiada o direito da venda conjunta da participação de outros acionistas, que são obrigados a fazê-lo quando o favorecido pelo *drag along* decide alienar sua participação. Essa prática frequentemente faz com que se pague mais pelas ações no negócio, já que o mecanismo viabiliza/facilita a venda de controle. Entretanto deve-se ressaltar que essa cláusula é de mais difícil aceitação pelos empreendedores e outros acionistas, ainda mais quando a organização gestora é minoritária.

#### **6.4.5. Monitoramento**

Em estudo realizado com empresas que abriram seu capital na Europa Ocidental, buscou-se relacionar os resultados dos investimentos com as práticas de governança corporativa exercida pelas organizações gestoras de PE/VC. Notou-se dois tipos distintos de práticas: uma de viés financeiro, que se limitava à busca de um crescimento não orgânico no valor das empresas investidas, e outra de viés operacional/estratégico, que buscava melhorias na operação, gestão, posicionamento e estratégia da empresa investida, que se refletiria em um crescimento orgânico do valor das empresas investidas.

A análise dos investimentos mais bem-sucedidos, ou seja, que apresentaram maiores retornos, fica claro que estes estão mais associados com o crescimento orgânico, ou seja, com a de viés operacional/estratégico. Isto se justificava ao perceber que as organizações gestoras de PE/VC que investiram empresas que proporcionaram retornos notáveis costumavam, em sua maioria, fazer, durante os 100 primeiros dias, alterações na alta gerência de suas empresas, trocando, inclusive, seus CEOs; costumavam também fazer investimentos muito mais intensos em monitoramento e em contratação de suporte externo (como consultorias) do que fizeram as empresas com menores retornos, além de promover muitas mais intervenções gerenciais.

Por outro lado, fatores como o estímulo da equipe de gestão da empresa investida, por exemplo, com remuneração agressiva atrelada a caixa, mostraram-se negativamente relacionados com o desempenho das empresas investidas, em vista de se ter encontrado mais dessas medidas em empresas de baixo retorno do que em empresas de alto retorno. (Acharya, Hahn e Kehoe, 2010)

##### **6.4.5.1 Plano de 100 Dias**

Após a realização dos investimentos, as organizações gestoras de PE/VC passam por um período de contato muito estreito com suas empresas investidas. Este período geralmente leva de três a quatro meses e nele se arquiteta e realiza o chamado Plano de 100 Dias, um plano de curto prazo que promoverá as devidas re-

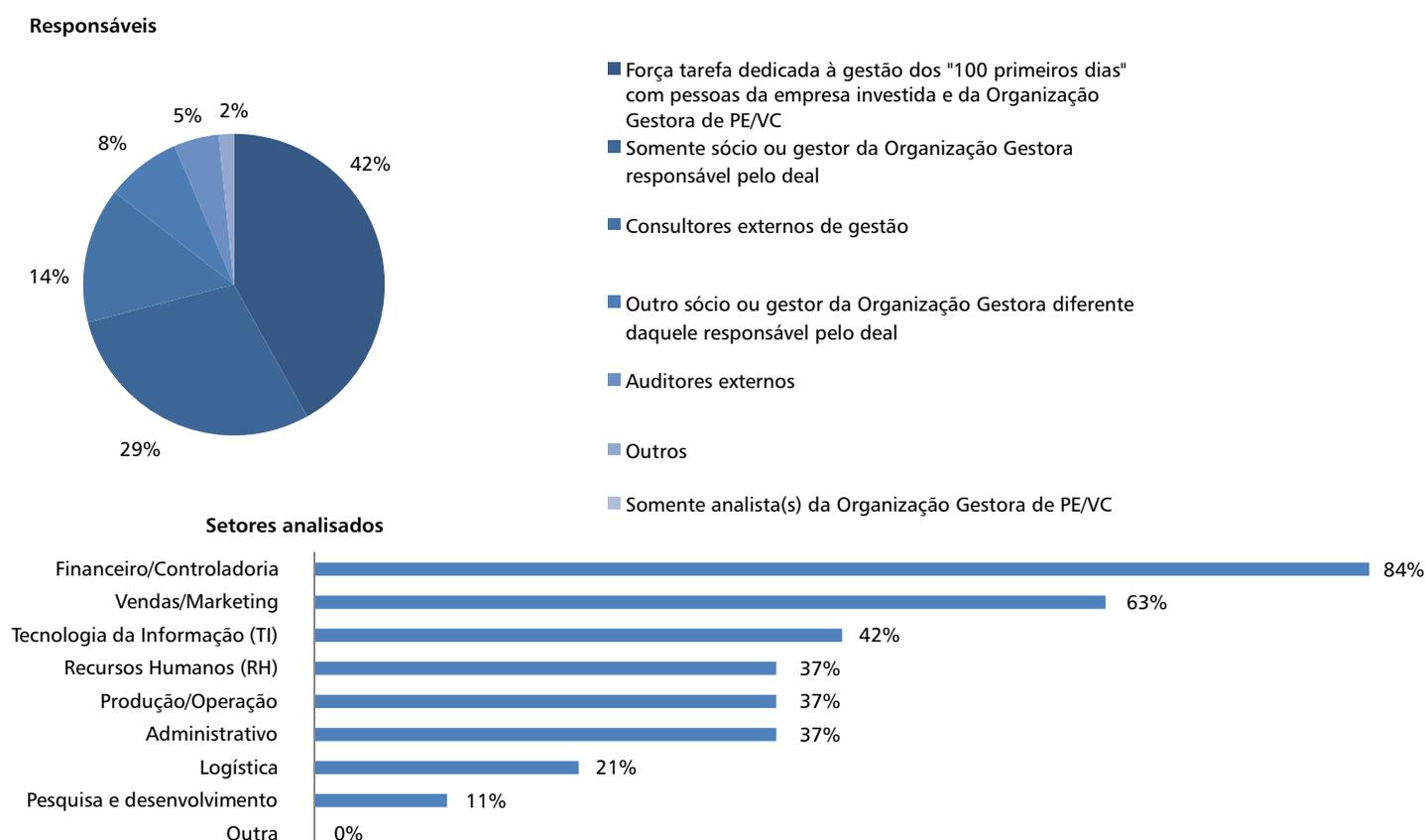
estruturas operacionais e estratégicas e integrará, pela primeira vez, a equipe administrativa e operacional da empresa investida com a equipe da organização gestora de PE/VC que se responsabilizará pelo negócio.

Para a realização embasada do Plano de 100 Dias, muitas organizações gestoras submetem as áreas funcionais da empresa investida a uma detalhada avaliação. Em 84,2% das empresas investidas respondentes o setor financeiro/controladoria foi analisado, em 63,2% o setor de vendas/marketing e em 42,1% o setor de Tecnologia da informação. Nestas análises, os responsáveis mais frequentes foram forças tarefas dedicadas à gestão dos “100 primeiros dias” com pessoas da empresa investida e da organização gestora de PE/VC (42%), somente sócios ou gestores da organização gestora de PE/VC responsáveis pelo deal (29%), consultores externos de gestão (14%).

### Gráfico 6.22. – Responsáveis pelas Análises Feitas de Diferentes Setores da Empresa como Parte do Plano de 100 Dias e Áreas Estudadas

O primeiro gráfico apresenta proporção dos responsáveis pelas análises dos diferentes setores das empresas, enquanto o segundo apresenta a frequência dos setores analisados, em números relativos ao total de empresas investidas respondentes.

Respostas fornecidas à primeira análise provêm de 17 organizações gestoras que representavam 17 empresas investidas. Respostas fornecidas à segunda análise provêm de 13 organizações gestoras que respondiam por 19 empresas investidas.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Frequentemente esse planejamento inicial passa por uma revisão das metas apresentadas no plano de negócios antes da realização do investimento. Um total de 69% das organizações gestoras realizaram

esta revisão de metas, sendo que em 91% das revisões os executivos das empresas investidas participaram das mesmas. Os responsáveis mais frequentes por esta revisão foram os sócios ou gestores da organização gestora de PE/VC responsáveis pelo deal, em 54,2% dos casos de revisão de metas, seguido pelas forças tarefas dedicadas à gestão dos “100 primeiros dias” com pessoas da empresa investida e da organização gestora de PE/VC, em 29,2% das ocorrências, e outros, totalizando 16,7%.

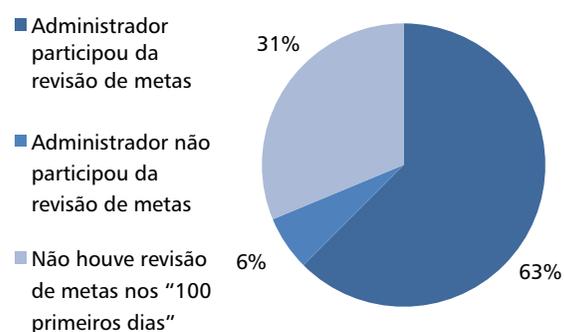
Apontou-se como principais motivos destas revisões a necessidade de propor metas mais desafiadoras, apontado como principal motivo por 42,9% dos respondentes, seguido pela mudança de cenário competitivo, apontado como principal motivo por 28,6% dos respondentes, e, por fim, a necessidade de envolver todos os níveis hierárquicos, apontado como tal em 19% dos respondentes. Esse cenário vem ilustrado no Gráfico 6.23 abaixo.

### Gráfico 6.23. – Características da revisão de metas feitas como parte do Plano de 100 dias

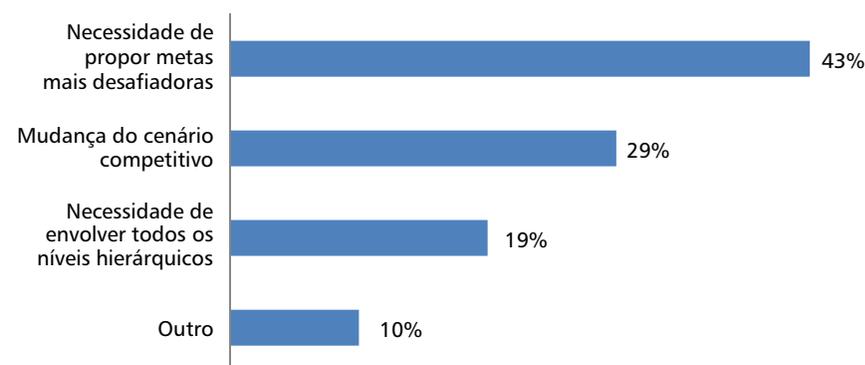
O primeiro gráfico mostra a proporção das empresas investidas em que o administrador participara ou não da revisão de metas, ou se essa não ocorrera. Percebe-se que a revisão de metas ocorreu em 69% dos casos. O segundo gráfico mostra as principais causas levantadas pelos respondentes, apresentadas em frequência relativa sobre o número de empresas investidas respondentes. Por fim, o terceiro gráfico dá a proporção dos responsáveis por tais revisões de metas.

Respostas fornecidas à primeira análise provêm de 18 organizações gestoras que representavam 32 empresas investidas. Respostas fornecidas à segunda análise provêm de 15 organizações gestoras que respondiam por 21 empresas investidas. Respostas fornecidas à terceira análise provêm de 17 organizações gestoras que respondiam por 23 empresas investidas.

Ocorrência de Revisão de Metas



Causas Principais



Responsáveis

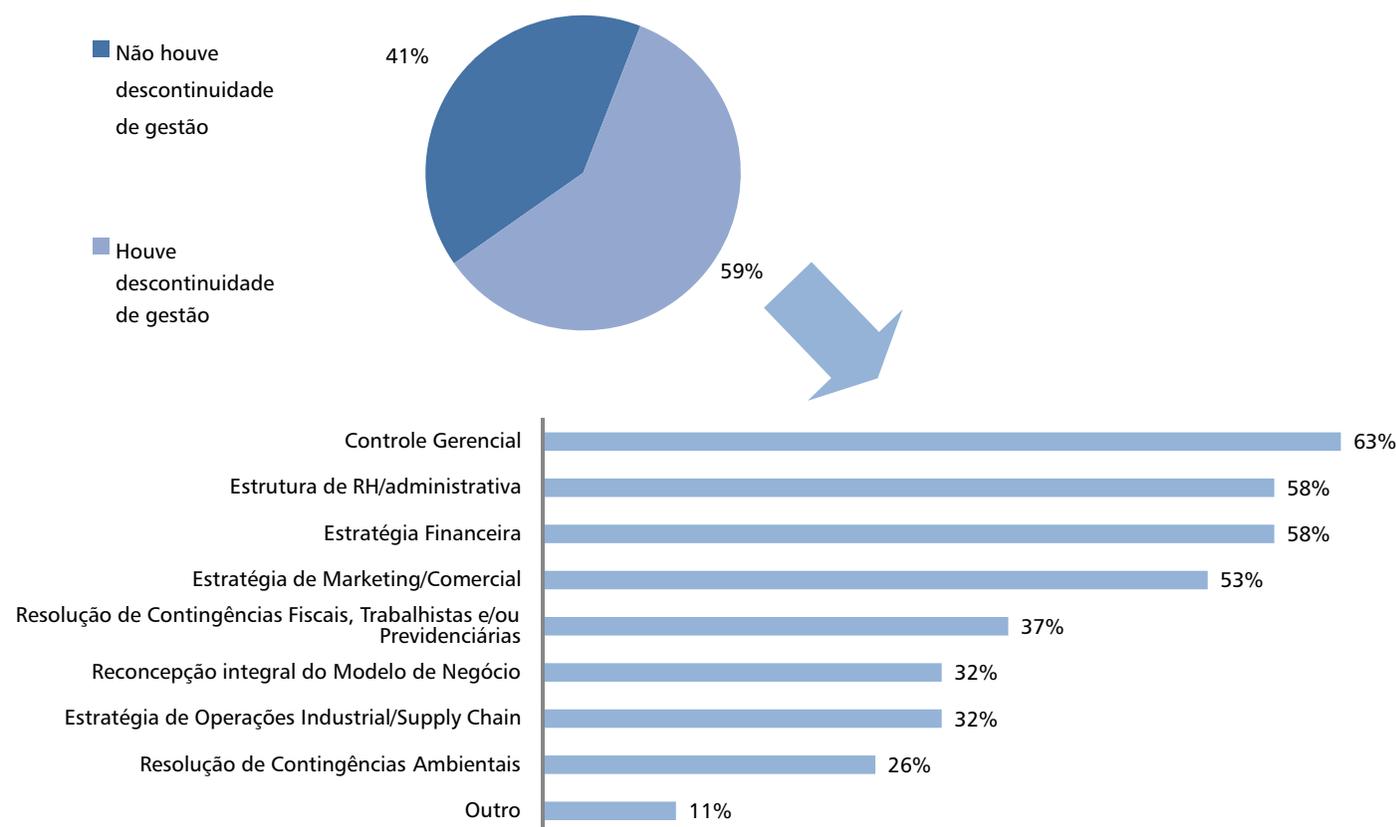


Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Um dos tópicos abordados no Plano de 100 Dias é a descontinuidade de gestão, em que se remodela todo um setor estratégico da empresa investida de modo a torná-lo mais eficiente e integrado às atividades da empresa. Dentre as empresas investidas, 41% não realizaram descontinuidades de gestão durante os 100 primeiros dias. Já, dentre as outras 59%, as intervenções mais frequentemente realizadas são no controle gerencial, ocorridas com 63,2% dos respondentes que realizaram descontinuidades de gestão, na estratégia financeira, com 57,9% e na estrutura de RH/administrativa, também com 57,9%. Esses dados encontram-se expandidos no Gráfico 6.24 a seguir.

### Gráfico 6.24. – Características da Descontinuidade de Gestão feita como parte do Plano de 100 dias

O primeiro gráfico expõe a proporção de ocorrência ou não das descontinuidades de gestão nas empresas investidas, enquanto o segundo gráfico mostra a frequência das descontinuidades, com dados em frequência relativa dada pelo número de empresas investidas que realizaram descontinuidades de gestão nos determinados setores sobre o total de empresas que declararam já ter passado por descontinuidades de gestão na primeira análise. Respostas fornecidas por 18 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por 32 empresas investidas.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Durante os 100 primeiros dias, ou mesmo durante o período de fechamento de negócios, também se trocam executivos-chave da empresa investida, colocando profissionais mais qualificados e experientes que saberão lidar com a situação de expansão e mudanças por que passará a empresa. Estas trocas podem tanto colocar o próprio sócio-gestor da organização gestora de PE/VC em cargos estratégicos, ou mesmo colocar alguém que por ele foi indicado.

Observa-se que, em 68% das empresas investidas, houve substituição em cargos estratégicos. Dos cargos mais frequentemente alterados, destacam-se o cargo de CFO/Controladoria, modificado em 73,7% das empresas investidas que passaram por troca de cargos, o cargo de CEO, em 52,6% e o cargo de diretor de vendas, em 26,3%. Estes dados vêm representados abaixo, no Gráfico 6.25, e percebe-se grande paralelismo com os setores estratégicos que passaram por descontinuidades de gestão.

Em retomada à análise do Gráfico 6.8, percebemos grande aderência dos números que se referem à troca dos CEOs após o investimento (31%) com os números de substituição/complementação de CEOs durante o plano de 100 dias (52,6% de 68% = 35,7%), do Gráfico 6.25. Essa pequena diferença, deixando à parte as dimensões de amostra, pode se explicar, em grande parte, pelo fato de algumas trocas de CEO poderem ocorrer após o período do plano de 100 dias, o que, por extensão, nos leva a perceber que a maioria das substituições de CEOs ocorre no período entre a efetivação do investimento até o término do plano de 100 dias.

**Gráfico 6.25. – Características da Substituição ou Complementação de Cargos Feitas como parte do Plano de 100 dias**

Gráfico apresenta proporção das empresas investidas por organizações gestoras de PE/VC que passaram pela substituição/complementação de cargos durante o plano de 100 dias. Em seguida, são listados os cargos mais comumente substituídos/complementados, em frequência relativa dada pelo número de empresas investidas que declaram ter realizado substituição/complementação nos determinados cargos sobre o número de empresas investidas que declararam já ter passado por tal processo na primeira análise. Respostas fornecidas por 16 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por 28 empresas investidas.



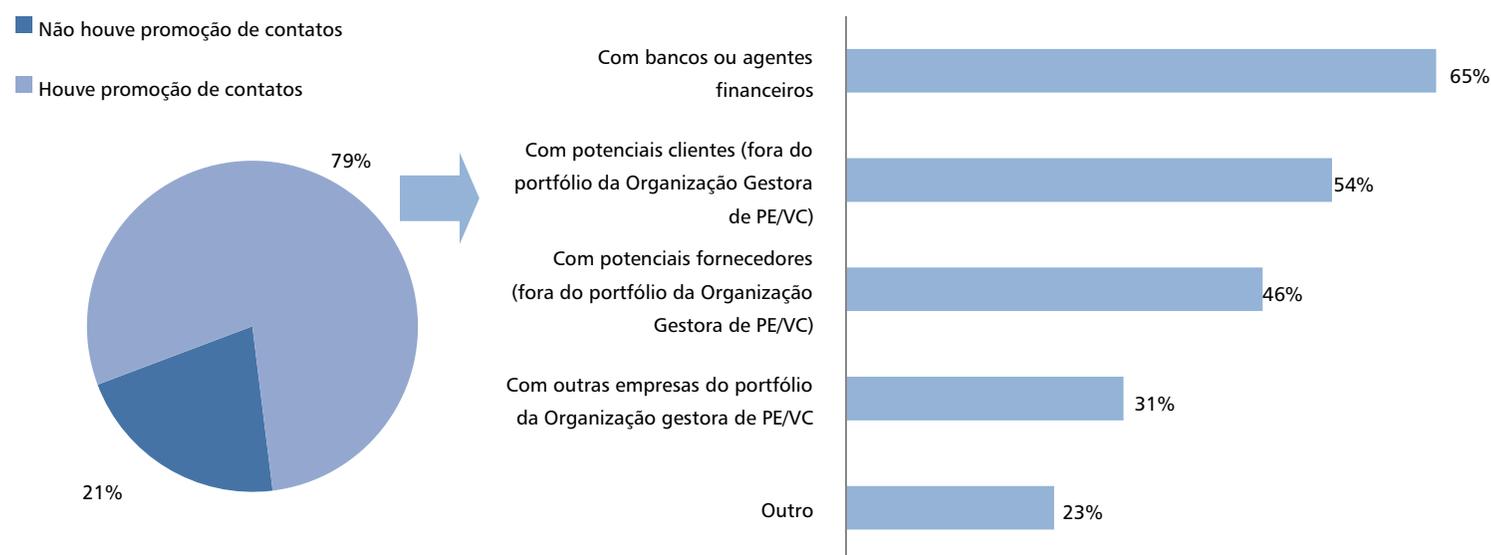
Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Outra medida realizada durante os 100 primeiros dias é a promoção de novos contatos que a organização gestora de PE/VC fornece às empresas de seu portfólio. Em 79% dos casos, as empresas investidas

beneficiaram-se de contatos promovidos pelas organizações gestoras. O contato com outras empresas do portfólio foi promovido em 30,8% dos casos, com potenciais fornecedores em 46,2% deles, com potenciais clientes em 53,9% e com bancos e agentes financeiros em 65,4% dos casos.

### Gráfico 6.26. – Características da Promoção de Contratos pela Organização Gestora de PE/VC Para a Investida como parte do Plano de 100 dias

Gráfico apresenta proporção das empresas investidas por organizações gestoras de PE/VC em que ocorreu promoção de contatos. Em seguida, são listadas as promoções de contatos mais comuns, em frequência relativa dada pelo número de empresas investidas que apontaram as determinadas promoções de contato sobre o número de empresas investidas que declararam ter passado por tal promoção na primeira análise. Respostas fornecidas por 16 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por 28 empresas investidas.



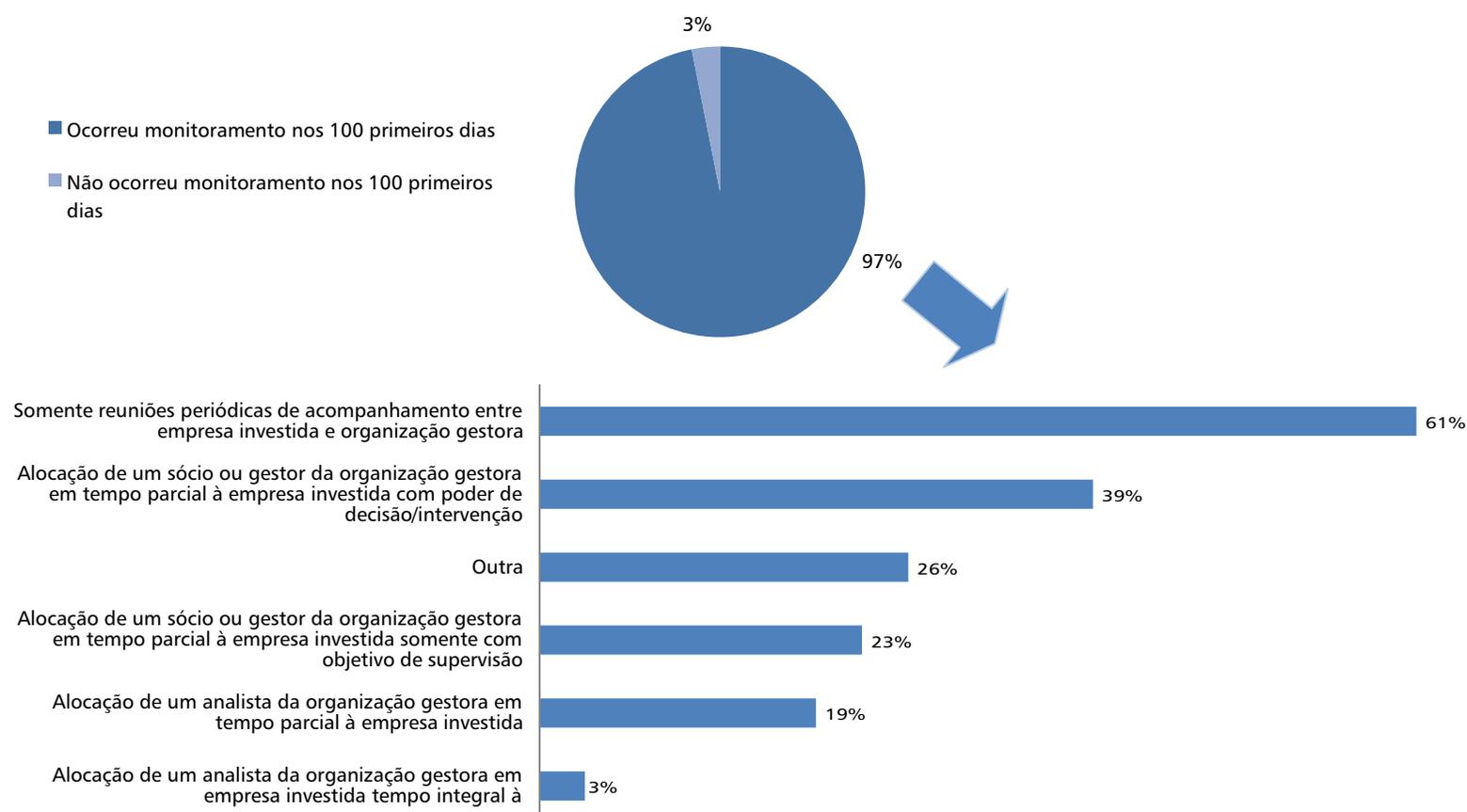
Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Durante os 100 primeiros dias, além da implantação de medidas estratégicas e de reestruturações, a empresa também deve ser submetida ao monitoramento, para que se possa perceber o quanto essas medidas estão sendo bem implantadas e controlar o andamento de tal processo. Apenas 3% das empresas investidas, entretanto, não foram submetidas ao monitoramento nos 100 primeiros dias. 97% o foram, e para isso se utilizaram de diversas ferramentas de monitoramento.

Em ordem de frequência, temos que as reuniões periódicas de acompanhamento entre empresa investida e organização gestora foram utilizadas em 61,3% das empresas que foram submetidas a monitoramento, alocação de sócio ou sócio gestor da organização gestora em tempo parcial e com poderes de decisão/intervenção foi utilizada em 38,7% das ocorrências de monitoramento, já o mesmo apenas com objetivo de supervisão ocorreu em 22,6% dos casos, a alocação de analista da organização gestora de PE/VC em tempo parcial e integral, ocorreu em 19,4% e 3,3% dos casos, respectivamente.

### Gráfico 6.27. – Características do Monitoramento de Implementação feito como parte do Plano de 100 dias

Gráfico apresenta proporção das empresas investidas por organizações gestoras de PE/VC que passaram por monitoramento durante os 100 primeiros dias. Em seguida, são listadas as modalidades de monitoramento mais comuns, em frequência relativa dada pelo número de empresas que declararam realizar as determinadas práticas de monitoramento sobre o número de empresas investidas que disseram ser, na primeira análise, submetidas ao monitoramento em tal período. Respostas fornecidas por 17 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por 32 empresas investidas.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

#### 6.4.5.2 Monitoramento Contínuo

Passados os 100 primeiros dias, a organização gestora não abandona as empresas de seu portfólio, mas sim dá continuidade ou mesmo intensifica a atividade de monitoramento iniciada durante a execução do Plano de 100 Dias. Esta será a ferramenta cotidiana utilizada para acompanhamento e controle dos resultados apresentados pela empresa investida e para a geração de valor na mesma.

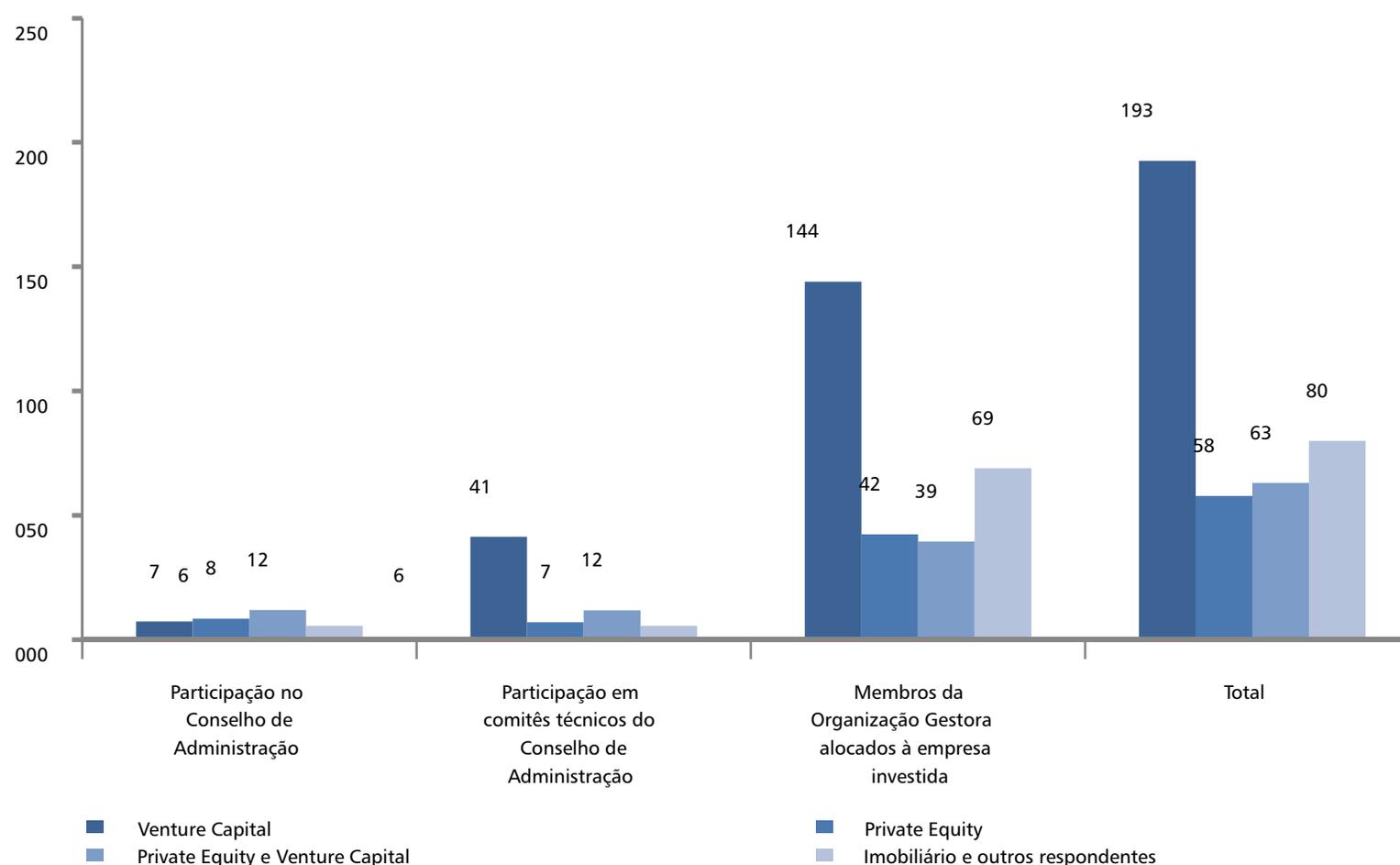
Passa, portanto, a ser de grande valia para a organização gestora de PE/VC, na medida em que é por meio dela que pode captar o desenvolvimento de seu investimento, se está gerando ou não valor, se necessita de maiores intervenções, se deve ser submetido a novas rodadas de investimento, ou até mesmo abandonado. Este monitoramento se fará por meio da coleta rotineira e sistemática de informações dos investimentos, que serão triadas e avaliadas, utilizando-as na busca contínua de melhora da empresa investida (Müller, 2008).

No Gráfico 6.28, apresenta-se o quanto as organizações gestoras de PE/VC gastam, em média, por mês, na atividade de monitoramento de cada uma de suas empresas e portfólio, desmembrando pela participação no Conselho de Administração, nos comitês técnicos do Conselho de Administração e na alocação de membros da organização gestora à empresa investida, separando entre a modalidade de PE/VC.

Percebe-se que o tempo médio de monitoramento por mês diminui ao passo em que as organizações gestoras se especializam nos crescentes graus de maturidade.

## Gráfico 6.28. – Tempo médio (em horas) que é gasto por mês pela Organização Gestora na Atividade de Monitoramento de cada uma das Empresas em Portfólio

O gráfico apresenta o tempo médio (em horas) que é investido por mês pelas organizações gestoras na atividade de monitoramento em cada um de suas empresas em portfólio. Números separados pelas importantes atividades de monitoramento e também pelas modalidades das organizações gestoras. Respostas fornecidas por 19 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por 33 empresas investidas.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Para cada empresa em portfólio, as organizações gestoras que praticam apenas *Venture Capital* gastam cerca de 7 horas por mês em participações no Conselho de Administração, 41 horas por mês na participação dos comitês técnicos do Conselho de Administração e 144 horas na alocação de membros de suas equipes à empresa investida. Assim, estas gastam um total médio de 193 horas por empresa nessas três grandes atividades de monitoramento.

Já as organizações gestoras que praticam apenas *Private Equity* dedicam, para cada empresa em portfólio, aproximadamente 8 horas por mês em participações no Conselho de Administração, 7 horas por mês na participação dos comitês técnicos do Conselho de Administração e 42 horas na alocação de membros de suas equipes à empresa investida. Assim, estas gastam um total médio de 58 horas por empresa nessas três grandes atividades de monitoramento.

Analisou-se também quanto tempo as organizações gestoras empregam a toda a atividade de monitoramento, com exceção do Conselho de Administração e seus comitês técnicos, separando pelos meios de contato.

Elas dedicam, conforme expresso na Tabela 6.50, para cada empresa em portfólio, em média, 8,09 horas por mês em visitas pessoais e reuniões, 5,75 horas por mês em contatos telefônicos e teleconferências, 3,97 horas por mês em mensagens eletrônicas e 2,28 horas em outros tipos de comunicação, totalizando, portanto, 20,09 horas por mês no contato com as empresas investidas, além daquelas consumidas pelo Conselho de Administração e seus comitês técnicos.

### Tabela 6.50. – Duração média das diferentes modalidades de contato com as empresas

A tabela expõe estatísticas sobre quanto tempo, em média, as organizações gestoras de PE/VC, em uma amostra de 104 empresas investidas representadas por 30 organizações gestoras, dedicam ao contato com cada uma de suas empresas investidas, em horas/mês, segundo os diferentes meios de contato, com exceção do tempo dedicado ao Conselho de Administração e dos Comitês Técnicos permanentes.

| Duração média do contato com as empresas (horas/mês) |             |               |        |        |
|--|-------------|---------------|--------|--------|
| Modalidade de contato                                | Média       | Desvio Padrão | Mínimo | Máximo |
| Visitas pessoais e reuniões                          | 8,1         | 17,9          | 0,0    | 80,0   |
| Contatos telefônicos e teleconferências              | 5,8         | 12,7          | 0,0    | 50,0   |
| Mensagens eletrônicas                                | 4,0         | 9,0           | 0,0    | 40,0   |
| Outras   | 2,3         | 7,8           | 0,0    | 40,0   |
| <b>Total</b>   | <b>20,1</b> | <b>25,0</b>   | -      | -      |

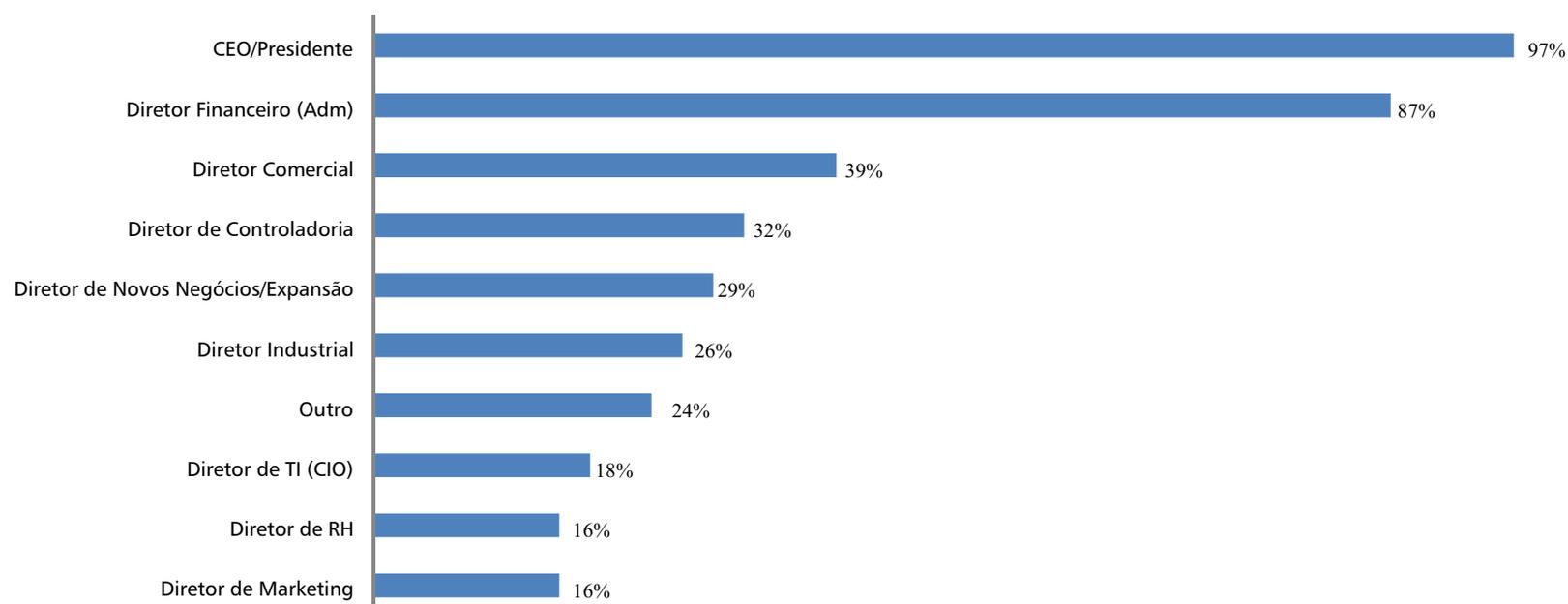
Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Além disso, constatou-se que 52,8% das empresas no portfólio das organizações gestoras de PE/VC têm conferências entre seus CEOs e os CEOs de outras empresas no portfólio da mesma organização gestora, e que, por extensão, 47,2% não o fazem – em uma amostra de 36 empresas investidas representadas por 20 organizações gestoras.

Para a realização destas atividades de monitoramento, em 100% das empresas em portfólio os gestores das organizações gestoras de PE/VC têm contato direto com os membros da Diretoria Executiva – dados coletados em amostra de 38 empresas investidas, representadas por 20 organizações gestoras. Dentre estas, o contato direto mais frequente é com o CEO, ocorrendo em 97,4% das empresas analisadas, com o diretor administrativo/financeiro, em 86,8% dos casos e o diretor comercial, em 39,5%.

### Gráfico 6.29. – Frequência do Contato Direto das Organizações Gestoras de PE/VC com os Membros da Diretoria Executiva com Fins de Monitoramento

Gráfico apresenta a frequência dos cargos da diretoria executiva que são submetidos a contato direto com as organizações gestoras de PE/VC. Dados em frequência relativa determinada sobre as respostas de 38 empresas investidas representadas por 20 organizações gestoras de PE/VC.

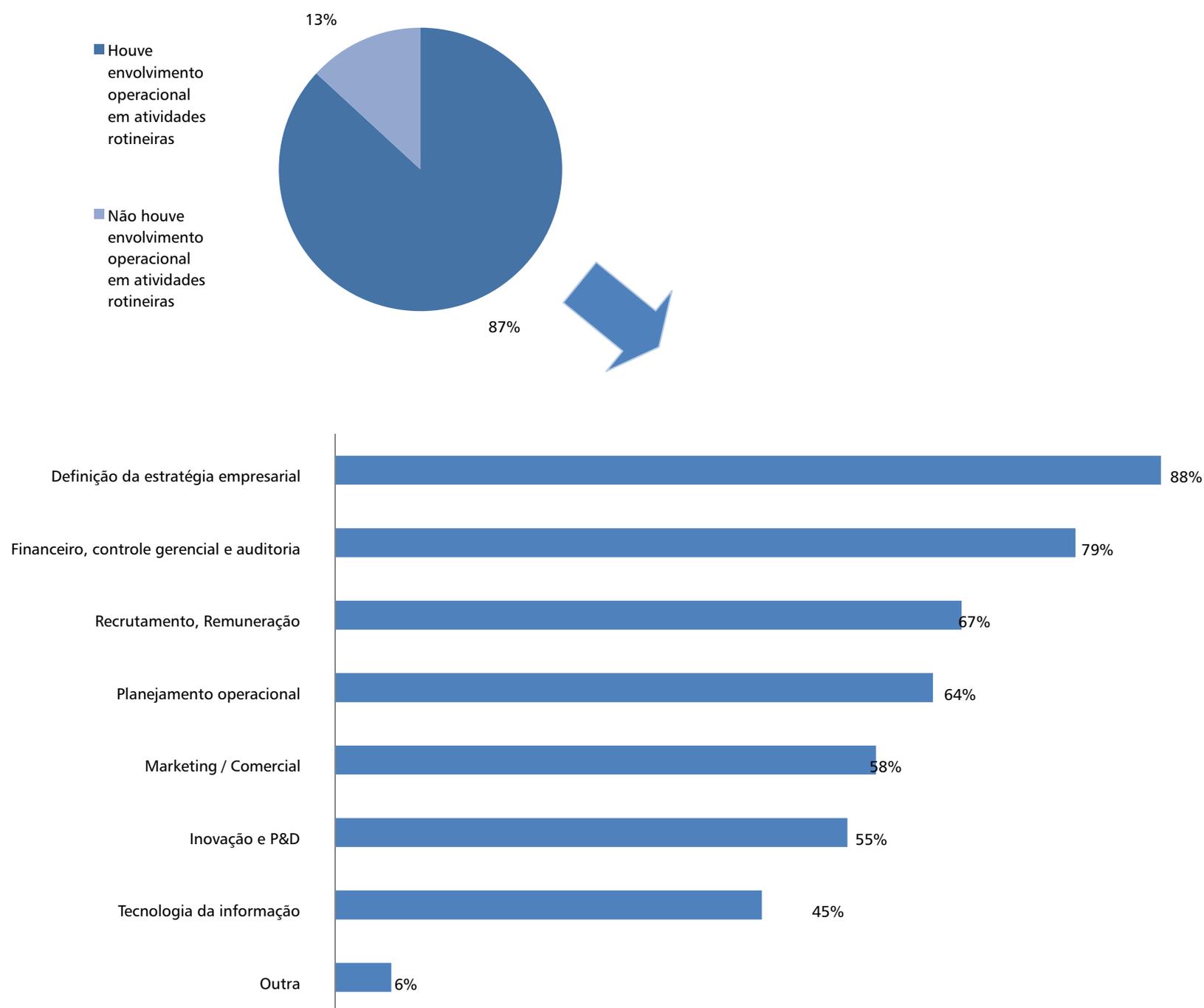


Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Entretanto, no monitoramento, as organizações gestoras de PE/VC frequentemente passam a se envolver diretamente nas operações da empresa investida, a parte das decisões tomadas no Conselho de Administração. Das empresas negociadas, 87% já passaram por esse processo e nelas, as atividades operacionais mais afetados foram a definição da estratégia empresarial, em 87,9% das empresas investidas que sofreram desse envolvimento, o setor financeiro, de controle gerencial e auditoria, em 78,8% delas e o setor de recrutamento e remuneração, em 66,7%.

### Gráfico 6.30. – Características do Envolvimento Operacional nas Atividades Rotineiras da Investida

Gráfico apresenta proporção das empresas investidas por organizações gestoras de PE/VC que passaram pelo envolvimento das organizações gestoras em suas atividades rotineiras. Em seguida, são listadas as atividades rotineiras mais comuns que foram submetidas em tal envolvimento, em frequência relativa dada pelo número de empresas investidas que declararam ter o envolvimento operacional da organização gestora nas determinadas modalidades de envolvimento sobre o número de empresas investidas que disseram, na primeira análise, ter passado por tal processo. Respostas fornecidas por 20 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por 38 empresas investidas.

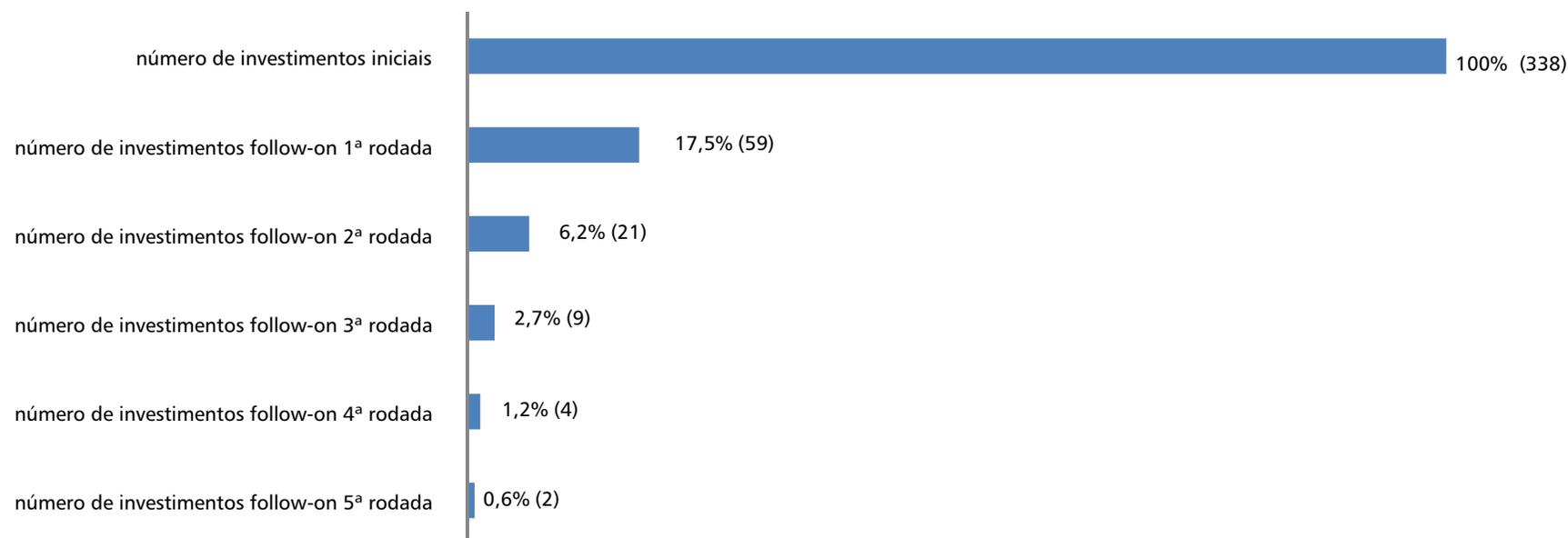


Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

O mesmo ocorre em atividades operacionais relacionadas a terceiros (*stakeholders*). Das empresas acessadas, 89% já passaram por esse processo e nelas, as relações com *stakeholders* mais afetadas foram o envolvimento com suporte com consultores/profissionais legais, tributários, societários e trabalhistas, em 87,9% das empresas em que foram relatadas esse tipo de envolvimento, a negociação com bancos ou agentes financeiros, em 63,7% e a aquisição de outras empresas, em 63,6%.

### Gráfico 6.31. – Extensão do envolvimento com contatos externos nas atividades da investida

Gráfico apresenta proporção das empresas investidas por organizações gestoras de PE/VC que passaram pelo envolvimento de suas organizações gestoras com contatos externos. Em seguida, são listados contatos externos mais comumente foram submetidos a tal envolvimento, em frequência relativa dada pelo número de empresas investidas que declaram ter o envolvimento de suas organizações gestoras nas determinadas modalidades de contato externo sobre o número de empresas investidas que disseram, na primeira análise, ter passado por tal processo. Respostas fornecidas por 19 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por 37 empresas investidas.



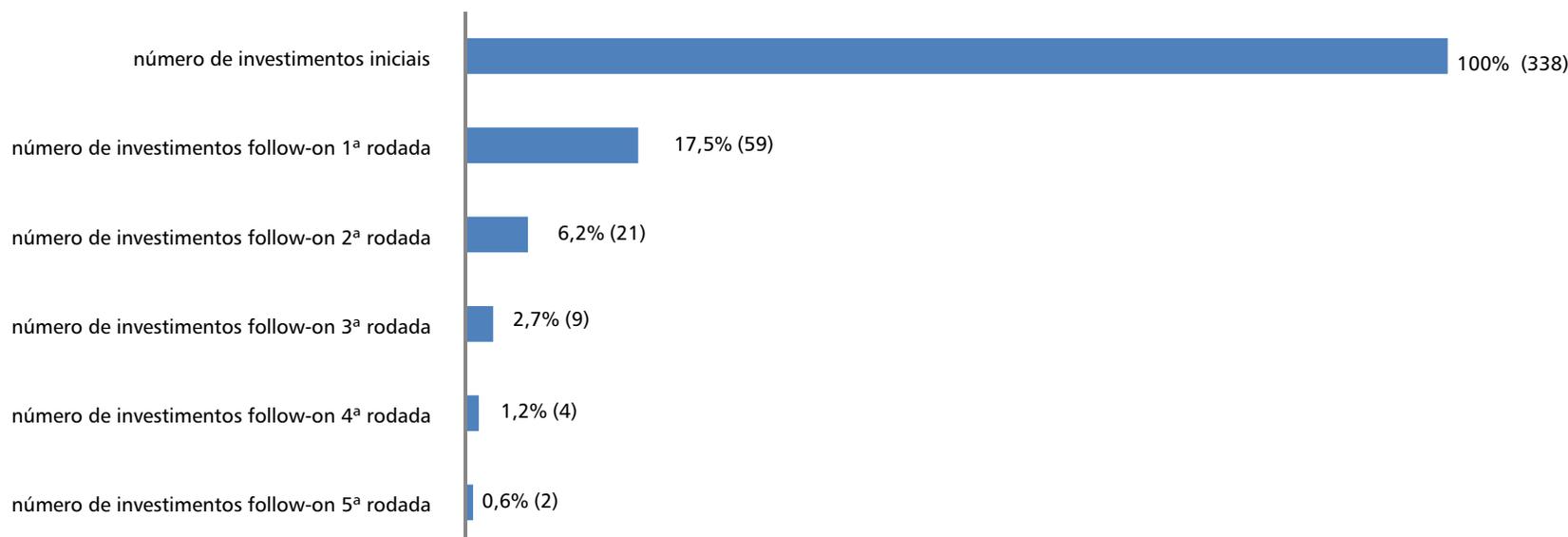
Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Outro mecanismo importante do monitoramento é o das rodadas de investimentos. Esse instrumento de monitoramento não tem custos tão elevados quanto o monitoramento tradicional e funciona a partir do momento em que a organização gestora de PE/VC só fará os aportes consecutivos caso a empresa investida desempenhe bem e necessite de mais recursos para sua operação (Gompers, 1995).

Dos investimentos das organizações gestoras que foram acessados, foram 338 (100%) os iniciais, destes, 59 (17,5%, porcentagem calcula sobre o número de investimentos iniciais) foram submetidos a *follow-on* (continuação), em primeira rodada; em segunda rodada de *follow-on*, foram 21 investimentos, correspondendo a 6,2% da quantia de 338 iniciais; em terceira rodada de *follow-on*, apenas, 9 investimentos, que serão seguidos por 4 e 2, na quarta e quinta rodada, respectivamente. O Gráfico 6.32 descreve esse cenário.

### Gráfico 6.32. – Característica das Rodadas de Investimento nas Empresas Investidas

Gráfico mostra o afunilamento do número de rodadas de investimento na medida em que vão adentrando na reincidência das crescentes rodadas. Respostas fornecidas por 66 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por investimentos entre 1º de janeiro de 2001 e 31 de dezembro de 2010, em 338 empresas.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

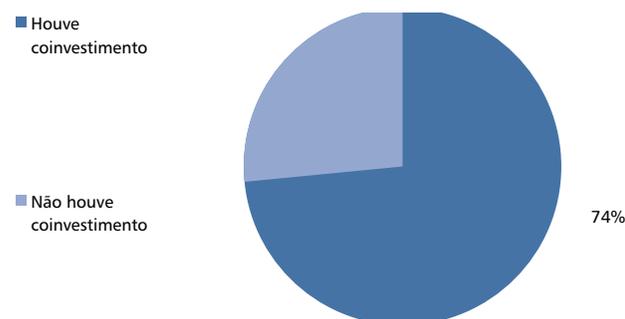
Além dessa abordagem, também é válido observar a proporção dos coinvestimentos nos investimentos realizados na Indústria.

A prática dos coinvestimentos está relacionada com a minimização dos riscos das organizações gestoras de PE/VC, na medida em que elas rateiam a responsabilidade em possíveis perdas de seus investimentos, bem como há melhores garantias na qualidade da seleção de investimentos, visto que uma organização gestora se vale ou se influencia do trabalho despendido para a análise da outra organização gestora e vice-versa, bem como na gestão da empresa investida, em que as duas organizações gestoras se beneficiarão do rateio na medida em que as duas não contribuirão de maneira idêntica, mas sim diferente, de modo a gerar uma complementação que não ocorreria em um investimento sem coinvestidores.

Conceitualmente, podemos entender a prática dos coinvestimentos tanto quanto um instrumento de diluição e minimização de risco financeiro, tanto quanto uma ferramenta de quebra de assimetria informacional e mutualização dos benefícios do conhecimento com que cada organização gestora contribui (Lockett e Wright, 2001). A seguir apresenta-se o gráfico 6.33, que indica, baseado no formulário de pesquisa aplicado, a proporção dos investimentos que apresentaram coinvestidores no total de investimentos realizados pela Indústria.

## Gráfico 6.33. – Caracterização da Proporção dos Coinvestimentos no Total de Investimentos

Gráfico apresenta a proporção de investimentos em que houve ou não coinvestimento por outros veículos de investimento. Respostas fornecidas por 55 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por investimentos entre 1º de janeiro de 2001 e 31 de dezembro de 2010, em 261 empresas, totalizando 332 investimentos.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

## 6.5. Reposicionamento Estratégico

Passados os 100 primeiros Dias, podem ocorrer decisões de alto impacto, que se destacam do monitoramento ordinário, do envolvimento operacional e das descontinuidades de gestão. São as decisões de reposicionamento estratégico, que envolvem desde reestruturações (*turn-arounds*) a empreendimentos conjuntos (*joint-ventures*) e aquisições.

Das empresas no portfólio das organizações gestoras de PE/VC, 22% já foram submetidas a reestruturações (*turn-arounds*) e 9% delas já realizaram os empreendimentos conjuntos, mais conhecidos como *joint-ventures*.

## Gráfico 6.34. – Caracterização da incidência de reestruturações nas empresas investidas e áreas reestruturadas

Gráfico apresenta proporção das empresas investidas por organizações gestoras de PE/VC que passaram por reestruturações. Em seguida, são listadas as causas principais de reestruturações mais comumente apontadas, em frequência relativa da pelo número sobre o número de empresas investidas que declaram ter realizado reestruturações pelas determinadas causas discriminadas sobre o número de empresas investidas que especificamente responderam à segunda análise.

Respostas fornecidas à primeira análise provêm de 22 organizações gestoras que representavam 46 empresas investidas. Respostas fornecidas à segunda análise provêm de 11 organizações gestoras que respondiam por 12 empresas investidas.

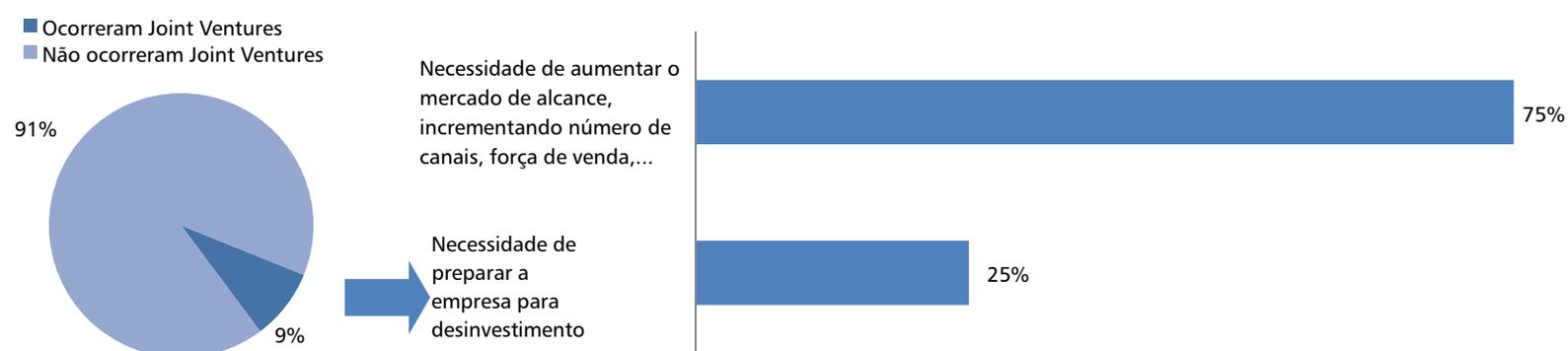


Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

### Gráfico 6.35. – Caracterização da Incidência e Causas de *Joint Ventures* nas Empresas Investidas

Gráfico apresenta proporção das empresas investidas por organizações gestoras de PE/VC que passaram por *joint ventures*. Em seguida, são listadas as principais causas de realização *joint ventures* mais comumente apontadas, em frequência relativa pelo número de empresas investidas que declaram as determinadas causas sobre o número de empresas investidas que especificamente responderam à segunda análise.

Respostas fornecidas à primeira análise provêm de 22 organizações gestoras que representavam 46 empresas investidas. Respostas fornecidas à segunda análise provêm de 4 organizações gestoras que respondiam por 4 empresas investidas.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Foram indicados como principais motivos das reestruturações o setor financeiro, apontado como o principal motivo em 41,67% das reestruturações, o setor de marketing e vendas, apontado como principal motivo 33,3% vezes e o setor operacional, apontado como tal 16,7% vezes. Estas reestruturações foram lideradas mais frequentemente pela equipe interna da empresa investida, em 30,76% dos casos de reestruturação, pela equipe da organização gestora de PE/VC também em 30,76%, por um grupo de funcionários da empresa investida e da organização gestora de PE/VC, em 23,07 dos casos e pela equipe de administração interina (*ínterim management*) contratada ou consultoria externa, em 15,38% deles (esta análise teve por base respostas de 12 organizações gestoras de PE/VC que respondiam por 13 empresas investidas).

Já os principais motivos das realizações das *join-ventures* foram a necessidade de aumentar o mercado de alcance, incrementando número de canais, força de venda etc., apontado como o principal motivo 3 (75%) vezes, e a necessidade de preparar a empresa para o desinvestimento, apontado como principal motivo 1 (25%) vezes.

## 6.6. Conflitos

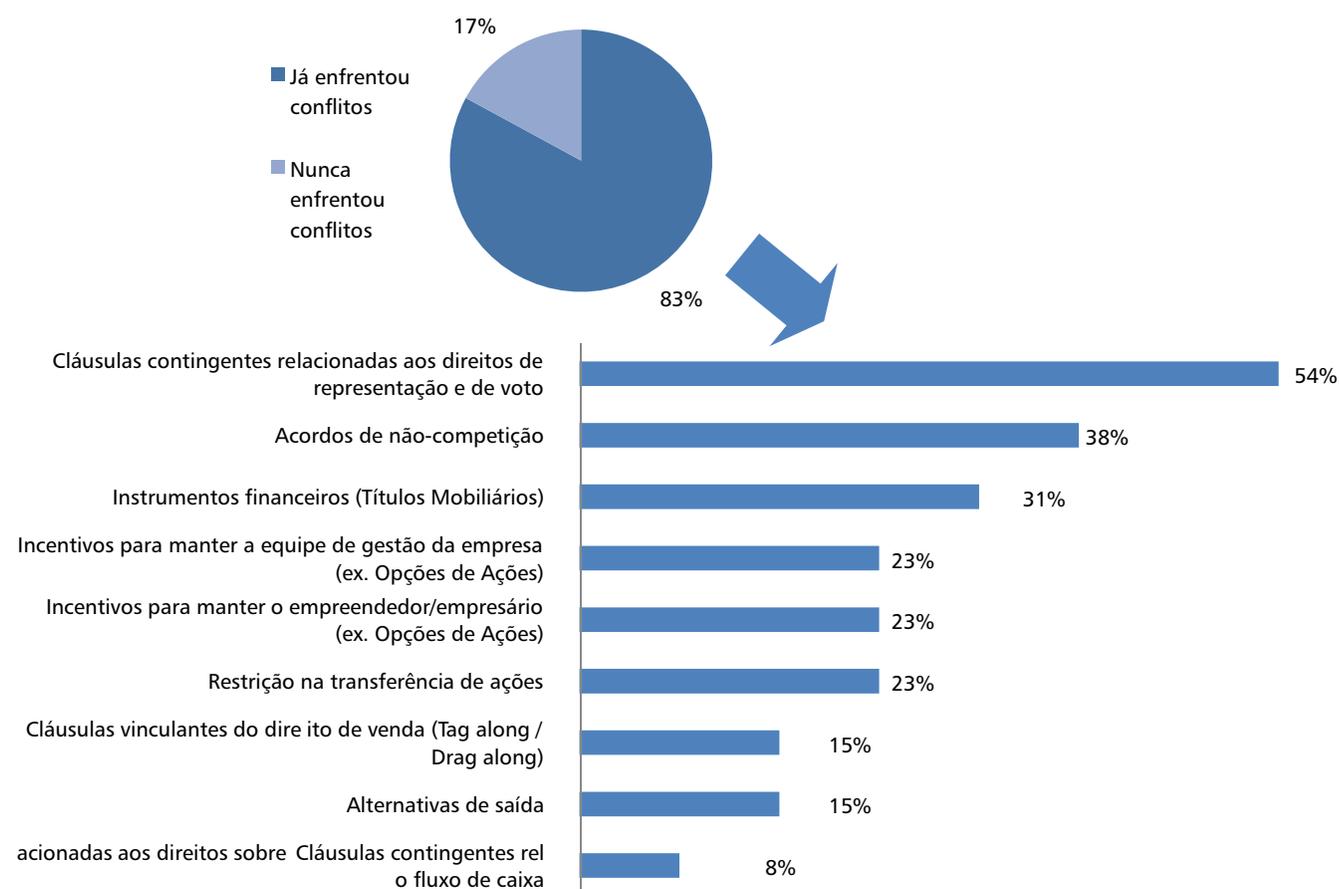
Muito embora organizações gestoras e empresas investidas se cerquem de diversos instrumentos de conciliação de interesses e de um aparato legal para a formalização de suas relações, esporadicamente surgem fortes divergências de interesses e, potencialmente, conflitos.

Em 83% das organizações gestoras de PE/VC já ocorreu conflitos com suas investidas. Destes, os aspectos contratuais que estavam relacionados à divergência, foram, dentro os mais frequentes, as cláusulas de contingentes relacionadas aos direitos de representação e de voto, que ocorreu em 53,85% das organizações gestoras que já passaram por conflitos, e os acordos de não competição, em 38,46% das mesmas.

## Gráfico 6.36. – Caracterização da Ocorrência de Conflitos com as Empresas Investidas

O gráfico apresenta proporção das empresas investidas por organizações gestoras de PE/VC que passaram por conflitos com suas organizações gestoras. Em seguida, são listadas as causas de conflitos mais comumente apontadas, em frequência relativa dada pelo número de empresas investidas que apontaram as determinadas causas de ocorrência de conflitos sobre o número de empresas investidas que especificamente responderam à segunda análise.

Respostas fornecidas à primeira análise provêm de 82 organizações gestoras. Respostas fornecidas à segunda análise provêm de 13 organizações gestoras.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getulio Vargas

Nestes casos de conflito entre organização gestora de PE/VC e suas empresas investidas, 73,3% (essa informação foi retirada das respostas de 15 organizações gestoras de PE/VC) das organizações gestoras utilizaram-se de câmaras de arbitragem como instrumento de resolução e apenas 26,7% acionaram o

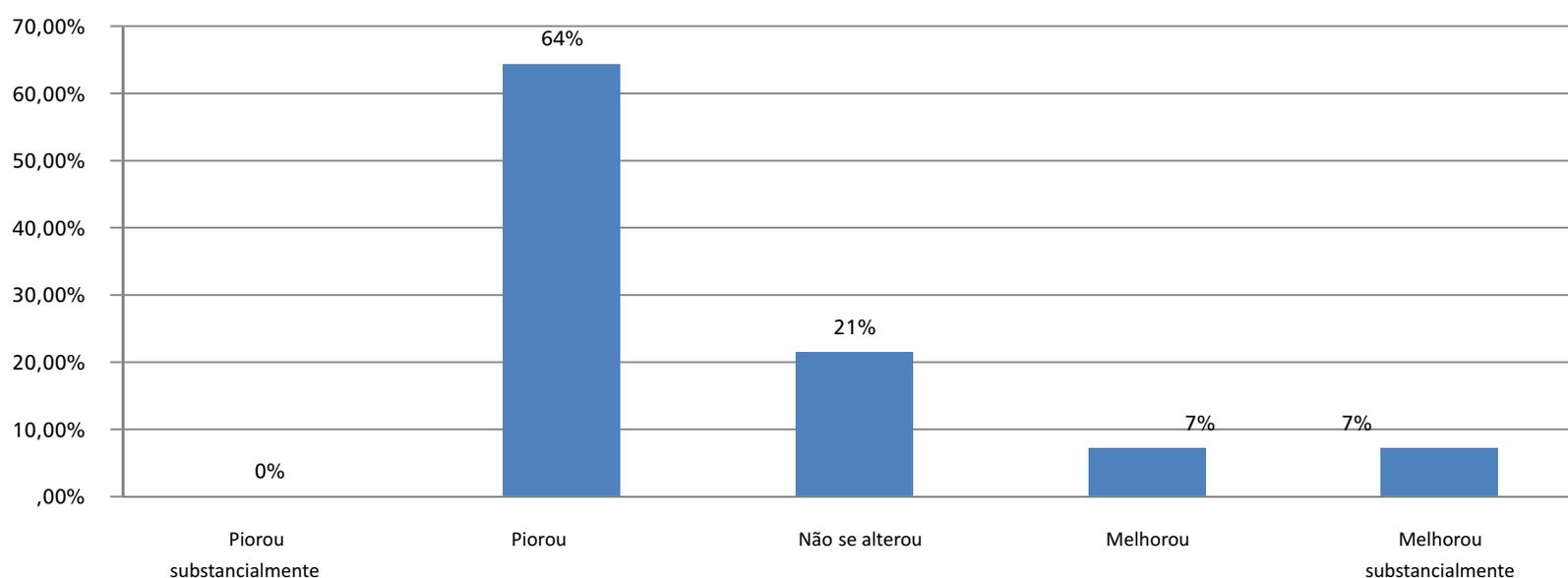
judiciário para resolver o conflito (essas informações foram retiradas das respostas de 15 organizações gestoras de PE/VC). E, em uma situação limite, 50% (de 14 organizações gestoras respondentes) tiveram conflitos que terminaram ou com as próprias vendendo suas participações, ou em os empreendedores saindo do negócio.

Após e durante estes conflitos, a empresa investida pode passar por tempos de instabilidade econômica ou operacional, ou até mesmo se fortalecer. Estas consequências podem ser ainda mais agravadas caso ocorra a saída do empreendedor.

Dentre as organizações gestoras estudadas, que apresentaram conflitos com suas empresas investidas, nenhuma considera que os conflitos fizeram com que as rentabilidades dos negócios piorassem substancialmente, 64,29% consideram que estes fizeram com que as rentabilidades apenas piorassem, 21,43% consideram que os conflitos não alteraram as rentabilidades de suas empresas investidas, 7,14% consideram que as rentabilidades de suas empresas investidas tenham melhorado com os conflitos e, por fim, 7,14% consideram que os conflitos fizeram com que as rentabilidades de suas empresas investidas melhorassem substancialmente. Estes dados encontram-se ilustrados no Gráfico 6.37.

### Gráfico 6.37. – Caracterização da Rentabilidade dos Investimentos Após Conflitos nas Empresas Investidas

Gráfico apresenta a distribuição do impacto dos conflitos na rentabilidade das empresas investidas das organizações gestoras de PE/VC. Dados em frequência relativa ao número de respostas fornecidas por 14 organizações Gestoras de PE/VC.



Fonte: Base de Dados GVcepe – Fundação Getúlio Vargas

Quanto ao impacto de conflitos que acabaram na saída do empreendedor, nenhuma das organizações gestoras que passaram por essa situação consideram que os conflitos fizeram com que as rentabilidades dos negócios piorassem substancialmente, 9,09% consideram que estes fizeram com que as rentabilidades apenas piorassem, 36,36% consideram que os conflitos não alteraram as rentabilidades de suas empresas investidas, 36,36% consideram que as rentabilidades de suas empresas investidas tenham melhorado com os conflitos e, por fim, 18,18% consideram que os conflitos fizeram com que as rentabilidades de suas empresas investidas melhorasse substancialmente (essas informações foram retiradas das respostas de 11 organizações gestoras de PE/VC).





# Capítulo 7

***O Private Equity e Venture Capital no Contexto das fontes de  
Financiamento de Longo Prazo no Brasil***



# O *Private Equity* e *Venture Capital* no Contexto das Fontes de Financiamento de Longo Prazo no Brasil<sup>1</sup>

## 7.1. Introdução

A estabilidade e o crescimento econômico Brasileiro foram algo recente e só foram possíveis com o controle inflacionário proporcionado pelo Plano Real – a responsabilidade fiscal institucionalizada, a mudança do regime cambial, a adoção do regime de metas de inflação. A imprevisibilidade da economia antes de 1994, ano em que o Plano Real foi implantado, desestimulava os bancos privados a realizarem empréstimos a longo prazo, além do fato de as taxas de juros de curto prazo serem extremamente elevadas, decorrentes do aperto monetário e de pouca disponibilidade fiscal.

A virtual ausência de um mercado de crédito de longo prazo, criou um grande *gap* entre a necessidade de financiamento das empresas, em especial as micro, pequenas e médias, e os recursos disponíveis na economia para realizar esse tipo de operação. Essa limitação da economia Brasileira levou as autoridades governamentais a ampliarem e inovarem nas linhas de financiamento de longo prazo apenas disponíveis em bancos estatais que sem dúvida mitigaram dois problemas: 1) a falta de financiamento de longo prazo; e 2) as altas taxas de juros que inviabilizavam a maioria dos projetos. Essa opção de política pública criou uma estrutura a termo das taxas de juros de longo prazo para determinados tipos de investimentos mais baixas que as taxas de juros de curto prazo com forte componente de subsídio do Tesouro Nacional.

Este capítulo pretende esclarecer os principais conceitos relacionados ao problema de financiamento de longo prazo enfrentado pelas empresas, em especial as micro, pequenas e médias, suas principais causas e contextualizar os investimentos de PE/VC como alternativa de grande interesse para certos tipos de empresas.

## 7.2 *Private Equity* e o Mercado Público de Valores

### 7.2.1 Mercado Público de Valores

Apesar das expectativas pessimistas devido à crise financeira internacional, intensificada após o segundo semestre de 2008, já em 2009, conseguiu-se verificar uma superação das expectativas pessimistas. Embora o governo Brasileiro apresentasse ações voltadas para minimizar as restrições de créditos e

---

<sup>1</sup> Autores: Rafael Roldão, Diogo Kudo, Caio Ramalho, Rodrigo Lara e Lucas Cancelier.

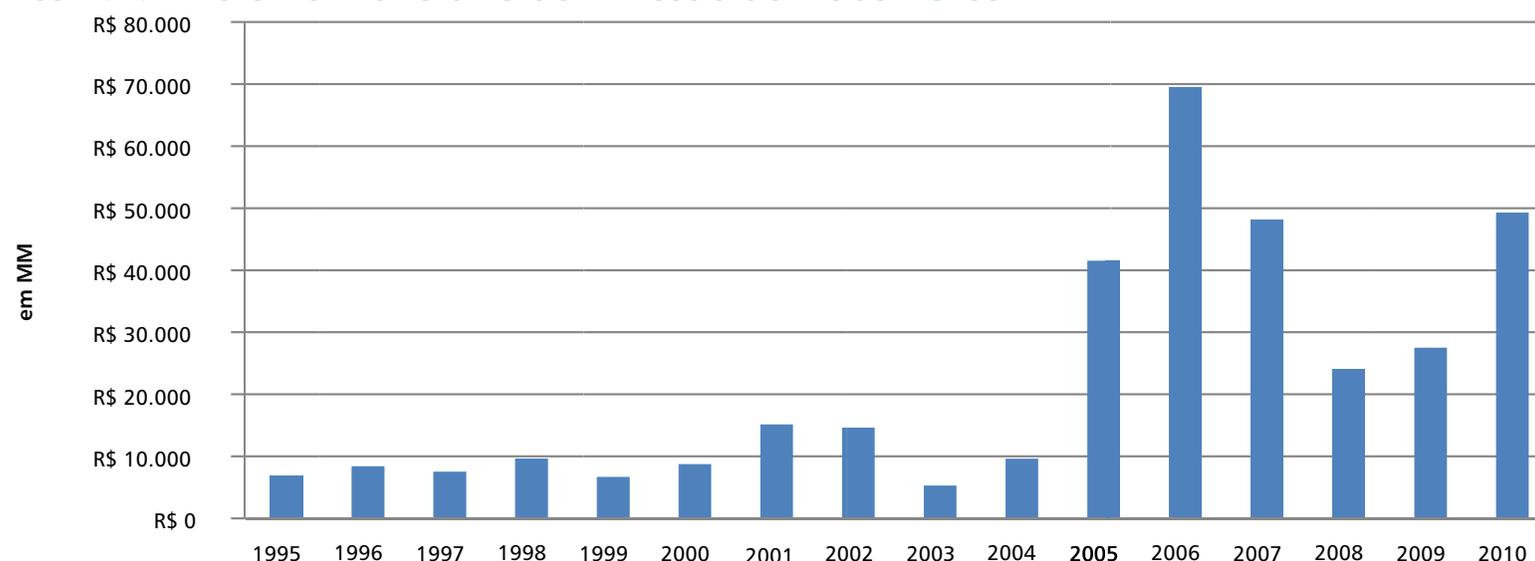
liquidez, ainda assim previam-se grandes dificuldades de acesso ao capital por parte das empresas, uma vez que não era certas a extensão e proporção que a crise ainda poderia tomar.

A segunda metade de 2008, não inesperadamente, apresentou retração tanto nos números de ações emitidas quanto nos volumes captados por debêntures que são bastante sensíveis ao ambiente econômico. Nesse momento, o procedimento adotado pelas empresas foi recorrer às notas promissórias, que são mais aceitas pelos investidores devido seu menor prazo de vencimento.

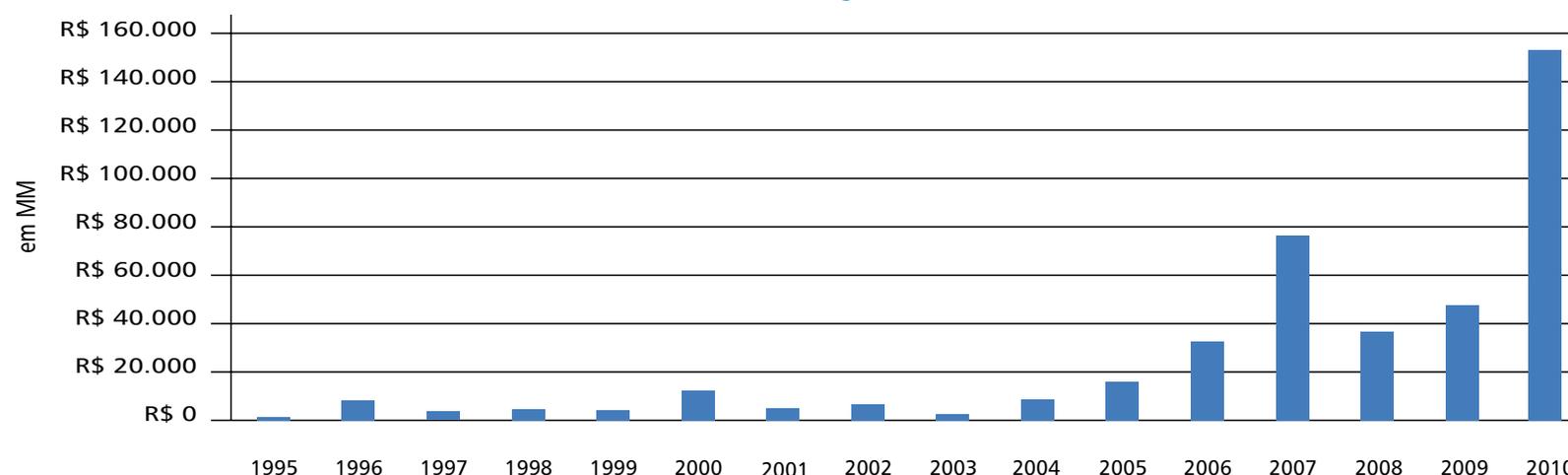
Em 2009 essa situação acabou revertendo-se devido a combinação entre a percepção do mercado de que os efeitos da crise no Brasil seriam menores que nos países desenvolvidos e a retomada de flexibilização da política monetária. Assim, o que se verificou foi um aumento de volume de dívidas e ações emitidas em relação ao ano de 2008.

Colocando uma perspectiva para um período maior de tempo, é verificado um aumento significativo em 2005 no volume de debêntures em mercado devido ao aquecimento da economia Brasileira e da liquidez internacional ocorrida no período, aumentando a disponibilidade de recursos a longo prazo para as empresas, como se pode observar no Gráfico 7.1. O mesmo cenário favorável se observa ao se colocar em foco o volume de ações primárias e secundárias emitidas, principalmente, no ano de 2007, época em que a conjuntura econômica Brasileira era boa, com boa liquidez, a inflação estava controlada, as taxa de juros em declínio e o crédito em expansão.

**Gráfico 7.1. – Volume Monetário de Emissão de Debêntures**



Fonte: ANBIMA (2010)

**Gráfico 7.2. – Volume Monetário de Emissão de Ações Primárias e Secundárias**

Fonte: ANBIMA (2010)

Observando-se o desempenho do Ibovespa, índice de ações da BM&F Bovespa, é possível identificar um aumento do índice e volume (não mostrado) semelhante àquilo que foi levantado anteriormente ao aquecimento da economia Brasileira. Apesar da queda ocorrida no 2º semestre de 2008, a recuperação em 2009 foi rápida e mostra tendências favoráveis.

**Gráfico 7.3. – Índice Bovespa de 2005 a 2009**

Fonte: BM&Fbovespa (2010b)

### 7.3 Fontes de Longo Prazo

Examinam-se, a seguir, fontes de longo prazo disponíveis no Brasil para as empresas, evidenciando algumas de suas principais características e funcionamento. Para uma abrangência mais completa, são examinadas tanto o Mercado de Capitais e as fontes privadas quanto as fontes oferecidas pelo setor público no Brasil.

### 7.3.1. Securitização de Recebíveis

As operações de captação financeira utilizando títulos emitidos pelos próprios tomadores de empréstimo vêm crescendo bastante nos últimos anos. Dentre as operações que envolvem esse tipo de emissão está a securitização da carteira de recebíveis. Trata-se da venda da carteira de recebíveis de curto prazo, de uma determinada empresa para uma Sociedade de Propósitos Específicos (SPE) que emite títulos lastreados nesses valores adquiridos. A maioria das empresas que optam por esse tipo de financiamento possui uma carteira pulverizada de valores a receber sendo que nenhum deles representa uma parcela relevante do total (Assaf Neto, 2010). Nota-se que esse tipo de fonte é útil para empresas de porte médio e grandes, com volume substancial de recebíveis e pode financiar o componente permanente do capital circulante líquido.

### 7.3.2. Forfaiting

Esse mercado envolve as negociações com títulos de crédito e contratos de exportações realizadas por empresas Brasileiras. O título de crédito aceito pelo importador é adquirido por uma instituição financeira que repassa à empresa exportadora o valor da venda realizada com o devido desconto. Essa operação se assemelha muito ao *factoring*, mas negocia títulos de maior maturidade (Assaf Neto, 2010).

### 7.3.3 Financiamento de Capital de Giro

Esse tipo de financiamento é realizado por bancos comerciais/múltiplos e bancos de investimento com o objetivo de suprir as necessidades de capital de giro das empresas. O prazo das operações varia de 6 a 24 meses e as garantias exigidas são normalmente duplicatas de operações comerciais, avais e hipoteca de ativos reais.

No caso das Sociedades Anônimas (S.A.), um título de ampla utilização é o *commercial paper*. Esse título pode ser considerado uma nota promissória de curto prazo, limitando-se a um prazo de nove meses. Caso a empresa decida emitir um *commercial paper* ela não precisa, necessariamente, de um intermediador financeiro bancário, ou seja, os tomadores de empréstimo podem negociar diretamente com os investidores (Assaf Neto, 2010).

### 7.3.4 Mercado de Bonds

No Brasil, os *bonds* ou debêntures atuam de forma similar aos *bonds* no exterior, representando uma importante fonte de financiamento de longo prazo no mercado financeiro internacional. Podemos considerá-los como títulos de renda fixa de longo prazo emitidos diretamente pelos próprios tomadores de recursos, ou seja, o emitente do título é quem efetua a captação junto aos credores intermediados por

instituições financeiras para colocação em mercado público. As debêntures normalmente pagam juros periodicamente e amortizam o principal no final do período.

A emissão por oferta privada de debêntures que ocorre quando os compradores já estão definidos, já a emissão por oferta pública faz uso de um intermediário financeiro que se responsabiliza pela coordenação da colocação das debêntures junto ao mercado. O problema da emissão de debêntures é que companhias pequenas e desconhecidas, normalmente, não conseguem atrair investidores para comprar esses títulos, além do alto custo inerente a esse tipo de emissão pública (Assaf Neto, 2010).

A emissão primária de ações, por outro lado, é uma maneira de as empresas captarem recursos por um período indeterminado. O lançamento dessas ações é feito por instituições financeiras credenciadas do Mercado de Capitais de forma isolada ou mediante um consórcio. O problema da emissão primária é o alto custo em manter a estrutura de governança corporativa exigida pela CVM, excluídas dessa alternativa as empresas de pequeno porte e a dependência de uma “janela de oportunidade” no mercado.

### **7.3.5. Arrendamento Mercantil (*Leasing*)**

O arrendamento mercantil é uma operação de aluguel de um bem entre um cliente (arrendatário) e uma sociedade de arrendamento mercantil (arrendadora). Ele ocorre por meio da celebração de um contrato de arrendamento e visa a utilização de determinado bem pelo arrendatário contra o pagamento de um aluguel. As empresas normalmente optam por esse tipo de financiamento para alocar um volume maior de recursos gerados internamente ao capital de giro, dada a escassez dos recursos financeiros de longo prazo no Brasil. O risco para as sociedades de arrendamento mercantil é relativamente baixo porque os bens permanecem alienados financeiramente à empresa arrendadora e, caso o arrendatário não pague, a execução e retomada do bem pela via judicial é relativamente fácil e rápida.

Os tipos de arrendamento mercantil disponíveis atualmente são: *leasing* financeiro, *lease-back* e *leasing* operacional, cada qual com suas peculiaridades e se adequam a diferentes demandas de financiamento das empresas Brasileiras (Assaf Neto, 2010).

### **7.3.6 Mercado de Capitais**

O Mercado de Capitais, em especial no Brasil, assume o importante papel de fornecer financiamentos de médio e longo prazo para as empresas suprirem suas necessidades de capital de giro e de capital fixo e capital de giro permanente. O Mercado de Capitais também oferece financiamento com prazo indeterminado, como a emissão e subscrição de ações (Assaf Neto, 2010).

### 7.3.7 Fontes do Setor Público

O governo Brasileiro adotar políticas públicas para incentivar a indústria de PE/VC como forma de impulsionar o empreendedorismo, a inovação e a capitalização de empresas pequenas e médias e a função das empresas com porte para competir no comércio internacional. É possível verificar que apesar das ações do governo Brasileiro se concentrarem mais na fase de captação dos fundos, elas se mostram capazes de impactar positivamente todo o ciclo. Fica evidente ainda que o poder público se mostra mais preocupado em relação às empresas emergentes, *startups*, negócios em estágio inicial, e no crescimento pela sua importância para toda a cadeia de valor. Desse modo, nota-se que tais políticas são muito importantes para consolidar uma indústria de PE/VC Brasileira.

Apesar do significativo crescimento da indústria local de PE/VC, o papel do setor público como gestor de PE/VC diretamente não é quantitativamente significativo. A BNDESPar é um braço de uma instituição pública de PE/VC que atua como organização gestora de PE/VC numa de suas unidades organizacionais, possuindo um capital comprometido de US\$ 0,935 bilhões, 2,6% do capital comprometido da indústria.

Por outro lado, a participação do setor público Brasileiro como investidor tem se mostrado de extrema importância para o fomento e desenvolvimento da indústria de PE/VC. A percepção de que *startups* inovadoras e de que as MPMEs não encontravam mecanismos adequados para financiar seu crescimento no sistema tradicional de financiamento levou a Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), em parceria com o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), criar o programa INOVAR em 2000 e o INOVAR SEMENTE em 2006. Desde então a FINEP está alocando cada vez mais recursos nos veículos de investimentos sob o controle do INOVAR e INOVAR SEMENTE. O Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE) é outra agência governamental que investiu em PE/VC, fomentando o empreendedorismo e desenvolvendo as MPMEs.

Tabela 7.1 – Empresas em Portfólio (junho 2008)

| Setores                   | BNDES como organização Gestora |     | BNDES (1) como Investidor |     | FINEP (1) (2) como investidor |     | Portfólio Total |     |
|---------------------------|--------------------------------|-----|---------------------------|-----|-------------------------------|-----|-----------------|-----|
|                           | Unid.                          | %   | Unid.                     | %   | Unid.                         | %   | Unid.           | %   |
| Informática e eletrônica  | 13                             | 33  | 21                        | 33  | 13                            | 42  | 109             | 23  |
| Indústrias diversas       | 9                              | 23  | 6                         | 9   | 5                             | 16  | 61              | 13  |
| Construção civil/ imóveis | -                              | -   | 1                         | 2   | -                             | -   | 60              | 12  |
| Comunicação/ mídia        | -                              | -   | 2                         | 3   | 1                             | 3   | 32              | 7   |
| Energia                   | -                              | -   | 10                        | 16  | -                             | -   | 29              | 6   |
| Agronegócios              | 1                              | 3   | 4                         | 6   | 1                             | 3   | 21              | 4   |
| Serviços financeiros      | -                              | -   | -                         | -   | -                             | -   | 20              | 4   |
| Biotecnologia             | 6                              | 15  | 4                         | 6   | 4                             | 13  | 20              | 4   |
| Varejo                    | -                              | -   | 1                         | 2   | -                             | -   | 19              | 4   |
| Alimentos e bebidas       | 5                              | 13  | 1                         | 2   | -                             | -   | 17              | 4   |
| Medicina e estética       | 2                              | 5   | 3                         | 5   | 3                             | 10  | 15              | 3   |
| Telecomunicações          | 4                              | 10  | 2                         | 3   | 3                             | 10  | 13              | 3   |
| Transporte                | -                              | -   | 5                         | 8   | -                             | -   | 13              | 3   |
| Logística/ distribuição   | -                              | -   | 1                         | 2   | -                             | -   | 12              | 2   |
| Educação                  | -                              | -   | -                         | -   | -                             | -   | 9               | 2   |
| Outros                    | -                              | -   | 3                         | 5   | 1                             | 3   | 31              | 6   |
| Total                     | 40                             | 100 | 64                        | 100 | 31                            | 100 | 481             | 100 |

(1) Inclui 12 empresas (5 Eletrônica e Informática, 3 Indústrias Diversas) por meio de 6 veículos coinvestidos com a FINEP.

(2) Programas INOVAR e INOVAR SEMENTE.

Fonte: Ramalho (2009)

Além do capital comprometido pelas agências governamentais e pelos bancos estatais, a política pública de investimento em PE/VC também está presente nos fundos de pensão estatais, com destaque para o maior fundo de pensão do Brasil, a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI). Eles representam uma importante fatia do capital comprometido, e desempenham um papel crucial na indústria Brasileira de PE/VC, principalmente se observarmos o capital comprometido dos veículos de investimento que utilizam estrutura legal CVM para seus investimentos.

Desse modo, as políticas públicas de incentivo ao PE/VC geram resultados positivos e suprem parte da demanda de financiamento que se tem no país, sendo, por vezes, a única alternativa de financiamento sustentável para as *startups* e as micro, Pequenas e Médias Empresas (MPMEs), que apresentam modelos de negócios compatíveis com os requisitos de PE/VC incentivando a inovação e o empreendedorismo com grande potencial de impacto positivo.

### **7.3.7.1. Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)**

O BNDES é uma empresa pública ligada ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC) com o objetivo de financiar projetos que incluem as dimensões regional, social e ambiental. Atualmente é a principal instituição de financiamento de longo prazo para a realização de investimentos na economia Brasileira, sendo que seu apoio também se dá por meio de financiamentos para a aquisição de equipamentos e exportação de bens e serviços. As fontes de recursos do BNDES são o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e o Tesouro Nacional.

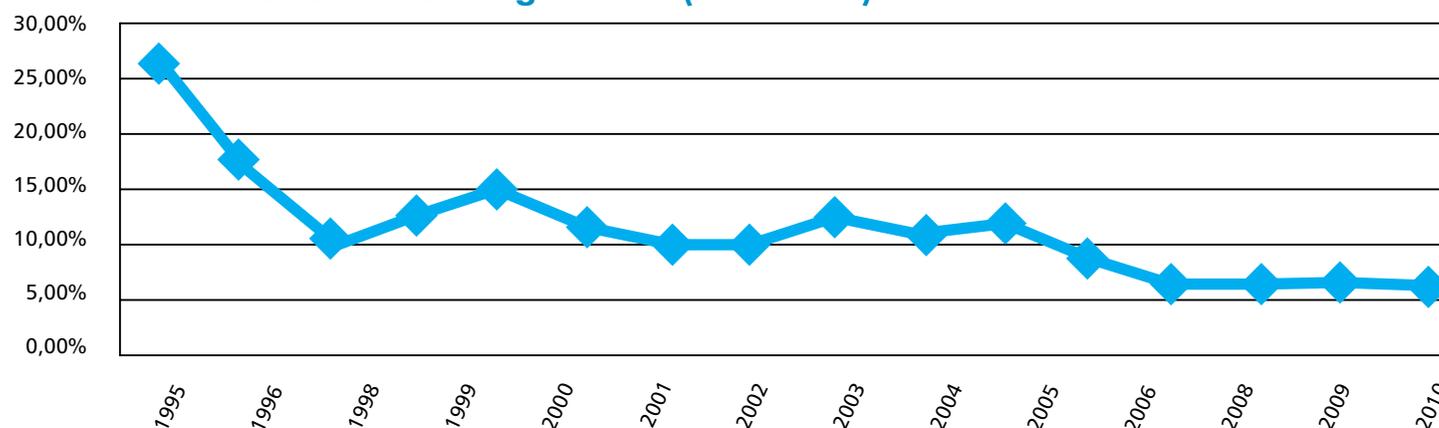
Seus mecanismos mais básicos de crédito de longo prazo são os “Produtos”. Eles definem as regras gerais de condições financeiras e procedimentos operacionais do financiamento e são complementados por regras específicas das “Linhas de Financiamento” de acordo com o beneficiário, o setor e o empreendimento específico. Independente do “Produto” ou da “Linha de Financiamento” são exigidas garantias reais e todos os projetos estão sujeitos a um mesmo fluxo de tramitação de operações para serem aprovados no banco.

O BNDES possui algumas linhas de financiamento para as MPMEs, além de atuar como organização gestora e investidor de PE/VC. Dado que já tratamos do banco como investidor e organização gestora, examinam-se a seguir suas linhas de financiamento para as MPMEs.

A linha Capital Inovador: essa linha objetiva apoiar empresas inovadoras no desenvolvimento de capacidade empreendedora, investindo em capitais tangíveis e intangíveis segundo o modelo de Plano de Investimento em

Inovação (PII). O aporte de capital vai de R\$ 1 milhão a R\$ 200 milhões por grupo econômico. Não existe limite para o nível de participação do banco e o financiamento deve ser pago em até 12 anos a uma taxa de juros igual a TJLP + Remuneração básica do BNDES (0,0% a.a.) + Taxa de risco de crédito (até 3,57% a.a.). Assim como podemos observar no Gráfico 7.4 que mostra a Taxa de Juros a Longo Prazo no período de 1995 até 2010. A linha de Capital Empreendedor é uma fonte de financiamento cujo custo é bastante reduzido e acessível.

**Gráfico 7.4. – Taxa de Juros de Longo Prazo (% ao ano)**



Fonte: Receita Federal (2010)

Como se pode observar, a taxa de juros de longo prazo foi reduzida de forma expressiva no decorrer dos 15 anos desde a intimação do Plano Real e se mantém estável num patamar de 6% a.a, implicando numa taxa de juros máxima de 9,7% atualmente (Dez 2009).

A linha Inovação Tecnológica: objetiva fomentar o desenvolvimento de produtos ou processos que envolvam risco tecnológico e oportunidades de mercado, desde que apresentem inovação de natureza tecnológica. O valor mínimo de financiamento é de R\$ 1 milhão a uma taxa de juros de 4,5% a.a. amortizáveis em até 14 anos. Para financiamentos inferiores a R\$ 10 milhões, não são exigidas garantias.

O Cartão BNDES para Inovação: um meio de financiamento de investimentos para micro, pequenas e médias empresas fornecido pelo BNDES é o Cartão BNDES, que se assemelha muito ao funcionamento de um cartão de crédito.

As MPMEs que podem utilizar tal assistência são as que possuem um faturamento bruto anual de até R\$ 90 milhões, possuem sede no país, executam trabalho de acordo com as Políticas Operacionais e de Crédito do BNDES e que estejam em dia com o INSS, FGTS e tributos federais. As compras com o cartão

só podem ser realizadas no Portal de Operações do BNDES, todos os itens estão expostos no Catálogo de Produtos, são mais de 125 mil produtos oferecidos. As unidades de emissão do Cartão são: Bradesco, Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e o Banrisul.

Existem três condições financeiras para acesso a essa fonte de crédito: a primeira que limita o crédito de até R\$ 1 milhão por cartão, por banco emissor, a segunda condição é de que os parcelamentos devem variar entre 3 e 18 meses, e por fim se faz necessária uma taxa de juros pré-fixada, que é informada na página inicial do portal. Como vantagens deste cartão é a existência de um crédito rotativo pré-aprovado, o fato de as prestações serem fixas e iguais, além de as taxas de juros serem extremamente atrativas.

### **7.3.7.2. BNDES Participações S.A**

A BNDESPar é uma sociedade por ações, empresa pública constituída em 1982, controlada integral do BNDES. Sua ação é pautada nas diretrizes estratégicas formuladas em conjunto com o BNDES e direcionada a apoiar o processo de capitalização e o desenvolvimento de empresas nacionais. Concretiza-se, principalmente, por meio de participações societárias de caráter minoritário e transitório e, ainda, pelo fortalecimento e modernização do mercado de valores mobiliários.

Em 13 de janeiro de 1998, a BNDESPar obteve com a (CVM), o registro de companhia aberta, o que permite à instituição negociar títulos de sua emissão no mercado de balcão organizado.

A BNDESPar já realizou três operações de emissão de debêntures nos anos de 2006, 2007 e 2008 nos valores de R\$ 600 milhões, R\$ 1,35 bilhão e R\$ 1,25 bilhão, e, recentemente, 04/11/2010, a empresa divulgou que fará uma nova oferta pública de debêntures simples – não conversíveis em ações, sem preferência e com garantia flutuante. A emissão está prevista para R\$ 1,5 bilhão com a opção de ampliá-la em até 35%. As duas primeiras ofertas foram efetuadas no âmbito do seu primeiro programa de distribuição de valores mobiliários, no valor de R\$ 2 bilhões e a de 2008, contemplando o segundo programa, no valor de até R\$ 6 bilhões.

Nas Tabelas 7.2, 7.3 e 7.4, pode-se verificar a composição da carteira do BNDESPar assim como a participação nos diferentes setores no decorrer de 2007 a 2009. Consegue-se, por meio dos dados, observar o movimento adotado no decorrer desse período: uma atuação firme e progressiva de investimentos no mercado de ações (198 empresas), investimento em fundos, e investimentos em debêntures de emissão de empresas do setor privado, emitidas nas empresas do setor estratégicos da economia Brasileira conforme mostra a tabela 7.3 e 7.4.

**Tabela 7.2. – Dados da Composição da Carteira da BNDESPar\***

Nota: BNDESPar (2010)\* engloba os investimentos em empresas da Área de Capital Empreendedor (ACE) – empresas de capital aberto e fechado – e da Área de Mercado de Capitais (ACM) – empresas de capital aberto da BNDESPar.

| Ano  | Empresas em carteira | Investimentos em ações (R\$ bilhões) | Fundos em carteira | Valor estimado em carteira (R\$ bilhões) |
|------|----------------------|--------------------------------------|--------------------|--|
| 2007 | 180                  | 18,86                                | 24                 | 84,80                                    |
| 2008 | 186                  | 25,17                                | 29                 | 52,74                                    |
| 2009 | 198                  | 33,82                                | 31                 | 92,89                                    |

Fonte: BNDESPar (2010)

**Tabela 7.3. – Divisão setorial em porcentagem de ações, debêntures e fundos da bndespar entre 2007 e 2009**

| Setor                             | 2007             |            |        |       | 2008  |            |        |       | 2009  |            |        |       |
|-----------------------------------|------------------|------------|--------|-------|-------|------------|--------|-------|-------|------------|--------|-------|
|                                   | Ações            | Debêntures | Fundos | Total | Ações | Debêntures | Fundos | Total | Ações | Debêntures | Fundos | Total |
| Petróleo e gás                    | 35,6             | 3,7        | 0,0    | 34,8  | 30,8  | 1,8        | 0,0    | 27,7  | 27,8  | 3,5        | 0,0    | 25,4  |
| Mineração                         | 24,9             | 0,0        | 0,0    | 24,3  | 21,6  | 6,3        | 0,0    | 19,9  | 24,3  | 14,0       | 0,0    | 23,1  |
| Energia elétrica                  | 12,6             | 23,9       | 0,0    | 12,8  | 20,5  | 13,8       | 0,0    | 19,5  | 18,3  | 0,0        | 0,0    | 16,5  |
| Alimentos                         | 1,4              | 0,8        | 0,0    | 1,5   | 6,3   | 27,2       | 0,0    | 8,0   | 6,2   | 27,6       | 0,0    | 7,8   |
| Papel e celulose                  | 3,5              | 11,6       | 0,0    | 3,7   | 8,2   | 0,1        | 0,0    | 7,4   | 6,7   | 2,8        | 0,0    | 6,3   |
| Telecomunicação                   | 2,8              | 0,0        | 0,0    | 2,7   | 3,2   | 0,4        | 0,0    | 2,9   | 4,2   | 17,9       | 0,0    | 5,2   |
| Siderurgia                        | 7,4              | 1,1        | 0,0    | 7,3   | 0,3   | 27,5       | 0,0    | 2,6   | 3,0   | 0,3        | 0,0    | 2,7   |
| Bancos comerciais                 | 2,8              | 0,0        | 0,0    | 2,8   | 2,0   | 4,4        | 0,0    | 2,2   | 2,9   | 0,0        | 0,0    | 2,6   |
| Transporte                        | 2,1              | 31,8       | 0,0    | 2,8   | 1,4   | 5,0        | 0,0    | 1,7   | 2,1   | 3,1        | 0,0    | 2,2   |
| Metalurgia                        | Não especificado | 1,8        | 0,0    | 0,0   | 1,6   | 0,3        | 21,0   | 0,0   | 2,0   |            |        |       |
| Fundo <i>Private Equity</i> - PIQ | Não especificado | 0,0        | 0,0    | 81,9  | 1,4   | 0,0        | 0,0    | 88,8  | 1,4   |            |        |       |
| Química e petro-química           | Não especificado | 0,9        | 0,0    | 0,0   | 0,8   | 3,4        | 9,8    | 0,0   | 0,7   |            |        |       |
| Outros                            | 6,9              | 27,1       | 100,0  | 7,3   | 3,0   | 13,5       | 18,1   | 4,2   | 3,4   | 9,8        | 11,2   | 4,1   |

Fonte: BNDESPar (2010)

**Tabela 7.4. – Divisão Setorial em Valores de Mercado de Ações, Debêntures e Fundos da BNDESPar entre 2007 a 2008**

| Setor                      | 2007             |            | 2008          |              | 2009          |              |
|----------------------------|------------------|------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
|                            | Ações R\$        | Debêntures | Ações R\$     | Debêntures   | Ações R\$     | Debêntures   |
| Petróleo e gás             | 30.194.446,87    | 91.621,14  | 16.243.979,44 | 91.963,11    | 26.114.157,96 | 209.941,95   |
| Mineração                  | 21.119.194,64    | -          | 11.391.881,69 | 321.877,87   | 22.826.404,26 | 839.767,81   |
| Energia elétrica           | 10.686.798,61    | 591.823,03 | 10.811.739,57 | 705.065,82   | 17.190.255,06 | -            |
| Alimentos                  | 1.187.422,07     | 19.809,98  | 3.322.632,16  | 1.389.694,95 | 5.824.020,84  | 1.655.542,25 |
| Papel e celulose           | 2.986.555,17     | 287.244,65 | 4.324.695,83  | 5.109,17     | 6.293.699,94  | 167.953,56   |
| Telecomunicação            | 2.374.844,14     | -          | 1.687.686,18  | 20.436,69    | 3.943.304,44  | 1.073.703,13 |
| Siderurgia                 | 6.276.373,79     | 27.238,72  | 158.220,58    | 1.405.022,47 | 2.818.074,60  | 17.995,02    |
| Bancos comerciais          | 2.374.844,14     | -          | 1.054.803,86  | 224.803,59   | 2.724.138,78  | -            |
| Transporte                 | 1.781.133,10     | 787.446,55 | 738.362,70    | 255.458,63   | 1.972.652,22  | 185.948,59   |
| Metalurgia                 | Não especificado | 949.323,47 | -             | 281.807,46   | 1.259.651,72  |              |
| Fundo Private Equity - PIQ | Não especificado |            | -             | -            | -             | -            |
| Química e petroquímica     | Não especificado | 474.661,74 | -             | 3.193.817,88 | 587.837,47    |              |
| Outros                     | 5.852.294,48     | 671.062,94 | 1.582.205,79  | 689.738,30   | 3.193.817,88  | 587.837,47   |

Fonte: BNDESPar (2010)

A operação do ano de 2010 apresentou uma novidade no mercado local de títulos de renda fixa: a remuneração de uma das séries paga aos debenturistas será fixada a cada três meses tendo como referência contrato de juros de curto prazo no mercado Brasileiro. A distribuição será voltada principalmente para investidores de varejo com o intuito de contribuir para o desenvolvimento do mercado doméstico de capitais. Os recursos captados serão direcionados à complementação do orçamento de investimentos da BNDESPar e as suas operações regulares (Brasil Econômico, 2010).

Há duas unidades organizacionais da BNDESPar cuja abordagem pelo porte de empresas e sua presença ou não no mercado público de valores mobiliários. A Área de Capital Empreendedor, cujo foco é voltado as médias e pequenas empresas nacionais, participando das etapas de fomento, estruturação, investimento,

monitoramento de gestão e desinvestimento; e a Área de Mercado de Capitais que possui atuação em debêntures conversíveis, ações e outros instrumentos de renda variável, atuando principalmente na gestão de portfólio das ações e outros valores mobiliários emitidos por grandes empresas que integram a carteira da BNDESPar. A Tabela 7.5 elucida ambas as áreas tanto em termos monetários, quanto em número de operações.

**Tabela 7.5. – Operações das áreas de Mercado de Capitais e capital empreendedor da bnDESCpar**

| Áreas                             | 2006   | 2007   | 2008   |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|
| <b>Capital Empreendedor</b>       |        |        |        |
| Investimentos Aprovados           | 9      | 12     | 17     |
| Valor de Mercado (em R\$ milhões) | 143,00 | 265,00 | 377,00 |
| <b>Mercado de Capitais</b>        |        |        |        |
| Número de Empresas                | 182    | 181    | 186    |
| Número de Fundos de Investimentos | 19     | 24     | 29     |
| Valor de mercado (em R\$ bilhões) | 59,00  | 87,80  | 59,00  |

Fonte: BNDESPar (2009)

É importante ressaltar também aqui a contribuição do BNDESPar na área da **subscrição privada de Debêntures** – Debêntures emitidas por companhias de capital fechado. Destarte, o BNDESPar se torna uma alternativa para essas empresas de capital fechado conseguirem captar capital, dívidas conversíveis de longo prazo, características dos fundos de PE do tipo mezanino. É possível observar pela Tabela 7.6 a contribuição da BNDESPar no tocante a Debêntures privadas no decorrer de 2007 e 2009, onde se verifica uma clara expansão da atuação, também nas debêntures de cunho privado.

**Tabela 7.6. – Emissão Debêntures Públicos e Privados pela BNDESPAR (em R\$ bilhões)**

| Tipo de Emissão   | 2007 | 2008 | 2009 |
|---|------|------|------|
| Emissão Pública de Debêntures (empresas de capital aberto)  | 1,32 | 3,66 | 4,41 |
| Emissão Privada de Debêntures (empresas de capital fechado) | 1,15 | 1,45 | 1,59 |
| Total Debêntures em Carteira                                | 2,48 | 5,11 | 6,00 |

Fonte: BNDESPar (2010)

### **7.3.7.3. Caixa Econômica Federal (CEF)**

A CEF foi constituída em 1861, e desde então exerce o papel de principal agente das políticas públicas do governo federal com o propósito de incentivar a poupança e de conceder empréstimos sob penhor. Ela é uma empresa 100% pública, que atende não só os seus clientes bancários, mas também todos os trabalhadores formais do Brasil, por meio dos seus diversos programas. Seu foco de atuação se pauta nos setores de habitação, saneamento básico infraestrutura e prestação de serviços. Em 1986 a CEF assumiu o papel de gestor do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS).

O FGTS foi criado para flexibilizar as demissões no país e substituir a estabilidade no emprego anteriormente garantida por lei. O objetivo do fundo é formar uma reserva para os casos de aposentadoria, morte, invalidez e desemprego do trabalhador em substituição a estabilidade no emprego. Trata-se de um depósito compulsório de 8% do salário mensal em uma conta individual do trabalhador. A remuneração do FGTS, segundo a Nota Técnica número 13 (DIESSE, 2006) é a TR (Taxa Referencial) + juros (3% a.a.) sem incidência de tributação e o fundo é administrado pela Caixa Econômica Federal (CEF). O FGTS é utilizado para financiar os programas de habitação popular, dentre eles destacamos o “Minha Casa, Minha Vida”, saneamento básico e infraestrutura urbana que beneficiem a sociedade, principalmente a de menor renda.

O Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS) foi criado por lei em 2007 e regulamentado pela Instrução CVM Nº. 462 com o objetivo de criar valor aplicando em construção, reforma, ampliação ou implantação de empreendimentos de infraestrutura em rodovias, portos, hidrovias, ferrovias energia e saneamento. Para tal, o FI-FGTS recebe a aplicação de recursos do FGTS quando autorizados pelo Conselho Curador e é administrado, gerido e representado judicial e extrajudicialmente pela CEF.

### **7.3.7.4. Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) – Agência Brasileira de Inovação**

A FINEP é uma empresa pública vinculada ao Ministério da Ciência e Tecnologia (MCT) que atua em toda a cadeia da inovação, com foco em ações estratégicas, estruturantes e de impacto para o desenvolvimento sustentável do Brasil. Ela procura financiar todo o sistema de Ciência, Tecnologia & Inovação, tendo grande poder de indução de atividades de inovação, essenciais para o aumento da competitividade do setor empresarial.

A FINEP atua junto a empresas e instituições que investem na pesquisa e desenvolvimento de novos produtos e processos na busca da inovação e da liderança tecnológica. Estão aptos a se candidatar ao apoio da FINEP: universidades; instituições de ensino e pesquisa; institutos e centros de pesquisa tecnológica; empresas nascentes de base tecnológica; incubadoras de empresas de base tecnológica; parques tecnológicos; peque-

nas, médias e grandes empresas e demais organizações não-governamentais.

A Financiadora de Estudos e Projetos possui algumas linhas de financiamento voltadas às MPMEs inovadoras e também atua como investidor em veículos de investimento de *PE/VC*, atuando de maneira similar ao SBIC (*Small Business Investment Company*) dos EUA.

O programa Juro Zero é voltado para micro e pequenas empresas inovadoras (faturamento anual inferior a R\$ 10,5 milhões), oferecendo financiamentos de R\$ 100 mil a R\$ 900 mil corrigidos pelo IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) para pagamento em 100 parcelas, sem carência. Para facilitar o processo de contratação do empréstimo, a FINEP qualificou alguns parceiros estratégicos para auxiliá-la a operar o programa. Como não são exigidas garantias reais, esse programa é ideal para novas empresas.

Outro programa de financiamento que a FINEP possui é o FINEP Inova Brasil que dá suporte à Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP) do governo federal. Uma das principais metas do programa, que vai operar com taxas fixas e subsidiadas entre 4% e 5% ao ano, é contribuir para o incremento das atividades de pesquisa e desenvolvimento (P&D) realizadas no País. Projetos de pré-investimento que não estejam vinculados aos programas prioritários do governo são contemplados em outra linha, que tem taxa fixa anual de 8%.

Na tabela 7.7, a histórica de 2007 a 2009 de ambos os programas listados, tanto no que tange ao número de projetos realizados quanto ao valor investido. Fica claro no decorrer desse período certa retração no programa Juro Zero, porém forte expansão no Programa Inova Brasil.

**Tabela 7.7 – Número e valores dos programas da finep ( em R\$ milhões)**

| Programas           | 2007   | 2008   | 2009     |
|---------------------|--------|--------|----------|
| <b>INOVA Brasil</b> |        |        |          |
| Projetos            | 47     | 50     | 69       |
| Valor               | 557,80 | 864,10 | 1.676,95 |
| <b>Juro Zero</b>    |        |        |          |
| Projetos            | 30     | 14     | 5        |
| Valor               | 17,00  | 8,00   | 2,80     |

Fonte: FINEP (2009)

Em todos os financiamentos, a FINEP vai participar com até 90% do valor total do financiamento requerido pelo projeto. Cada empresa poderá pleitear, no máximo, R\$ 100 milhões, sendo R\$ 1 milhão o valor mínimo de cada financiamento. Todas as empresas contratadas terão, ainda, prazo de até 100 meses para pagar o empréstimo, sendo 20 de carência e 80 para amortização.

No ano de 1999, a FINEP criou o INOVAR em parceria com o Fumin/BID, com o objetivo de apoiar as empresas inovadoras através de um programa estruturado de *Venture Capital*. Assim, nasce em 2000 o INOVAR I, que se destaca por sua participação na criação da ABVCAP, pelas parcerias com fundos de pensão e agentes de fomento visando ao investimento em fundos, e pela realização de diversos fóruns para aproximar empresas e investidores. Em julho de 2008, inicia-se o INOVAR II, com a meta de promover ações para consolidar a indústria de PE/VC e contribuir para a estruturação do segmento de capital semente no Brasil.

Considerando o resultado acumulado 2001-2009, a carteira de investimentos da FINEP possui 22 fundos aprovados (sendo 12 de *Venture Capital*, quatro de *Private Equity* e seis fundos semente) dos quais 13 estão em operação, oito em fase de captação e um já foi encerrado. O volume total de recursos desses fundos (patrimônio) é da ordem de R\$ 2.966,2 milhões, com uma participação média da FINEP de R\$ 281,9 milhões (9,5%). Isso representa um multiplicador de recursos no mercado da ordem de 9,32, ou seja, para cada R\$ 1,00 que a FINEP aporta em veículos de investimento de PE/VC, R\$ 9,32 está sendo investido por outros investidores em inovação. A Tabela 7.8 apresenta o resumo dos veículos de PE/VC apoiados pela FINEP.

Tabela 7.8. – Fundos de Investimentos Apoiados pela FINEP (em R\$ milhões)

| Fundos FINEP           | Categoria              | Status                  | Comprometido    | Comprometido FINEP |
|------------------------|------------------------|-------------------------|-----------------|--------------------|
| GP Tecnologia          | <i>Venture Capital</i> | Desinvestido            | 115,00          | 5,75               |
| RB Investch II         | <i>Venture Capital</i> | Fase de desinvestimento | 35,30           | 5,00               |
| FIPAC FMI EE           | <i>Venture Capital</i> | Fase de investimento    | 102,02          | 14,00              |
| RB Nordeste II         | <i>Venture Capital</i> | Fase de investimento    | 137,80          | 15,00              |
| SPTec FMIEE            | <i>Venture Capital</i> | Fase desinvestimento    | 24,00           | 3,20               |
| Novarum FMIEE          | <i>Capital Semente</i> | Fase de desinvestimento | 12,75           | 3,80               |
| CRP Venture VI         | <i>Venture Capital</i> | Fase de investimento    | 61,50           | 10,00              |
| JB VCI                 | <i>Venture Capital</i> | Fase de investimento    | 100,00          | 10,00              |
| Stratus GC             | <i>Venture Capital</i> | Fase de desinvestimento | 24,05           | 4,80               |
| Stratus GC III         | <i>Venture Capital</i> | Fase de investimento    | 60,00           | 12,00              |
| FIR Fundotec II        | <i>Venture Capital</i> | Fase de investimento    | 77,40           | 14,00              |
| CapitalTech            | <i>Venture Capital</i> | Fase de investimento    | 41,40           | 9,00               |
| HorizonTI              | <i>Capital Semente</i> | Fase de investimento    | 20,00           | 8,00               |
| Terra Viva             | <i>Private Equity</i>  | Fase de investimento    | 300,00          | 20,00              |
| Fundo SC               | <i>Capital Semente</i> | Em Captação             | 15,00           | 7,35               |
| Performa               | <i>Capital Semente</i> | Em Captação             | 15,00           | 6,00               |
| Brasil Governança      | <i>Private Equity</i>  | Fase de investimento    | 600,00          | 30,00              |
| RB Investech III       | <i>Venture Capital</i> | Em captação             | 200,00          | 20,00              |
| FCSRec                 | <i>Capital Semente</i> | Em captação             | 20,00           | 8,00               |
| FINTECH I              | <i>Capital Semente</i> | Em captação             | 15,00           | 6,00               |
| CRP VII                | <i>Private Equity</i>  | Fase de investimento    | 200,00          | 30,00              |
| Brasil Agronegócio FIP | <i>Private Equity</i>  | Fase de investimento    | 800,00          | 40,00              |
| <b>Total</b>           |                        |                         | <b>2.962,22</b> | <b>281,90</b>      |

Fonte: FINEP (2009)

## 7.4 Private Equity e Venture Capital: Setor Privado

### 7.4.1. O Déficit de Financiamento (*The Financing Gap*)

O Brasil vem-se destacando recorrentemente pelo grande número de empreendedores, revelam os relatórios anuais (Machado et al, 2010). Porém, a proporção de empreendedores por oportunidade – pessoas que criam um negócio para atender uma necessidade do mercado – ainda é baixa em comparação com países com forte cultura empreendedora. Essa baixa proporção se deve, em parte, à escassez de financiamento de longo prazo no Brasil, principalmente para as MPMEs.

Os três principais motivos que inviabilizam a captação de recursos financeiros por parte das empresas são: 1) As altas taxas de juros cobradas pelas instituições financeiras; 2) A inexistência de garantias mais para oferecer aos credores; e 3) O desconhecimento por parte dos empreendedores das alternativas de financiamento. Assim, a quantidade de empresas que efetivamente conseguem recursos financeiros de terceiros é bem menor que aquelas que o buscam, sendo os recursos dos próprios sócios ou de pessoas próximas e o caixa gerado pela empresa as principais fontes de financiamento do negócio.

Os credores também se sentem inseguros e, conseqüentemente, rejeitam os pedidos de financiamento das MPMEs pela carência de histórico de crédito e pela dificuldade dos empreendedores em preencher corretamente todas as informações do pedido de empréstimo. Para as empresas de médio porte, a falta de histórico de crédito é o principal motivo para a rejeição.

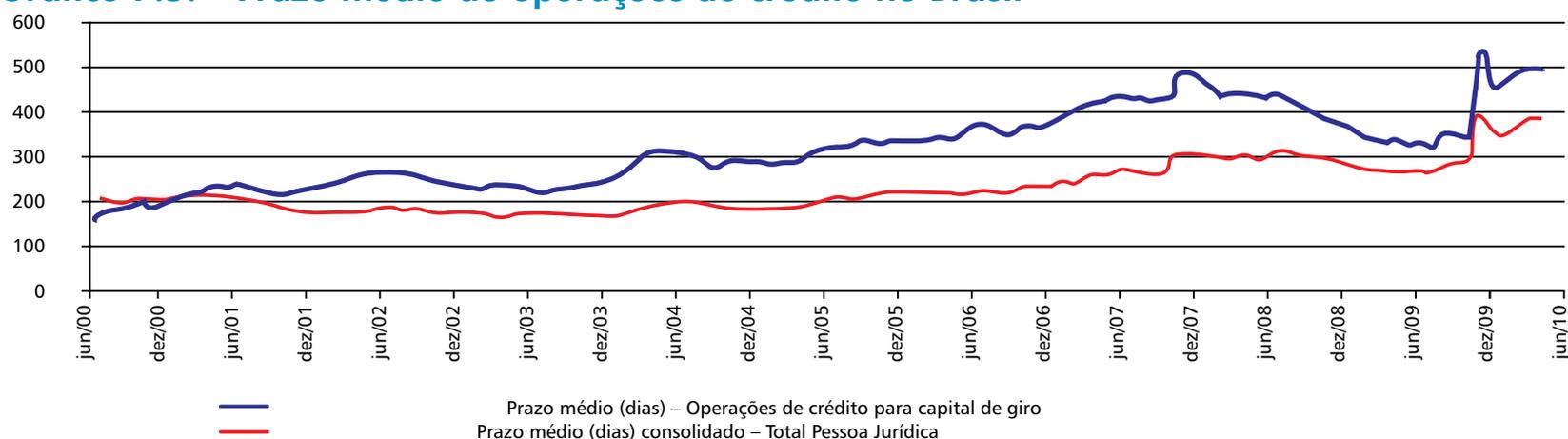
Em relação às fontes de recursos para começar um novo negócio, vimos que a maioria das empresas se utiliza de fontes de capital próprio (recursos próprios, poupança, empréstimos de familiares, indenização, herança etc.). Existem poucos empreendedores que começam um novo negócio fazendo uso de capital de terceiros.

O último aspecto que gera desconfiança nos credores e dificulta a concessão de empréstimos para financiar as MPMEs é o amadorismo que predomina nesse meio. A maioria dos empreendedores não diferencia as finanças pessoais das finanças da empresa, utilizando-se da geração de caixa para financiar aquisições pessoais, podendo comprometer as atividades da empresa a longo prazo (Carvalho, Ribeiro, Furtado, 2005).

### 7.4.2. A Ausência dos Bancos Privados nos Financiamentos de Longo Prazo no Brasil

No Brasil é pouco usual que os bancos privados concedam financiamento de longo prazo para as empresas; apenas os bancos e órgãos de fomento do governo fazem esse tipo de operação. As empresas Brasileiras, em especial as MPMEs, sofrem com essa segmentação de crédito e, como descrito no tópico anterior, essa contratação pode ser apontada como um fator limitador do empreendedorismo Brasileiro.

**Gráfico 7.5. – Prazo médio de operações de crédito no Brasil**

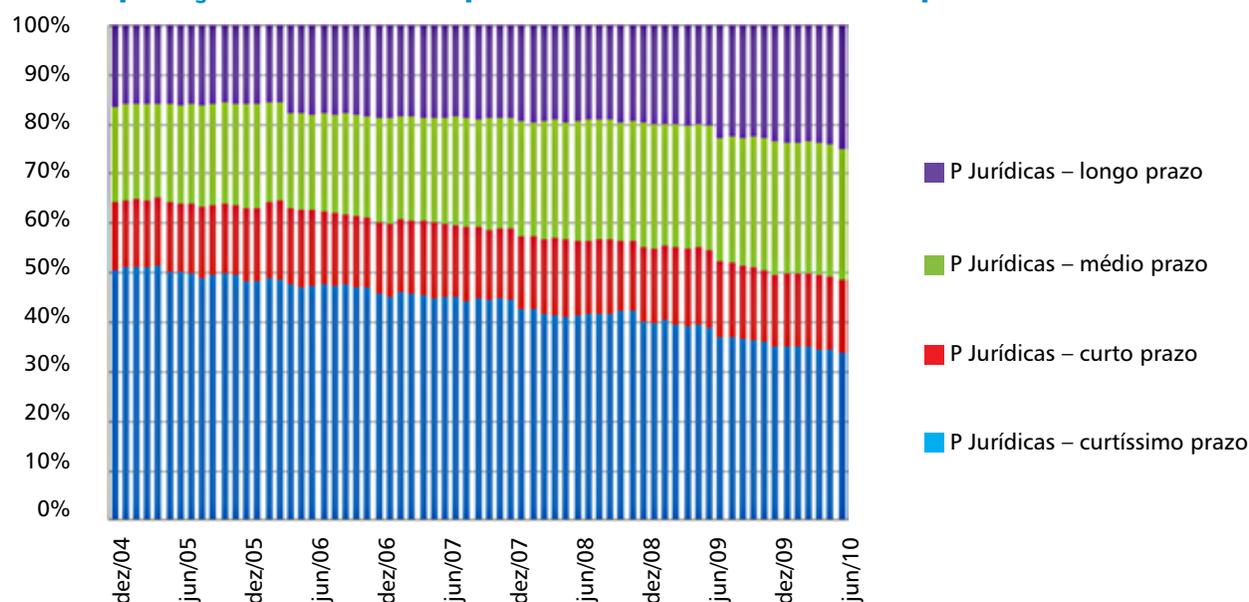


Fonte: Bacen (2010b)

O Gráfico 7.5 comprova empiricamente nossas inferências sobre o prazo das operações de crédito no Brasil. Podemos perceber que o prazo médio é curto em relação a outros países, em torno de 1,5 anos, apesar do aumento desse prazo nos últimos dez anos. Além disso, as operações de crédito para capital de giro são a principal operação de crédito para pessoa jurídica, comprovando-se pela alta correlação entre as curvas dessas operações de crédito.

Apesar da oferta de crédito de longo prazo no Brasil ainda ser muito baixa em relação à demanda, a tendência é que ela aumente, principalmente com as boas perspectivas de crescimento econômico do país nos próximos anos. Essa tendência pode ser observada claramente no Gráfico 7.6.

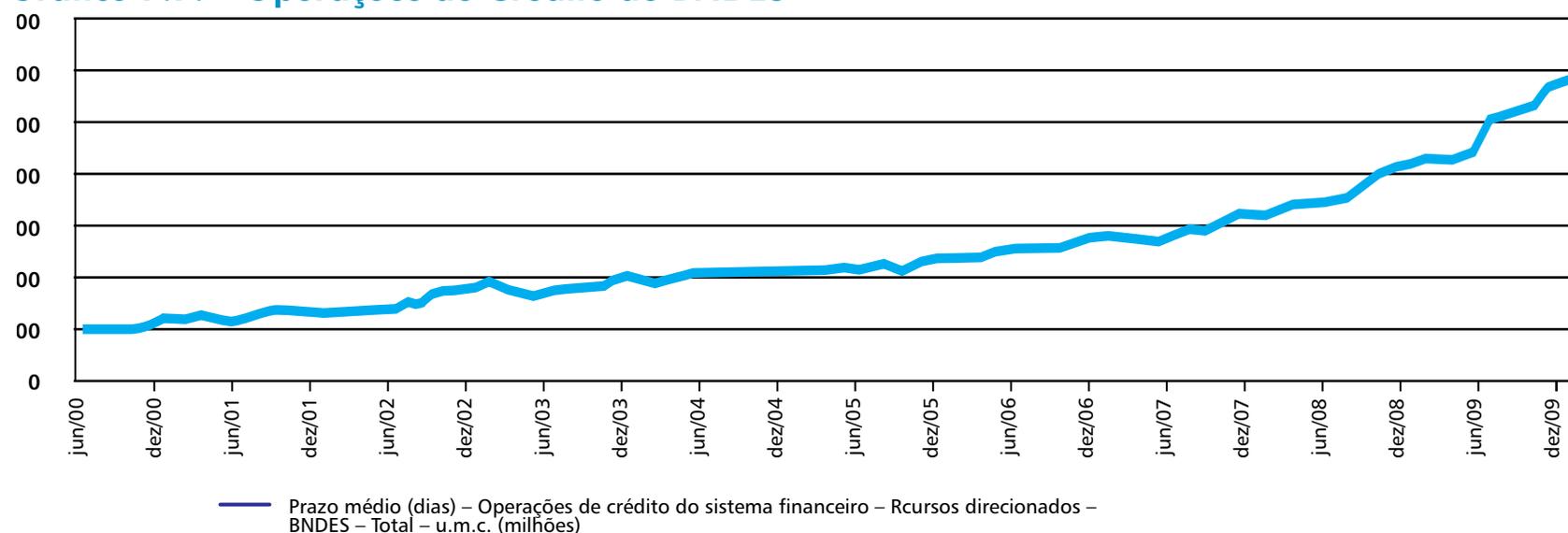
**Gráfico 7.6. – Composição do Crédito por Prazo de Vencimento para Pessoa Jurídica**



Fonte: Bacen (2010c)

Nos últimos anos, em especial após a crise do *subprime* e a retomada do crescimento econômico Brasileiro, o BNDES, principal fonte de financiamento de longo prazo, se mostrou sobrecarregado e perto do limite de concessão de empréstimo para as empresas, despertando a atenção do governo sobre a imperiosa necessidade de o setor privado oferecer linhas de financiamento de longo prazo para as empresas. O Gráfico 7.7 mostra o crescimento exponencial das operações de crédito do BNDES nos últimos cinco anos, o que requereu do Tesouro Nacional aportes historicamente recordes de capital nos bancos.

**Gráfico 7.7. – Operações de Crédito do BNDES**



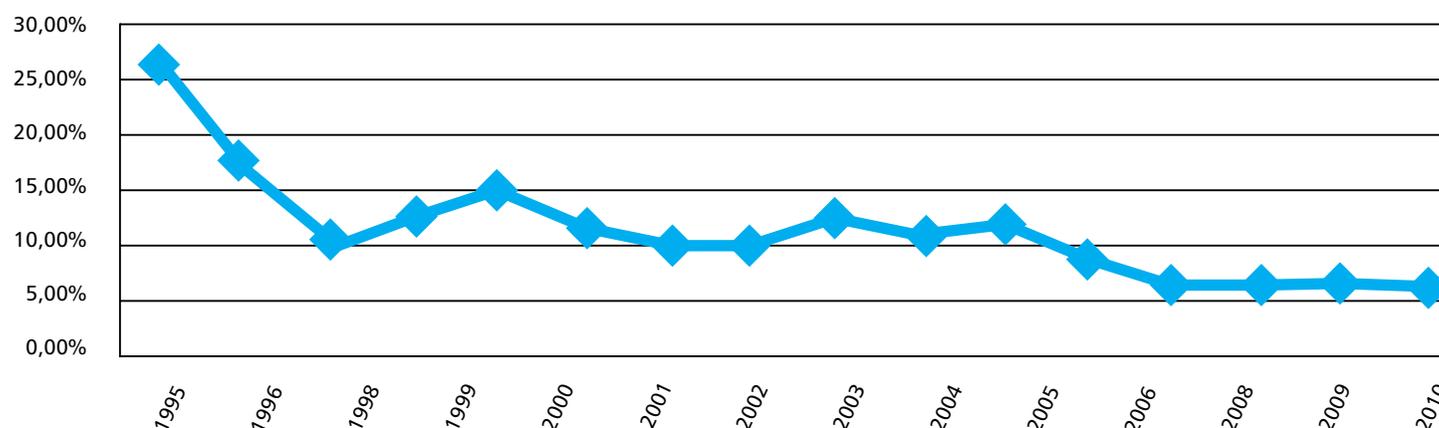
Fonte: Bacen (2010a)

A discussão sobre as possíveis mudanças que devem ser realizadas para que os bancos privados passem a financiar as empresas a longo prazo está na ordem do dia e, provavelmente, algumas mudanças na construção de políticas macroeconômicas serão implementadas na tentativa de solucionar essa questão na economia Brasileira.

### 7.4.3. Captação dos Fundos de Investimentos

A indústria de fundos de investimentos, no que tange à captação dos fundos e patrimônio líquido, apresentou uma grande baixa em 2008, conseguindo sua recuperação em 2009. Ao se observar a série evolutiva da captação líquida e do patrimônio líquido dos fundos, fica evidente a crise de 2008 e recuperação no ano de 2009, além do notável incremento do patrimônio líquido. Analisando horizontalmente, houve um crescimento do patrimônio líquido de 90,0% no decorrer de 2005 a 2009, levando a indústria Brasileira subir da 12ª posição para 6ª, entre as maiores do mundo (ICI, 2009).

**Gráfico 7.8. – Captação Líquida e Patrimônio Líquido dos Fundos no Mercado Doméstico**



Fonte: ANBIMA (2010)

Ao se examinarem os dados por categorias atuantes, é notável a participação dos fundos de previdência privada (fundos de pensão), que além de significativa, é crescente após a ligeira queda em 2007. Há aqui uma importante observação no que tange a relação dessa boa capacidade de captação de recursos a longo prazo pelos fundos de previdência com a indústria de PE/VC, uma vez que são eles investidores de grande impacto no volume de capital comprometido. Desse modo, pode-se verificar a formação de um ciclo benéfico, à medida que os fundos de previdência possuem maior capacidade de captar recursos a longo prazo, e, uma vez captado, eles comprometem capital junto à indústria de PE/VC.

**Tabela 7.9. – Captação Líquida e Participação Percentual no Patrimônio Líquido Total por Categorias dos Fundos de Investimentos**

|              | 2005        |        | 2006        |        | 2007        |        | 2008        |          | 2009        |       |
|--------------|-------------|--------|-------------|--------|-------------|--------|-------------|----------|-------------|-------|
|              | R\$ milhões | %PL      | R\$ milhões | %PL   |
| CP           | (16.162,65) | -27,60 | 558,03      | 2,80   | 1.204,60    | 5,20   | 4.302,45    | 15,60    | 6.849,47    | 18,70 |
| DI           | 14.849,54   | 13,40  | -5.200,56   | 3,50   | (16.900,57) | -10,10 | (4.996,02)  | -3       | -3.746,38   | -2    |
| Renda Fixa   | 64.993,77   | 35,10  | 18.690,69   | -6,40  | (7.714,07)  | -2,40  | (62.427,46) | -17,80   | 9.354,07    | 2,80  |
| Multimercado | (66.970,00) | -38,20 | 58.257,22   | 45,70  | 30.785,41   | 14,50  | (36.471,20) | -13      | 36.750,58   | 14    |
| Ações        | (1.116,33)  | -2,20  | 9.791,11    | 15,90  | 24.964,70   | 26,10  | (10.476,18) | -5,80    | 1.157,26    | 1,00  |
| Previdência  | 8.437,89    | 23,70  | 15.310,55   | 30,20  | 9.228,71    | 12,40  | 13.232,76   | 14       | 23.471,86   | 21    |
| Outros       | (1.604,38)  | -22,50 | -1.334,01   | -25,90 | (1.981,90)  | -55,30 | 27.039,92   | 1.707,90 | 9.410,63    | 35,60 |
| FIDC         | 7.039,31    | 153,30 | 9.729,00    | 79,40  | 10.842,76   | 56,10  | 14.286,73   | 50       | 10.041,40   | 23    |
| Total        | 19.467,15   | 3,30   | 68.420,65   | 9,70   | 50.429,64   | 5,60   | (55.509,00) | -5,10    | 93.288,89   | 8,70  |

Fonte: ANBIMA (2010)



# Capítulo 8

## Impacto Económico da Indústria de PE/VC



# Impacto Econômico da Indústria de PE/VC<sup>1</sup>

## 8.1. Introdução

O cenário atual da economia Brasileira é muito promissor. O país jamais esteve em uma posição econômica tão sólida e é hoje um dos países com maior potencial de crescimento e melhores fundamentos do mundo. Espera-se que em 2025 a nação se encontre entre as cinco maiores economias do mundo (Preqin, 2010b; Goldman Sachs, 2003).

%

O questionário do GVcepe abordou basicamente três aspectos para que se pudesse compreender quais foram os impactos de PE/VC na economia Brasileira. São tratados neste capítulo, a inovação, o desempenho socioeconômico e a sustentabilidade, elementos centrais das alavancas de crescimento do país.

## 8.2. Inovação

O tópico pode ser entendido como a “exploração de novas ideias com sucesso” (Instituto Inovação). O resultado deste processo pode ser observado sob diversos aspectos, por meio de melhorias significativas nos processos, nos produtos e nos índices das empresas, dentre outros e simultaneamente na criação de novas oportunidades, ferramentas e modelos de negócios.

A Lei N° 11.196/2005, conhecida como Lei do Bem e regulamentada pelo Decreto 5.798/2006, é considerada um marco legal da inovação no Brasil, concedendo incentivos fiscais às pessoas jurídicas que realizem pesquisa tecnológica e desenvolvimento de inovação tecnológica. Seu conteúdo define inovação tecnológica como: “a concepção de novo produto ou processo de fabricação, bem como a agregação de novas funcionalidades ou características ao produto ou processo que implique melhorias incrementais e efetivo ganho de qualidade ou produtividade”.

A partir de sua terceira edição, o Manual de Oslo (OECD, 2005) é responsável pelas definições mundialmente adotadas sobre inovação, utilizado, inclusive, pelo Eurostat (*Statistical Office of the European Communities*), órgão responsável pelo *Community Innovation Survey* (CIS), principal instrumento estatístico oficial sobre os processos e efeitos da inovação nas empresas Europeias (EUROSTAT, 2009). Trouxe consigo uma importante modificação: expandiu o conceito de inovação, incluindo o setor de serviços e retirando a palavra “tecnológica” de sua definição. Ou seja, é pos-

1 Autores: William Luk, Gabriel Felisoni, Caio Ramalho e Rodrigo Lara.

sível estender o conceito de inovação a produtos, a processos, a serviços, a marketing e a sistemas organizacionais.

No entanto, as definições constantes no decreto 5.798 supramencionado estão baseadas no Manual Frascati, e não no Manual de Oslo. O Manual Frascati faz parte de uma série de manuais definidos pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e pelo National Experts on Science and Technology Indicators (NESTI) ao longo dos últimos 40 anos. Dentre os manuais, o Frascati trata de pesquisa e desenvolvimento (P&D), o de Oslo aborda inovação, o de Bogotá mede a inovação em países em desenvolvimento e o de Camberra mede recursos humanos (Manual de Oslo, 2005; Frascati Manual, 2002).

Dentre as mais importantes instituições de estímulo à inovação no âmbito global, destaca-se a *World Intellectual Property Organization* (WIPO). Trata-se de uma agência da Organização das Nações Unidas (ONU) e sua atuação consiste em desenvolver o sistema de propriedade intelectual no mundo, estimulando a inovação e contribuindo para o desenvolvimento econômico de acordo com o interesse público. No século XXI, a propriedade intelectual não é mais vista como uma área autônoma e tornou-se um importante instrumento para a formulação de políticas públicas com repercussões socioeconômicas, tecnológicas e culturais (WIPO, 2001).

### 8.2.1. Conceitos de Inovação

A seguir, são apresentados alguns conceitos básicos de inovação de acordo com Oslo (2005).

- Inovação: é a implementação de um produto (bem ou serviço) novo ou significativamente melhorado, ou um processo, ou um novo método de marketing, ou um novo método organizacional nas práticas de negócios, na organização do local de trabalho ou nas relações externas.
- Atividades de inovação: são etapas científicas, tecnológicas, organizacionais, financeiras e comerciais que conduzem, ou visam conduzir, à implementação de inovações. Algumas atividades de inovação são em si inovadoras, outras não são atividades novas mas são necessárias para a implementação de inovações. As atividades de inovação também inserem a P&D que não está diretamente relacionada ao desenvolvimento de uma inovação específica.
- Empresa inovadora: Uma empresa inovadora é aquela que implementou uma inovação durante o período de análise.
- Empresa inovadora em produto/processo: é a empresa que implementou um produto ou processo

novo ou significativamente melhorado durante o período de análise.

- Inovação de produto: é a introdução de um bem ou serviço novo ou significativamente melhorado no que concerne a suas características ou usos previstos. Incluem-se melhoramentos significativos em especificações técnicas, componentes e materiais, *softwares* incorporados, facilidade de uso ou outras características funcionais.
- Inovação de processo: é a implementação de um método de produção ou distribuição novo ou significativamente melhorado. Incluem-se mudanças significativas em técnicas, equipamentos e/ou *softwares*.
- Inovação de marketing: é a implementação de um novo método de marketing com mudanças significativas na concepção do produto ou em sua embalagem, no posicionamento do produto, em sua promoção ou na fixação de preços.
- Inovação organizacional: é a implementação de um novo método organizacional nas práticas de negócios da empresa, na organização do seu local de trabalho ou em suas relações externas.
- Empresa ativamente inovadora: é aquela que realizou atividades de inovação durante o período de análise, incluindo as atividades em processo e abandonadas.

### 8.2.2 Obstáculos à Inovação

Atualmente, ser considerada uma empresa com altos índices de inovação não a diferencia somente dos concorrentes, mas também diante da percepção de seus clientes. O resultado do processo de inovação é caracterizado pela geração de vantagens competitivas, temporárias ou não, fazendo com que as empresas acabem por se situarem melhor diante da concorrência. De acordo com o Sebrae (2008), 52% das empresas consideradas inovadoras aumentaram o volume produzido, 46% aumentaram suas receitas, 39% contabilizaram aumento da produtividade e 24% tiveram o quadro de funcionários expandido.

Entretanto, a inovação não se dá de forma natural. Diversos fatores influenciam na criação deste atributo, dentre elas, o ambiente em que a empresa está situada e os recursos que ela tem a sua disposição. De acordo com Michael Ryan (De Castro, 2005), diretor do CIEC (*Creative and Innovative Economy Center*), o Brasil apresenta pontos positivos para a inovação como os estudos conduzidos pelas universidades, os recursos humanos de alta qualificação e as publicações realizadas. Contudo, o ambiente desfavorável, que engloba aspectos como burocracia, tributação e a falta de proteção da propriedade intelectual, afeta negativamente a atividade inovadora Brasileira. Michael ainda afirma que este pode ser um dos fatores que contribuíram para que o país ficasse atrás de outros emergentes, como China e Índia.

Neste ponto, a indústria de PE/VC se apresenta como a maior parte interessada, visto que apesar de empresas terem maiores potenciais de crescimento, o sucesso não é garantido. Surge então, o papel do governo, que pode contribuir em vários aspectos por meio do suporte aos empreendedores com a maior proteção da propriedade intelectual, incentivos fiscais, formação de mão-obra-qualificada, dentre outros (IHS Global Insight/NVCA, 2009).

Nos EUA, os investimentos de PE/VC foram responsáveis por alavancar negócios que atualmente representam as empresas de maior valor no mercado mundial. Google, Apple, Microsoft, Netscape, eBay, Amazon, entre outras são exemplos concretos desses investimentos (Bygrave e Timmons, 1992; Gompers e Lerner, 2001b). Na verdade, todas essas empresas começaram com um grupo de jovens que tinham uma boa ideia e precisavam de incentivos (além, é claro, de capital) para alavancarem o negócio. Neste ponto, apresenta-se a indústria de PE/VC, que possui papel fundamental. No Brasil, o cenário já não é o mesmo. Segundo o IBGE, 56% das novas empresas fecham suas portas após o primeiro ano de funcionamento por problemas de gestão/administração. Muitos desses negócios apresentam promissores potenciais de crescimento, porém não apresentam recursos de natureza financeira, gerencial ou intelectual para tornar essa expectativa de crescimento concreta. Apesar de crescente e muito maior, ainda não é da cultura empresarial do país, como é nos EUA, investimentos de investidoras – anjos, fundos de capital semente e *Venture Capital* – em ideias de jovens. Isso representa um paradoxo, pois o Brasileiro se destaca no ranking mundial de empreendedorismo (GEM, 2009). Destaca-se que jovens entre 18 e 34 anos estavam à frente de 6 milhões de empresas criadas no Brasil em 2008 (61% do total). A educação e particularmente a educação vinculada ao empreendedorismo são elementos chaves nessa mudança da cultura empresarial.

Investimentos de PE/VC podem beneficiar empresas emergentes (*Start-up*) que normalmente enfrentam dificuldades como acesso ao crédito (por possuir uma baixa quantidade de ativos reais, não podem usá-los como garantia do empréstimo), pouca confiança em P&D e recursos humanos (Premus 1985; Gompers, 1994; Gompers e Lerner 2001a; Gompers e Lerner 2001b; Hall 2002; Smith e Smith 2002; Leeds 2003). Devido a isto, ao operarem com prejuízos por muitos anos e esta é a natureza dessas investidas no início, muitas delas passam a integrar a estatística do IBGE citada anteriormente. Dessa forma, diferentemente de empréstimos bancários, os investimentos de PE/VC podem dividir os riscos do investimento com o empreendedor por meio de compra de uma parte da empresa. Passa assim o gestor de *Venture Capital* a ser um parceiro da empresa, comprometido com o seu forte e sustentável crescimento (Engel, 2002; Gompers, 1994). Ademais, esse tipo de investimento, além de oferecer o capital efetivamente, também contribui com a gestão e governança da empresa investida, comprometida com criação de valor e sua realização monetário por meio de saída. As gestoras dos veículos de investimento participam ativamente nas tomadas de decisão, guiando

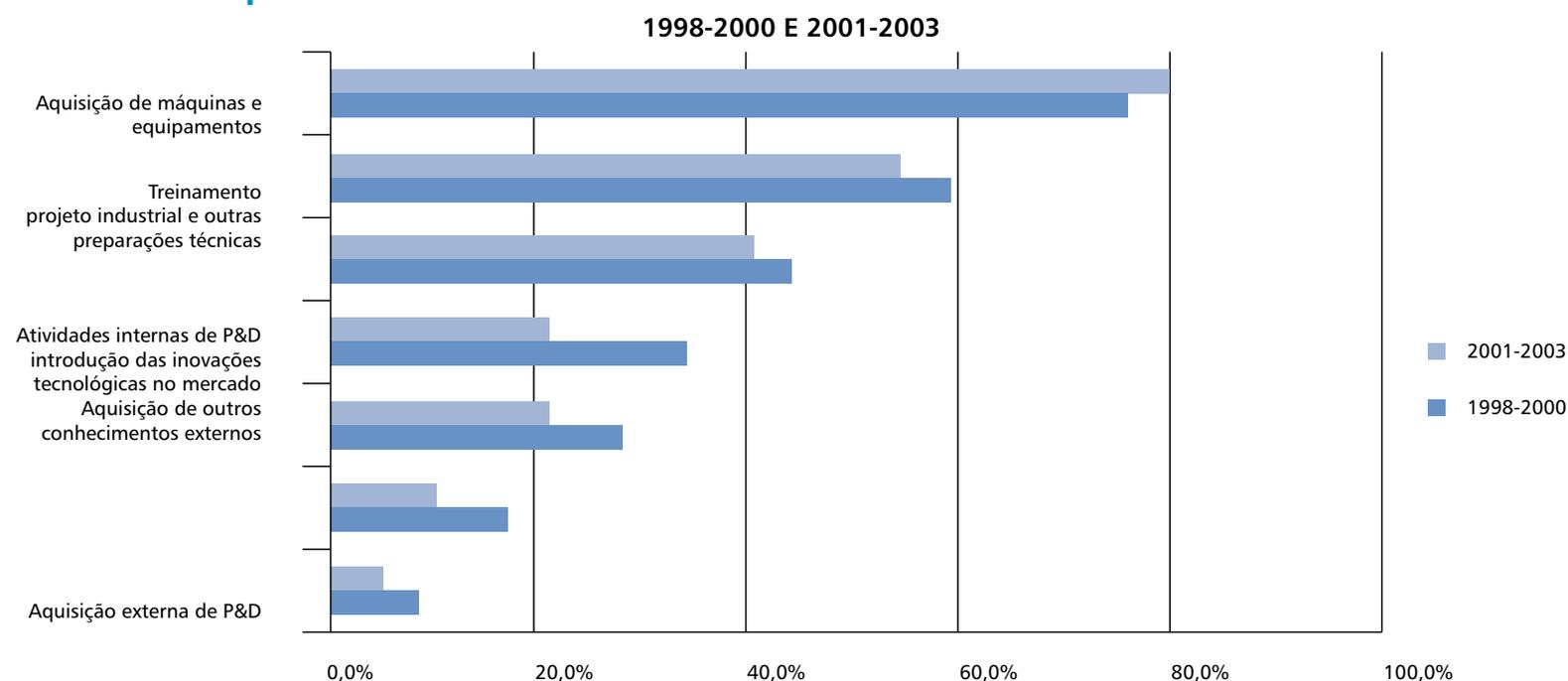
essas empresas para o caminho rumo ao sucesso. Tal participação se dá por meio de diferentes mecanismos: ferramentas de monitoramento e performance, profissionalização da gerência, participação no conselho de administração, promovendo *networking*, seleção de gestores da empresa, etc.

No passado, trazer um sócio ou considerar a venda do controle de sua empresa era considerada uma desonra, um insulto ao fundador. Ao longo dos últimos anos, com diversas empresas optando por este caminho e demonstrando na prática que, pelo contrário, este caminho poderia oferecer uma alternativa de crescimento sustentável e perenidade a um negócio, que de outra forma poderia ser destruído por má gestão ou pior, disputas familiares. Diversos empresários começaram a ver com bons olhos esta parceria com organizações gestoras de *Private Equity* que traziam capital, gestão e experiência no manejo do lado direito do balanço. O empresário Augusto Savio Cavalcanti, fundador da Zatex em 1997, afirmou acreditar que seu negócio poderia ter tido um crescimento muito maior se tivesse sido apoiado por investimentos de PE/VC. É bem discriminado na literatura internacional o quanto a indústria de PE/VC pode acelerar a economia de um país por meio de incentivos às novas ideias e ao empreendedorismo. Implementando políticas públicas, o governo tem papel fundamental em incentivar investimentos dessa natureza por meio de incentivos fiscais, como os que existem para os fundos de investimento em participações (FIP) para investidores estrangeiros, por exemplo.

### 8.2.3. Atividades Inovadoras

De acordo com estudo realizado no Brasil (IBGE, 2003), a maior parte das empresas em 2003, atribuíam uma importância alta a aquisição de máquinas e equipamentos, seguida por treinamento e projetos industriais, conforme indicado pelo gráfico 8.1. A concentração na preferência por aquisições de bens de capital coincide com o perfil das empresas de pequeno porte, que tem por meio deles o acesso à tecnologia.

## Gráfico 8.1. – Importância das Atividades Inovadoras Realizadas no Brasil



Fonte: IBGE (2003)

### 8.2.4 Marcas, Patentes e Propriedade Intelectual

A proteção dos direitos sobre a propriedade intelectual é uma ação importante para que a produção de inovações, desenvolvimento econômico e criação de valor seja possível. No século XXI, marcas e patentes não são mais vistas separadamente, mas como parte de um todo. Elas estão inseridas dentro de um contexto muito mais amplo, que agora engloba os ambientes sociais, econômicos e políticos (WIPO, 2001).

Em um antigo estudo (WIPO, 2001), mostrado na tabela 8.1, vemos que o valor gerado pela indústria de direitos autorais é considerável. No grupo composto por Argentina, Brasil, Chile, Paraguai e Uruguai, observou-se a geração de US\$ 61 bilhões. O Brasil, por sua vez, foi responsável por mais de 75% deste valor. Em relação ao Mercosul, nota-se que aproximadamente 5,6% do PIB deste era proveniente destas atividades.

### Tabela 8.1. – Valor Adicionado pelas Indústrias de Direitos Autorais no mercosul em 1998

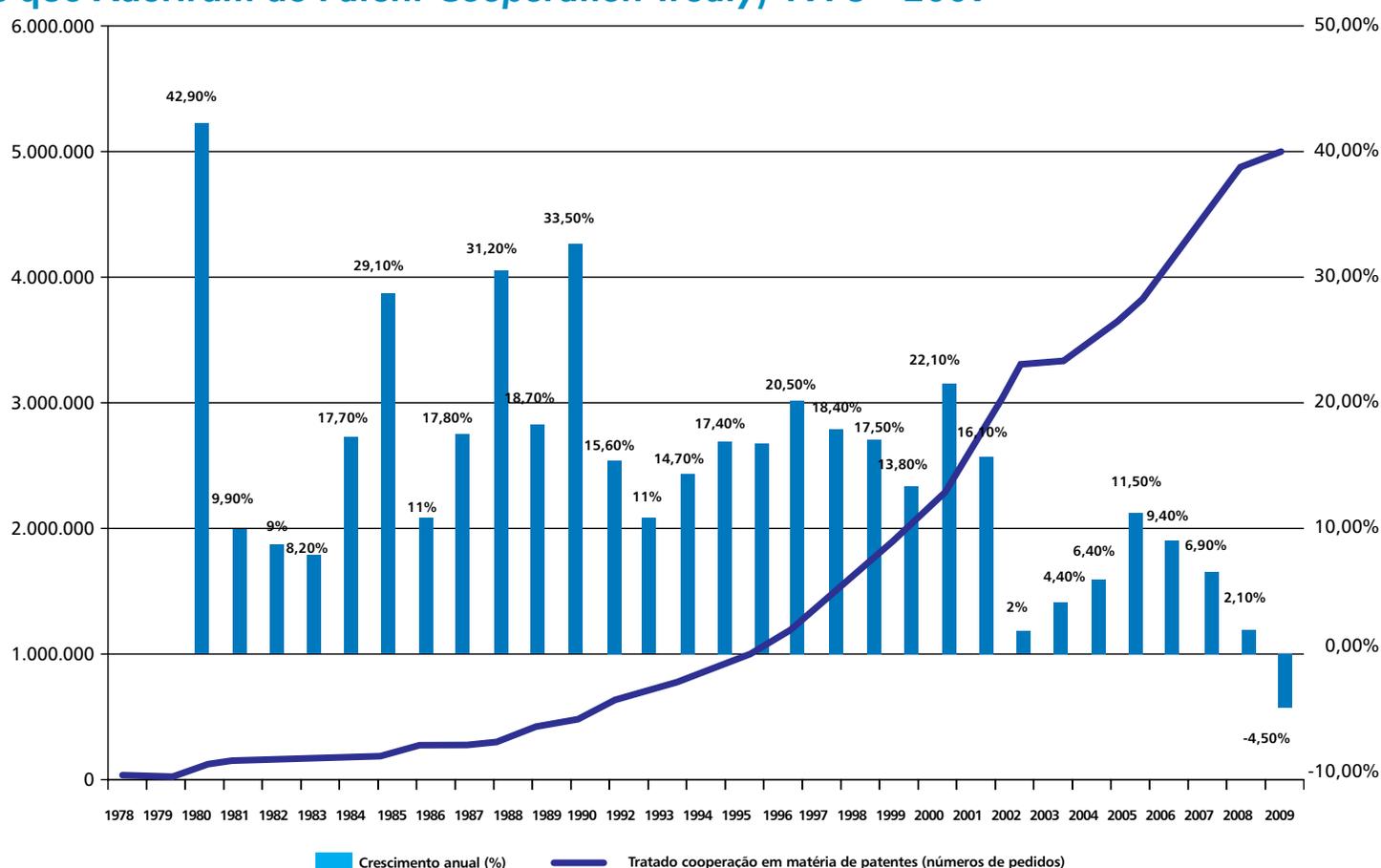
| País      | Valor Adicionado (US\$ Mil) | % Relativa ao Mercosul |
|-----------|-----------------------------|------------------------|
| Argentina | 6.440.000                   | 0,59                   |
| Brasil    | 53.034.026                  | 4,82                   |
| Chile     | 1.243.000                   | 0,11                   |

|              |               |        |
|--------------|---------------|--------|
| Paraguai     | 98.654        | 0,01   |
| Uruguai      | 705.000       | 0,06   |
| Total        | 61.520.680    | 5,59   |
| PIB MERCOSUL | 1.100.644.816 | 100,00 |

Fonte: WIPO (2001)

De acordo com WIPO (2009), observa-se um crescimento contínuo do número de processos de patentes iniciados no mundo. O gráfico 8.2 reflete os dados até 2009, sendo que neste último houve uma pequena redução da quantidade de 155.900 para 164.000 no ano anterior. A queda deveu-se principalmente ao declínio da economia mundial devido à crise financeira de 2008. Importante ressaltar que esta foi a primeira queda na taxa de crescimento destes processos em 30 anos, e que só caiu porque o mundo vivenciou uma crise financeira comparável à Grande Depressão de 1929 (Eichengreen e O'Rourke, 2009). Nota-se neste quadro a alta correlação dos processos de patentes com o ritmo de atividade econômica. No ano de 2002, após o ataque terrorista de 11 de setembro de 2001, também tivemos um grande declínio na taxa de crescimento destes processos.

**Gráfico 8.2. – Quantidade e Variação dos Processos de Patentes Iniciados no Mundo (Países que Aderiram ao Patent Cooperation Treaty) 1978 - 2009**



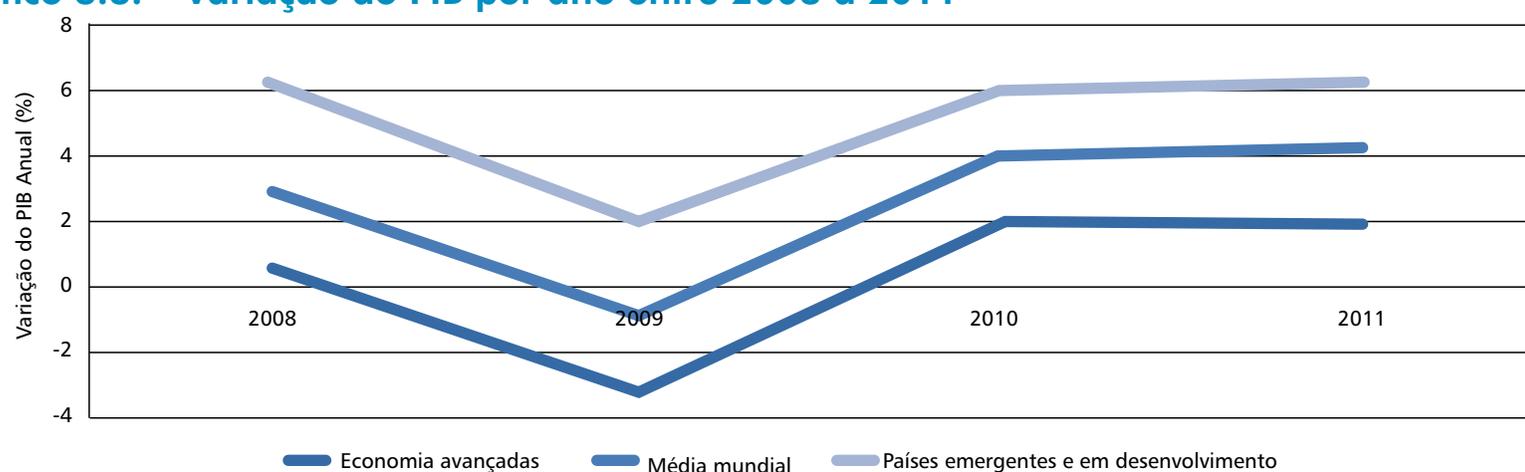
Fonte: WIPO (2009)

Apesar de ações de curto prazo terem pouco efeito na criação de patentes, a crise mundial de 2008/09, que impactou fortemente o período, terá consequências. A queda da demanda e a depreciação do valor dos ativos das empresas impactaram negativamente os fluxos de caixa das empresas e os seus resultados. Simultaneamente, o acesso ao crédito foi limitado. Deste modo, investimentos em P&D, assim como custos de aquisição e manutenção de patentes, tanto em empresas financeiramente saudáveis como críticas, foram limitados.

Um segundo efeito da crise foi o ajuste dos níveis de investimentos e custos de acordo com as projeções financeiras mundiais. Sendo assim, muitas empresas, modificaram suas estratégias de acordo com a realidade em que encontravam, dando maior peso ao cenário.

Além disso, a crise não impactou igualmente os países, e podemos aferir a partir do gráfico 8.3 que os países emergentes foram os menos prejudicados.

**Gráfico 8.3. – Variação do PIB por ano entre 2008 a 2011**



Fonte: WIPO (2009)

A partir do aumento no número de processos de patentes, podemos inferir que tal crescimento demonstra, de certa forma, a crescente preocupação com a defesa da propriedade intelectual e criação de ativos intangíveis, assim como maior desenvolvimento de ideias associadas à inovações tecnológicas. Atualmente, a maioria das patentes são relacionadas ao último grupo, mais especificamente, os segmentos de microestrutura e nanotecnologia, semicondutores e comunicação digital.

Não foi possível ainda a criação de um índice de comparação entre o crescimento das patentes de empresas apoiadas por investimentos de PE/VC com o total de empresas no Brasil, porém há

fortes indícios de que as primeiras tenham um índice mais alto de homologação dessas patentes. O investimento de PE/VC fornece melhores condições para que as patentes sejam criadas, pois fornece um grande aporte de capital além de ajuda legal e de governança para que estas sejam realizadas. Ademais, as patentes criam diferencial competitivo por meio de barreira à entrada e a possibilidade de crescimento acelerado, se for o empreendimento bem-sucedido. As empresas que não possuem tal apoio podem enfrentar maiores dificuldades no momento da criação do registro de patentes por diversos motivos. O principal deles é que os empreendedores geralmente não conhecem a parte legal, além disso, o preço pode ser muito elevado para sua obtenção e tal custo pode não caber dentro do orçamento de uma empresa que esteja começando suas atividades no mercado.

O fato de empresas investidas por PE/VC apresentarem maiores índices de homologação de patentes, confirma o que foi dito anteriormente em relação à crise mundial. A falta de recursos torna-se um grande empecilho na criação e manutenção de patentes (WIPO, 2009).

Diversos estudos internacionais correlacionaram positivamente os investimentos realizados, principalmente os de *Venture Capital*, com o aumento da performance em inovação. Consequentemente, tais aportes de capital também influenciam no crescimento do número de patentes.

Romain e Pottelsberghe (2004) e Kortum e Lerner (2000) estudaram a correlação entre o *Venture Capital* e a propensão a invenção de patentes, com dados coletados de 1965 a 1992 de 530 empresas (tanto apoiadas como não apoiadas por VC) dos EUA. Os resultados corroboraram a hipótese de que a atividade de VC aumenta significativamente a propensão a inovação de patentes. Tykvova (2000) estudou empresas da Alemanha, encontrando resultados ainda mais robustos corroborando os resultados obtidos nos dois estudos anteriores.

Em nossa pesquisa foi perguntado se o grau de proteção dos direitos de propriedade intelectual no Brasil era considerado um obstáculo para a captação de recursos pela indústria de PE/VC. A tabela 8.2 mostra que mais de 70% dos gestores de PE/VC no país ou discorda ou se mostra neutra quanto a esse obstáculo, indicando uma satisfação com o nível de proteção desses limites no universo das empresas com que eles trabalham.

## Tabela 8.2. – Obstáculos no Brasil para a Captação de Recursos e Investimentos – Proteção aos Direitos de Propriedade Intelectual

Grau de relevância, em porcentagem, da Proteção aos Direitos de Propriedade Intelectual para a captação de recursos e investimentos. Respostas obtidas a partir de respostas de 80 Organizações Gestoras de PE/VC (56% do universo)

|                      | Discordo Totalmente | Discordo Parcialmente | Neutro | Concordo Parcialmente | Concordo Totalmente | Total |
|----------------------|---------------------|-----------------------|--------|-----------------------|---------------------|-------|
| Porcentagem Relativa | 7,5%                | 20,0%                 | 43,8%  | 23,8%                 | 5,0%                | 100%  |

Fonte: Base de Dados Fundação Getulio Vargas - GVcepe

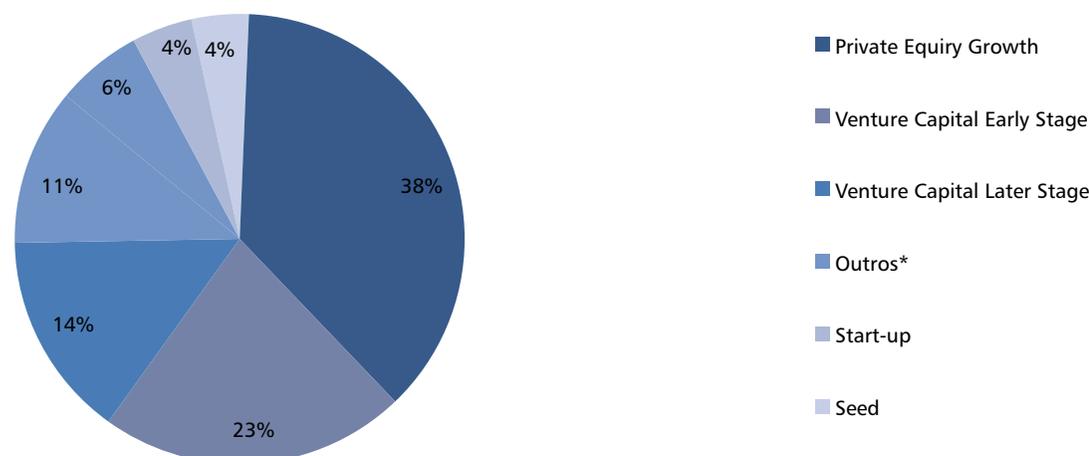
Comparando a tabela acima com o gráfico 8.4, que mostra o estágio das empresas investidas pertencentes à amostra, pode-se perceber que 47% das empresas em portfólio na indústria de PE/VC pertencem aos estágios iniciais do investimento (*seed*, *Start-up* ou *Venture Capital early-stage*) e 38% ao estágio de *Private Equity Growth*. Essas empresas são, em sua grande maioria, aquelas que apresentam os maiores níveis de inovação o que confere alguma segurança sobre a validade da hipótese de adequada proteção legal às patentes no Brasil.

O fator inovação está muito mais presente em empresas que se apresentam em estágios iniciais do investimento, pois, geralmente trata-se de ideias que promovem diferenciais no mercado. Desta forma, as proteções dos direitos de propriedade intelectual se tornam muito mais relevantes para estas empresas se comparado com as empresas em estágios mais avançados de investimento (*Private Equity Later Stage*) que já estão mais consolidadas no mercado e podem depender menos do fator inovação.

## Gráfico 8.4. – Estágio das Empresas em Portfólio

Nota: dados obtidos a partir das informações fornecidas sobre 137 empresas em portfólio em 31/dez/2009, correspondendo a 37% do universo.

\*Outros se referem a estágios de *Mezannine*, *PIPE*, *Distressed* e *Greenfield*



Fonte: Base de Dados Fundação Getulio Vargas - GVcepe

Muitas vezes, investimentos de grandes quantias de capital são feitos para o desenvolvimento de um novo produto ou uma nova ideia para que ela seja lançada no mercado. Caso as devidas patentes não estejam asseguradas para este produto, qualquer competidor pode simplesmente copiar este novo produto sem qualquer tipo de investimento e obviamente obter vantagens competitivas em termos de custos em relação à empresa detentora inicial da ideia.

O argumento dado por Paulo Arruda (Inova Unicamp, 2010), pesquisador do instituto de Biologia, reforça a importância que as empresas em estágio inicial de investimento dão à proteção da propriedade intelectual. Segundo Arruda, a Allelyx, um dos maiores negócios na área de biotecnologia no Brasil, impulsionada por investimentos de *Venture Capital* (Votorantim Novos Negócios), investiu grandes quantias neste tipo de proteção. Paulo afirma também que é necessário estar atento o tempo todo, prestando atenção nos bancos de patentes. Ele comenta ser raríssimo que os profissionais no Brasil conheçam tanto a área de proteção legal quanto a área de atuação do próprio profissional.

O caso exposto por Paulo Arruda (Inova Unicamp, 2010) evidencia que empresas que ainda se encontram em seus estágios iniciais necessitam ter maior acesso à proteção da propriedade intelectual e que os investimentos de *Venture Capital* (em qualquer um de seus estágios) e a vinculação a parques tecnológicos e a incubadoras de empresas ajudam a solucionar esse tipo de problema.

Mas o resultado da tabela 8.2 não se estende ao Brasil em geral, e sim ao universo visto pelos gestores de PE/VC. Pelo índice global de inovação, pode-se concluir que a inovação no Brasil se beneficiaria muito se a proteção à propriedade intelectual fosse mais ampla e acessível. Em março de 2010, o Brasil caiu da 50ª posição para a 68ª entre as nações mais inovadoras ao redor do globo. O mesmo ranking classifica a Islândia, Suécia e Hong Kong como as três primeiras nações mais inovadoras (Global Innovation Index, 2010).

**Tabela 8.3. – Ranking Global de Inovação Tecnológica 2009 - 2010**

| País             | Posição | País     | Posição | País        | Posição |
|------------------|---------|----------|---------|-------------|---------|
| Islândia         | 1       | Malásia  | 30      | Montenegro  | 59      |
| Suécia           | 2       | Estônia  | 31      | Tailândia   | 60      |
| Hong Kong, China | 3       | Malta    | 32      | Ucrânia     | 61      |
| Suíça            | 4       | Chipre   | 33      | Tunísia     | 62      |
| Dinamarca        | 5       | Kuwait   | 34      | Cazaquistão | 63      |
| Finlândia        | 6       | Portugal | 35      | Rússia      | 64      |

## A Indústria de Private Equity e Venture Capital 2º Censo Brasileiro

|                        |    |                   |    |                      |    |
|------------------------|----|-------------------|----|----------------------|----|
| Cingapura              | 7  | Qatar             | 36 | Omã                  | 65 |
| Holanda                | 8  | Hungria           | 37 | Panamá               | 66 |
| Nova Zelândia          | 9  | Eslováquia        | 38 | Turquia              | 67 |
| Noruega                | 10 | Itália            | 39 | Brasil               | 68 |
| Estados Unidos         | 11 | Lituânia          | 40 | México               | 69 |
| Canadá                 | 12 | Bahrein           | 41 | Jamaica              | 70 |
| Japão                  | 13 | Costa Rica        | 42 | Vietnã               | 71 |
| Reino Unido            | 14 | Chile             | 43 | Indonésia            | 72 |
| Canadá                 | 15 | Letônia           | 44 | Maurícia             | 73 |
| Japão                  | 16 | Croácia           | 45 | Egito                | 74 |
| Reino Unido            | 17 | Grécia            | 46 | Argentina            | 75 |
| Luxemburgo             | 18 | Polônia           | 47 | Filipinas            | 76 |
| Alemanha               | 19 | Brunei            | 48 | Macedônia            | 77 |
| Irlanda                | 20 | Bulgária          | 49 | Mauritânia           | 78 |
| República da Coreia    | 21 | Barbados          | 50 | Sri Lanka            | 79 |
| Áustria                | 22 | África do Sul     | 51 | Suriname             | 80 |
| França                 | 23 | Romênia           | 52 | Albânia              | 81 |
| Israel                 | 24 | Uruguai           | 53 | Armênia              | 82 |
| Emirados Árabes Unidos | 25 | Arábia Saudita    | 54 | Quênia               | 83 |
| Taiwan                 | 26 | Trindade e Tobago | 55 | Geórgia              | 84 |
| Eslovênia              | 27 | Índia             | 56 | República Dominicana | 85 |
| Estônia                | 28 | Azerbaijão        | 57 | Botswana             | 86 |
| República Tcheca       | 29 | Jordânia          | 58 | Mongólia             | 87 |

Continua

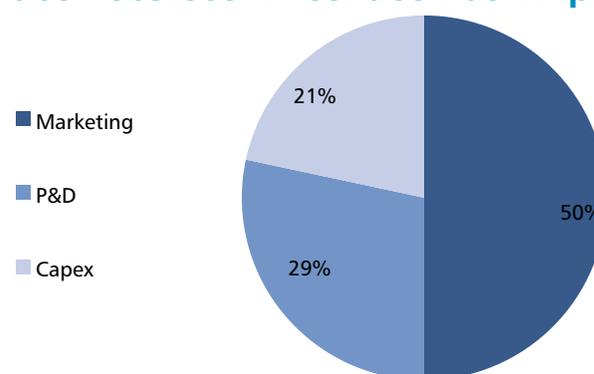
| Continuação     |     |                      |     |              |     |
|-----------------|-----|----------------------|-----|--------------|-----|
| Peru            | 88  | Paquistão            | 103 | Benin        | 118 |
| Costa do Marfim | 89  | Quirguistão          | 104 | Camarões     | 119 |
| Colômbia        | 90  | Gana                 | 105 | Bangladesh   | 120 |
| El Salvador     | 91  | Senegal              | 106 | Argélia      | 121 |
| Namíbia         | 92  | Mali                 | 107 | Burkina Faso | 122 |
| Lesoto          | 93  | Uganda               | 108 | Etiópia      | 123 |
| Marrocos        | 94  | Líbia                | 109 | Venezuela    | 124 |
| Guatemala       | 95  | Gâmbia               | 110 | Madagascar   | 125 |
| Nigéria         | 96  | Zâmbia               | 111 | Equador      | 126 |
| Malawi          | 97  | Honduras             | 112 | Paraguai     | 127 |
| Tanzânia        | 98  | Guiana               | 113 | Burundi      | 128 |
| Timor-Leste     | 99  | Chade                | 114 | Bolívia      | 129 |
| Moçambique      | 100 | Taijiquistão         | 115 | Nepal        | 130 |
| Sérvia          | 101 | Bósnia e Herzegovina | 116 | Zimbabue     | 131 |
| Camboja         | 102 | Nicarágua            | 117 | Síria        | 132 |

### 8.2.5. P&D vs. Receita

Investimentos em P&D são cruciais para o lançamento de novos produtos e serviços de modo que as empresas consigam se adequar à demanda existente. A falta de capital disponível para tais investimentos é um tipo de barreira que pode ser superada por meio da atividade de PE/VC, desde que o negócio apresente as demais características necessárias à visibilidade desse tipo de investimento.

O gráfico 8.5 refere-se a um estudo sobre a situação da indústria indiana de PE/VC, demonstrando seu impacto em inovação, que promete mostrar como a falta de recursos compromete a introdução de novos produtos e serviços. Além disso, 79% dos entrevistados neste estudo disseram que parte dos recursos provenientes dos investimentos seriam destinados à P&D.

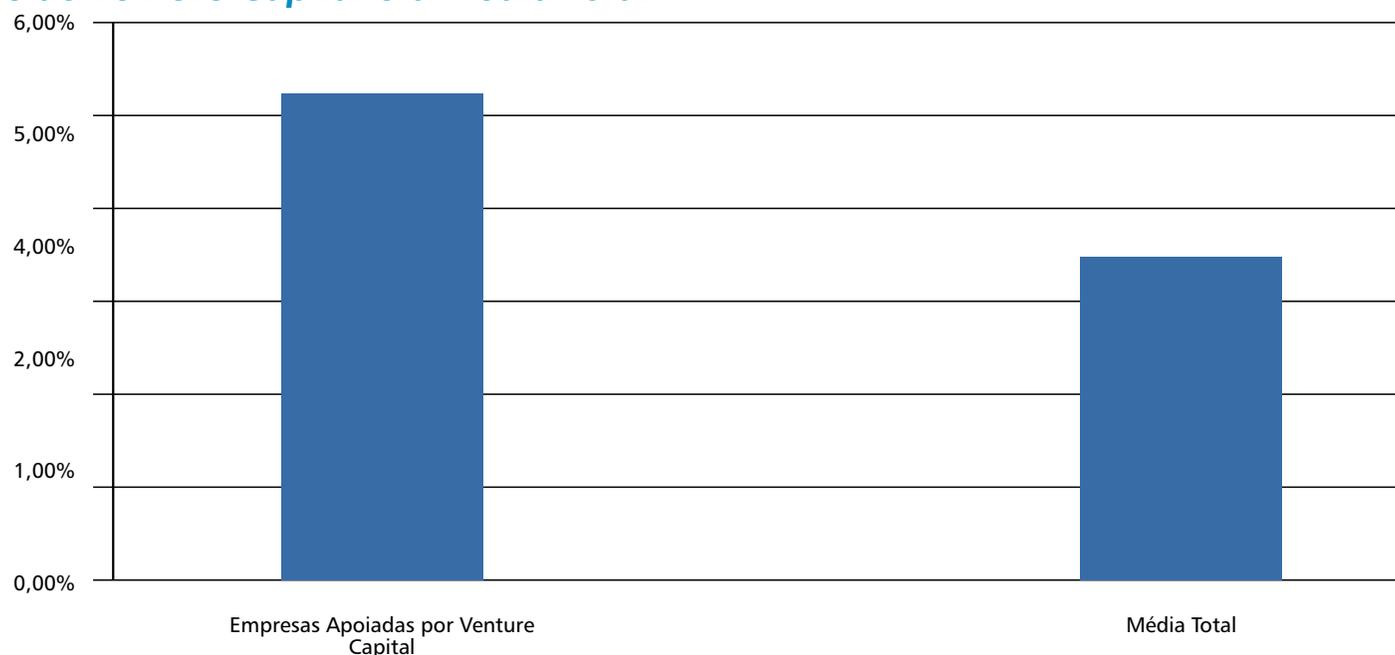
**Gráfico 8.5. – Direcionamento dos Recursos Investidos nas Empresas Indianas**



Fonte: Venture Intelligence (2007)

A partir de dados de um estudo realizado nos EUA (NVCA, 2009), observamos um melhor desempenho das empresas investidas por PE/VC em relação à média, quando nos referimos a receita das empresas, como apresentado no gráfico 8.6. A diferença torna-se inegável, o que indica, de certa forma, que investimentos em P&D podem ter fortes impactos nos resultados financeiros das empresas. Além disso, de acordo com o mesmo estudo, no período de 1970 a 2008, em média, para cada US\$ 1 dólar investido em *Venture Capital*, US\$ 6,36 em receita foram gerados nas empresas investidas.

**Gráfico 8.6. – Comparativo entre o Crescimento das Receitas entre Empresas Apoiadas por Recursos de Venture Capital e a Média Total**

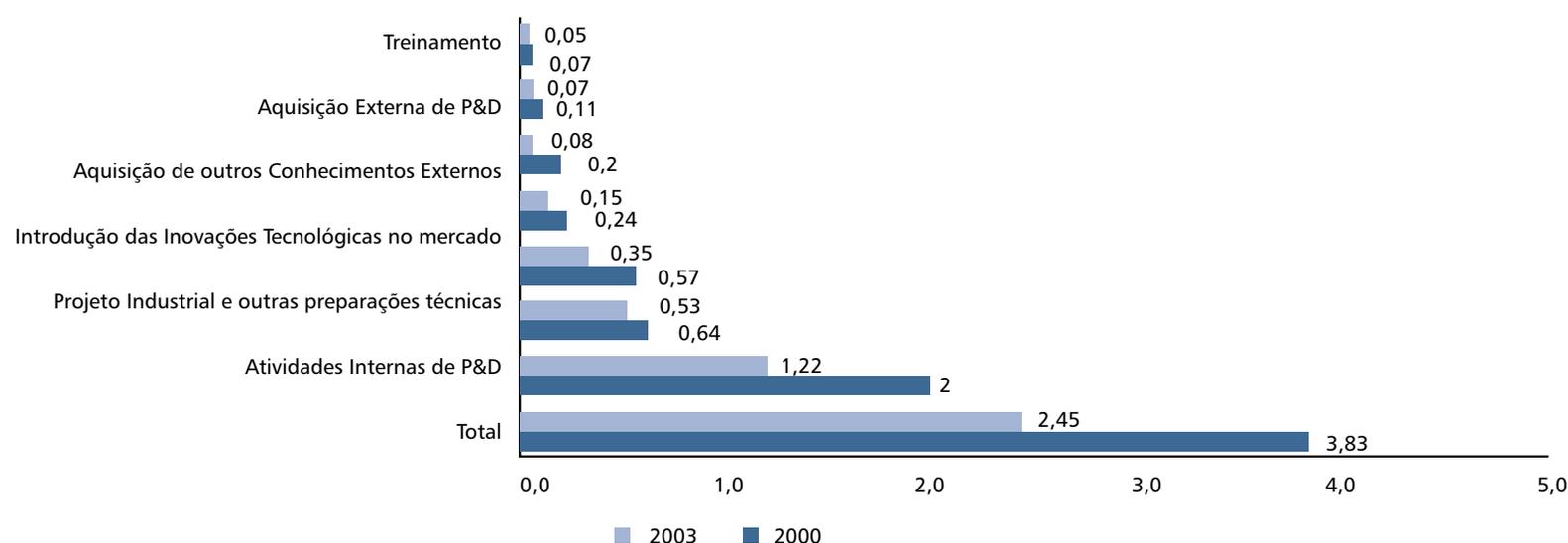


Fonte: NVCA (2009)

Em setores da economia de alta tecnologia, as empresas investidas por *Venture Capital*, obtiveram em alguns casos, mais da metade de toda a receita gerada pelos mesmos. Nela, destacam-se: eletrônicos (67,00%), semicondutores (55,04%), telecomunicações (51,05%), biotecnologia (47,15%) e computadores e periféricos (44,29%) (NVCA, 2009).

Outro fator destacado no Brasil até o início da década (IBGE, 2003) foi a queda da participação com gastos em inovação no total da receita. Observa-se uma queda de 1,3 pontos percentuais (3,8% em 2000 para 2,5% em 2003). Dentre as atividades inovadoras, as quedas relativas mais acentuadas ocorreram em aquisição de outros conhecimentos externos (de 0,20% para 0,08%); aquisição de máquinas e equipamentos (de 2,00% para 1,22%); projeto industrial (de 0,57% para 0,35%); ficando com atividades internas de P&D a mais suave das quedas (de 0,64% para 0,53%). A partir dessas informações, apresentadas no gráfico 8.7, é possível um maior entendimento nas mudanças verificadas entre os anos analisados. Apesar de haver um decréscimo geral nos dispêndios, em níveis diferenciados, pode-se observar que a maior diminuição está na compra de máquinas e equipamentos, e a menor diminuição ocorreu em treinamento.

**Gráfico 8.7. – Percentual das Receita Líquida de Vendas Destinadas a Atividades Inovadoras – Brasil – 2000/2003**



Fonte: IBGE (2003)

A partir das conclusões acima e a partir do gráfico pode-se inferir que o Brasil está rumando com atraso para o mesmo patamar dos países desenvolvidos. O país se encontra em um momento em que a indústria já está mais consolidada em parque industrial, máquinas e equipamentos de operação e transporte e portanto, passa a investir mais em pesquisa e desenvolvimento. Essa situação é muito propícia para a expansão da indústria de PE/VC, principalmente *Venture Capital*, por se tratar de um elo de cadeia de valor menos interativo em capital físico e mais intensivo em capital intelectual. No Brasil, ainda hoje, a área de pesquisa é muito pouco valorizada pelas entidades governamentais e em grande parte das vezes o agente inovador encontra empecilhos nesta área. Os investimentos privados teriam grande papel e apresentam grandes oportunidades de retorno na área de P&D.

### 8.2.6. Efeitos da Inovação

De acordo com William F. Miller (Simões, 2009), codiretor do Programa de Regiões Inovadoras e Empreendedorismo da Universidade de Stanford, novos produtos e serviços surgem apenas quando existe um ambiente propício para se desenvolverem. Para ele, o surgimento vem por meio de pesquisas científicas, investimentos em capital humano, comunicação e conexões globais.

O gráfico 8.8 mostra que o surgimento de novos produtos ocorreu em apenas 31,5% das empresas estudadas durante a pesquisa do IBGE, relativa aos anos de 2001 e 2003. Despertam entre os principais

efeitos da inovação a melhoria na qualidade de produtos, aumento ou manutenção do *market share* de empresas, aumento de capacidade produtiva, redução dos custos de trabalho, abertura de novos mercados e redução do impacto ambiental.

**Gráfico 8.8. – Efeitos da Inovação de Acordo com as Empresas Brasileiras – 1998-2000 E 2001-2003**



Fonte: IBGE (2003)

## 8.2.7. Exemplos de Metodologia

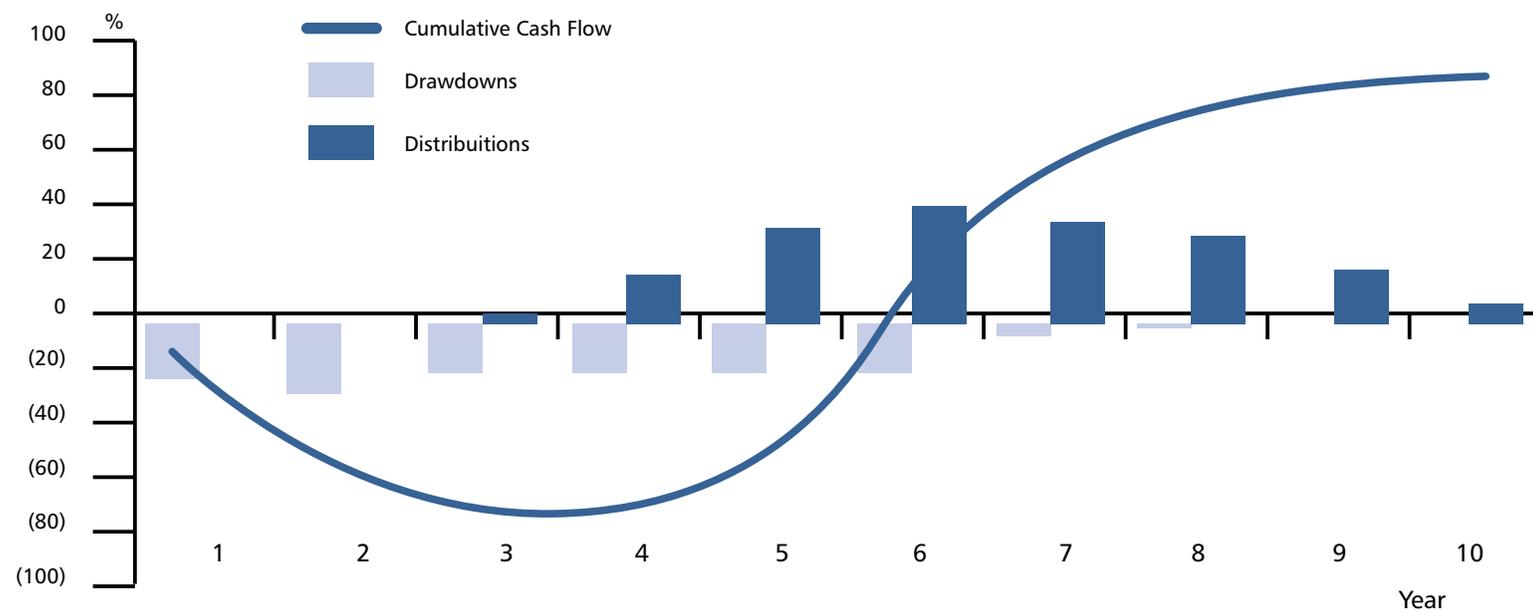
A fim de medir o grau de inovação de um país ou região, muitas instituições como a *World Intellectual Property Organization* (WIPO) utilizam estatísticas relacionadas às patentes ali emitidas. Apesar de não se tratar da maneira ideal, a emissão de patentes é um indicador confiável e amplamente usado para monitorar atividades inovadoras e o desenvolvimento de novas tecnologias. Tal fato se percebe nas inovações em processos produtivos ou serviços, que não são necessariamente patenteadas. Desse modo, o cálculo de inovação por esse método se torna incompleto para medir essa atividade. De acordo com Inquérito Comunitário à Inovação (GPEAR, 2006), realizado em Portugal, a inovação pode ser medida de diversas formas. São elas:

- Informações sobre o número de empresas, o volume de negócios e pessoal a serviço.
- Atividades de Inovação: informações sobre (i) introdução pelas empresas de inovações de produto e/ou processo; (ii) tipos de atividades realizadas pelas empresas com o objetivo de introduzir inovações de produto e/ou processo, (iii) Atividades de inovação abandonadas/interrompidas (sem introdução de inovação) ou incompletas.
- Mercados e grau da inovação de produto: informações sobre o grau de novidade (novidade para o mercado ou apenas para a empresa) das inovações de produto introduzidas e sobre o peso das vendas dessas inovações no volume de negócios das empresas.
- Despesas de inovação e apoio financeiro público: informações sobre a intensidade da inovação (medição do esforço financeiro das empresas) e sobre o financiamento público para a inovação.
- Fontes de informação para a inovação: identificação das fontes de informação que as empresas consideram mais importantes para a implementação e realização de projetos de Inovação.
- Cooperação para a Inovação: Informações sobre a participação ativa das empresas em projetos de inovação em cooperação com outras empresas ou instituições e identificação dos parceiros considerados mais importantes.
- Efeitos da Inovação: Apresentação dos efeitos das inovações de produto e/ou processo que as empresas consideram mais importantes.
- Obstáculos à Inovação: Principais dificuldades / fatores de impedimento de atividades de inovação nas empresas.
- Propriedade Intelectual: informações sobre os meios de proteção dos direitos de propriedade intelectual utilizados pelas empresas.
- Inovação Organizacional e Inovação de Marketing: apresentação de dados sobre (i) Introdução pelas empresas de inovações organizacionais e seus efeitos; (ii) Introdução pelas empresas de inovações de marketing e seus efeitos.

#### 8.2.8. O Papel do PE/VC no Modelo de *Open Innovation*

Existe uma lacuna entre se ter uma ideia e colocá-la como empreendimento sustentável e de alto crescimento no mercado. É nesse estágio que as empresas enfrentam as maiores de suas dificuldades e, como foi dito anteriormente, mais da metade acaba por fechar suas portas antes de se consolidar no mercado. Uma solução para esse problema é o investimento de PE/VC, que representa um mecanismo mais eficaz para identificar e viabilizar oportunidades de negócio inovadoras.

**Figura 8.1. – J-Curve e a Necessidade de Recursos**



Na figura 8.1, a linha abaixo do eixo horizontal representa essa lacuna mencionada anteriormente. Especificamente, é o momento em que geralmente as empresas apresentam um fluxo de caixa ainda negativo devido à sua implementação e os altos custos iniciais. Por esse motivo, essa fase pode ser denominada como *financing gap*. Os investimentos de *Venture Capital* diminuem os riscos de que as empresas (com potencial de crescimento) fechem as portas antes de se consolidarem. Nesta fase é investido capital denominado “semente”, que tem o papel de fazer com que a empresa apresente recursos para alavancar suas operações em direção ao fluxo de caixa positivo. Dessa forma, o modelo de *Venture Capital* é bastante atrativo para essas empresas pelo fato de fornecer capital e gestão suficientes para que elas tenham possibilidade de não parar suas operações no período de *financing gap* por simples falta de recursos (Saito, 2008).

Além de capital para investir nas empresas, o setor de PE/VC também oferece ajuda aos empreendedores no que se diz respeito à tomada de decisão para que essas companhias caminhem, sempre, rumo ao sucesso. De acordo com a IHS Global Insight (2009), companhias investidas pela indústria de PE/VC geraram receitas em torno de 3 trilhões e empregaram mais de 12 milhões de pessoas nos Estados Unidos somente no ano de 2008.

O principal desafio de qualquer empresa que pretende se manter crescendo é atingir e manter umas vantagens competitivas. A habilidade de integrar fontes (humanas, tecnológicas, de capital, informação, etc) é uma importante competência que a empresa precisa obter para inovar e ganhar vantagens

competitivas sobre seus concorrentes. (Porter 1979; Barney 1986; Prahalad e Hamel 1989; Hamel e Prahalad 1993; Teece e Pisano 1994; Mahoney 1995; Teece et al 1997; Bartlett e Ghoshal 2002). Segundo Christensen e Overdof (2000), três fatores influenciam a inovação nas empresas: recursos, valores e processos.

Hardagon e Sutton (2000) propõem que as companhias inovadoras empregam pessoas com capacidades complementares e que a inovação é facilmente fomentada se incentivos legais, além das recompensas, forem dadas às pessoas. Por meio do PE/VC é possível alavancar o crescimento de companhias comparadas no seu início de vida e isso permite com que elas se tornem mais lucrativas por meio de inovação (Sahlam, 1990).

De acordo com Gompers (1994), Gompers e Lerner (2002) e Metrick (2007), PE/VC fornece capital para financiar inovação, especialmente, projetos de alto risco mas com alto potencial de retorno. Inclusive, diversas empresas que hoje estão entre as maiores do mundo, foram alavancadas pela indústria de PE/VC (vide tópico 8.2.2 para algumas das empresas alavancadas). Não obstante, além de impulsionar empresas no setor de alto risco, alto retorno e de base tecnológica, o setor de PE/VC também já teve seu papel de alavancar empreendimentos de serviços mais tradicionais, como Staples, Starbucks, FEDEX, Home Depot, entre outras (Gompers, 1994; Gompers e Lerner, 2001b; Gompers e Lerner, 2002; Metrick, 2007), o que mostra que o modelo de PE/VC pode transformar pequenos negócios “tradicionais”, de pequeno faturamento, em grandes redes milionárias.

Um dos importantes paradigmas no Brasil, de como a indústria de PE/VC é fundamental para a área de inovação e pesquisa, é representado pelo caso da empresa ALLELYX no Brasil. Este foi o maior negócio no Brasil envolvendo empresas de biotecnologia desenvolvidas por capital empreendedor. A empresa foi investida no estágio de *Seed* pela organização gestora Votorantim Novos Negócios com um investimento provavelmente inferior a 40 milhões de reais. Em novembro de 2008 a empresa foi comprada pela multinacional Monsanto, pelo equivalente de R\$ 616 milhões (FAPESP, 2008).

O caso da ALLELYX nos ensina o papel fundamental que, principalmente, o estágio de *Venture Capital*, em seus diferentes níveis (*Seed*, *Startup*, *Early-Stage*) representa para o *open innovation*. A empresa está no setor de pesquisa biotecnológica e surgiu com pesquisadores que descobriram um fenômeno completamente inovador sobre o seqüenciamento do genoma da *Xyllela fastidiosa* – a bactéria causadora do amarelinho nos laranjais – por meio de pesquisas financiadas pela FAPESP. Após o investimento de R\$ 40 milhões pelo fundo da Votorantim, criou-se a empresa ALLELYX (que é *Xyllela* escrito ao contrário), além de

posteriormente, a empresa CanaVialis. Hoje, as empresas desenvolvidas pelo fundo não são mais somente “institutos de pesquisa empresariais” mas sim, respectivamente uma empresa de pesquisas em produtos de melhoramentos para a agricultura e a maior empresa privada de melhoramento da cana-de-açúcar do mundo (FAPESP, 2008).

### 8.3. Desempenho Socioeconômico

Empregar pessoas é saudável não apenas para a economia, mas para a sociedade como um todo. Os empregados, assim como os empregadores pagam altas quantias em impostos que, pelo menos em tese, deveriam ser direcionados para o bem da sociedade. Além disso, os mesmos produzem bens que gerarão valor posteriormente e gastam seus salários de acordo com suas necessidades, movimentando a economia. Seguindo esta lógica, a criação de empregos é de suma importância para os países, principalmente em tempos de altas taxas de desemprego e automação dos processos (Männistö, 2009).

Inicialmente, podemos citar os Estados Unidos, onde até o ano de 1980 a criação de empregos era liderada pelas grandes empresas. Contudo, após esta data, um novo paradigma na economia surgiu: o aumento de empregos pautado por empresas pequenas, a criação de mais de 13 milhões de postos de trabalho por ano e maiores índices de inovação de empresas menores em relação às grandes. Deste modo, torna-se notável a presença que a indústria de PE/VC detém sobre a taxa de crescimento dos níveis de emprego. Os investimentos, principalmente aqueles em empresas novas (*Seed* e *Start-up*), possibilitam seu crescimento e assim, a contratação faz-se necessária. Além disso, as empresas que foram investidas por PE/VC nos EUA faturam anualmente US\$ 2,9 trilhões e geram mais de 12 milhões de empregos, isto tudo resultado de investimentos que totalizaram US\$ 25 bilhões ao ano (VPB, 2010).

Entretanto, precisamos considerar a existência do aumento do quadro de funcionários por meio de duas formas: (i) a empresa recém-formada ou já consolidada expande suas operações e por isso contrata mais empregados ou (ii) ocorre a realização de cortes de funcionários, após o aporte de capital, e a posterior contratação de novos.

Adicionalmente, devemos pontuar que os investimentos em *Venture Capital*, são feitos em empresas novas com altos potenciais de crescimento, tornando a contratação realmente necessária. Selecionando as empresas, os investidores acabam por influenciar os índices. Além disso, vale ressaltar que a segunda estratégia existe com a finalidade de reestruturar a empresa, mas pode vir a inflacionar possíveis estatísticas sobre os efeitos da atividade de PE/VC. De acordo com Shapiro e Pham (2009) seu comportamento

é semelhante a uma “J Curve” (curva em formato de “J”), onde ocorrem cortes iniciais e contratações subsequentes, mais lentas no começo que aumentam de velocidade com o passar do tempo.

A Tabela 8.4 procurou endereçar a questão da *J-Curve*, entretanto, a pequena amostra inviabilizou tal processo de forma adequada. Notamos que, das 141 empresas investidas, estas foram os responsáveis pelo emprego de 91.464 funcionários em 2009.

#### **Tabela 8.4. – Quantidade de Empregados nas Empresas por Ano Reportada pelas Organizações Gestoras**

Tabela elaborada a partir dos dados fornecidos pelas organizações gestoras. A grande disparidade entre os valores é resultante da falta de informações. Do total de 502 empresas investidas listadas, 171 responderam a questão, correspondendo a 34% do universo. Nota: \* indica falta de significado estatístico

| Ano  | Número de Empregados | Quantidade de Empresas Respondentes |
|------|----------------------|-------------------------------------|
| 2009 | 91464                | 137                                 |
| 2008 | 3408*                | 14*                                 |
| 2007 | 2042*                | 9*                                  |
| 2006 | 904*                 | 5*                                  |
| 2005 | 8480*                | 3*                                  |

Fonte: Base de Dados Fundação Getúlio Vargas - GVcepe

Em casos de operações de *buy-out*, observa-se exatamente o fenômeno já mencionado, as empresas sofreram, em média, uma queda de 3% do quadro de funcionários. Entretanto, nos períodos subsequentes, ocorreu o crescimento médio de 19,6%. Dentre os respondentes do mesmo estudo, apenas 19% apresentaram perdas líquidas de empregos CMBOR/EVCA (2008).

Diversos estudos abordam essa perspectiva do impacto das atividades de PE/VC e encontramos, com raras exceções, a queda dos índices em segmentos específicos. Contudo, devemos ponderar que tais pesquisas possuem suas limitações, apresentadas pelo WEF (2008), tais como: (i) questionários incompletos (parcialmente respondidos), (ii) dificuldade em manter um grupo de controle e lidar com a mudança do número de empregos nesses casos, (iii) categorização duvidosa de investimentos em PE/VC, (iv) problemática segregação do crescimento orgânico de empregos em relação a aquisições, desinvestimentos e reorganizações e (v) falta de habilidade em determinar onde os empregos são criados e destruídos.

Em outro estudo (BVCA/IE CONSULTING, 2007), aproximadamente 50% dos entrevistados afirmaram que o crescimento do número de empregados foi maior devido aos investimentos de VC. Isto se deve, principalmente, ao fato de a indústria selecionar e investir em empresas com alto potencial de crescimento.

Finalmente, devemos considerar que os empregos por si só, não garantem o crescimento da economia. Já foram observados casos em que o número de empregados manteve-se constante ou diminuiu e, em contrapartida, houve o aumento da produção da indústria. Sendo assim, surge a figura da produtividade como outro fator importante, a capacitação e habilidade dos funcionários (Männistö, 2009).

**Tabela 8.5. – Comparativo sobre o Aumento no Número de Empregos e Vendas entre as Empresas Investidas e não Investidas por Venture Capital**

| País/Região          | Aumento na Quantidade de Empregos |                  | Aumento nas Vendas |                  |
|----------------------|-----------------------------------|------------------|--------------------|------------------|
|                      | Com Aporte de VC                  | Sem Aporte de VC | Com Aporte de VC   | Sem Aporte de VC |
| Europa, 1991-1995    | 15                                | 2*               | 35                 | 18*              |
| U.S., 1989-1993      | 25                                | -3**             | 41                 | 2**              |
| Austrália, 1993-1996 | 20                                | 2***             | 42                 | 6***             |

Notas: \* 500 Mais Lucrativas \*\* Fortune 500 \*\*\* Top 100

Fonte: Coopers e Lybrand, VentureOne and the National Association of Venture Capital (1995); Coopers e Lybrand (1997)

### 8.3.1. Qualidade vs. Quantidade

A qualificação, sem dúvida, deve sobrepor-se a quantidade. A reestruturação do quadro de funcionários, assim como a contratação de novos, é realizada sob a perspectiva do potencial dos mesmos.

Em relação a empresas recém-criadas, são conferidos aos que procuram por empregos oportunidades para todos os segmentos do mercado de trabalho, desde o mais simples até o mais complexo. Além disso, de acordo com De Carvalho, Calomiris e Matos (2005), por serem novas as, empresas investidas e não terem experiência em Recursos Humanos, os gestores de VC que nelas investem acabam por se envolver na seleção, recrutamento e na remuneração dos principais funcionários.

Entretanto, no caso de grandes empresas que se baseiam em atividades como tecnologia da informação, ciências da vida e tecnologia limpa, estas demandam profissionais altamente capacitados e os chamados “green color jobs”, ou seja, aqueles empregos que visam a proteção do meio ambiente e o desenvolvimento sustentável (IHS Global Insight/NVCA, 2009).

No tocante ao ambiente Brasileiro, percebe-se ainda, uma certa dificuldade (40 a 50% dos gestores discordam) em relação à qualificação e competência do capital humano. Nota-se, sobretudo, uma semelhança entre a procura por profissionais, tanto para as Organizações Gestoras, quanto para as empresas investidas, como se mostra nas tabelas 8.6 e 8.7 a seguir:

**Tabela 8.6. – Obstáculos no Brasil para a Captação de Recursos e Investimentos – Dificuldade no Recrutamento de Profissionais para o Gestor**

Grau de relevância, em porcentagem, da Dificuldade no Recrutamento de Profissionais para o Gestor para a captação de recursos e investimentos. Respostas obtidas a partir de respostas de 78 Organizações Gestoras de PE/VC (54% do universo)

|                      | Discordo Totalmente | Discordo Parcialmente | Neutro | Concordo Parcialmente | Concordo Totalmente | Total  |
|----------------------|---------------------|-----------------------|--------|-----------------------|---------------------|--------|
| Porcentagem Relativa | 11,5%               | 23,1%                 | 21,8%  | 37,2%                 | 6,4%                | 100,0% |

Fonte: Base de Dados Fundação Getulio Vargas - GVcepe

**Tabela 8.7. – Obstáculos no Brasil para a Captação de Recursos e Investimentos – Dificuldade no Recrutamento de Profissionais para as Empresas Investidas**

Grau de relevância, em porcentagem, da Dificuldade no Recrutamento de Profissionais para as Empresas Investidas para a captação de recursos e investimentos. Respostas obtidas a partir de respostas de 80 Organizações Gestoras de PE/VC (56% do universo)

|                      | Discordo Totalmente | Discordo Parcialmente | Neutro | Concordo Parcialmente | Concordo Totalmente | Total  |
|----------------------|---------------------|-----------------------|--------|-----------------------|---------------------|--------|
| Porcentagem Relativa | 8,8%                | 22,5%                 | 20,0%  | 41,3%                 | 7,5%                | 100,0% |

Fonte: Base de Dados Fundação Getulio Vargas - GVcepe

### 8.3.2. Quantidade Total vs. Estágio e Setor

A partir da tabela 8.8 podemos perceber que há uma diversidade em relação aos investimentos realizados e os empregados nas empresas investidas. Entretanto, os setores que mais geraram empregos foram os de serviços diversos, educação, infraestrutura e transporte e logística. Já o maior número de empresas investidas advém dos setores de informática e eletrônica, agronegócio, energia e combustíveis.

**Tabela 8.8. – Empresas Investidas por PE/VC em Portfólio em 31/dez/2009: Quantidade de Funcionários Reportada pelas Organizações Gestoras por Setor**

Tabela elaborada a partir dos dados fornecidos pelas organizações gestoras. Amostragem de 137 empresas respondentes em 31 de Dezembro de 2009 no universo de 502 empresas em portfólio (27,3% do universo)

| Setor  | Número de empregados | % Relativa    | Quantidade de Empresas | % Relativa    |
|--|----------------------|---------------|------------------------|---------------|
| Alimentos  | 4834                 | 5,29          | 6                      | 4,38          |
| Varejo   | 6490                 | 7,10          | 5                      | 3,65          |
| Serviços   | 15502                | 16,95         | 8                      | 5,84          |
| Educação   | 13991                | 15,30         | 8                      | 5,84          |
| Infraestrutura   | 8892                 | 9,72          | 6                      | 4,38          |
| Serviço de Transporte e Logística                      | 7764                 | 8,49          | 1                      | 0,73          |
| Farmacêutica, Medicina e Estética                      | 6512                 | 7,12          | 6                      | 4,38          |
| Informática e Eletrônica                               | 5302                 | 5,80          | 31                     | 22,63         |
| Agronegócios   | 3953                 | 4,32          | 11                     | 8,03          |
| Energia e Combustíveis                                 | 3885                 | 4,25          | 14                     | 10,22         |
| Construção Civil                                       | 3602                 | 3,94          | 3                      | 2,19          |
| Outro  | 3090                 | 3,38          | 8                      | 5,84          |
| Comunicação  | 2880                 | 3,15          | 8                      | 5,84          |
| Indústria Química                                      | 1878                 | 2,05          | 3                      | 2,19          |
| Serviços Financeiros                                   | 1043                 | 1,14          | 5                      | 3,65          |
| Indústria Metalúrgica, Mecânica e de Material Elétrico | 806                  | 0,88          | 2                      | 1,46          |
| Entretenimento/Turismo                                 | 505                  | 0,55          | 3                      | 2,19          |
| Imobiliário  | 452                  | 0,49          | 3                      | 2,19          |
| Biotecnologia  | 83                   | 0,09          | 6                      | 4,38          |
| Indústrias Extrativas                                  | 0                    | 0,00          | 0                      | 0,00          |
| <b>Total</b>   | <b>91464</b>         | <b>100,00</b> | <b>137</b>             | <b>100,00</b> |

Tendo como base o estágio das empresas investidas, observamos a partir da tabela 8.9 que em 2009, o maior número de empregos foi criado no estágio de *Private Equity - Growth* (48,68%), seguidos por PIPE (16,67%), *Private Equity - Later Stage* (11,26%) e *Venture Capital - Later Stage* (10,65%). Nota-se, contudo, que estes valores são compatíveis com os níveis de desenvolvimento das empresas, em que empresas novas possuem poucos funcionários e as consolidadas um maior número de funcionários.

**Tabela 8.9. – Empresas Investidas por PE/VC em Portfólio em 31/dez/2009:**

Quantidade de funcionários reportada pelas organizações gestoras por estágio da empresa tabela elaborada a partir dos dados fornecidos pelas empresas. Amostragem de 137 empresas em um universo de 502 empresas em portfólio em 31 de dezembro de 2009 (27,3% do universo)

| Estágio                      | Número de Empregados | % Relativa | Quantidade de Empresas | % Relativa |
|------------------------------|----------------------|------------|------------------------|------------|
| Seed                         | 32                   | 0,03       | 6                      | 4,38       |
| Start-up                     | 92                   | 0,10       | 9                      | 6,57       |
| Venture Capital Later Stage  | 1.416                | 1,55       | 32                     | 23,36      |
| Venture Capital Early Stage  | 9.745                | 10,65      | 18                     | 13,14      |
| Private Equity - Growth      | 44.521               | 48,68      | 52                     | 37,96      |
| Private Equity - Later Stage | 10.301               | 11,26      | 4                      | 2,92       |
| Mezzanine                    | 8.862                | 9,69       | 7                      | 5,11       |
| PIPE                         | 15.245               | 16,67      | 5                      | 3,65       |
| Greenfiel                    | 175                  | 0,19       | 3                      | 2,19       |
| Distressed                   | 1.075                | 1,18       | 1                      | 0,73       |
| <b>Total</b>                 | <b>91.464</b>        | <b>100</b> | <b>137</b>             | <b>100</b> |

Fonte: Base de Dados Fundação Getúlio Vargas - GVcepe

A partir dos dados nas tabelas 8.8 e 8.9, podemos inferir que há um grande impacto da atividade de PE/VC nos níveis de empregos de cada setor. Além disso, fica claro o poder de criação de oportunidades de emprego em novos setores, ou seja, os investimentos acabam por desenvolver não apenas os setores, mas também a oferta de emprego. Nota-se, ademais, que os setores com os maiores níveis de emprego são, em ordem decrescente, Serviços Diversos, Educação e Infraestrutura.

### 8.3.3. Crescimento Orgânico vs. Aquisições

O crescimento orgânico surge quando as empresas conseguem expandir suas operações financiando-as com geração interna de recursos ao invés de crescimento por meio de fusões e aquisições. De acordo com o WEF (2009), as empresas investidas não crescem devido as reestruturações que ocorrem e/ou as aquisições que as mesmas realizam, mas devido ao crescimento orgânico.

Segundo o BVCA e o IE CONSULTING (2007), os crescimentos são, na maioria dos casos, orgânicos. Além disso, no setor privado, 21% das empresas investidas por PE/VC utilizam-se basicamente de crescimento orgânico.

## 8.3.4. Empregos Formais vs. Informais

De acordo com o IBGE (2009), o Brasil possuía 54,3 milhões de trabalhadores em 2009, sendo que dentre estes, 59,6% eram formais, 28,2% informais e 12,2% militares ou funcionários públicos. A grande razão para a existência da informalidade está baseada em dois principais fatores: a alta burocracia e os altos impostos envolvidos, sendo que aproximadamente 25,1% dos gastos para se contratar um funcionário acabam parando nos cofres públicos.

Com base nos resultados desta pesquisa encontramos, nas tabelas 8.10 e 8.11, que 75,6% das organizações gestoras consideram a burocracia como um grande entrave para a atividade de PE/VC no Brasil. Aliado a este, temos, como evidenciado anteriormente, que a existência de uma alta carga tributária agrava ainda mais o problema, afirmação condizente com 89,5% da amostra total.

### Tabela 8.10.– Obstáculos no Brasil para a Captação de Recursos e Investimentos – Burocracia

Grau de relevância, em porcentagem, da Burocracia para a captação de recursos e investimentos. Respostas obtidas a partir de respostas de 83 Organizações Gestoras (58% do universo)

|                      | Discordo Totalmente | Discordo Parcialmente | Neutro | Concordo Parcialmente | Concordo Totalmente | Total  |
|----------------------|---------------------|-----------------------|--------|-----------------------|---------------------|--------|
| Porcentagem Relativa | 3,6%                | 3,6%                  | 16,9%  | 54,2%                 | 21,7%               | 100,0% |

Fonte: Base de Dados Fundação Getulio Vargas - GVcepe

### Tabela 8.11. Obstáculos No Brasil para a Captação de Recursos e Investimentos – Alta Carga Tributária

Grau de relevância, em porcentagem, da Alta Carga Tributária para a captação de recursos e investimentos. Respostas obtidas a partir de respostas de 83 Organizações Gestoras de PE/VC (58% do universo)

|                      | Discordo Totalmente | Discordo Parcialmente | Neutro | Concordo Parcialmente | Concordo Totalmente | Total  |
|----------------------|---------------------|-----------------------|--------|-----------------------|---------------------|--------|
| Porcentagem Relativa | 2,4%                | 2,4%                  | 6,0%   | 39,8%                 | 49,4%               | 100,0% |

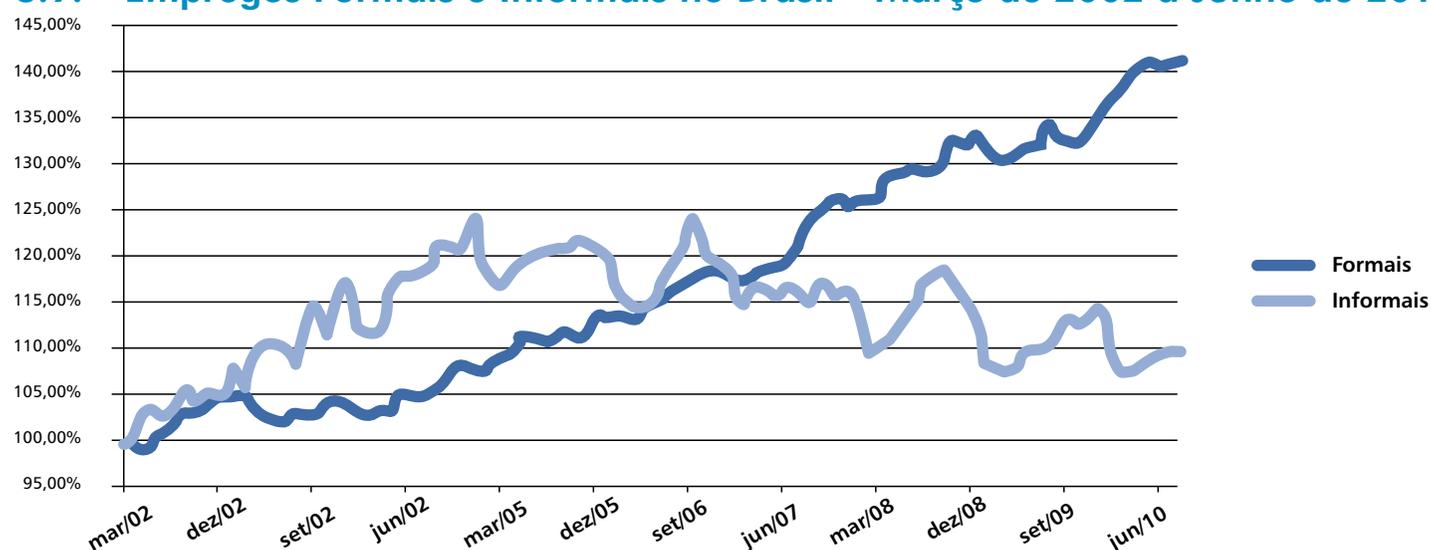
Fonte: Base de Dados Fundação Getulio Vargas - GVcepe

Segundo Sinhorini (2006), do ponto de vista financeiro, tanto para o empregador quanto para o funcionário a informalidade pode ser tentadora, uma vez que se pagam menos impostos. Contudo, problemas colaterais surgem, tais como a previdência da aposentadoria, processos trabalhistas, baixa eficiência, má qualificação, falta de benefícios para o trabalhador, dentre outros.

Por meio da Pesquisa Mensal de Emprego, estudo que abrange as áreas geográficas de Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo e Porto Alegre desenvolvido pelo IBGE, podemos observar a evolução dos trabalhadores com carteira assinada.

Como observado no gráfico abaixo, apesar das quedas em vários subperíodos, observamos que os empregos formais apresentam a tendência de constante crescimento, em que a diferença entre os índices inicial e final foi de 40,77%. Em segundo lugar, temos uma informalidade no mercado de trabalho menor, porém, esta apresenta fortes indícios de queda, uma vez que é inversamente proporcional à formalidade.

**Gráfico 8.9. – Empregos Formais e Informais no Brasil – Março de 2002 a Junho de 2010**



Fonte: IBGE (2010)2

Por fim, reforçamos a importância de se repensar nas políticas públicas visto que 69% das organizações gestoras de PE/VC atuantes no Brasil consideram a informalidade um empecilho para suas operações (tabela 8.12).

2 Os dados do gráfico 8.9 têm por base (100%) o índice de Março de 2002.

## Tabela 8.12. – Obstáculos no Brasil para a Captação de Recursos e Investimentos – Informalidade

Grau de relevância, em porcentagem, da Informalidade para a captação de recursos e investimentos. Respostas obtidas a partir de respostas de 81 Organizações Gestoras de PE/VC (56% do universo)

|                      | Discordo Totalmente | Discordo Parcialmente | Neutro | Concordo Parcialmente | Concordo Totalmente | Total  |
|----------------------|---------------------|-----------------------|--------|-----------------------|---------------------|--------|
| Porcentagem Relativa | 6,2%                | 9,9%                  | 14,8%  | 51,9%                 | 17,3%               | 100,0% |

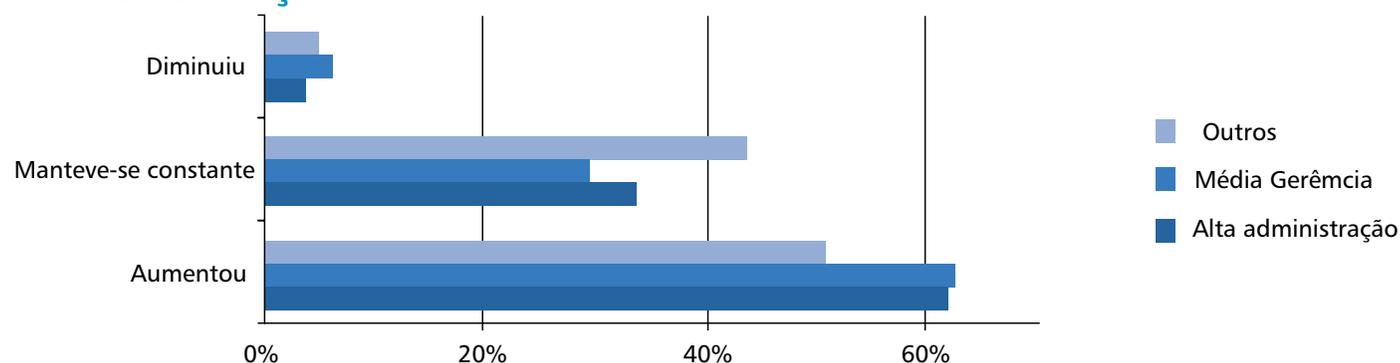
Fonte: Base de Dados Fundação Getulio Vargas - GVcepe

Ao longo do tempo, notou-se que um tipo de vínculo vem-se tornando mais evidente na economia Brasileira, a terceirização. A terceirização pode ser caracterizada como o meio pelo qual as empresas obtêm trabalho por meio da compra do direito pelos prestadores de serviços. Em outras palavras, pode ser considerada como uma atividade que separa o trabalho das duas frentes que a constituem: a relação econômica e a trabalhista que lhe corresponde (Schnell, 2005). Ela garante, na maioria das vezes, ganhos em produtividade, qualidade e competitividade visto que são prestados por empresas especializadas. Além disso, o fato de caberem a outras partes serviços auxiliares contribui para manter o foco das empresas.

### 8.3.5. Remuneração

Nos gráficos 8.10 e 8.11, são apresentados dados que suportam a hipótese de que assim como o número de empregos, a atividade de PE/VC favorece o aumento dos salários. Em parte, isso se deve ao fato da difusão de novas práticas de remuneração, tais como participações na empresa e ganhos variáveis de acordo com a performance dos funcionários. Além disso, o uso de *stock options* também é feito para atrair capital humano qualificado para cargos como diretores e gestores nas empresas investidas.

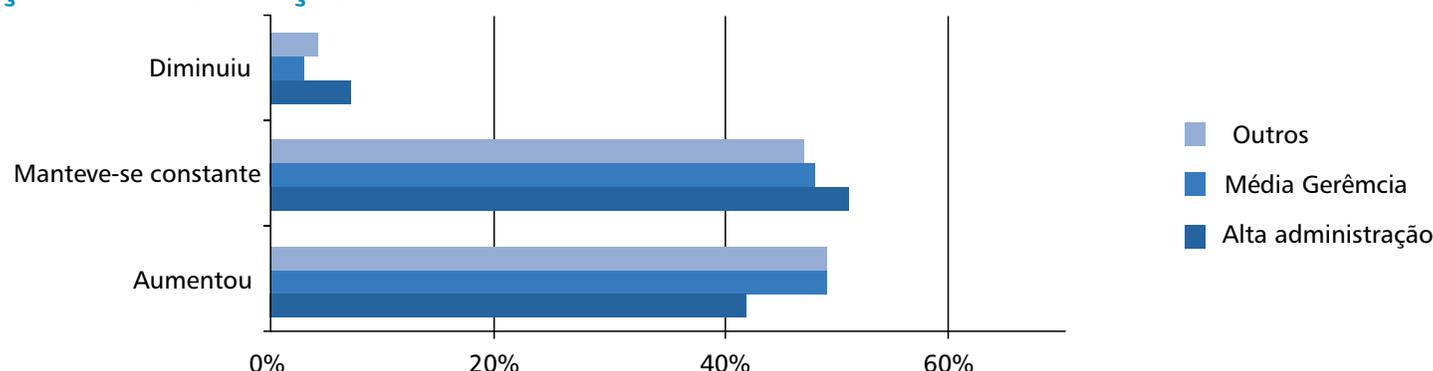
### Gráfico 8.10. – Empresas em Estágio de Expansão durante o Período de Pós-investimento – Mudança na Remuneração<sup>3</sup>



Fonte: EVCA (2002)

<sup>3</sup> Os funcionários da Média Gerência são aqueles que possuem, principalmente, a incumbência de monitorar as atividades e operações das organizações enquanto se reportam a Alta Administração. Como Alta Administração, são aqueles que possuem cargos de CEO, diretoria, vice-presidência, etc.

**Gráfico 8.11. – Empresas em Estágio de Seed/Start-up durante o Período de Pós-investimento – Mudança na Remuneração<sup>4</sup>**



Fonte: EVCA (2002)

Em um outro estudo, realizado pelo WEF (2009), existe a constatação de que as empresas investidas por PE/VC apresentam ganhos de produtividade até 2% maiores em relação ao grupo de controle nos dois primeiros anos pós-investimento. A maior parte desta diferença é devido à melhor alocação de recursos e realização de tarefas promovidas por gestores mais capacitados. Todavia, não apenas as investidas apresentaram ganhos de produtividade, mas também as que faziam parte do grupo de controle, porém, nestas, havia uma menor correlação entre ganhos de produtividade e aumento da remuneração.

### 8.3.6. Relações com os Empregados

As mudanças no controle da empresa normalmente geram preocupações dos empregados, que podem reagir tanto positivamente, acreditando que se trata da possibilidade de encontrar novas oportunidades, quanto negativamente, pensando que podem perder os empregos, serem pressionados ou realocados para áreas que não lhes interessam. Sendo assim, cabe ao novo CEO assegurar não apenas o crescimento da empresa, mas também a retenção de talentos e a manutenção (ou até mesmo aumento) da produtividade.

Em relação às operações de PE/VC, CMBOR/EVCA (2008) mediu o impacto das operações em relação aos empregados analisando a remuneração, planos de aposentadoria, programas de treinamento, consultas, reconhecimento de *Work Councils* e participação em sindicatos.

A pesquisa foi realizada com dados de 190 empresas investidas por PE/VC e apontou resultados que indicam um impacto neutro ou positivo em: (i) tomada de decisão nas relações com os empregados, (ii) evolução da remuneração e dos planos de aposentadoria, (iii) extensão no qual as empresas utilizam

<sup>4</sup> Os funcionários da Média Gerência são aqueles que possuem, principalmente, a incumbência de monitorar as atividades e operações das organizações enquanto se reportam a Alta Administração.

Como Alta Administração, são aqueles que possuem cargos de CEO, diretoria, vice-presidência, etc.

práticas administrativas de alto comprometimento e (iv) contínuo reconhecimento de sindicatos, *consultation* e procedimentos de informação para empregados.

(i) Tomada de decisão nas relações com os empregados:

Dados sobre a influência dos investidores de PE/VC nas empresas investidas indicaram que estes passam a maior parte do tempo monitorando a performance financeira e operacional além da parte estratégica da empresa, influenciando diretamente as atividades dos empregados. Além disso, imediatamente após a aquisição, o número de funcionários em média diminuiu 3%, mas encontrou-se um crescimento de 19,6% no período subsequente.

No caso da redução do quadro de funcionários, os maiores motivos são: aumentar a competitividade (64,7%), reorganização dos métodos de trabalho (58,8%), desinvestimentos (21,6%) e fusões (17,6%). Neste passo, mais de uma questão poderia ser escolhida, sendo assim, a soma das alternativas ultrapassava 100%. Entretanto, a maioria destas empresas ofereceram ajuda aos que perderam seus empregos por meio de melhores acordos salariais, aconselhamento e assistência na realocação.

(ii) Evolução da remuneração e dos planos de aposentadoria:

Os dados comprovam a existência do aumento médio da remuneração, uma vez que mais da metade dos entrevistados apresentaram aumentos em relação ao período pré-investimento. Tal acréscimo foi devido em grande parte à necessidade de atração/retenção de profissionais e a melhor performance da empresa.

Em relação aos planos de aposentadoria, as empresas que ofereciam tal benefício aumentaram em cinco pontos percentuais, de 76% para 81%. Quanto ao tipo, observou-se o declínio daqueles que eram fechados e também daqueles atrelados aos salários e vice-versa.

(iii) Extensão no qual as empresas utilizam práticas administrativas de alto comprometimento:

Neste ponto, os resultados mostraram que organizações gestoras de PE/VC têm uma tendência a introduzirem tipos de pagamentos que incentivem o alinhamento e o comprometimento dos funcionários para com os dos empregadores. Pagamentos atrelados aos resultados e ao lucro apresentaram aumento de 6% em média.

(iv) Contínuo reconhecimento de sindicatos e consultas a empregados:

Apesar da atitude dos administradores frente aos sindicatos e a a proporção de filiados dentro das

empresas não terem apresentado modificações relevantes, o mesmo estudo indicou uma maior representatividade dos sindicatos frente às negociações, consultas e difusão de informações. Tal melhora foi medida com base nas horas de trabalho, salários, treinamento, férias, oportunidades, dentre outros.

Além disso, comparando-se os períodos de pré e pós-investimentos, observou-se não só o aumento significativo do número de comitês de consulta, que passou de 50% para 63%, mas também a maior influência destes em problemas como planos futuros das empresas, treinamento de empregados, pagamentos, flexibilidade de horários, dentre outros.

### 8.3.7. Importância e Políticas Públicas nos EUA

O modelo norte-americano de PE/VC teve como fase embrionária o período que sucedeu à Crise de 1929, a partir da criação da “*Reconstruction Finance Corporation*” (RFC), promovido pelo então presidente Herbert Hoover. Tal agência tinha como objetivo amenizar os efeitos da Crise e promover o crescimento da economia por meio de empréstimos financeiros a diversas instituições.

Logo depois, em 1953, uma nova agência foi criada, a *Smaller War Plants Corporation*, com o objetivo de financiar e prover recursos a pequenas empresas que, naquele momento, enfrentavam uma difícil situação frente à Segunda Guerra Mundial. Onze anos mais tarde, a *Small Business Administration* (SBA) seria criada, instituição que visa ajudar, aconselhar, prover suporte e assistência além de proteger os interesses de pequenas empresas, uma vez que a mesma percebe a importância destas no crescimento da economia norte-americana. Trata-se do maior órgão financiador de empresas nos EUA que, ao longo de sua existência, já apoiou, direta ou indiretamente, mais de 20 milhões de empresas. Em 2010, contava com um portfólio de 219 mil empréstimos totalizando US\$ 45 bilhões (VPB, 2010).

No ano de 1958, a SBA licenciou a criação da chamada *Small Business Investment Company* (SBIC) que, na visão de alguns, foi a agência que de fato iniciou a atividade de *Venture Capital* no mundo. O programa foi criado para acabar com a lacuna que existia entre a necessidade de capital por parte dos empreendedores e as tradicionais formas de financiamento que, de acordo com o governo norte-americano, foi duplamente benéfico, uma vez que fomentou a economia e proveu mais recursos (impostos) do que gastos (capital). O SBIC foi capaz de, em 2008, gerar mais de 36 mil empregos, por meio do suporte a 1386 empresas tendo uma média de 1 emprego criado a cada US\$ 36 mil investidos. Algumas grandes corporações que vemos atualmente fizeram parte do programa, tais como Apple Computer, Federal Express, America Online, dentre outros.

Ademais, devemos considerar a estrutura na qual o SBIC se apoiou, considerada boa e adequada por críticos da indústria de PE/VC. A seguir, citamos alguns componentes essenciais dessa estrutura: a taxa de administração cobrada varia entre 2,0% e 2,5%; o capital mínimo para investidores privados é de US\$ 5 milhões para o SBIC e para investimentos via ações preferenciais este valor se eleva para US\$ 10 milhões; quando os investimentos do tipo *Venture Capital* forem maioria, o valor de alavancagem máximo atinge até 400% do capital privado.

Por outro lado, existem algumas restrições para os investimentos do SBIC tais como: não investir mais de 20% de seu capital em uma empresa de pequeno porte, não poder investir de forma alguma em empresas financeiras e/ou imobiliárias e não possuir dívida superior ao valor de US\$ 108,8 milhões. Além destas, existe a restrição referente à proibição de controlar direta ou indiretamente as empresas do fundo. Caso o patrimônio das empresas seja superior a US\$ 18 milhões e o lucro maior que US\$ 6 milhões nos dois últimos anos, o investimento não pode ser realizado. Ademais, 20% dos investimentos devem ser feitos em empresas com patrimônio menor que US\$ 6 milhões e lucro menor que US\$ 2 milhões.

Finalmente, o SBIC é obrigado a apresentar relatórios de desempenho e avaliação e os investimentos são realizados através de ações preferenciais ou debêntures. Ademais, temos que o custo da dívida tem por base o retorno preferencial, isto é, se o fundo não gerar lucro, a taxa recebida pelo SBA será próxima da taxa do investidor privado e verifica-se a existência de um mecanismo de participação nos lucros que varia conforme o grau de alavancagem e custo dos T-bonds (VPB, 2010).

Finalmente, de acordo com a tabela 8.12, temos que 70,4% das Organizações Gestoras não aprovam as restrições impostas pelas leis trabalhistas. Sendo assim, necessita-se abordar o tema sob o ponto de vista legal.

### **Tabela 8.12. – Obstáculos no Brasil para a Captação de Recursos e Investimentos – Restrições Impostas pelas Leis Trabalhistas**

Grau de relevância, em porcentagem, da Informalidade para a captação de recursos e investimentos. Respostas obtidas a partir de respostas de 81 Organizações Gestoras de PE/VC (56% do universo)

|                      | Discordo Totalmente | Discordo Parcialmente | Neutro | Concordo Parcialmente | Concordo Totalmente | Total  |
|----------------------|---------------------|-----------------------|--------|-----------------------|---------------------|--------|
| Porcentagem Relativa | 3,7%                | 6,2%                  | 19,8%  | 45,7%                 | 24,7%               | 100,0% |

Fonte: Base de Dados Fundação Getulio Vargas - GVcepe

## **8.4. Sustentabilidade**

Um tema pertinente que se insere no ambiente empresarial com cada vez mais força é a questão da sustentabilidade e responsabilidade social. A sociedade está mais ciente de seus deveres, e também mais

crítica em relação a esse assunto, e uma empresa que adota as práticas de sustentabilidade e responsabilidade social é bem vista pelo mercado. Sabendo disso, é importante para as empresas estarem cientes de que se suas operações têm diretrizes de sustentabilidade, maior será o potencial para atrair investimentos e criar valor para a sociedade em geral. Manter boas práticas de respeito ao meio ambiente é imprescindível, todavia, aderir ao *Principles for Responsible Investments* (PRI) não é condição imprescindível para receber aporte de capital de PE/VC, principalmente, aquelas empresas nascentes ou em busca de estabilização do fluxo de caixa que ainda não conseguem absorver os custos desse procedimento.

Em evidência na mídia, a preocupação sobre o futuro do modelo de vida em que o consumo desenfreado e o uso de fontes de energia não-renováveis parecem colocar em risco a própria existência humana parece ser, até agora, a grande preocupação do século XXI. As corporações não têm se mantido alheias ao problema e têm despendido esforços com o objetivo de criar processos e sistemas para abordarem o problema – e lucrarem com isso.

Na esteira das discussões globais sobre questões climático-ambientais, a preocupação com crescimento sustentável tem levado as corporações a desenvolverem projetos sociais, editarem relatórios de sustentabilidade e participarem ativamente de discussões sobre o tema.

O crescimento sustentável se relaciona com o tema Impacto Econômico a medida que fornece indicadores sobre o modo como determinada empresa se relaciona com a comunidade em que esta está inserida. Pode apresentar, assim, indicador de perenidade, confiança e identificação.

#### **8.4.1. PRI (*Principles for Responsible Investments*)**

Ultimamente tem havido uma grande preocupação dos investidores institucionais com as esferas ambiental, social e de governança corporativa<sup>45</sup> que repercutem no desempenho de longo prazo do portfólio de empresas. De acordo com a BVCA (2010b), os principais influenciadores desta tendência repousam-se sob a regulação, a demanda por parte dos investidores, as oportunidades no setor *cleantech*, o possível aumento do valor adicionado e a política gerenciamento dos riscos (a falta dos princípios do ESG afeta a reputação e conferem riscos as organizações gestoras de PE/VC).

Para isso, em 2005, o Secretário-Geral das Nações Unidas, convidou um grupo que continha os maiores investidores institucionais do mundo, para que, juntos, pudessem desenvolver o PRI. Os princípios

---

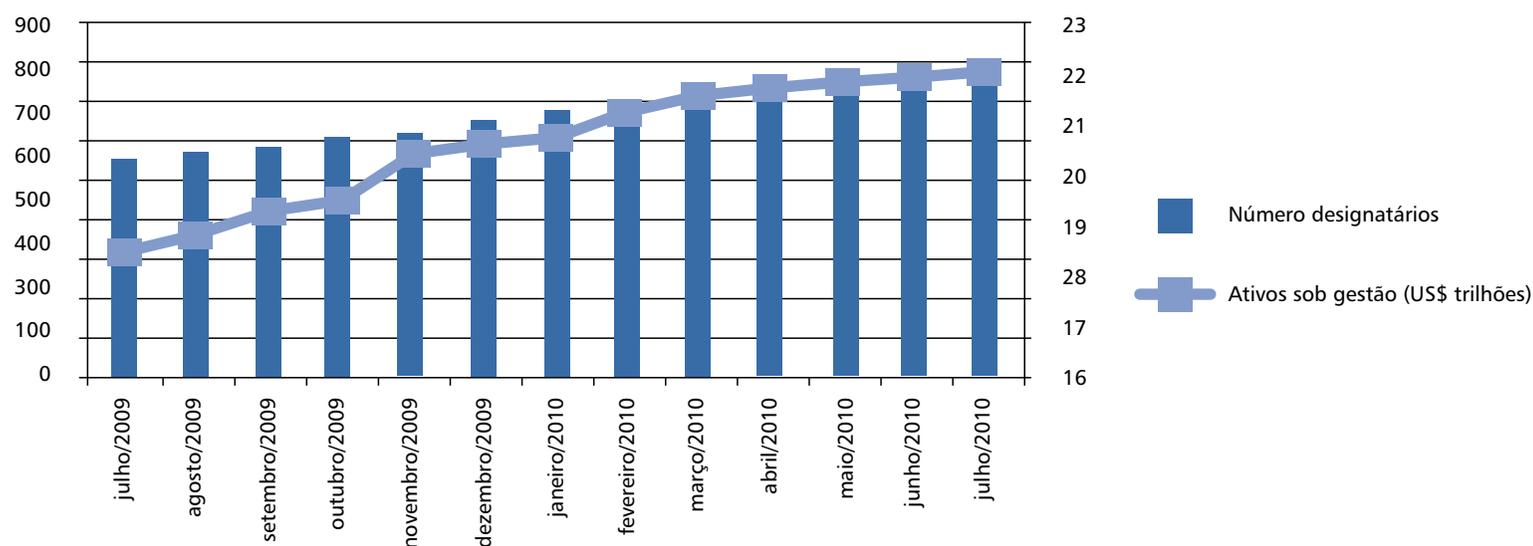
5 4 Do inglês ESG – Environmental, Social and Corporate Governance

que ele contém refletem os valores que esse grupo de investidores institucionais julgou essenciais, tendo como base um horizonte de investimento de longo prazo. Esses princípios são voluntários e de inspiração, não sendo obrigatórios e são abordados a seguir:

1. Inserir os princípios no processos de análise, decisão e políticas de investimentos;
2. Inserir os princípios na gestão e nas políticas internas das empresas investidas;
3. Procurar adequar os princípios com as empresas investidas quando controladas;
4. Promover e incentivar a incorporação dos princípios na indústria de investimentos em geral;
5. Cooperação em busca da eficiência e na melhoria nos planos de implementação dos princípios;
6. Comunicação sobre o andamento dos processos de implementação dos princípios.

O gráfico 8.12 adaptado de PRI (2010), demonstra de forma clara, a grande expansão da abrangência de seus princípios, incorporando, no mundo inteiro, 785 signatários que mantinham o controle de US\$ 22 trilhões de dólares em Julho de 2010.

**Gráfico 8.12. – Evolução do Número de Signatários do PRI e dos Ativos sob Gestão – julho/2009 a julho/2010**

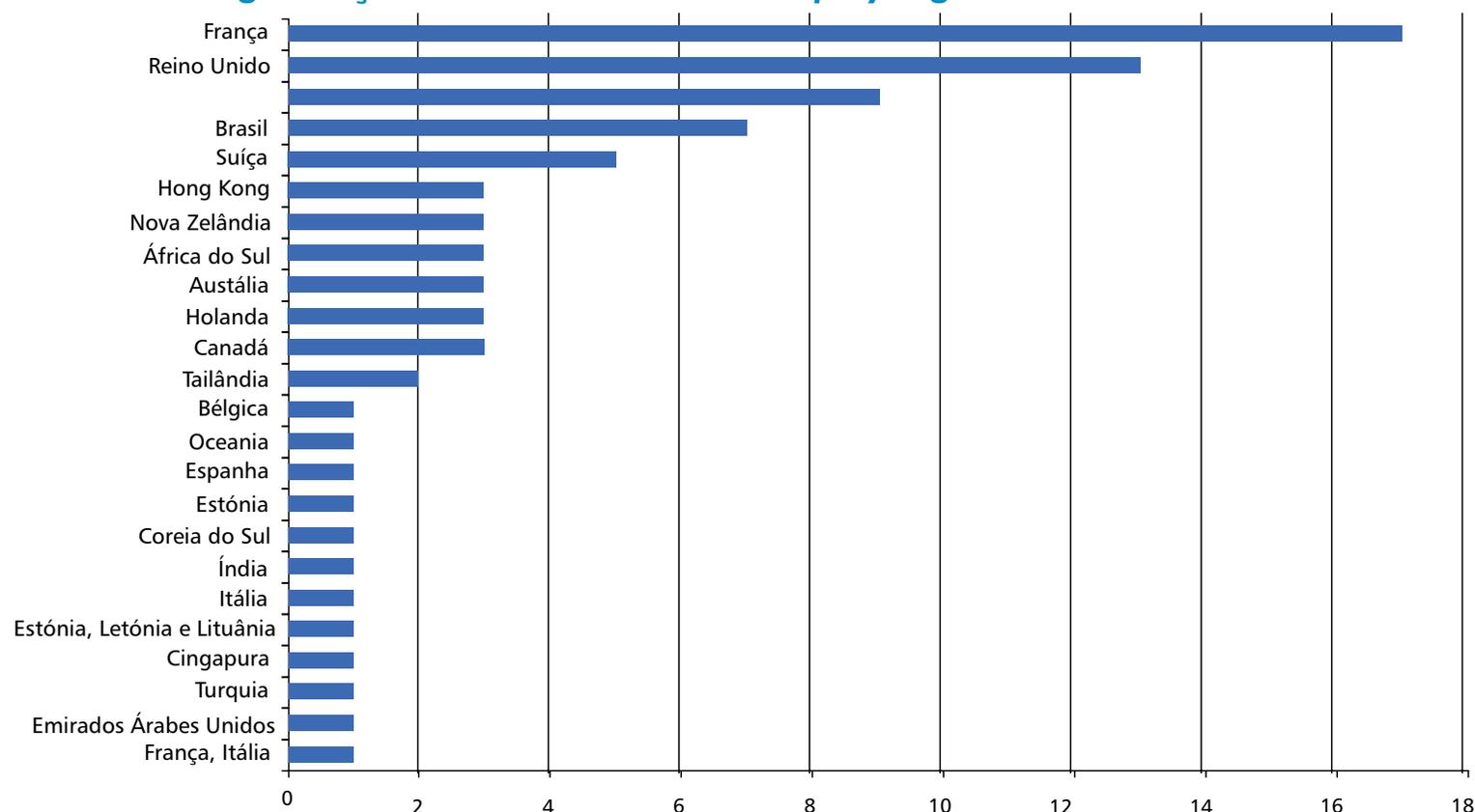


Fonte: PRI (2010)

De acordo com o PRI (2010), em relação aos investimentos de PE/VC, esta atividade foi a que sofreu a maior influência de seus princípios. Entre maio de 2008 (ano de início das primeiras conversas a respeito do tema) até os dias atuais, passaram-se de 2 a 81 o número de signatários, que controlam mais de US\$ 300 bi em ativos atualmente. Destes 81, encontramos 7 organizações gestoras Brasileiras, o que corresponde a 8,64% do total. Além disso, a partir do gráfico 8.13, inferimos que as organizações gestoras Brasileiras, no

que tangem aos princípios do PRI, estão muito mais adiantados em relação a outros países considerados de primeiro mundo, colocando o Brasil na quarta posição em relação a este *ranking*.

**Gráfico 8.13. – Organizações Gestoras de *Private Equity* Signatárias do PRI**



Fonte: PRI (2010)

Tamanho foi o destaque recebido pelos investimentos em PE/VC que os membros do PRI decidiram criar um guia sobre como incorporar os ideais propostos para os investidores deste tipo de ativo, atentando as peculiaridades que o mesmo apresenta. Neste caso, figura-se a oportunidade de criação de valor por meio de melhores práticas no que tange ao ambiente, ao social e a governança.

Algumas sugestões de ações que englobam os aspectos mais gerais, passando também pelos cenários de pré e pós-investimento incluem a participação do investidor em difundir, desenvolver e comunicar os princípios além da procura por *stakeholders* de mesma ideologia. No segundo caso, verifica-se a inclusão dos princípios na análise das empresas, passando também pelo processo de *due diligence* e redação dos contratos. Por último, temos questões referentes ao monitoramento das atividades e aos esforços aplicados em direcionar as organizações gestoras de PE/VC no mesmo sentido do PRI (UNPRI, 2009; 2010a; 2010b).

Em estudo semelhante conduzido pela BVCA (2010a), o mesmo procurou segregar o processo em

quatro etapas, sendo: (i) pré-investimento, (ii) imediatamente após o investimento, (iii) pós-investimento e (iv) saída. Neste último encontramos o efeito econômico do ESG, onde o futuros acionistas podem atribuir um valor maior a empresa devido às suas características.

KPMG (2010) procurou entender as opiniões do modelo ESG sobre investimentos. Como resultados, verificou-se que os LPs acreditam que, de fato, os princípios levam a maiores retornos, investimentos mais seguros e que suas respectivas reputações continuam íntegras ao investirem em empresas socialmente responsáveis.

Para a organização gestora, o empreendedor ter aderido ou aderir ao PRI é um diferencial. Todavia, se o empreendedor não o fizer, não há demérito algum, pois, não se deve buscar os princípios do PRI se isso for inviabilizar o rendimento do negócio. Ademais, para cada um dos critérios, temos que os LPs procuram no âmbito ambiental fontes eficientes de energia, no social, a saúde e a segurança e na governança a eficiência do conselho de administração e o gerenciamento dos riscos.

### 8.4.2. Dimensões e Critérios

O tema também é tratado pelo Centro de Estudos em Sustentabilidade da FGV-EAESP (GVces), que busca desenvolver o tema a partir da conscientização de não somente das pessoas, mas também dos profissionais envolvidos na gestão das corporações. Suas atividades são baseadas na troca de informações, na educação e na difusão de práticas sustentáveis. Além disso, em parceria com a BM&FBOVESPA, ocorreu a criação do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE).

Trata-se de um índice que tem por objetivo servir de instrumento de análise das empresas que estão listadas na bolsa de valores, no caso, na BM&FBOVESPA. Atualmente, existe uma grande tendência, por parte dos investidores, de aplicar seus recursos em empresas não apenas lucrativas, mas que apresentem também atividades social e ambientalmente responsáveis.

Tais investimentos, os chamados “investimentos socialmente responsáveis” são considerados de longo prazo. Esta tese parte do pressuposto de que estas empresas terão menos dificuldades para lidarem com problemas tanto financeiros como ambientais e sociais. Surge então, neste contexto, a utilidade de se medir o nível de comprometimento das empresas em relação a este critério, dando origem ao ISE.

O ISE, por meio de questionários que são distribuídos às empresas listadas na BM&FBOVESPA, trata do tema a partir de várias perspectivas, sendo elas: (i) geral, (ii) natureza do produto, (iii) governança corporativa, (iv) econômico-financeira, (v) ambiental e (vi) social. Além disso, para medir cada uma

delas, são utilizados os critérios: (a) política, (b) gestão, (c) desempenho e (d) cumprimento legal. A seguir, trataremos de cada um deles, abordando pontos mais pertinentes para a análise.

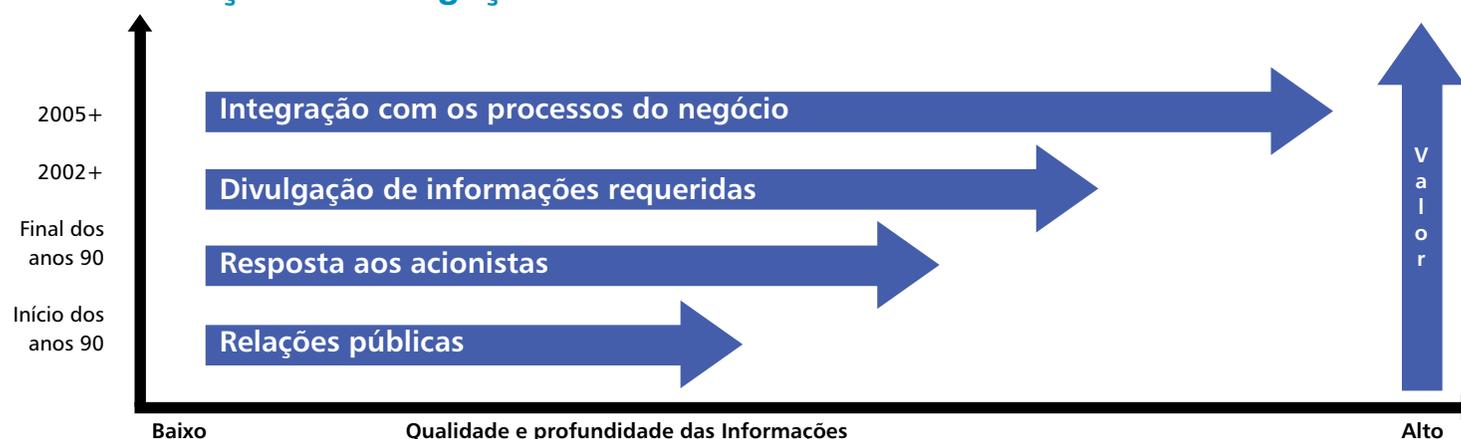
### 8.4.2.1. Aspectos Gerais

No que tange à dimensão geral, primeiramente encontramos os princípios básicos que deveriam nortear as operações das empresas. Neste ponto, evidenciam-se os compromissos fundamentais que as empresas têm, tais como visão (o que a empresa espera do futuro, a direção que pretende tomar), missão (o que a empresa tem como objetivo, as ações que realizam e quem serão os indivíduos afetados pela mesma) e valores (os princípios que nortearão a empresa rumo ao futuro). Todavia, estes compromissos nem sempre são tomados por livre e espontânea vontade e a pressão que a sociedade exerce atualmente tem uma grande influência. Sendo assim, descobrir até que ponto trata-se de movimentos voluntários diferenciaria as empresas “verdes” das “pintadas de verde”.

Após identificarmos os compromissos, há de se investigar o alinhamento destes. Deve existir, antes de tudo, a consistência dos compromissos, se existem ou não departamento e/ou atividades que comprovem a presença de práticas sustentáveis. Podemos citar, dentre outros, a presença de Comitês de Sustentabilidade e a remuneração variável em relação ao atingimento de metas das áreas ambientais e/ou sociais.

Por fim, e estendendo-se um pouco no tema, encontramos questões como a transparência das informações sobre as empresas, a qualidade e nível de detalhamento dos relatórios que apresentam, o acompanhamento dos indicadores de sustentabilidade, o combate à corrupção (sustentabilidade social) e a vinculação dos executivos às práticas propostas pelas empresas.

**Figura 8.2 – Evolução da divulgação de relatórios de sustentabilidade**



Fonte: IBGC (2007)

### **8.4.2.2. Natureza do Produto**

Após a abordagem da empresa, devemos nos posicionar diante dos efeitos que seus bens produzidos impactam na sociedade. Devemos observar os impactos que os produtos causam aos usuários, possíveis ganhos excessivos sobre o preço de venda destes produtos, o grau de financiamento das empresas que produzem tais produtos e a difusão de hábitos saudáveis como educação nutricional. Além dos impactos pontuais, temos também os difusos, tais como produtos que poluem o meio ambiente afetando a população como um todo. Neste aspecto, devemos identificar os esforços que as empresas fazem de modo a torná-los menos agressivos e se ela apoia empreendimentos danosos ao meio ambiente, tais como a comercialização de combustíveis fósseis.

Finalmente, o fato de a empresa tomar cuidados (Princípio da Precaução) tanto diante do processo produtivo como os efeitos dos produtos, fornecer informações obrigatórias por lei para os consumidores e possuir um sistema de monitoramento de ações movidas contra ela devido a danos causados aos consumidores também devem ser tomados como critério de sustentabilidade.

### **8.4.2.3. Governança Corporativa**

É importante lembrar que Governança Corporativa se relaciona também com sustentabilidade, especialmente em se tratando de aspectos estratégicos de longo prazo, tendo evoluído ao longo das últimas décadas. Neste aspecto, primeiramente encontramos a questão da propriedade, da proteção dos direitos dos minoritários, da transparência e simetria das informações e do cumprimento legal dos estatutos.

A composição, transparência e funcionamento do Conselho de Administração, bem como sua estrutura também são importantes, uma vez que transmitem a real eficiência e a qualidade da Governança Corporativa exercida às empresas. Além disto, serviços de auditoria, tanto externas quanto internas, critérios de conduta e conflito de interesses também têm suas respectivas importâncias para o tema.

### **8.4.2.4. Econômico-Financeira**

Nesta dimensão, os indicadores são observados por meio de critérios como planejamento estratégico, inclusão de questões socioambientais e ao tratamento dado aos ativos intangíveis, como capital humano, organizacional e reputacional. Além destas, temos também os riscos e oportunidades com as quais as empresas devem lidar, as crises e planos de contingência, os ativos intangíveis e o desempenho.

Neste último quesito, encontramos a realização da contabilidade por parte das empresas e a própria divulgação dos resultados. Por fim, temos também os aspectos regulatórios da dimensão econômica, se as empresas em questão sofreram processos judiciais por conta de inconsistências e/ou fraudes.

#### **8.4.2.5. Ambiental**

Considerando todos os problemas que o consumo desenfreado em conjunto com as práticas não sustentáveis de operação de algumas empresas ao longo do tempo vem causando ao meio ambiente, este é um tópico que vem se tornando cada vez mais relevante perante os consumidores e conseqüentemente os investidores.

Primeiramente avaliando-se a empresa possui uma política ambiental devidamente documentada. Esta política deve levar em consideração, indicadores como compromisso, abrangência e divulgação. Após esta política ser estipulada, deve-se levar em consideração como ela será gerida. Desta forma, são considerados a responsabilidade ambiental da empresa, o planejamento, a forma de monitoramento e gerenciamento, os sistemas de gestão, a forma que será feita a comunicação com as partes interessadas e finalmente o nível de comprometimento global (preocupação com mudanças climáticas e com a biodiversidade).

É necessário avaliar em seguida o desempenho ambiental da empresa, ou seja, qual é a referência mínima de desempenho ambiental da companhia. Para isto, é avaliada a qualidade dos efluentes (em todos os estados físicos) emitidos pela empresa.

Outro tópico importante é saber a situação sobre a emissão de resíduos críticos (metais pesados, poluentes destruidores da camada de ozônio, etc.). É necessário, também, saber se a companhia possui algum tipo de seguro ambiental que garante proteção contra qualquer tipo de acidente decorrido de suas operações de trabalho.

O último critério que o ISE avalia faz referência ao cumprimento legal. Neste tópico a empresa é avaliada segundo alguns indicadores: Primeiramente é observado se a empresa possui áreas ou reservas ambientais. Em segundo lugar é avaliada a situação de possíveis passivos ambientais existentes e em seguida a empresa é observada segundo seus requisitos ambientais (i.e.: algumas áreas requisitam licenças ambientais para poderem operar). O indicador número 4 é responsável por analisar quais os procedimentos administrativos da companhia em relação ao meio ambiente (saber se a empresa possui alguma sanção administrativa de natureza ambiental, por exemplo) e por último, são avaliados os procedimentos judiciais (inquéritos, multas, entre outras irregularidades de natureza ambiental que a empresa possa apresentar).

Como é possível notar, por meio de critérios tão detalhados, o meio ambiente vem se tornando um assunto bastante relevante para o mercado e também para a decisão de compra dos consumidores.

### **8.4.2.6. Social**

Na dimensão social, trata-se de assuntos relacionados ao compromisso que as empresas assumem, ao estabelecer suas atividades, visando, sempre, agregar melhorias ao bem-estar social (dentro e fora da empresa).

Primeiramente a empresa deve estabelecer uma política em que deve mostrar o comprometimento que a companhia estabelecerá em relação aos princípios da relação de trabalho, privacidade do uso de informações confidenciais e participação em políticas públicas.

É necessário que a política adotada seja gerida de alguma maneira. O critério “Gestão” avalia como estão sendo aplicados os indicadores da política adotada. Portanto, verifica-se a aplicação dos compromissos com princípios da relação de trabalho dentro da empresa, assim como a relação com a comunidade, fornecedores e clientes/consumidores.

Isto posto, é necessário verificar o desempenho que esta política está apresentando. Para isso, são avaliados indicadores como diversidade/equidade, gestão de fornecedores e a resolução de demandas dos clientes.

Por último, as empresas são observadas sob a perspectiva do cumprimento legal de suas operações. Desta forma os indicadores têm função de avaliar (i) o cumprimento legal para com o público interno, (ii) clientes/consumidores, e (iii) para com a sociedade. Com relação ao primeiro indicador, deve ser notado se a empresa está de acordo com a contratação de portadores de deficiência, por exemplo. Em relação ao segundo, deve ser observado, por exemplo, se a companhia possui monitoramento de ações judiciais decorrentes da relação com seus consumidores e em relação ao terceiro, deve ser observado se a empresa possui um sistema de monitoramento de ações judiciais referentes ao trabalho forçado/compulsório ou mesmo trabalho infantil em qualquer área da companhia, ou seja, se a empresa não atua de acordo com o que a sociedade aceita.

### **8.4.3. Tipos de Veículos de Investimentos com Perfil de Sustentabilidade**

No ambiente dos investimentos, diferentes tipos de veículos podem ser levantados, tendo aspectos singulares em relação aos outros. Em relação ao tema “Sustentabilidade”, procuramos mapear aqueles mais relevantes que se encaixavam no perfil.

### 8.4.3.1. Fundos Florestais

Os investimentos destes fundos visam o plantio de florestas que serão, futuramente, vendidas para consumidores de madeira. As florestas comerciais, como também são conhecidas, são direcionadas principalmente a empresas que trabalham com setores relacionados a celulose, a siderurgia e a manufatura de móveis, dentre outros. No caso, verifica-se também a diversificação das espécies cultivadas, não se restringindo a apenas ao pinus e ao eucalipto.

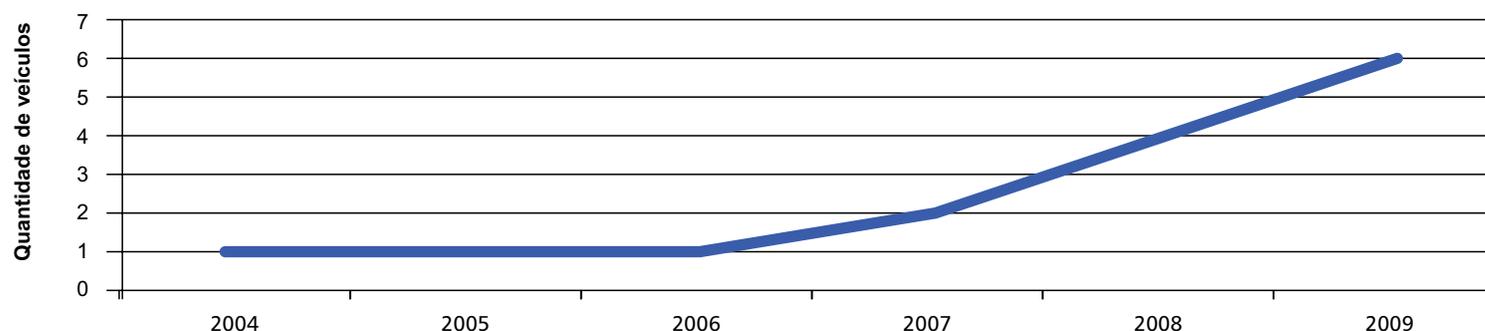
O modelo de investimento já existe há aproximadamente, 25 anos nos EUA, enquanto no Brasil se iniciou-se a partir de 2000. Entretanto, a mesma vem adquirindo espaço sob a ótica dos investidores Brasileiros e estrangeiros, devido em grande parte ao fato da necessidade de matéria-prima e as boas condições climáticas, geográficas e geológicas. Ademais, temos também a queda dos retornos dos investimentos florestais realizados em países onde a atividade já está consolidada. Por fim, citando o ambiente macroeconômico, temos que a Crise do Subprime em 2008, causou perdas consideráveis em empresas, o que também favoreceu as operações de aquisição de empresas em difícil situação financeira.

Com a queda da taxa básica de juros e taxas de retornos satisfatórias, estes se tornaram alternativas de investimento favoráveis para aplicações de grandes investidores no Brasil. São também caracterizados pelo longo prazo dos investimentos uma vez que se demanda um tempo relativo para a maturidade da plantação, até que se tornem comercializáveis.

A maioria destes procura manter investimentos distantes da Amazônia, pois esta apresenta importantes riscos políticos. Além disso, em relação aos investidores internacionais, existe a burocracia como um importante entrave para a atividade, visto que os investimentos precisam ser realizados, obrigatoriamente, por alguma instituição estabelecida no Brasil.

#### Gráfico 8.14. – Quantidade de Veículos de PE/VC de Orientação Florestal

Nota: Do total de 144 organizações gestoras, 6 delas afirmaram possuir veículos de orientação florestal em 31/dez/2009



Fonte: Base de Dados Fundação Getulio Vargas – Gvcepe

A partir do gráfico 8.14, podemos inferir que o aumento do número de veículos de orientação florestal reflete, de certo modo, as boas perspectivas que o setor oferece. Em relação ao capital comprometido, dos 6 veículos de investimentos mapeados, 1 veículo ainda estava em captação e outro não reportou dados. Em relação ao restante, eles detinham um capital comprometido em 31/dez/2009 de US\$ 970 milhões.

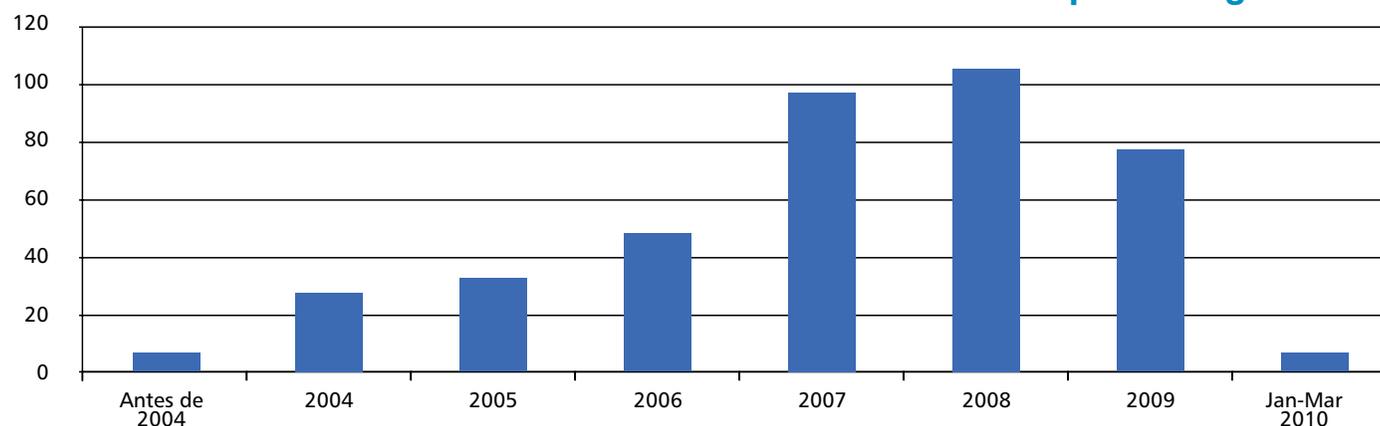
### 8.4.3.2. Fundos *Cleantech*

Os fundos “*cleantech*” tem como objetivo realizar aportes de capital em empresas cujas respectivas atividades têm o potencial de amenizar os impactos das atividades do homem em relação ao meio ambiente. Neste aspecto, temos a atenção voltada, principalmente, ao efeito estufa.

Trata-se de investimentos com altos retornos potenciais, que encontram no Brasil, um ambiente favorável para se estabelecerem, uma vez que se possui no país experiência em energias renováveis, uma agroindústria de alta qualidade com alto grau de inovação tecnológica. Além destas, podemos citar os problemas ambientais com que lidamos diariamente como oportunidades de investimento. A questão da reciclagem de resíduos, por exemplo, está diretamente atrelada ao surgimento de novos marcos regulatórios o que pode levar à ascensão de sua respectiva importância. Neste sentido, além da importância do meio ambiente, temos atrelado ao mesmo, o valor econômico. Ademais, tal atividade engloba, dentre outros, os setores relacionados ao meio ambiente, energias renováveis, sustentabilidade e reciclagem (Spatuzza, 2010a, 2010b, 2010c.)

De acordo com o gráfico 8.15, notou-se um grande crescimento no número de veículos “*cleantech*” que começaram a investir, obtendo um papel de destaque sob os olhares dos investidores.

**Gráfico 8.15. – Número de Veículos *Cleantech* iniciando Investimentos por *Vintage Year* no Mundo**



Fonte: Preqin (2010c)

De acordo com sua própria finalidade, um veículo "cleantech" tem como característica principal a inovação como ferramenta para contornar os problemas enfrentados. Os avanços tecnológicos, bem como os investimentos em P&D são, neste sentido, fundamentais para o desenvolvimento de tal atividade. Por outro lado, novas tecnologias também propiciam o surgimento de novos tipos de resíduo, aumentando o leque de oportunidades. De acordo com o Cleantech Group (2009), desde 2002, ano de sua fundação, um constante aumento, tanto em valor como número de deals até 2009, período onde dados preliminares acusaram um declínio da atividade. Entretanto, espera-se o aumento entre 5 a 10%, tanto em número de negócios como em montante investido. No mesmo ano, analisando-se mais a fundo os negócios, observa-se que grande parte dos mesmos foram orientados para os setores solar, transportes e eficiência energética, correspondendo a 59% do total (tabela 8.15).

**Tabela 8.14. – Investimentos de Venture Capital em Cleantech por Ano na América Do Norte, Europa, Israel, China e Índia**

Nota: \* Indica dados preliminares

| Ano   | Deals | Valor dos Deals (US\$ milhões) |
|-------|-------|--------------------------------|
| 2002  | 164   | 908                            |
| 2003  | 301   | 1.206                          |
| 2004  | 333   | 1.322                          |
| 2005  | 381   | 1.994                          |
| 2006  | 409   | 4.519                          |
| 2007  | 488   | 6.053                          |
| 2008  | 567   | 8.465                          |
| 2009* | 557   | 5.641                          |
| Total | 3.200 | 30.163                         |

Fonte: Cleantech Group (2010)

**Tabela 8.15. – Maiores setores de Venture Capital em Cleantech em 2009**

| Setor Tecnológico     | Montante Investido | % do Total |
|-----------------------|--------------------|------------|
| Solar                 | \$1.21 bi          | 21         |
| Transportes           | \$1.1 bi           | 20         |
| Eficiência Energética | \$1.0 bi           | 18         |
| Biocombustíveis       | \$0,554 bi         | 10         |
| Redes Inteligentes    | \$0,414 bi         | 7          |
| Água                  | \$0,117 bi         | 2          |
| Total                 | 4,385 bi           | 78         |

Fonte: Cleantech Group (2009)

Novamente, os dados demonstram a forte tendência na prosperidade deste tipo de veículo cujos in-

vestimentos estruturam-se basicamente para a busca de novas fontes de energia e no uso eficiente do mesmo. Ainda de acordo com a mesma instituição, a mesma mapeou perspectivas para o ano de 2010, como segue:

- (i) Com a recuperação da economia pós-crise, espera-se um recorde na capitação de recursos
- (ii) Economias limpas tornarão o foco das atenções
- (iii) Carros elétricos darão espaço a mobilidade
- (iv) A falta de recursos será levada ao primeiro plano
- (v) Discussões acerca do *trade-off* de *commodities* acirrarão-se
- (vi) A eficiência energética irá se sobrepor a energia solar
- (vii) dAumento da importância das atividades de marketing
- (viii) Influência de Warren Buffet em trazer megainvestidores para o setor
- (ix) Aumento na frequência de M&A's
- (x) Aumento das atividades de geração de energia geotérmica e a partir de resíduos, além da aquicultura.

Em relação ao *fund raising* em *Cleantech*, Prequin (2010) mapeou 91 organizações gestoras de PE/VC que tinham um valor alvo para captação de US\$ 26,7 bilhões em 2010.

### 8.4.3.3. Fundos Sociais

Surgidos por volta dos anos 80, os veículos de investimento sociais são direcionados aos setores voltados ao desenvolvimento, tanto econômico como social. Inicialmente, serviam de suporte temporário para os efeitos negativos de políticas públicas que recaíam sobre os menos abastados, principalmente no tocante aos empregos. Com o passar do tempo, os Veículos Sociais passaram a adquirir o conceito de serem solução de curto prazo efetivas e de baixo custo, o que favoreceu a difusão do modelo (Tendler, 2000).

De acordo com sua visão social, a geração de empregos, o aumento do grau de escolaridade, o maior acesso a saúde pública, a proteção do meio ambiente e outros fatores que influenciam no cálculo do IDH são elencados para tornarem-se potenciais alvos de investimento por parte destes veículos. Sendo assim, em áreas não atendidas de modo satisfatório pelo Governo, a participação destes veículos torna-se indispensável.

Em relação a seus recursos, estes podem ser provenientes tanto a partir de órgãos públicos por meio do repasse de verbas quanto pelo sistema privado por meio de processos como projetos sociais e repasse de parte dos lucros. Apesar de sua função social, este tipo de fundo vem recebendo diversos tipos de críticas a respeito de sua real eficiência acerca dos problemas com as quais lida. Como principais argumentos, temos o fato de os empregos criados por estes serem, em geral, de baixa qualidade (uma vez que são temporários),

de baixo nível intelectual (necessidade de pouco ou absolutamente nenhum tipo de treinamento) e de baixa remuneração. Somado ao último ponto, temos que apenas 30% do capital disponível é alocado para despesas trabalhistas e, apesar de remunerarem na maioria das vezes com o mínimo legalmente definido, este nem sempre satisfaz a todas as necessidades básicas do homem (Tendler, 2000). No tocante ao ambiente macroeconômico, nota-se a presença de grandes disparidades representadas pelas diferenças de informações e poder. Nas regiões atendidas pelos veículos de institutos sociais, geralmente as discrepâncias são ainda maiores. Neste ponto, temos conflitos de interesses entre políticos, empresas contratadas, organizações gestoras dos veículos sociais, dentre outros. Neste sentido, percebe-se a falta da presença governamental, seja como fornecedora de bens e serviços ou como mecanismo regulador. No ambiente caracterizado anteriormente, temos um clima pouco favorável para a existência dos Fundos Sociais, podendo ser causa parcial das ineficiências descritas no parágrafo anterior acerca do modelo.

#### **8.4.3.4. Fundos Targeted**

Criados nos anos 80, os veículos de investimento “targeted” possuem em seu portfólio uma composição de diferentes tipos de outros veículos que controlam diferentes portfólios que se ajustam de acordo com o perfil de cada investidor, no que diz respeito ao período de investimento desejado/esperado. Ademais, quanto as suas operações, temos que eles tendem a investirem em ativos mais arriscados, mas que trazem maiores retornos, durante o início do ciclo e passam a ser mais conservadores quanto mais próximos do final do mesmo.

Além disso, trata-se de um plano utilizado com muita frequência pelos aposentados, principalmente nos Estados Unidos, onde em 2006, o então Presidente Bush assinou o “Pension Protection Act” o que de maneira geral, fez com que parte dos trabalhadores passassem, automaticamente, para signatários de *Target-date Funds*. Outro ponto relacionado a atividade governamental reside nos atos sancionados pelo “U.S. Securities and Exchange Commission” em 2010 de modo a favorecer a maior transparência e difusão de informações para os investidores. Em relação ao período que abrangeu a recessão econômica resultante da Crise do Subprime, o mesmo destacou a volatilidade e as diferenças entre fundos de igual *target date*. No caso, veículos norte-americanos com prazo até 2010 tiveram retornos negativos de, em média, 24% em 2008, com observações variando entre -9% até -41%.

Para fins de uma análise mais geral, temos como pontos positivos o baixo investimento inicial e gestores qualificados para administrar os portfólios e a baixa necessidade de intervenção por parte dos investidores. Por outro lado, encontramos como pontos negativos a possível falta de diversificação e taxas extras em alguns casos.



# Capítulo 9

**Visão Prospectiva: Desafios e Oportunidades no Futuro**



# Visão Prospectiva: Desafios e Oportunidades no Futuro<sup>1</sup>

## 9.1. Introdução

Dentro do escopo maior de fornecer documentação rigorosa e realista sobre a indústria Brasileira de PE/VC, este capítulo apresenta uma síntese dos resultados empíricos obtidos, assim como suas perspectivas para o futuro. Este censo revela que a indústria Brasileira de PE/VC caminha para a maturidade de forma sustentável. Os resultados encontrados permitem traçar um perfil detalhado que apresenta perspectivas otimistas para o futuro.

### 9.1.2. O Impacto da Crise Financeira na Indústria Global de PE/VC

Nos últimos anos a expansão dos mercados de capitais, a liquidez internacional e o crédito acessível contribuíram significativamente para o sucesso da indústria global de PE/VC. Em 2008, entretanto, a crise financeira internacional criou condições desafiadoras para esta indústria, pois a aversão ao risco comprometeu a alocação de recursos para toda a classe de ativos alternativos, incluindo o PE/VC. Em 2009, por outro lado, a atividade de PE/VC mostrou recuperação, especialmente em mercados emergentes.

A crise mencionada acima proporcionou mudanças na conjuntura econômica que certamente surtirão efeitos na indústria global de PE/VC nos próximos anos e décadas. Primeiramente, há um maior interesse por fundos menores, locais e mais especializados. Além disso, presencia-se a ascendência do desenvolvimento de marcas globais e diversificadas. Fundamentalmente, estas mudanças consolidarão um fato já anunciado: os mercados emergentes, especialmente o Brasil, terão maior atenção dos gestores globais do mercado de PE/VC daqui para frente.

### 9.1.3. Os Mercados Emergentes e sua Crescente Importância

Os mercados emergentes estão se tornando cada vez mais importantes para a economia mundial, mais especificamente para a indústria de PE/VC. Sua importância econômica e geopolítica pode ser confirmada pelo fato de o grupo de países denominado BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China) deter, atualmente, 40% do total de reservas internacionais, serem responsáveis por aproximadamente 20% do PIB global e possuírem 40% da população mundial.

Não obstante, estes países emergentes continuarão a atrair muita atenção já que suas economias es-

---

1 Autores: Lucas Martins, Gabriella Pegoraro, Alexander Appel, Rodrigo Lara e Caio Ramalho

tão em forte crescimento comparadas àquelas desenvolvidas e, de acordo com as previsões, continuarão crescendo em ritmo acelerado nos próximos anos (The Economist, 2010).

Ademais, a tendência demográfica dessas regiões apresenta-se como elemento atrativo para o ambiente de negócios, com uma classe média em elevado crescimento e com ascendente poder aquisitivo. Atualmente, o consumo das famílias Brasileiras representa aproximadamente 60,9% do PIB. Em outro país emergente como a China, este número é significativamente menor e ainda está próximo de 40%. Além disso, as economias emergentes apresentam menor grau de alavancagem, e assim se recuperaram mais rapidamente da crise de crédito.

Por fim, a indústria de PE/VC nos mercados emergentes ainda é relativamente pequena, representa aproximadamente 2,3% do PIB no Brasil e também caracterizada por institucionalização recente, apresentando um ambiente menos competitivo e, por isso, mais atrativo para grandes *players* da indústria global.

Este otimismo em relação às economias emergentes não é novo e já foi também elevado na década de 1990 quando os mercados emergentes eram vistos como uma alternativa para o crescimento mundial. Hoje, estas economias influenciam significativamente o crescimento da economia mundial e tornaram-se indispensáveis no contexto global. Além disso, os BRICs mostram-se mais receptivos ao capital externo e seus governos são mais favoráveis aos investidores estrangeiros do que no passado.

Deste modo, os principais beneficiados por esta tendência mundial são a China, a Índia e o Brasil, que se apresentam como os mercados mais atrativos para a indústria de PE/VC global. Em dois anos, a parcela do capital mundial comprometido em PE pertencente aos mercados emergentes deve aumentar de entre 6-10% para 11-15%. Investidores esperam que a indústria de PE/VC dos mercados emergentes irá superar a dos mercados desenvolvidos, baseados na perspectiva de que crescimento, e, não, alavancagem, impulsionam os retornos (EMPEA e Collier Capital, 2010).

### 9.1.4. A Ascensão da Indústria Brasileira de PE/VC

Fortes fundamentos macroeconômicos, como, o alto crescimento do PIB (entre 5% e 7% de 2010), taxa de câmbio flutuante com baixa volatilidade, sucesso do mercado de IPOs, taxas de juros em declínio, redução do risco país, e, grandes reservas internacionais (US\$ 250bi), constituíram a base para o sucesso da indústria de PE/VC no Brasil durante o período 2005 – 2009. Além desses fatores, o país possui

uma economia com baixo índice de endividamento, empréstimos e dívidas de hipoteca em torno de 2% do PIB, grande disponibilidade de crédito privado (aproximadamente 43% do PIB), e, um sólido sistema financeiro (Bacen, 2010a).

**Obstáculos:** 17% dos lares Brasileiros não possuem água encanada. Isto se relaciona com o fato de que um número significativo de Brasileiros habita em favelas, em condições precárias de sobrevivência (The Economist, 2009). De acordo com Patrice Etlin (2010), altas taxas de tributação (37% do PIB) e falta de infraestrutura (ex. 41% das estradas são deficientes) atrasam o desenvolvimento do país.

**Desafios:** Outros fatores que comprometem as perspectivas de investimento no Brasil são as altas taxas de juros, nível ainda inadequado de governança corporativa e a falta de conhecimento sobre o ambiente de negócios por parte de investidores estrangeiros. De fato, um terço dos europeus evidencia este último como o motivo pelo qual não investem no país, e, 22% dos americanos partilham da mesma opinião (The Economist, 2010). Além disso, o trabalho é altamente improdutivo, o que posiciona o país em 100º lugar no ranking das nações que apresentam maior custo por container importado (Etlin, 2010). A informalidade representa aproximadamente 40% do PIB. Este fato compromete grande parte das arrecadações de impostos e dificulta o mapeamento econômico. Em outros países da região, como o Chile, este índice está bem abaixo: em torno de 5%. Outro desafio para o país são educação e a saúde da população.

O setor imobiliário possui, ainda, relativamente poucas empresas em portfólio. Contudo, há uma grande perspectiva de expansão, principalmente, com o intuito de prover habitação aos Brasileiros. Nesse contexto, a indústria de PE/VC pode gerar empregos, e, estudos evidenciam que empresas que receberam aporte de capital de fundos de PE/VC tendem a criar mais empregos do que companhias que utilizam outras fontes de financiamento (Lerner e Leamon, 2007).

## 9.2. Captação de Recursos (Fundraising)

Apesar da atual crise dos mercados mundiais, as perspectivas para a indústria Brasileira de PE/VC são bastante positivas. A queda no preço dos ativos e conseqüente acomodação da percepção de valor por parte dos empreendedores estimulará ainda mais os investimentos das organizações gestoras que possuem US\$ 17.8 bilhões (*dry powder*) disponíveis para investir nos próximos anos 3 a 5 anos, confirmado pelo fato de 98% das organizações gestoras terem reportado estar ativas em busca de novos investimentos no Brasil. Adicionalmente, 81,5% das organizações gestoras esperam levantar novos veículos para investir no Brasil nos próximos 3 anos.

Os investidores desse mercado planejam aumentar sua atual alocação que gira em torno de 6% a 10% do total do capital comprometido em PE/VC, para 11% a 15% nos próximos dois anos (EMPEA e Collier Capital, 2010). A perspectiva para o Brasil parece bastante promissora. “O país deve vivenciar um aumento no número de investidores nos próximos dois anos, uma vez que 19% dos investidores de PE/VC em mercados emergentes esperam iniciar suas atividades de investimento no Brasil, enquanto somente 3% dos atuais planejam reduzir ou cancelar sua participação no país” (EMPEA e Collier, Capital 2010).

Em 2009, a captação de recursos caiu em todo o mundo: de US\$ 636 bilhões para US\$ 246 bilhões (Preqin, 2010d). Entretanto, ainda que considerada a tendência mundial, o *fundraising* Brasileiro também alcançou em 2009, captação de US\$ 6,1 bilhões em 2009 frente a US\$4,6 bilhões em 2008. Com a retração mundial o Brasil foi, nesse ano de 2009, responsável por 2,5% de todo o *fundraising* mundial em 2009, e 80% das captações em toda a América Latina.

O Brasil responde por aproximadamente 50% do PIB do continente sul-americano, o que o torna a nação chave para o desenvolvimento futuro no continente (EMPEA, 2009). Apesar de sua grande representatividade na América Latina, o país ainda investe pouco por meio de PE/VC, pois, estes, representaram apenas 0,2% do PIB em 2009. Com isso, entende-se, neste estudo, que o país possui grande potencial para investimentos de PE/VC na atualidade e no futuro.

David Rubenstein, fundador do Grupo Carlyle, listam, em recente conferência dez razões para investir no Brasil, considerando a perspectiva de longo prazo, conforme mostra a tabela 9.1.

**Tabela 9.1. Fundamentos de Longo Prazo – Razões pelas quais o Carlyle investe no Brasil**

|     |  |
|-----|--|
| 1.  | Mercado doméstico de tamanho considerável e em crescimento                                     |
| 2.  | Espaço para expansão de crédito para empresas familiares                                       |
| 3.  | Baixo índice de dependência externa, mercado consumidor que representa 60,9% do PIB            |
| 4.  | Mercado e produtos de exportação diversificados  |
| 5.  | Quinze anos de estabilidade econômica e política   |
| 6.  | Disciplina fiscal e indicadores macroeconômicos sólidos  |
| 7.  | Reservas estrangeiras altas e estáveis   |
| 8.  | Intervenção governamental proativa e efetiva, gestão macroeconômica de alta qualidade técnica. |
| 9.  | Sistema financeiro suficientemente capitalizado  |
| 10. | Recursos naturais abundantes   |

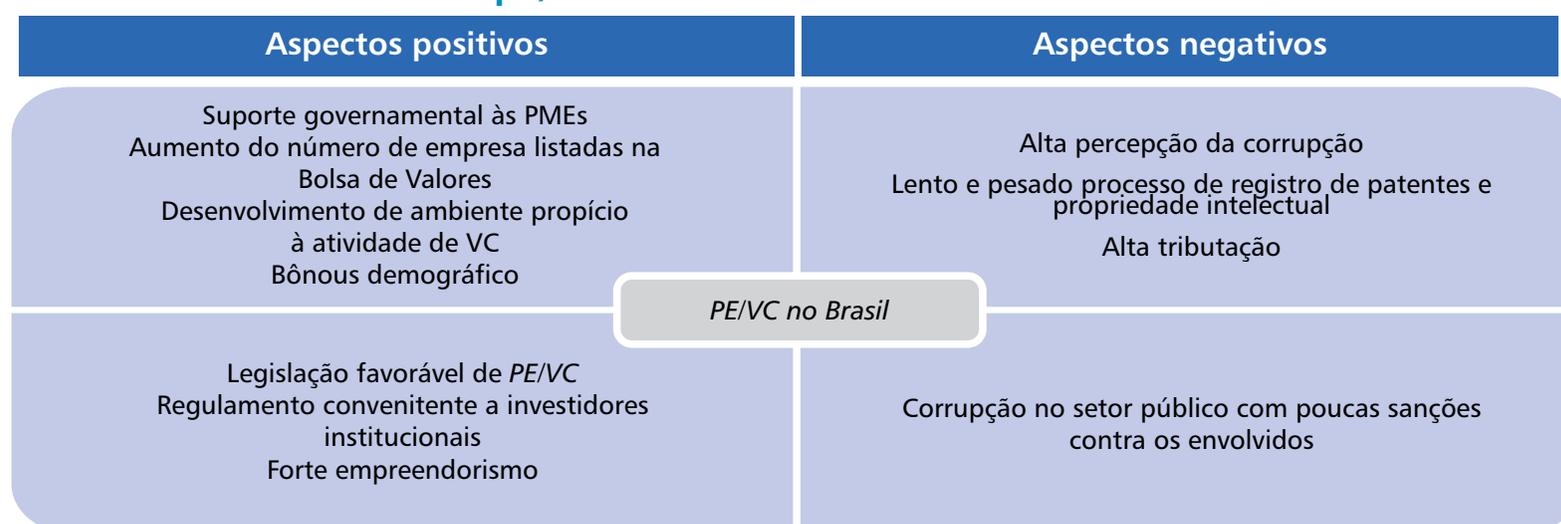
Fonte: Rubenstein (2010), conferência proferida no congresso ABVCAP, abril 2010.

Dessa forma, é provável que o Brasil consolide-se como um dos mercados emergentes mais atrativos para a indústria de PE/VC, principalmente, devido ao seu tamanho, características de crescimento e fundamentos.

### 9.2.1. Análise SWOT do PE/VC no Brasil

Para apoiar o desenvolvimento de algumas das tendências acima citadas acerca da captação de recursos da indústria de PE/VC no Brasil, pode-se realizar uma análise do tipo SWOT<sup>2</sup>. Esta ferramenta demonstra o ambiente interno da indústria Brasileira de PE/VC e (forças e fraquezas) e o ambiente externo a ela (oportunidades e ameaças), conforme mostra a Figura 9.1 abaixo.

**Figura 9.1 – Análise SWOT do pe/vc no Brasil**



Fonte: adaptado de The Global Venture Capital and PE/VC Country Attractiveness Index, 2010. Editado pelo GVcepe.

#### 9.2.1.1. Forças: as características que colocam o Brasil em destaque

**Suporte governamental às PMEs:** o Brasil conta com diversos órgãos de fomento que apoiam *Start-ups*, empresas de tecnologia. Uma empresa vinculada ao MCT, a FINEP, aportou, entre 2003 e 2010, R\$ 1,7 bilhão na área de ciência e tecnologia, como discutido no capítulo dedicado ao Ecosistema.

O SEBRAE, por outro lado, foi uma das primeiras instituições a investir em organizações gestoras de PE/VC, sendo que entre 1999 e 2004 aportou capital para a constituição de oito veículos de investimento.

Além disso, a ABDI, ligada ao MDIC, promove a Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP). Os investimentos desta política, entre maio de 2008 e dezembro de 2010, são estimados em R\$ 300 bilhões para o desen-

2 *Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats*; ou Forças, Fraquezas, Oportunidades e Ameaças, na mesma ordem. Michael Porter.

volvimento da inovação na indústria nacional, incluindo a promoção do empreendedorismo, inovação e PE/VC.

Outra agência governamental de incentivo às PMEs, ao fluxo de investimentos e à globalização é a associação Brasileira de Promoção de Exportações e Investimentos (Apex-Brasil), ligada ao Ministério MDIC, que atua, desde 2003, inserindo empresas Brasileiras de todos os portes – principalmente as pequenas e médias – no mercado internacional e atraindo investimentos externos.

Aumento do número de empresas listadas na Bolsa de Valores: ao final de 2005 a Bovespa apresentava 381 empresas listadas no Mercado de Ações. Dois anos depois, passou a registrar aproximadamente 450 empresas negociadas no pregão. Em 2010, esse número aumentou para quase 500, o que representa um crescimento de 31% em pouco mais de cinco anos. De fato, este crescimento poderia ter sido mais significativo, mas o aumento das incertezas proporcionado pelo agravamento da situação da economia Europeia frustrou as expectativas em relação aos IPOs de 2010. Todavia, o presidente da BM&FBovespa prevê um crescimento de 50% no número de empresas listadas até 2015, sendo que metade destas “estreadas”, cerca de 100 companhias, deverão ser de PMEs. No âmbito da economia em geral, o percentual de empresas Brasileiras inovadoras cresceu 21% nos últimos oito anos, o que representa uma das maiores taxas de inovação já registradas no país.

**Desenvolvimento de ambiente propício à atividade de PE/VC:** a criação da Instrução CVM 209 de 1994, que estabeleceu os Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE) e da instrução 391 em 2003, que estabeleceu os Fundos de Investimentos em Participações (FIPs) permitiu que investidores estrangeiros qualificados de capital fechado e aberto, além dos fundos de pensão pudessem investir em veículos nacionais de PE/VC; possibilitou que houvesse tributação diferenciada aos cotistas dos fundos; determinou prazo de duração para os veículos; apresentou maior facilidade para a cobrança da taxa de administração; tornou mais ágeis as apropriações de créditos tributários; e transformou o processo de liquidação financeira dos investimentos mais simplificado. Outro fator importante que propicia o desenvolvimento do ambiente favorável a indústria é o crescimento consistente das oportunidades em educação de PE/VC no país tais como a disciplina de *PE/VC e Venture Capital* criada em 1999 no curso de graduação da FGV-EAESP e estendida em anos seguintes para a pós-graduação.

**Bônus demográfico:** A população Brasileira se encontra em um momento especial de sua composição demográfica devido ao início do envelhecimento de sua população. Essa fase de transição modifica a pirâmide etária do país de modo a fazer com que a representatividade infantil na composição demográfica

fica nacional relativamente diminua e que a representatividade da população adulta (economicamente ativa) se expanda, sem, entretanto, fazer com que a população idosa se eleve – algo que só ocorrerá em um futuro de médio/longo prazo. Deve-se notar que essa situação promove uma diminuição nos gastos governamentais com seguridade social e educação e saúde. Por consequência, a constituição da população nacional expande nos focos produtivos da sociedade, de modo que o país conta com um aumento significativo de sua mão de obra, criando-se assim uma oportunidade ímpar de crescimento econômico.

#### **9.2.1.2. Fraquezas: os aspectos em que o país pode melhorar**

**Alta percepção da corrupção:** não existe modo de medir diretamente a corrupção. No entanto, o Brasil é considerado um país corrupto se considerarmos as opiniões de pessoas direta ou indiretamente ligadas a negócios internacionais. A organização não-governamental *Transparency International* elabora anualmente o Índice de Percepções da Corrupção em que cada país recebe uma “nota” de 0 a 10, formando um ranking. No caso do Brasil, os recentes escândalos, com sua repercussão internacional justificam a deterioração no índice que, em 2009, colocou o país na 75ª posição entre 180 países, colocação inferior a de nações com baixo Índice de Desenvolvimento Humano (IDH), tais como Gana. De fato, a reputação Brasileira apresenta credibilidade duvidosa no cenário mundial, apesar de este estigma estar sendo revertido como comprovam as recentes escolhas do país como sede da Copa do Mundo em 2014 e das Olimpíadas de 2016. O fato é que combater a alta percepção da corrupção Brasileira continua a ser um desafio e, em razão disso, a captação de recursos e atração de investimentos externos podem ficar parcialmente comprometidos.

**Lento e pesado processo de registro de patentes e propriedade intelectual:** no Brasil, o processo de pedidos de registro de marcas, patentes e desenhos industriais ainda é significativamente lento se comparado com outros países do mundo. Deste modo, o posicionamento de tecnologias nacionais no mercado externo é comprometido, a insegurança jurídica é acentuada e o planejamento das empresas é prejudicado. Entre os fatores que provocam lentidão no fluxo de processamento de patentes está o *déficit* de pessoal, pois a contratação de novos técnicos e examinadores envolve a abertura de processos de licitação para concurso e um longo treinamento. No entanto, medidas vêm sendo tomadas nos últimos anos e o Instituto Nacional da Propriedade Industrial (INPI) promete reduzir significativamente o tempo para registros de patentes por meio de um sistema eletrônico de gestão de pedidos de patentes.

**Alta tributação:** A carga tributária, em 2009, correspondeu a 33,58% do PIB Brasileiro (Rodrigues, 2010). Este fato, consequência de um Estado grande e oneroso, leva à diminuição da possibilidade de redução da taxa de juros no país, e, assim, representa um obstáculo ao crescimento econômico e ao desenvolvimento da indústria de PE/VC no Brasil.

### 9.2.1.3. Oportunidades: o que se pode aproveitar a nosso favor

**Legislação favorável ao PE/VC:** a instrução CVM 209 de fato proporcionou a criação de um ambiente propício ao desenvolvimento do PE/VC no Brasil. Todavia, a instrução CVM 391 de 2003, por meio da criação dos Fundos de Investimento em Participações (FIPs), passou a conferir maior flexibilidade para o investimento em PE/VC no Brasil do que instrução CVM 209 já que, por exemplo: remove a limitação de tamanho das companhias investidas, que podem, também a partir deste artigo, ser abertas ou fechadas; regulamenta a participação dos gestores no processo decisório das companhias investidas; obriga a transparência de informações para os cotistas; confere liberdade contratual entre os gestores e os cotistas. Recentemente as gestoras privadas por meio de sua associação instituíram um Código de Autorregulação e melhores práticas.

**Regulamentação conveniente a investidores institucionais:** os principais investidores da indústria Brasileira de PE/VC são os fundos de pensão, representando 22% (Base de dados do Gvcepe) da base de investidores que tem direito a alocar até 20% de suas reservas nesta categoria de ativo. Desde 1994, por meio da instrução CVM 209, os fundos de pensão têm a possibilidade de investir em empresas de capital fechado no Brasil. Além disso, muitos destes investidores institucionais participam do comitê de investimento dos fundos em que alocam seu capital, porém foi o advento da CVM 309 e os bons resultados dos fundos de PE/VC associado a uma declinante taxa real de juros os motivadores dos fundos de pensão a investirem em PE/VC.

**Forte empreendedorismo:** a atividade empreendedora Brasileira encontra-se em grande expansão devida, principalmente, aos programas de apoio governamental a *Start-ups*, empresas de tecnologia e PMEs em geral. De acordo com GEM (2009), o Brasil consagrou-se o sexto país mais empreendedor no ranking dos países com nível comparável de desenvolvimento econômico. A boa colocação se deve, principalmente, à capacidade de o país manter a economia dinâmica durante a crise financeira internacional em razão, sobretudo, do mercado interno, abastecido por micro e pequenas empresas. Além disso, o país atingiu, pela primeira vez, a maior taxa de empreendedorismo por oportunidade. Dessa forma, para cada 1,6 empreendedores por oportunidade temos um por necessidade.

### 9.2.1.4. Ameaças: o que pode prejudicar o país

**Corrupção no setor público com poucas sanções contra os envolvidos:** esquemas de compra de votos e atividades ilegais de financiamento de campanha eleitoral, fraudes em concorrências públicas, além da ineficácia na gestão do serviço público ainda resultam em poucas e brandas sanções, o que alimenta o sentimento de impunidade e pode afastar investidores externos. Desta forma, os sistemas político e jurídico carecem de reformas estruturais, assim como o tributário e o de segurança pública.

Entretanto, os executivos públicos provenientes da administração indireta apresentam notável competência e gozam cultura gerencial (quando não tipicamente empresarial). Como exemplo, a estatal Petrobrás, empresa indiretamente administrada pelo setor público, detém o 4º lugar entre as empresas mais respeitadas do mundo. Do mesmo modo, existe a percepção internacional de que o governo Brasileiro é composto por ministros e gestores altamente competentes (Standard & Poor's, 2010).

#### **9.2.1.5. Consequências para o *fundraising***

A partir da análise *SWOT*, percebe-se que a corrupção e a morosidade que ainda permeiam algumas instituições públicas, principalmente do judiciário, continuam a comprometer a credibilidade do Brasil no exterior. O reflexo destes fatos para investidores de PE/VC está na crença de que um país com índices preocupantes de corrupção não representa em comparação a outras geografias o ambiente ideal para uma atividade inerentemente arriscada como o PE/VC.

Todavia, ao comparar os aspectos negativos com os positivos, o resultado é animador e conduz a perspectivas promissoras para a indústria nos próximos anos. Entende-se, por exemplo, que medidas vêm sendo tomadas a fim de acelerar e desburocratizar o processo de concessão e registro de patentes e propriedade intelectual e, além disso, as autoridades nacionais têm ganhado credibilidade internacional como gestores do Estado que estimula o investimento externo.

Assim, com o forte apoio governamental às PMEs, a consistente evolução da legislação, a regulamentação e a tributação da atividade de PE/VC, a atratividade da Bolsa de Valores e o desenvolvimento do empreendedorismo no Brasil, os investidores desta classe de ativos tendem a visualizar o país como líder na consolidação e ampliação da indústria latino-americana de PE/VC. Portanto, diante dos cenários pessimistas verificados atualmente nos Estados Unidos da América (EUA) e na Europa, o investidor que busca regiões de rápido crescimento para aplicar seus recursos vê, por exemplo, o Brasil como “porta de entrada” para a América Latina.

### **9.3. Negociação e Estruturação de Investimentos (*Investing*)**

#### **9.3.1. Perspectivas do investimento em PE/VC**

As organizações gestoras que tem foco nos resultados econômicos, no aumento da capacidade de investimento das empresas em portfólio, produtividade e escala tendem a sobreviver diante da nova configuração do mercado, tanto internacional e quanto local. Assim, as organizações de PE/VC fundamentadas na qualificação de seus gestores locais, detentoras de um profundo conhecimento sobre os mercados

em que investem e, principalmente, focadas no aprimoramento das operações das empresas investidas, provavelmente se mostrarão mais propensas ao sucesso.

Após a crise financeira de 2008, as aquisições de empresas reduziram-se substancialmente. Muitos empreendedores que estavam analisando receber recursos de PE/VC congelaram a iniciativa, pois teriam que ceder agora uma fatia muito maior do seu negócio, e muitas vezes, também o controle. Logo, observa-se um número cada vez maior de transações baseadas em planos de *earn-out*. Como principais motivos para a tendência de popularização do mecanismo estão: a redução do desembolso inicial pelo negócio; a conciliação de expectativas entre o comprador e o vendedor sobre o valor do negócio; e a motivação da equipe de gestão da empresa investida. Os *earn-outs* são, muitas vezes, calculados em relação ao *EBITDA* das empresas em portfólio, incentivando positiva e negativamente sua gestão a partir da variação porcentual de participação da organização gestora no negócio, de acordo com o alcance de metas pré-estabelecidas. O *earn-out* é, portanto, um instrumento de estímulo essencialmente atrelado ao desempenho da companhia investida e, como benefício, tende a melhorar a performance operacional no longo prazo. Assim a tendência proporcionada, entre outras coisas, pela escassez de crédito, pode significar empresas mais produtivas e eficientes. Além disso, considerando as incertezas do atual momento econômico, essa estrutura de negócio protege a organização gestora contra potencialmente pagar caro por ativos. Em suma, ao se considerar que a adoção do módulo de *earn-out* resulta em empresas com melhorias no sistema de gestão, é possível estabelecer uma relação entre esta prática e crescimento dos resultados, aumento do retorno aos investidores, diminuição de recursos empregados na produção e minimização dos custos de agência (MergerMarket, 2009).

### 9.4. Desinvestimentos e Retornos (*Exiting and Returns*)

Saídas bem-sucedidas apresentam uma importância crítica na garantia dos retornos para investidores e, como consequência, na captação de novos recursos pelos gestores. As estratégias de saída modelam todos os aspectos do ciclo de investimentos em PE/VC, desde a habilidade de captação de recursos até os tipos de investimentos que são realizados. Em médio prazo, o pleno funcionamento da atividade de PE/VC será capaz de ofertar ativos à bolsa de valores que certamente fomentarão o Mercado de Capitais nacional que, por sua vez, apresentará maiores oportunidades de desinvestimento, governança elevada, e novas modalidades de negócios, promovendo a própria atividade.

Com a desaceleração econômica, muitas organizações gestoras de PE/VC atuantes no mercado global não têm apresentado o retorno esperado de seus portfólios. Sendo assim, as gestoras de fundos – na tentativa de não reportar resultados negativos – têm procurado estender o prazo de duração total de seus

veículos, configurando uma tendência fundamentada na expectativa de recuperação do Mercado de Capitais (McKinsey Global Institute, 2009). Isto posto, desprende-se o entendimento de que muitos investidores, assolados por retornos aquém das expectativas, deixam de alocar recursos nos veículos à medida que seus resultados de capital – proporcionados pela distribuição de resultados dos veículos após o desinvestimento – são negativamente afetados pelo momento econômico. Assim, quando as organizações gestoras de PE/VC retomarem a capacidade de liquidar “grandes investimentos”, os investidores passarão a contar, outra vez, com capital para realizar novos investimentos. Deste modo, a atividade de PE/VC entra em processo de retroalimentação. Portanto, um forte indicador de recuperação na indústria global de PE/VC será a retomada na realização de desinvestimentos por parte dos fundos. Com a indústria global fortificada, os investimentos em PE/VC tornam-se mais atrativos, também, no Brasil, pois, investidores estrangeiros tornam-se mais otimistas em relação ao setor e destinam mais investimentos para o país.

Além disso, a influência do governo deve aumentar. Existem, atualmente, propostas de reforma tributária nos EUA (the “American Jobs and Closing Tax Loopholes Act of 2010”), Reino Unido e Austrália.

Relatórios para investidores no setor apresentarão melhora a partir do momento que a indústria de PE/VC buscar explicar melhor suas ações. Em setembro, a Institutional Association of Limited Partners (ILPA), network de investidores institucionais de PE/VC, divulgou uma seleção das práticas que gestores devem considerar aceitar, caso tenham a intenção de realizar negócios com investidores. Em geral, a exigência consiste em maior transparência, termos contratuais mais favoráveis, e, uma divisão de resultados mais generosa para os investidores (The Economist, 2010). Identifica-se, também, a necessidade de cálculos mais transparentes de taxas, assim como, avaliações e informações financeiras mais detalhadas a respeito de companhias em portfólio. *LPs* estão tornando-se mais exigentes e conscientes (Bain & Co., 2010).

As condições demográficas Brasileiras, como distribuição etária, expansão da renda, educação e aumento do consumo interno, tornam investimentos em agronegócio e bens de consumo o foco de diversos fundos de PE/VC, que buscam, principalmente, na ascensão da Classe C oportunidades de investimentos com alto potencial de crescimento. A importância crescente do mercado doméstico de PE/VC vai dar oportunidade a muitas empresas se desenvolverem, podendo tornar-se competitivas no mercado internacional.

Os *IPOs* representam uma das saídas naturais dos investimentos em PE/VC e, em conjunto com *trade sales*, é o foco principal das estratégias de saída da indústria, pois, apresenta o maior potencial de lucratividade. Alguns fatores influenciam a decisão de realizar um *IPO* em empresas com aporte de capital de PE/VC, como, potencial para impressionar novos investidores e avaliação do valor da empresa. A habili-

dade dos profissionais do setor de PE/VC de avaliar o momento ideal para a saída é fundamental para o sucesso do investimento, pois devem buscar a realização de *IPOs* quando as ações estiverem valorizadas, o que proporciona um retorno significativo.

No Brasil, a alternativa de *IPO* passa a ser cada dia mais viável ao considerar o ambiente macroeconômico positivo, queda dos juros e aumento significativo de crédito. O grande desafio é dar liquidez a *IPOs* de pequenas e médias empresas, apesar de existir segmento especialmente destinado a este objetivo na Bolsa de Valores (o Bovespa Mais). A partir disso, o mercado de ações e, principalmente, de *IPOs* torna-se mais robusto e apresenta uma alternativa promissora de liquidez para investimentos de PE/VC. Um reflexo disto fica evidente no fato de que, em 2004, o Mercado de Capitais Brasileiro tomou um forte impulso com a onda de *IPOs* desencadeada pelos desinvestimentos de empresas dos portfólios de algumas organizações gestoras de PE/VC. A crise financeira em 2008 afetou, consideravelmente, a indústria de PE/VC e fez com que os fundos postergassem seus procedimentos de saída. Contudo, o mercado de ações e *IPOs* no país apresentam uma recuperação rápida e consistente, a ponto do Brasil ter obtido a classificação de vice líder mundial de *IPOs* em 2009.

Dessa forma, os procedimentos de saída dos veículos de investimento concentram-se, principalmente, na busca por *IPOs*, seguidos por *trade sales*, e, com o mercado Brasileiro bastante promissor nesse sentido, o país apresenta um potencial acentuado para a consolidação e crescimento da indústria nos próximos anos.

### 9.5. Desafios da Indústria Brasileira de PE/VC

Entre os desafios da indústria para os próximos anos podemos antever:

- a) Oferta contínua e estruturada de profissionais qualificados;
- b) Marco regulatório relativo à responsabilidade dos investidores e a descaracterização da personalidade jurídica das empresas investidas; e
- c) Consolidação de negócios no início da cadeia de valor dos investimentos de PE/VC com expansão de redes de investidores-anjo e veículos de (*Seed Capital*) e *Venture Capital – Early Stage*.

### 9.6. Setores Industriais e Diversificação na Economia: Áreas Estratégicas de Alto Potencial

Em dezembro de 2009, a capitalização de mercado da BMF e BOVESPA alcançou US\$ 1,3 trilhões, o que representa 73% do Produto Interno Bruto (PIB) Brasileiro. Por outro lado, no mesmo período, a Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) obteve uma capitalização total de US\$ 11,8 trilhões, ou 82% do PIB dos EUA. Observa-se, ainda, a existência de uma grande quantidade de empresas que têm representativi-

dade na economia Brasileira, mas que, ainda não abriram capital na Bolsa de Valores. De acordo com a análise de empresas com alto potencial de crescimento em cinco cidades Brasileiras, 52% delas pretendem abrir capital no período entre um e três anos, e, outros 42% pretendem realizar IPO no longo prazo. Além disso, 33% declararam ter interesse em investimentos de *Private Equity* (BM&FBovespa, 2010a).

Após a consolidação da estabilidade e previsibilidade da economia, em 2008, o MDIC criou a PDP que possui quatro metas-país: ampliação do investimento fixo, ampliação da participação das exportações Brasileiras, elevação do gasto privado em P&D e dinamização do gasto privado em P&D com foco nas micro e pequenas empresas exportadoras.

A atuação da ABDI como coordenadora da PDP e do ambiente de inovação visa ampliar o acesso aos instrumentos de desenvolvimento e inovação em 26 setores da indústria nacional, o que envolve a promoção do empreendedorismo, inovação e PE/VC. Dentre os 26 setores incluídos na PDP, 24 foram alvo de investimentos de fundos de PE/VC. Assim, esta categoria de investimento está presente em 90% dos programas de desenvolvimento prioritários do Governo Brasileiro.

Diante do atual cenário econômico vivenciado pelo Brasil, o consumo das famílias classificadas como de classe C e D é considerado o principal fator capaz de estimular a economia e garantir o crescimento da produção de bens e serviços nos próximos anos. Nesse sentido, é possível identificar oito setores que se beneficiarão do recente momento econômico e que, para tanto, exigem investimentos como o de PE/VC:

- d) Agricultura
- e) Alimentos
- f) Educação
- g) Energia (Geração e Transmissão)
- h) Imobiliário
- i) Saúde
- j) Setores tradicionais
- k) Varejo

### 9.6.1. Agricultura

As organizações gestoras da indústria de PE/VC ainda mantêm seu otimismo relativo ao setor agrícola Brasileiro. Acredita-se que os consumidores irão concentrar a retração dos gastos em outros setores de consumo, e não em necessidades básicas como produtos oriundos da agricultura.

Todavia, existem alguns desafios para o setor, como, a grande alavancagem dos setores de cana e soja e, por isso, devem sofrer mais pressão para consolidar-se no futuro próximo, como consequência da diminuição do crédito no mundo. Outro problema evidente é o nacionalismo, como por exemplo restrições elevadas a aquisição de terras produtivas por fundos estrangeiros. Entretanto, acredita-se que os principais alvos de uma eventual mudança regulatória seriam empresas ou investidores que buscam a somente especulação fundiária, e não veículos de investimento em PE/VC.

Evidencia-se também a potencialidade para investimentos florestais (*timber funds*) e espera-se que uma maior parte dos recursos captados seja direcionada para esse segmento. Principalmente, com o objetivo de promover a agricultura inteligente e inovações tecnológicas no setor.

### 9.6.2. Alimentos

No Brasil, verificaram-se, nos últimos anos, a ampliação do poder de compra das classes mais pobres e o aumento significativo da fatia da população que antes não tinha renda alguma e que agora faz parte do mercado de consumo. Dessa forma, houve ampliação da demanda e renda no mercado interno, e, fortalecimento do setor alimentício no país.

O setor de alimentos lidera o movimento de fusões e aquisições no Brasil. Em 2009, foi responsável por 10% do total das 378 fusões ou aquisições realizadas no país. Mesmo com uma ligeira queda no volume dessas operações no início de 2009, como reflexo da crise financeira, houve uma recuperação significativa e, atualmente, os números permanecem próximos ao período pré-crise.

A facilidade dessas companhias em obterem recursos é representada pela participação ativa de investimentos de PE/VC. Exemplos disso são a compra da rede americana Burger King pelo fundo 3G e as operações no Brasil da *holding* International Meal Company (IMC) pelo fundo Advent international, com o objetivo de investir fortemente no setor alimentício. Outras aquisições recentes por esta *holding* foram as redes RA e Vienna, e, existem negociações recentes com outras como Almanara, Rubayat e América.

### 9.6.3. Educação

A Expansão do crédito estudantil aliada à PDP, lançada pelo Governo Federal, e a ascensão da renda contribuíram para que houvesse um aumento significativo do número de vagas oferecidas pela rede privada de Ensino Superior em resposta ao incremento da demanda, principalmente, de alunos da classe C. A partir disso, ao analisar o setor de educação no Brasil sob o enfoque estratégico, considerando aspectos como competitividade, custos, verifica-se sua atratividade. Contudo, com as dificuldades oriundas

da crise, como, diminuição de crédito, aumento das dívidas e dos índices de inadimplência, empresas do setor educacional viram na união e concentração a alternativa para aprimorar, beneficiando-se as empresas-plataformas educacionais de alguns fundos de PE.

#### 9.6.4. Energia (Geração e Transmissão)

O setor de energia tem atraído a atenção do mercado devido às perspectivas de novos investimentos, estimulados pelo crescimento econômico e, também, pelos eventos que serão realizados no Brasil nos próximos anos, como a Copa do Mundo e as Olimpíadas. O Brasil continua emergindo como uma potência econômica importante e tem desenvolvido uma indústria de energia vibrante e avançada, com um significativo potencial de crescimento (Will Honeybourne, 2010).

O principal foco da indústria de PE/VC no segmento de energia são Pequenas Centrais Hidrelétricas (PCHs), termelétricas e geração eólica. A área de energia limpa sofre com o congestionamento, diminuições bruscas nas atividades básicas e problemas no mercado financeiro pós-crise, o que desencadeou uma queda dos investimentos de aproximadamente 44% em comparação com o período anterior a crise. Atualmente, o setor de energia apresenta muita importância para os veículos de investimento, dado que é o segmento classificado em segundo lugar em maior quantidade de empresas em portfólio por setor.

#### 9.6.5. Imobiliário

Apesar do aumento da instabilidade externa pós-crise e da recomendação de que as análises de investimento sejam feitas com maior critério, o momento do setor imobiliário no Brasil apresenta oportunidades interessantes com potencial de exploração pelo setor de PE/VC.

O cenário Brasileiro é promissor. Alguns fatores geraram uma forte demanda por habitação, como o crédito governamental destinado à população de baixa-renda (ex. Programa Minha Casa, Minha Vida), segurança legislativa, investimentos do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) na habitação, queda dos juros e aumento da renda. Estes exemplos contribuem para fundamentar a atratividade e o potencial do setor imobiliário na região.

Entre 2005 e 2007, 21 empresas do ramo imobiliário passaram a ter suas ações negociadas na bolsa de valores. Com a captação de recursos dessas operações, essas companhias adquiriram terrenos para compor o seu *land bank* e, atualmente, necessitam de mais recursos para desenvolver seus projetos, mesmo considerando a revisão de lançamentos como consequência da crise financeira. Ao mesmo tem-

po, as empresas deste ramo que não abriram capital buscam alternativas de financiamento para suas atividades. Com o recente fechamento do mercado de crédito, a fonte de financiamento dessas empresas passa a ser representada pelo setor de PE/VC.

Dessa forma, há uma perspectiva de crescimento, e espaço para a ampliação da atuação dos fundos de PE no setor imobiliário, que hoje possuem 69 empresas em portfólio (13,7% do total).

### 9.6.6. Saúde

O baixo volume de investimentos públicos em saúde e a relativa “blindagem” do setor contra a crise financeira evidencia o potencial do segmento para investidores do setor privado. Além disso, o Brasil é o segundo maior produtor de equipamentos e tecnologia médica dentre os países emergentes. Segundo a Organização Mundial da Saúde (OMS), empresas Brasileiras venderam US\$ 2,6 bilhões em 2009. Pela primeira vez, países emergentes surgem como atores desse comércio que apresenta dominância de países desenvolvidos, como, EUA, Suíça e Itália. A grande maioria das empresas do setor tem foco no mercado Brasileiro, embora 30% deste universo já estejam exportando.

Esses fatores impulsionam o interesse dos fundos de participação em realizar aportes nesse tipo de empreendimento no Brasil. A indústria médico-hospitalar e odontológica desponta com uma das áreas mais atrativas para os investidores de PE/VC. Existe um potencial importante para o setor que, atualmente, representa 3% do total de empresas em portfólio de veículos de investimento em PE/VC.

### 9.6.7. Setores Tradicionais

A indústria de PE/VC não se restringe somente a setores de alta tecnologia. Buscam-se negócios inovadores, mas não exclusivamente de alta tecnologia. A atuação da indústria de PE/VC torna-se cada dia mais ampla e atinge frequentemente os setores tradicionais. No Brasil, grande parte das empresas de setores tradicionais que receberam aporte de capital era intensiva em inovação. Esse fato evidencia uma tendência de que esses setores atinjam não somente o mercado interno, mas busquem também participação no mercado internacional.

Essa tendência de investimento em companhias que apresentem potencial inovador, não se restringe só a sua atuação de mercado, mas também, em processos internos de gestão. Negócios com potencial de crescimento em que a gestão da qualidade possa trazer um diferencial possuem probabilidades maiores de tornarem-se rentáveis e de alto crescimento. Desta forma, identifica-se o potencial do setor para fundos de PE/VC.

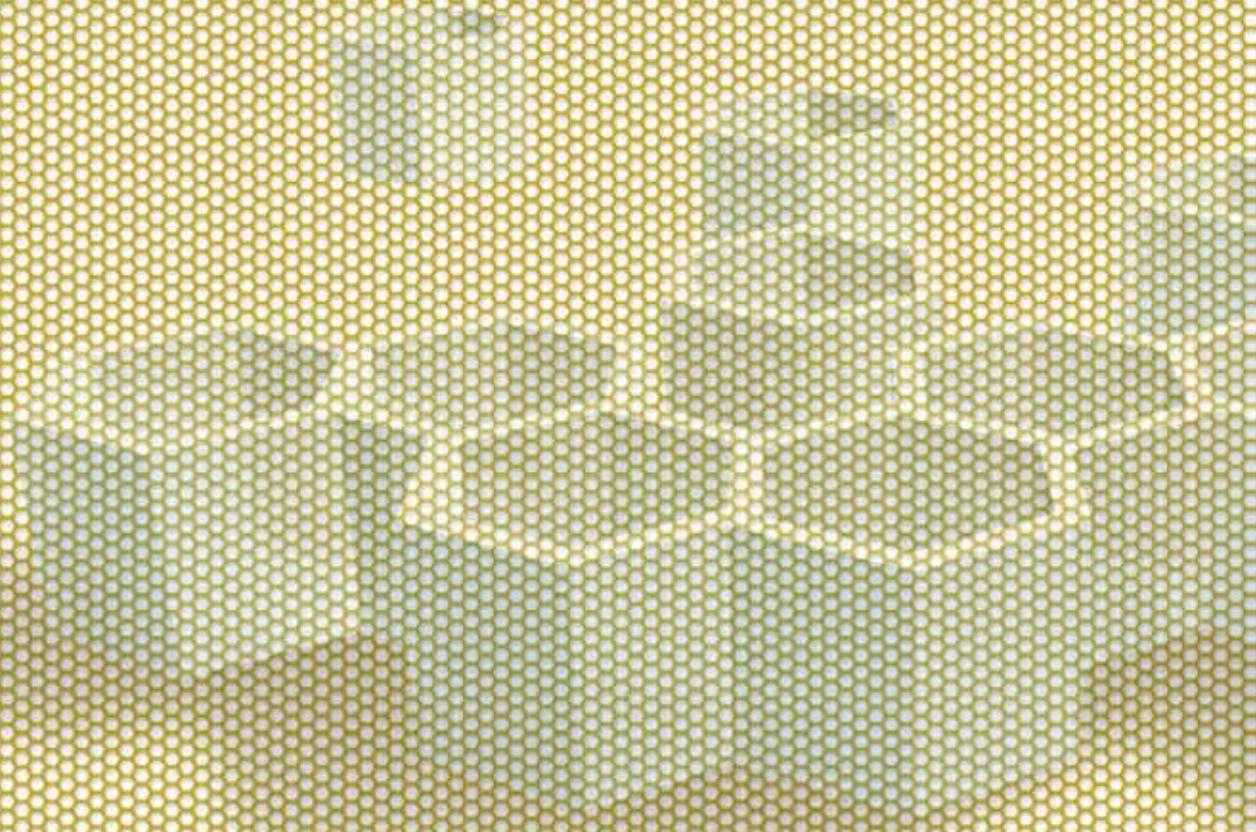
### 9.6.8. Varejo

Independentemente da crise financeira, o setor de varejo no Brasil tem apresentado um desempenho sólido. Cresceu 5,9% em 2009, e, enquanto a BM&FBovespa registra queda aproximada de 3,8% em 2010, papéis de empresas do setor de varejo possuem mais de 100% de valorização. Além dos fundamentos da economia muito favoráveis a esse setor, algumas empresas surpreenderam com resultados fantásticos no segundo trimestre de 2010. Um exemplo disso são as Lojas Renner. A receita líquida total da companhia cresceu 17% no primeiro semestre de 2010, em comparação com o mesmo período de 2009, chegando a R\$ 1,2 bilhão. No ano, as ações já subiram 48,5%. Outro exemplo são as lojas Hering que, em 2010, as ações já valorizaram 122%. Assim, o cenário de crescimento da economia nos próximos anos deixou para trás a imagem de instabilidade do varejo, que deve atrair cada vez mais capital estrangeiro e nacional.

Recentemente, houve um grande número de aquisições e fusões neste segmento, o setor de consumo tem sido alvo de aproximadamente uma aquisição a cada dia. As organizações gestoras de PE/VC lideram esse movimento, sendo responsáveis pela significativa maioria dos negócios na área. Esse fato representa uma tendência de investimentos da indústria de PE/VC no setor de varejo, que atualmente representa somente 5% do total de empresas em portfólio.



# Referências bibliográficas





- 3i (2010) The History of 3i [Online] Disponível: <http://www.3i.com/about3i/history-of-3i.html> [02 Nov 2010].
- ABVCAP (2010) Congresso ABVCAP 2010 apresenta panorama do *Private Equity* no Brasil, Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* [Online] Disponível: <http://www.congressoabvcap2010.com.br/portugues/Publinter/Releases/Arquivos/8.pdf> [06 de Out de 2010].
- ACHARYA, V., HAHN, M. e Kehoe, C. (2010) Corporate Governance and Value Creation: Evidence from *Private Equity* [Online] Disponível: <http://ssrn.com/abstract=1324016> [23 Set 2010].
- Actis (2010) Actis Key Milestones [Online] Disponível: <http://www.act.is/466/key-milestones> [02 Nov 2010].
- Advent (2010) Advent International Milestones [Online] Disponível: [http://www.adventinternational.com/SiteCollectionDocuments/Advent%20Milestones%20July%202010\\_web.pdf](http://www.adventinternational.com/SiteCollectionDocuments/Advent%20Milestones%20July%202010_web.pdf) [15 de Out 2010].
- ANBIMA (2010) Retrospectiva ANBIMA 2009, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, Rio de Janeiro.
- ANSON, M. (2006) Handbook of Alternative Assets, John Wiley & Sons, New York.
- ANTE, S. (2008) Creative Capital. Georges Doriot and the Birth of *Venture Capital*, Harvard Business Press, Boston.
- Arkelof, G. (1970) The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics* 84(3), p.488-500.
- ASSAF Neto, A. (2010) Mercado Financeiro, 9 ed. São Paulo, Editora Atlas.
- AVNIMELECH, G., KENNEY, M. e Teubal, M. (2004) Building *Venture Capital* Industries: Understanding the U.S. and Israeli Experiences, BRIE Working Paper 160 [Online] Disponível: <http://www.escholarship.org/uc/item/9035c3vt> [20 Nov 2010].
- BACEN (2010a) Operações de crédito do sistema financeiro - Recursos direcionados - BNDES-Total [Online] Disponível: BCB-DEPEC [15 Out 2010].

\_\_\_\_\_. (2010b) Prazo médio consolidado das operações de crédito com recursos livres referenciais para taxa de juros - Capital de giro e Prazo médio consolidado das operações de crédito com recursos livres referenciais para taxa de juros - Total pessoa jurídica [Online] Disponível: BCB-DEPEC [15 Out 2010].

\_\_\_\_\_. (2010c) Prazo médio das operações de crédito - Pessoa Jurídica [Online] Disponível: SISBACEN300 [15 Out 2010].

\_\_\_\_\_. (2010d) Central Bank Brazil Henrique Meirelles: Economic Perspectives, BACEN Publicação.

Bain & Company (2010) *Global Private Equity Report 2010*.

BAKER, M. e GOMPERS, P. (1999) Executive Ownership and Control in Newly Public Firms: The Role of *Venture Capitalists*.

BARNEY, J. (1986) Strategic Factor Markets: Expectations, Luck and Business Strategy. *Management Science*.

BARTLETT, C. e GHOSHAL, S. (2002) Building competitive advantage through people, *MIT Sloan Management Review*.

BERGER, A. e UDELL, G. (1998) The Economics of Small Business Finance: The Roles Of *Private Equity* And Debt Markets In The Financial Growth Cycle, *Journal of Banking and Finance*, 22, 613-673.

BERSTEIN, S., Lerner, J., Sorensen, M. e Stromberg, P. (2010) *Private Equity* and Industry Performance, HBS Working Paper 10-045 [Online] Disponível: <http://www.hbs.edu/research/pdf/10-045.pdf>.

BIS (2010) BIS Quarterly Review: International banking and financial market developments, Banco de Compensações Internacionais.

BLACK, B. e GILSON, R. (1999) Does *Venture Capital* Require an Active Stock Market?, *Journal of Applied Corporate Finance* 11(4), p.36-48.

BLACK, B., CARVALHO, A. e GORGA, A. (2010) The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms, *Revista Brasileira de Finanças*, Vol. 7.

BLOOM, N., SADUN, R. e Van Reenen, J. (2009) Do *Private Equity* Owned Firms Have Better Management Practices? Centre for Economic Performance, Occasional Paper, n.24.

BM&F Bovespa (2009) Relatório Anual 2008, São Paulo.

\_\_\_\_\_. (2010a) Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE [Online] Disponível: <http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=ISE&Idioma=pt-BR> [04 Out 2010].

\_\_\_\_\_. (2010b) Relatório Anual 2009 São Paulo.

\_\_\_\_\_. (2011) Participação de Investidores - Período: 01/02/2011 a 16/02/2011 [Online] Disponível: <http://www.bmfbovespa.com.br/renda-variavel/BuscarParticipacaoInvestimento.aspx?idioma=pt-br> [17 fev 2011].

BNDESPar (2009) Relatório Anual do Agente Fiduciário - Exercício 2008.

\_\_\_\_\_. (2010) Relatório Anual do Agente Fiduciário - Exercício 2009.

BNDESPar faz oferta pública de debêntures, Brasil Econômico, [Online] Disponível: <http://www.Brasileconomico.com.br/noticias/nprint/93845.html> [04 Nov 2010]

BNY Mellon e PEI Media (2010) *Private Equity Faces The Future: Candid Views From The Market Thought Leadership Series*, Maio de 2010.

BOLTON, B. e THOMPSON, J. (2000) *Entrepreneurs: Talent, Temperament, Technique*, Elsevier, Oxford.

BOSMA, N. e LEVIE, J. (2009) *Global Entrepreneurship Monitor 2008 Global Report*, Global Entrepreneurship Research Association.

BOTTAZZI, L. e Da Rin, M. (2002) *Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies*, *Economic Policy* 17(34), p.229-269.

BOWONDER, B. e MANI, S. (2002) *Venture Capital and Innovation: The Indian Experience*, [Online] *Financial Systems, Corporate Investment in Innovation and Venture Capital*, UNU/INTECH Research Project.

BOYLE, R. e ROSS, R. (2009) *Mission Abandoned: How Multinational Corporations Abandoned Their First Attempt to Eliminate Poverty. Why They Should Try Again*, Robert L. Ross, Princeton.

- BRANDER, J., Du, Q. e HELLMANN, T. (2010) Governments as *Venture Capitalists*: Striking the Right Balance, Globalization of Alternative Investments, Working Papers v.3: The Global Economic Impact of *Private Equity* Report 2010, World Economic Forum, p.25-52.
- BRAV, A. e GOMPERS, P. (1997), *Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and NonVenture Capital-Backed Companies*, *Journal of Finance* 52 (5), p. 1791-1821.
- BROEDEL, A.L. e FURTADO, C.V. (2006) *Private Equity* na Carteira de Investimentos das Entidades de Previdência Privada, *Revista de Contabilidade e Finanças*, Dez/2006.
- BROOKE, P. (1981) Histórico da TA Associates, 1º Seminário Internacional sobre *Venture Capital*, White Paper, CODIMEC – Comitê de Divulgação do Mercado de Capitais.
- BROWN, G. (1993) The Importance of Information in Assessing Value, *Journal of Property Valuation and Investment* 3(4), p.343-349.
- BROWN, L. e CAYLOR, M. (2006) Corporate Governance and Firm Valuation, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol 25.
- Bushrod, L. (2004) Is it possible to benchmark *Private Equity* performance? [Online] Disponível: <http://www.mvision.com/PDFs/64.pdf> [15 Nov 2010].
- BVCA (2010a) A Guide to *Private Equity*, British *Private Equity & Venture Capital* Association Report [Online] Disponível: [http://admin.bvca.co.uk/library/documents/Guide\\_to\\_PE\\_2010.pdf](http://admin.bvca.co.uk/library/documents/Guide_to_PE_2010.pdf) [16 Nov 2010].
- \_\_\_\_\_. (2010b) Responsible Investment. A Guide for *Private Equity & Venture Capital* Firms, British *Private Equity* and *Venture Capital* Association report.
- BVCA/IE Consulting (2007) The Economic Impact of PE in the UK, British *Private Equity* and *Venture Capital* e IE Consulting report.
- BYGRAVE, W. e TIMMONS, J. (1992) *Venture Capital* at the Crossroads, Harvard Business School Press, Boston.
- CADOTTE, E.R. e BRUCE, H.J. (2003) *The Management of Strategy in the Marketplace*, Thomson.

- Cambridge Associates (2010) *US Venture Capital Index And Selected Benchmark Statistics* [Online] Disponível: <https://www.cambridgeassociates.com/pdf/Venture%20Capital%20Index.pdf> [14 Out 2010].
- CARTER, L. (1996) *Investment Funds in Emerging Markets, Lessons from Experience Series 2*, The World Bank and International Finance Corporation, Washington, DC.
- CARVALHO, M. (2008) *Micro e pequenas empresas inovadoras faturam em dobro*, Agência Sebrae de Notícias [Online] Disponível: <http://www.rts.org.br/noticias/destaque-1/micro-e-pequenas-empresas-que-implantam-inovacao-faturam-em-dobro> [16 Out 2010].
- CASELLI, S. (2007) *Private Equity and Venture Capital in Europe*, Elsevier.
- \_\_\_\_\_, Garcia-Appendini, E. e Ippolito, F. (2009) *Explaining Returns in Private Equity Investments*, Working Paper, n.15/09, Milan, Carefin Bocconi, [Online] Disponível: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1600227](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1600227) [08 Jun 2010].
- CDC (2010) *Company History* [Online] Disponível: <http://www.cdcgroup.com/company-history.aspx> [02 Nov 2010].
- CHECA, G., LEME, E. e SCHREIER, C. (2001) *The Venture Capital and Private Equity Industry in Brazil* *Journal of Private Equity* 4(4), p.46-67.
- CHEN, H., GOMPERS, P. A., KOVNER, A. e Lerner, J. (2009) *Buy Local? The Geography of Successful and Unsuccessful Venture Capital Expansion*, Harvard Business School Finance Working Paper.
- CHRISTENSEN, C. e OVERDORF, M. (2000) *Meeting the Challenge of Disruptive Change*, Harvard Business Review, Mar-Apr.
- CIA (2010) *The World Fact Book*, Central Intelligence Agency, EUA.
- CLEANTECH (2009) *Cleantech Industry Reformation Begins with Cleantech Group`s Ten Predictions for 2010*, The Cleantech Group [Online] Disponível: <http://cleantech.com/about/pressreleases/20091130.cfm> [10 Out 2010].
- \_\_\_\_\_. (2010) *Clean technology venture investment totaled \$5.6 billion in 2009 despite non-binding climate change accord in Copenhagen, finds the Cleantech Group and Deloitte*, The Cleantech Group [Online] Disponív-

el: <http://cleantech.com/about/pressreleases/20090106.cfm> [10 Out 2010].

CMBOR/EVCA (2008) The Impact of *Private Equity*-backed Buyouts on Employee Relations. Executive Summary, CMBOR - Centre for Management Buyout Research e EVCA - European *Private Equity* and *Venture Capital* Association report.

COOPERS e LYBRAND (1997) The Economic Impact of *Venture Capital*. Policy and Economics Survey Report.

COOPERS and LYBRAND. *VentureOne e National Association of Venture Capital* (1995) Fifth Annual Economic Impact of *Venture Capital* Study, New York, Report.

CORE, J., GUAY, W. e VERRECCHIA, R. (2000) Are performance measures other than price important to CEO incentives? [Online] Disponível: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=214132](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=214132) [07 Out 2010].

COSTA, R. e LEES, F. (1989) Brazilian Capital Market: Conversions, Privatization, and *Venture Capital* Investment, The University of Miami Inter-American Law Review 20(3), p.537-564.

CUMMING, D. e JOHAN, S. (2007) Advice and Monitoring in *Venture Finance*, *Financial Markets and Portfolio Management* 21(1), p.3-43.

CVCA (2010) Canada's *Venture Capital & Private Equity* Association's website [Online] Disponível: <http://www.cvca.ca/about> [20 Out 2010].

De CARVALHO, A. G., CALOMIRIS, C. W. e De Matos, J. A. (2005) *Venture Capital as Human Resource Management*, *Resource Management*, Fev/2005.

De CARVALHO, A., RIBEIRO, L. e FURTADO, C. (2006) *A Indústria de Private Equity e Venture Capital*, Primeiro Censo Brasileiro, Saraiva, São Paulo.

De CASTRO, F. (2005) Faltam condições para inovação tecnológica nas empresas Brasileiras, Agência FAPESP [Online] Disponível: <http://www.inovacaotecnologica.com.br/noticias/noticia.php?artigo=010175070518> [16 Out 2010].

DELOITTE (2009) *Global trends in Venture Capital 2009* global report.

\_\_\_\_\_. (2010) Latin American *Private Equity* Confidence Survey.

DFJ (2010) About DFJ [Online] Disponível: <http://www.dfj.com/about> [16 de Out 2010].

DIEESE (2006) Nota Técnica número 13 - Fundo de Garantia por Tempo de Serviço.

DOTZLER, F. (2001) What Do *Venture Capitalists* Really Do, and Where Do They Learn to Do It?, *Journal of Private Equity*, Winter, 2001.

ECB (2008) Monthly Bulletin – 10<sup>o</sup> Anniversary of the ECB, 1998-2008, European Central Bank.

The Economist (2009) A special report on business and finance in Brazil: Two Americas [12 Nov 2009]

EDMANS, A., GABAIX, X. e LANDIER A. (1976) A Multiplicative Model of Optimal CEO Incentives in Market Equilibrium, Oxford University Press.

EICHENGREEN, B. e O`ROURKE, K. H. (2009) A tale of two depressions.

EID, F. (2006) *Private Equity* Finance as a Growth Engine: What It Means for Emerging Markets. Great Potential but Reforms are Needed, *Business Economics*.

ELLIS, C. e VERTIN, J. (2001) *Wall Street People: True Stories of Today's Masters and Moguls*, John Wiley & Sons, New York.

ELTLIN, P. (2010) Advent in Brazil, Proceedings of the 2010 Conference of the Associação Brasileira de *Private Equity* & *Venture Capital* (ABVCAP), Rio de Janeiro, 12-13 April 2010.

EMPEA (2009) Insight Brazil: An Overview of Trends in Select Sectors and Markets, EMPEA – Emerging Markets *Private Equity* Association report.

EMPEA e Coller Capital (2010) Emerging Markets *Private Equity* Survey: Investors' views of *Private Equity* in emerging markets, EMPEA – Emerging Markets *Private Equity* Association report.

ENGEL, D. (2002) The Impact of *Venture Capital* on Firm Growth: An Empirical Investigation, Centre for European Eco-

- \_\_\_\_\_ . (2007) *Guide on Private Equity and Venture Capital* for Entrepreneurs, European Venture Capital Association Special Paper [Online] Disponível: [http://ssrn.com/abstract\\_id=319322](http://ssrn.com/abstract_id=319322).
- The Epicurean Dealmaker (2007) Would You Buy Stock from this Man?, Disponível: [http://epicureandealmaker.blogspot.com/2007\\_03\\_01\\_archive.html](http://epicureandealmaker.blogspot.com/2007_03_01_archive.html) [08 Jul 2010].
- Eurostat (2009) Eurostat Regional Yearbook 2009.
- EVCA (2002) Survey of the Economic and Social Impact of *Venture Capital* in Europe, European Private Equity and Venture Capital Association report.
- \_\_\_\_\_ . (2007) *Guide on Private Equity and Venture Capital* for Entrepreneurs, European Venture Capital Association Special Paper [Online] Disponível: [http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction\\_Tutorial/EVCA\\_PEVCguide.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction_Tutorial/EVCA_PEVCguide.pdf).
- \_\_\_\_\_ . (2010) *Private Equity Fund Structures in Europe: An EVCA tax & Legal Committee Special Paper* – June 2010. European Private Equity & Ventures Capital Association [Online] Disponível: [http://www.evca.eu/uploaded-files/home/public\\_and\\_regulatory\\_affairs/doc\\_sp\\_fundstructures.pdf](http://www.evca.eu/uploaded-files/home/public_and_regulatory_affairs/doc_sp_fundstructures.pdf).
- FAMA, E. e JENSEN, M. (1983) Agency problems and residual claims, *Journal of Law & Economics*, Vol XXVI.
- FENN, G., LIANG, N. e PROWSE, S. (1998) *The Private Equity Market: An Overview*, *Financial Markets, Institutions & Instruments* 6(4), p.1-105.
- FERRARI, G. e MINARDI, A. (2010) O Desempenho de Ofertas Públicas Iniciais de Empresas Brasileiras Financiadas por Fundos *Private Equity*, *Inspere WPE-224* [Online] Disponível: <http://www.insper.edu.br/working-papers> [08 Jul 2010].
- FERRARY, M. e GRANOVETTER, M. (2009) The Role of *Venture Capital* Firms in Silicon Valley's Complex Innovation Network, *Economy and Society*, v.38, n.2, pp. 326-359.
- FGV-CES (2010) Conheça o GVces [Online] Disponível: <http://ces.fgvsp.br> [04 Out 2010].
- FINEP (2004) Manual de Oslo. Proposta de Diretrizes para Coleta e Interpretação sobre Inovação Tecnológica, Financiadora de Estudos e Projetos.
- \_\_\_\_\_ . (2009) Relatório de Gestão 2009, Ministério da Ciência e Tecnologia financiadora de Estudos e Projetos

- [Online] Disponível: [http://www.finep.gov.br/numeros\\_finep/processos\\_contas\\_anuais/arquivos/relatorio\\_gestao\\_finep\\_2009\\_retificado.pdf](http://www.finep.gov.br/numeros_finep/processos_contas_anuais/arquivos/relatorio_gestao_finep_2009_retificado.pdf) [15 Dez 2010].
- FOGEL, R. (2010) Why China s Economy Will Grow to \$123 Trillion by 2040, Foreign Policy paper [Online] Disponível: <http://www.foreignpolicy.com/articles/2010/01/04/1230000000000000> [05 Nov 2010].
- FORTUNE (2007) The Biggest *Private Equity* Deals of All Time, Fortune Magazine [Online] Disponível: <http://money.cnn.com/2007/02/16/magazines/fortune/top10.fortune/index.htm> [01 Nov de 2010].
- FOX, J. (1996) *The Venture Capital Mirage: Assessing USAID Experience with Equity Investment*, USAID Program and Operations Assessment Report 17 [Online] Disponível: [http://www.usaid.gov/pubs/usaid\\_eval/pdf\\_docs/pnaby220.pdf](http://www.usaid.gov/pubs/usaid_eval/pdf_docs/pnaby220.pdf).
- Frascati Manual (2002) Proposed Standard Praticce for Surveys on Research and Experimental Development, OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development report.
- FRASER-SAMPSON, G. (2007) *Private Equity as an Asset Class*, Chichester, John Wiley & Sons Ltd.
- FREITAS, R. e Passoni, P. (2006) *Brazilian Capital Markets and Private Equity: a New Reality or Just a Fad?* Dissertação de MBA, Harvard Business School.
- FRIEDMAN, Thomas (2005) *O Mundo é Plano*, Objetiva.
- FURTADO, C. e RAMALHO, C. (2010) Abnormal Returns of PE/VC-backed IPOs in Brazil, GVcepe Working Paper 2009, Available soon.
- Gazeta Mercantil (2009) Florestas Brasileiras atraem interesse de fundos estrangeiros, *Gazeta Mercantil*, 04/Mar/2009.
- GBB (2010) *O Processo* [Online] Disponível: <http://www.globalbusinessbrokers.eu> [23 Nov 2010].
- GILL, D. (1981) Investimento de Capital de Risco – Estratégia da IFC, 1º Seminário Internacional sobre *Venture Capital*, White Paper, CODIMEC – Comitê de Divulgação do Mercado de Capitais.
- GILSON, R. e SCHIZER, D. (2002) Understanding *Venture Capital* Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock, *Harvard Law Review* Vol. 116(3), pp. 874-916.

GIOIELI, S. (2008) Os Gestores de *Private Equity* e *Venture Capital* influenciam a Governança Corporativa das Investidas? Evidências das estreantes na Bovespa, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, pp. 765–774.

GLEACHER, Eric (2009) Presidente da Gleacher Partners LLC, durante painel da 57ª Conferência Anual de Gestão realizada em 29 de maio de 2009 na The University of Chicago Booth School of Business.

Global Innovation Index (2010) Global Innovation Index Report 2009-2010, Global Innovation Index report.

Goldman Sachs (2003) Dreaming With BRICs: The Path to 2050, Global Economics, Paper No.99.

\_\_\_\_\_. (2007) BRICs and Beyond.

GOMÉZ, N. (2010) BM&FBovespa prevê abertura de capital de 200 empresas em cinco anos, *O Estado de S.Paulo*, 14/ Junho.

GOMPERS, P. (1994) The Rise and Fall of *Venture Capital*, *Business and Economic History*, 23(2), p.1-18.

\_\_\_\_\_. (1995) Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of *Venture Capital*, *Journal of Finance* 50(5), pp.1461-1489.

\_\_\_\_\_. e Lerner, J. (1997) Risk and Reward in *Private Equity* Investments: The Challenge of Performance Assessment, *The Journal of Private Equity*, Vol. 1, pp. 5 -12.

\_\_\_\_\_. (1998) What Drives *Venture Capital* Fundraising, *Brookings Papers on Economic Activity*, *Microeconomics* pp.149-192.

\_\_\_\_\_. (2001a) *The Money of Invention*, Harvard Business School Press.

\_\_\_\_\_. (2001b) *The Venture Capital Revolution*, *Journal of Economic Perspectives* 15(2), p.145-168.

\_\_\_\_\_. (2002) *The Venture Capital Cycle*, MIT Press, Cambridge.

\_\_\_\_\_. (2004) The Changing Face of the European *Venture Capital* Industry: Facts and Analysis, *Journal of Private Equity* 7(2), p.26-53.

- GORGULHO, L. (1996) O Capital de Risco como Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica: O Caso do CONTEC/BNDES, Dissertação de Mestrado em Economia, UFRJ, Rio de Janeiro.
- GORMAN, M. e SAHLMAN, W. (1989) What Do *Venture Capitalists* Do? *Journal of Business Venturing*, 4(4), p.231-248.
- GPEARI (2006) Sumários Estatísticos. Inquérito Comunitário à Inovação, Lisboa, Gabinete de Planeamento, Estratégia, Avaliação e Relações Internacionais.
- GROH, A. e LIECHTENSTEIN, H. The *Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index*, IESE Business – University of Navarra [Online] Disponível: <http://vcpeindex.iese.us/> [08 Ago 2010].
- GUPTA, U. (2000) *Done Deals: Venture Capitalists tell their stories*, HBS Press.
- GVcepe (2010) *Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores*, GVcepe – Centro de Estudos em *Private Equity e Venture Capital* da FGV-EAESP.
- HALL, B. (2002) The Financing of Research and Development, NBER Working Paper 8773 [Online] Disponível: <http://www.nber.org/papers/w8773>.
- HAMEL, G. e PRAHALAD, C. (1993) Strategy as Stretch and Leverage, *Harvard Business Review*, Vol.71(2), pp.75-84.
- HARDAGON, A. e SUTTON, R. (2000) Building an Innovation Factory, *Harvard Business Review*, May-June.
- HARPER, D. (2010) The Online Etymology Dictionary [Online] Disponível: <http://www.etymonline.com> [10 Out 2010].
- HERMALIN, B. e WEISBACH, M. (1988) The Determinants of Board Composition, *Journal of Economics*, Vol. 19(4), pp. 589-606.
- HILTZIK, M. (1999) *Dealers of Lightning: XEROX PARC and the Dawn of the Computer Age*, Harper Business.
- HIRUKAWA, M. e UEDA, M. (2008) *Venture Capital and Innovation: Which is First?*, Working Paper [Online] Disponível: <http://ssrn.com/abstract=1242698>.
- HOCHBERG, Y., LJUNGQVIST, A. e Lu, Y. (2007) Whom You Know Matters: *Venture Capital Networks and Investment*

Performance, *Journal of Finance* 57(1).

HONEYBOURNE, W. (2010). Barra Energia obtém de fundo US\$ 500 mi para explorar petróleo - trecho de entrevista para o artigo, *O Estado de S. Paulo*. São Paulo, 03/Maio.

IBGC (2009) Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, 4ª Edição, [Online] Disponível: <http://www.ibgc.org.br/Download.aspx?Ref=Codigos&CodCodigo=47> [27 Set 2010].

IBGE (2003) Pesquisa Industrial de Inovação Tecnológica. Análise dos Resultados, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

\_\_\_\_\_. (2010) Pesquisa Mensal de Emprego. População Ocupada [Online] Disponível: [http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/trabalhoerendimento/pme\\_nova/tabelas\\_excel/tab025092010.xls](http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/trabalhoerendimento/pme_nova/tabelas_excel/tab025092010.xls) [16 Out 2010].

ICI (2009) World Wide mutual fund assets and flows [Online] Disponível: [http://www.ici.org/research/stats/worldwide/ww\\_09\\_09](http://www.ici.org/research/stats/worldwide/ww_09_09) [20 Mar 2010].

IESE e BCG (2010) *New Markets, New Rules – Will Emerging Markets Reshape Private Equity?*.

IFC (1981) Atividades de Capital de Risco em Países Escolhidos, 1º Seminário Internacional sobre *Venture Capital*, White Paper, CODIMEC – Comitê de Divulgação do Mercado de Capitais.

IBGC (2009) Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 4ª ed. São Paulo.

IHS Global Insight (2009) *Venture Impact. The Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies to the U.S. Economy*, NVCA – National *Venture Capital* Association report, 5ª Edição.

INOCIMA, F. Governança, Alavancagem e Ciclicidade: A Eficiência do Modelo Brasileiro de *Private Equity*, FGV-EESP.

Inova Unicamp (2010) Entrevista – Paulo Arruda, 03/Mai [Online] Disponível: <http://www.inovacao.unicamp.br/report/entrevistas/index.php?cod=720> [17 Out 2010].

Instituto Inovação (2010) A Inovação [Online] Disponível: <http://www.institutoinovacao.com.br/internas/inovacao/idi->

oma/1 [15 Out 2010].

Investopedia (2010) Target-Date Fund [Online] Disponível: [http://www.investopedia.com/terms/t/target-date\\_fund.asp](http://www.investopedia.com/terms/t/target-date_fund.asp) [10 Out 2010].

JACK, W. (2001) Social Investment Funds: An Organizational Approach to Improved Development Assistance, *The World Bank Research Observer*, vol.16, no.1, Primavera, 2001.

JENSEN, M. e MECKLING, W. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3(4), pp. 305-360.

KAMEYAMA, R. (2001) Visão geral das atividades de *Private Equity*, Monografia de Graduação em Economia, IBMEC, Rio de Janeiro.

KAPLAN S., SCHOAR A. (2005) *Private Equity* Performance: Returns, Persistence and Capital Flows, *The Journal of Finance* 60, No. 4, pp. 1791-1823.

KEUSCHNIGG, C. (2009) Public Policy, *Venture Capital* and Entrepreneurial Finance, *Companion to Venture Capital*, John Wiley & Sons, New York.

KIWOONG, B. (2004) Economic Modeling of Korean *Private Equity* Market Through Comparisons of Market Structures and Investment Strategies Between the Korean and American *Private Equity* Market, Master's in Business Administration Dissertation, MIT, Cambridge.

KOHN, M. (2003) The Origins of Western Economic Success: Commerce, Finance, and Government in Preindustrial Europe [Online] Disponível: <http://www.dartmouth.edu/~mkohn/orgins.html>.

KORTUM, S. e LERNER, J. (2000) Assessing the Contribution of *Venture Capital* to Innovation, *RAND Journal of Economics* 31(4), p.674-692.

Koury Lopes Advogados (2008) Acordo de Acionistas: Instrumento de organização e composição de interesses nas sociedades anônimas [Online] Disponível: <http://www.klalaw.com.br/Acordo%20de%20Acionistas.pdf> [25 Out 2010].

KPCB (2010) Kleiner Perkins Caufield & Byers' website [Online] Disponível: <http://www.kpcb.com> [19 Out 2010].

KPMG (2008) *Private Equity Investing in India – A survey of Private Equity investors and their portfólio companies.*

\_\_\_\_\_. (2010) *In Case the Wheels Come off. Why it is imperative for general partners to manage environmental, social and governance (ESG) opportunity and risk.* KPMG Report.

KRAUS, T. e BURGHOFF, H. (2003) *Post-IPO Performance and the Exit of Venture Capitalists*, EFMA 2003 Helsinki Meetings [Online] Disponível: <http://ssrn.com/abstract=407846>.

KRISHNAN, C., IVANOV, V., MASULIS, R. e SINGH, A. (2009) *Venture Capital Reputation, Post-IPO Performance and Corporate Governance*, European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper 265/2009 [Online] Disponível: [http://www.ecgi.org/wp/wp\\_id.php?id=403](http://www.ecgi.org/wp/wp_id.php?id=403) [10/12/2010].

KUBLI, M. (2010) *Analysis of Remuneration among the PE/VC-backed firms in the Sao Paulo Stock Exchange*, Work in progress.

LAI, M. (2006) *Venture Capitalist Screening Criteria and Associated Tools: Progressive Screening Matrix & Mean-IRR Index.*

LAVCA (2008) *Guia para Term Sheets de Venture Capital e Private Equity*, LAVCA – Latin American Venture Capital Association guide.

\_\_\_\_\_. (2009) *The Private Equity and Venture Capital Environment in Latin America*, LAVCA – Latin American Venture Capital Association guide.

LAWLER, J. (2010) *Target-date fund pros and cons*, Bankrate, 09/Março [Online] Disponível: <http://www.bankrate.com/finance/retirement/target-date-fund-pros-and-cons-1.aspx> [10 Out 2010].

LEEDS, R. (2003) *Financing Small Enterprises in Developing Nations*, Transnational Publishers, New York.

LEONARDOS, R. (1985) *Sociedades de Capital de Risco. Capitalização da Pequena e Média Empresa CODIMEC*, São Paulo.

LERNER, J. (1994) *Syndication of Venture Capital Investments*, *Financial Management* 23(3), p.16-27.

\_\_\_\_\_. (2001) *Yale University Investments Office: July 2000*, Teaching Case 9-201-048, Harvard Business School.

- \_\_\_\_\_. e Leamon A. (2008) A Note on *Private Equity* in Developing Countries, Harvard Business School Publishing.
- LJUNGQVIST, A., RICHARDSON M. (2003) The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of *Private Equity*, SSRN Working Paper 369600 [Online] Disponível: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=369600](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=369600) [10 Dez 2010].
- LOCKETT, A. e WRIGHT, M. (2001) The Syndication of *Venture Capital* Investments. *Omega: The International Journal of Management Science*, Vol.29(5), pp.375-390.
- LOUGHRAN, T. e RITTER, J. (1995) The New Issues Puzzle, *Journal of Finance* 50, p. 23-52.
- MACHADO, J. P. et al. (2010) *Empreendedorismo no Brasil*, Curitiba: IBQP.
- MAHONEY, J. (1995) The Management of Resources and the Resources of Management, *Journal of Business Research*, Vol. 33, pp.91-101.
- MÄNNISTÖ, L. (2009) The Firm Level Societal and Economic Impact Of *Private Equity* in Finland, Helsinki School of Economics, Finance Master's Thesis.
- Manual de Oslo (2005) Diretrizes para Coleta e Interpretação de Dados sobre Inovação, Terceira Edição, FINEP – Financiadora de Estudos e Projetos.
- MARTIN, R., SUNLEY, P. e TURNER, D. (2002) Taking Risks in Regions: the Geographical Anatomy of Europe's Emerging *Venture Capital* Market, *Journal of Economic Geography* 2, p. 121-150.
- MATHONET, P. e MEYER, T. (2008) *J-Curve Exposure: Managing a Portfólio of Venture Capital and Private Equity Funds*, John Wiley & Sons, New York.
- MCGOWAN, L. (2010) The Pros and Cons of Target-Date Funds, About.com [Online] Disponível: <http://mutualfunds.about.com/od/typesoffunds/a/targetdatefunds.htm> [10 Out 2010].
- McKinsey Global Institute (2009) The new power brokers: How oil, Asia, hedge funds, and *Private Equity* are faring in the financial crisis.
- MCNAMARA, C. (2008) Overview of Roles and Responsibilities of Corporate Board of Directors, Free Management

Library, Authenticity Consulting, LLC.

MergerMarket (2009) *Private Equity Under Dynamic Market Conditions: Portfólio Company Management & Key Deal Terms*, p. 11.

METRICK, A. (2007) *Venture Capital and the Finance of Innovation*, John Wiley & Sons, New York.

MINTZBERG, H. (1994) The Rise and Fall of Strategic Planning, Data de Publicação: 01/Jan, Harvard Business Review Article, Product Number: 94107, Length: 8p.

\_\_\_\_\_. (2007) *Mintzberg on Management*, Free Press.

MOSKOWITZ, J. e A. Vissing-Jørgensen (2002) The Returns to Entrepreneurial Investment: A *Private Equity Premium Puzzle?*, *The American Economic Review*, Vol. 92, No. 4, pp. 745-778.

MÜLLER, K. (2007) *Investing in Private Equity Partnerships: The Role of Monitoring and Reporting*. Heidelberg, Germany: Gabler Verlag.

NEUS, W. e WALZ, U. (2005) Exit Timing of *Venture Capitalists* in the Course of an Initial Public Offering, *Journal of Financial Intermediation* 14 (2), pp. 253-277.

NVCA (2007) *Venture Impact - The Economic Importance of Venture Capital Backed Companies to the U.S. Economy*, National *Venture Capital Association*, 4ª edição.

OECD (2005) *OECD Annual Report*, OECD – Organization for Economic Co-operation and Development report.

OPALC (2009) *Estabilidade atrai investidor externo para plantio de florestas*, Observatório de Políticas Públicas Ambientais da América Latina e Caribe [Online] Disponível: [http://www.opalc.org.br/index.php?option=com\\_content&task=view&id=2996&Itemid=2](http://www.opalc.org.br/index.php?option=com_content&task=view&id=2996&Itemid=2) [07 Out 2010].

OMS (2010) *Medical devices: managing the mismatch: an outcome of the priority medical devices project*, Organização Mundial da Saúde, Genebra.

P&I (1999) *New Horizons. Big Brazilian Pension Funds Tiptoeing into Private Equity*, *Pension & Investments Maga-*

zine [Online] Disponível: <http://www.pionline.com/article/19991213/PRINTSUB/912130704> [15 Nov 2010].

PAVANI, C. (2003) O Capital de Risco no Brasil. Conceito, Evolução, Perspectiva, E-papers, Rio de Janeiro.

PENG, L. (2001) Building a *Venture Capital* index, SSRN Working Paper 281804 [Online] Disponível: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=281804](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=281804) [10 Dez 2010].

PHALIPPOU, L., GOTTSCHALG O. (2008) The Performance of *Private Equity* Funds, Oxford University Press [Online] Disponível: <http://rfs.oxfordjournals.org/content/22/4/1747.short?rss=1&ssource=mfc> [06 Jun 2010].

PORTEBA, J. (1989) Capital gains tax policy toward entrepreneurship, The MIT Press, Cambridge, MA.

PORTER, M. (1979) How Competitive Forces Shape Strategy, Harvard Business Review. Vol.57(2), Mar-Apr, pp. 137-145.

\_\_\_\_\_. (1980) Competitive Strategy, Free Press, New York.

\_\_\_\_\_. (1989) A Vantagem Competitiva das Nações, Editora Campus.

\_\_\_\_\_. (1998) Competitive Strategy, Harvard Business Review Book, Versão em Português: Porter, M. (1980) Estratégia Competitiva.

\_\_\_\_\_. (1998) On Competition, Harvard Business Review Book, Versão em Português: Porter, M. (1998) Estratégias Competitivas Essenciais, Editora Campus.

\_\_\_\_\_. (2008) As Cinco Forças Competitivas que Moldam a Estratégia, Harvard Business Review – Edição de Janeiro de 2008, pp. 55-69.

PRAHALAD, C. e Hamel, G. (1989) The Core Competence of the Corporation, Harvard Business Review, Vol. 68(3), pp 63-76.

\_\_\_\_\_. (1994) Competindo Pelo Futuro.

\_\_\_\_\_. (2005) Strategic Intent (HBR Classic), Harvard Business Review Article, Product Number: R0507N, Length:

15p.

PREMUS, R. (1985) *Venture Capital and Innovation*, USGPO, Washington, D.C.

Preqin (2010a) 2010 Preqin Global *Private Equity* Report, London, Preqin Ltd.

\_\_\_\_\_. (2010b) Brasil deve ter PIB maior do que França e Reino Unido em 2013, Preqin report.

\_\_\_\_\_. (2010c) Prequin Special Report, *Private Equity Cleantech*, Preqin Report.

\_\_\_\_\_. (2010d) The Preqin Quarterly: *Private Equity* – Insight on the quarter from the leading provider of alternative assets data.

PricewaterhouseCoopers (2006) *Global Private Equity* Report.

PROST, M. A. (2010) Target-Date Funds Questioned, Human Resource Online [Online] Disponível: <http://www.hreonline.com/HRE/story.jsp?storyId=498585677> [10 Out 2010].

RAADE, K. MACHADO, C. (2008) Recent Developments in the European *Private Equity* Markets.

RAMALHO, C. (2009) Fostering Innovation and Entrepreneurship in Brazil through *Private Equity* and *Venture Capital* Public Policies [Online] Disponível: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1607223>.

\_\_\_\_\_. e Furtado, C. (2008) Panorama da Indústria Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*, GVcepe – Centro de Estudos de *Private Equity* e *Venture Capital* da FGV-EAESP.

Receita Federal (2010) Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP [Online] Disponível: <http://www.receita.fazenda.gov.br/PessoaJuridica/REFIS/TJLP.htm> [20 Nov 2010].

REINER, M. (1991) Innovation and Creation of *Venture Capital* Organizations, *Business and Economic History*, 2(20) pp.200-209.

REISS, P. (1990) Economic and Financial Determinants of Oil and Gas Exploration Activity, Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment, National Bureau of Economic Research, p. 181-206.

- Revista Inovação em Pauta, PDP investirá R\$ 300 bilhões na inovação da indústria Brasileira, pp 19-21 [Online]  
Disponível: [http://www.finep.gov.br/imprensa/revista/edicao7/inovacao\\_em\\_pauta\\_7\\_abdi.pdf](http://www.finep.gov.br/imprensa/revista/edicao7/inovacao_em_pauta_7_abdi.pdf) [09 Ago 2010].
- RIBEIRO, L. e TIRONI, L. (2007) Ativos Intangíveis: Avaliação e Mensuração no Contexto de *Private Equity* e *Venture Capital*, IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Discussion Paper 1280 [Online] Disponível: [http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/publicacoes/tds/td\\_1280.pdf](http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/publicacoes/tds/td_1280.pdf) [15 Out 2010].
- RINDERMANN, G. (2004) The Performance of Venture-backed IPOs on Europe's New Stock Markets: Evidence from France, Germany and U.K., em Giudici, G. and Roosenboom, P. (ed.) *The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets*, *Advances in Financial Economics*, Volume 10, p. 231-294.
- RIOS, C. (2010) Fundos passam a investir em florestas, *Gazeta do Povo* [Online] Disponível: <http://www.gazetadopovo.com.br/economia/conteudo.phtml?tl=1&id=1045489&tit=Fundos-passam-a-investir-em-florestas> [07 Out 2010].
- RITTER, J. (1991) The Long-run Performance of Initial Public Offerings, *Journal of Finance* 42, p. 365-394.
- RIVERA, S. (2007) Jacob K. Javits and Latin American Economic Integration, *Independent Institute Working Paper* 68 [Online] Disponível: [http://www.independent.org/pdf/working\\_papers/68\\_javits.pdf](http://www.independent.org/pdf/working_papers/68_javits.pdf).
- RODRIGUES, A. (2010) Valor Econômico, 02/Set [Online] Disponível: <http://economia.uol.com.br/ultimas-noticias/valor/2010/09/02/carga-tributaria-fica-em-336-do-pib-em-2009.jhtm> [15 Out 2010].
- ROMAIN, A. e POTTELSBERGHE, B. V. (2004) *The Economic Impact of Venture Capital*, Deutsche Bundesbank research paper.
- ROMANI, G. (1997) *O Capital de Risco no Brasil – Uma Contribuição a partir da Experiência Francesa*, Tese de Doutorado em Administração de Empresas, USP, São Paulo.
- RUBENSTEIN, D (2009) *How the Great Recession Has Transformed The Global Private Equity Industry – For the Better*, *Private Equity Summit*, São Paulo, 02/Dez.
- SAHLMAN, W. (1990) *The Structure and Governance of Venture Capital Organizations*, *Journal of Financial Economics*, 27(2), pp.473-521.

- SAITO, A. (2008) Criando Novos Negócios: O Papel do *Venture Capital* na Open Innovation [Online] Disponível: <http://www.slideshare.net/Allagi/o-papel-do-venture-capital-em-um-ambiente-de-open-innovation-palestra-fgv-jun-ho08-andr-saito-gycepe> [20 Out 2010].
- Sand Hill Econometrics (2010) Dow Jones Index of *Venture Capital*'s website [Online] Disponível: <http://www.sandhillecon.com/index-download.php> [06 Dez 2010].
- SAVCA/DBSA (2009) The Economic Impact of *Venture Capital* and *Private Equity* in South Africa, SAVCA – South African *Venture Capital & Private Equity* Association e DBSA – Development Bank of Southern Africa report.
- SCHNELL, F. (2005) A terceirização e a proteção jurídica do trabalhador [Online] Disponível: <http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=6855> [04 Out 2010].
- SCHOLES, M. (1972) The Valuation of Option Contracts and a Test of Market Efficiency, *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 27(2), pp. 399-417.
- SHAPIRO, R. e PHAM, N. D. (2009) The Impact of *Private Equity* Acquisitions and Operations on Capital Spending, Sales, Productivity, and Employment, Sonecon research paper.
- SHV (2010) About Us [Online] Disponível: <http://www.shv.com/about.html> [16 Out 2010].
- SIMÕES, K. (2009) Boas inovações precisam de bons ambientes para ter sucesso, *Pequenas Empresas & Grandes Negócios* [Online] Disponível: <http://revistapegn.globo.com/Revista/Common/0,,EMI101385-17172,00-BOAS+INOVACOES+PRECISAM+DE+UM+BOM+AMBIENTE+PARA+TER+SUCESO.html> [20 Out 2010].
- SINHORINI, T. (2006) Trabalho informal: o que seria óbvio, infelizmente não é o que acontece [Online] Disponível: <http://www.administradores.com.br/informe-se/informativo/trabalho-informal-o-que-seria-obvio-infelizmente-nao-e-o-que-acontece/7181/> [15 Out 2010].
- SMITH, R. e SMITH, J. (2002) *Entrepreneurial Finance*, Wiley, New York.
- Sofinnova (2010) Sofinnova Partners [Online] Disponível: <http://www.sofinnova.fr> [26 Out 2010].
- SORENSEN, M. (2007) Learning by Investing: Evidence from *Venture Capital*, Swedish Institute for Financial Research 53.

- SOUSA, S. (2008) *Capital Empreendedor. Venture Capital & Private Equity – Capital de Risco*, Juruá Editora, Curitiba.
- SOUZA Neto, J. e STAL, E. (1991) Financiamento de Risco para a Inovação Tecnológica na Empresa, *RAUSP*, 26(4), pp.34-74.
- Spatuzza, A. (2009) A política de resíduos, os fundos cleantech e o risco de desnacionalização. *Revista Sustentabilidade*, 07/Ago [Online] Disponível: <http://www.revistasustentabilidade.com.br/editorial/a-politica-nacional-de-residuos-solidos-e-a-industria-de-cleantech> [09 Out 2010].
- \_\_\_\_\_. (2010a) Fundos cleantech já começam a olhar o lixo Brasileiro. *Investimentos e Notícias*, 10/Jun [Online] Disponível: <http://www.investmentosenoticias.com.br/colunistas/energia-verde/fundos-de-cleantech-ja-comecam-a-olhar-o-lixo-Brasileiro.html> [09 Out 2010].
- \_\_\_\_\_. (2010b) Investimento de fundo cleantech em recicladora de PET antecipou política de resíduos. *Revista Sustentabilidade*, 08/Jul [Online] Disponível: <http://www.revistasustentabilidade.com.br/pesquisa-e-inovacao/investimento-de-fundo-cleantech-em-recicladora-de-pet-anteicpou-politica-de-residuos> [09 Out 2010].
- Standard & Poor's (2010) *Federative Republic of Brazil*; Standard and Poor's research report
- STEIN, E., TRIGUEIRO, M. e HERNDL Filho, M. (2001) *Private Equity in Brazil – The Road Ahead*. Dissertação de MBA, Harvard Business School.
- STROMBERG, P. (2009) *The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings*.
- SUBRAMANIAN, N, CHAKRABORTY, A. e SHEIKH S. (2002) Performance Incentives, Performance Pressure and Executive Turnover [Online] Disponível: <http://129.3.20.41/eps/fin/papers/0210/0210003.pdf> [22 Set 2010].
- SUCHARD, J. (2008) The impact of *Venture Capital* backing on the corporate governance of Australian initial public offerings, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, pp.765–774.
- SUNDARAM, R. e YERMACK, D. (2005) *Pay Me Later: Inside Debt and Its Role in Managerial Compensation*, New York University Law and Economics Working Papers, Paper 22.
- TAVARES, P. (2008) Análise dos Retornos de Longo Prazo dos IPOs no Mercado Brasileiro. Evidências sobre Empresas com Participação de Fundos de *Private Equity*, Dissertação de Mestrado em Economia, IBMEC São Paulo, São Paulo.

- \_\_\_\_\_. e Minardi, A. (2009) Does *Private Equity* Investment Work as a Quality Certification for IPOs in Brazil?, IX Encontro Brasileiro de Finanças, São Leopoldo, RS.
- TEECE, D. e Pisano, G. (1994) The Dynamic Capabilities of Firms: An Introduction, *Industrial and Corporate Change*, Vol. 3(3), pp.537-556.
- \_\_\_\_\_. e Shuen, A. (1997) Dynamic Capabilities and Strategic Management, *Strategic Management Journal*, Vol.18(7), pp. 509-533.
- TENDLER, J. (2000) Why Are Social Funds So Popular?, Department of Urban Studies and Planning, Massachusetts Institute of Technology research paper.
- THW (2010) Firm Overview [Online] Disponível: <http://www.whitney.com/firm-overview.html> [10 Out 2010].
- TVCA (2010) Thai *Venture Capital* Association [Online] Disponível: [http://www.venturecapital.or.th/index.php?module=front.Menu.display&sub\\_id=1](http://www.venturecapital.or.th/index.php?module=front.Menu.display&sub_id=1) [13 Out 2010].
- TYKVOVA, T. (2000) *Venture Capital* in Germany and its Impact on Innovation, Working Paper [Online] Disponível: [http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract\\_id=235512](http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=235512) [10 Out 2010].
- U.N (1966) World Economic Survey. Part one: The Financing of Economic Development, Department of Economic and Social Affairs at the United Nations [Online] Disponível: <http://www.un.org/esa/policy/wess/past-issues.htm#1965> [25 Out 2010].
- U.S. Securities and Exchange Commission (2010) SEC Proposes New Measures to Help Investors in Target Date Funds, 16/Jun [Online] Disponível: <http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-103.htm> [10 Out 2010].
- UNPRI (2009) Responsible Investment in *Private Equity*. A Guide for Limited Partners, Principles of Responsible Investment report.
- \_\_\_\_\_. (2010a) Annual Report of the PRI Initiative 2010, Principles of Responsible Investment report.
- \_\_\_\_\_. (2010b) Report on Progress 2010. An analysis of signatory progress and guidance on implementation, Principles of Responsible Investment report.

- VAN FREDERIKSLUST R. e VAN DER GEEST, R. (2004) Initial Returns and Long-run Performance of *Private Equity*-backed Initial Public Offerings on the Amsterdam Stock Exchange, *Journal of Financial Transformation* 10, pp. 121-127.
- Venrock (2010) The Venrock History [Online] Disponível: <http://www.venrock.com/index.cfm?fuseaction=content.contentdetail&id=8747> [15 Out 2010].
- Venture Intelligence (2007) *Private Equity* Impact. Impact of *Private Equity* and *Venture Capital* on the Indian Economy, Principles of Responsible Investment report.
- VentureChoice (2010) The J-Curve [Online] Disponível: <http://www.venturechoice.com> [27 Mai 2010].
- VON DRATHEN, C. (2007) The Performance of *Private Equity*-Backed Initial Public Offerings in Germany, Working Paper [Online] Disponível: <http://ssrn.com/abstract=1117182> [05 Nov 2010].
- VPB (2010) Empreendedorismo e *Venture Capital*: Como preencher esta lacuna do Mercado de capitais Brasileiro, Venture Partners Brasil [19 Set 2010].
- Vu, N., Worthington, A. e Laird, P. (2008) The Pricing and Performance of Initial Public Offerings in Australia, 1996-2007: A Comparison of Ordinary, *Venture Capital* and *Private Equity*-backed Issues. Disponível: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1290907](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1290907) [06 Jun 2010].
- WHATELY, I. (2007) O Investimento em Ativos Florestais no Brasil: Uma Classe de Ativos Alternativos que pode contribuir para a ampliação da oferta de madeira no país, Dissertação de Mestrado em Administração de Empresas pela Escola de Administração de Empresas da Fundação Getulio Vargas.
- WILSON, J. (1986) *The New Ventures: Inside the High-Stakes World of Venture Capital*, Addison-Wesley, Cambridge.
- WINSTON, C. (1998) U.S. Industry Adjustment to Economic Deregulation, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 12, issue 3, pp. 89-110.
- WIPO (2001) Study on Economic Importance of Industries and Activities protected by Copyright and Related Rights in MERCOSUR Countries and Chile, World Intellectual Property Organization report.
- \_\_\_\_\_.(2009) PCT Yearly Review, The Internacional Patent System, World Intellectual Property Organization report.

Woodward and Hall (2003), Benchmarking the Returns to Venture, Sand Hill Econometrics, [Online] Disponível: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=474181](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=474181) [06 Mai 2010].

World Economic Forum (2008) Globalization of Alternative Investments. The Global Economic Impact of *Private Equity* Report 2008, World Economic Forum report.

\_\_\_\_\_. (2009) Globalization of Alternative Investments. The Global Economic Impact of *Private Equity* Report 2009, World Economic Forum report.

ZOOK, Chris (2007). *Ativos Ocultos – Como Tornar sua Empresa Imbatível*, Editora Campus / Elsevier.





Ministério do  
Desenvolvimento, Indústria  
e Comércio Exterior

