

LEONARDO CRISTALDO HERNANDEZ DE OLIVEIRA

A INDÚSTRIA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL NO BRASIL

Monografia apresentada à disciplina Trabalho de Fim de Curso como requisito parcial à conclusão do Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais e Aplicadas, Universidade Federal do Paraná

Orientador: Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira

CURITIBA
2010

TERMO DE APROVAÇÃO

LEONARDO CRISTALDO HERNANDEZ DE OLIVEIRA

A INDÚSTRIA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL NO BRASIL

Monografia aprovada como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais e Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte Banca Examinadora:

Orientador:



Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira
Departamento de Economia, UFPR



Prof.ª Ma. Dayani Cris de Aquino
Departamento de Economia, UFPR



Prof. Dr. Fernando Motta Correia
Departamento de Economia, UFPR

Curitiba, 10 de dezembro de 2010.

RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar a indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil como alternativa de financiamento das empresas. Diante do bom momento que a economia brasileira vive ao longo dos últimos anos, investimentos desse perfil tem aos poucos ganhado espaço. A análise parte da definição e de como esse mercado se organiza e atua, dos seus participantes e da interação entre eles. Sua origem nos Estados Unidos e o início das atividades do Brasil mostram o quanto há espaço para desenvolver. Busca-se evidências da sua influência na economia através do desenvolvimento e progresso tecnológico. É em Schumpeter que se busca procurar evidências de transformação econômica. Diante disso analisa-se o mercado brasileiro na sua essência ao mostrar os avanços conquistados nos últimos quinze anos com a implantação do Plano Real, mas também enumerar os entraves que ainda dificultam o pleno crescimento dos fundos de private equity e venture capital.

Palavras-chave: Private Equity, Venture Capital, Investimento, Desenvolvimento Econômico, Inovação Tecnológica.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1 – RELAÇÃO ENTRE OS PARTICIPANTES DA INDÚSTRIA DE PE/VC.....	10
FIGURA 2 – CLASSIFICAÇÃO E DIVISÃO DOS TIPOS DE INVESTIMENTO	13
FIGURA 3 – POSICIONAMENTO DO PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL	14
GRÁFICO 1 – INÍCIO DE ATIVIDADE NO BRASIL.....	25
QUADRO 1 – PRIMEIRO CICLO DE INVESTIMENTO DE PE E VC.....	27
GRÁFICO 2 – COMPARAÇÃO ENTRE ATRATIVIDADE E VOLUME INVESTIDO.....	40
GRÁFICO 3 – PARTICIPAÇÃO DE PRIVATE EQUITY NO TOTAL DE TRANSAÇÕES ANUNCIADAS	50

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – AVALIAÇÃO DO BRASIL PARA INVESTIMENTOS DE PE/VC	36
TABELA 2 – AVALIAÇÃO DOS PAÍSES PARA INVESTIMENTO DE PE/VC	38
TABELA 3 – RANKING DOS PAÍSES MAIS ATRATIVOS PARA INVESTIMENTOS EM PE/VC NA AMÉRICA LATINA	39
TABELA 4 – RANKING DE ATRATIVIDADE DOS PAÍSES EMERGENTES	49

LISTA DE SIGLAS

ABCR	– Associação Brasileira de Capital de Risco
ABVCAP	– Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital
ALL	– América Latina Logística
ARD	– American Research and Development
BNDES	– Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESPar	– BNDES Participações
CRP	– Companhia Rio Grandense de Participações
CVM	– Comissão de Valores Mobiliários
EBITDA	– Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
EMPEA	– Emerging Markets Private Equity Association
EUA	– Estados Unidos da América
FIP	– Fundo de investimento em participações
FMI	– Fundo Monetário Internacional
FMIEE	– Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes
Finep	– Financiadora de Estudos e Projetos
GCcepe	– Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da Fundação Getúlio Vargas
GP	– General partner
IBGE	– Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
LAJIDA	– Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização
LAVCA	– Latin American Venture Capital Association
LP	– Limited partner
MIT	– Massachusetts Institute of Technology
PE	– Private Equity
P&D	– Pesquisa e Desenvolvimento
PIB	– Produto interno bruto
PWC	– PricewaterhouseCoppers
VC	– Venture Capital

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
2 OS FUNDOS DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL	9
2.1 CONCEITO	9
2.2 O CICLO DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL	14
2.2.1 Captação de recursos	15
2.2.2 Originação e seleção de investimentos	16
2.2.3 Estruturação e execução dos investimentos	18
2.2.4 Monitoramento e adição de valor	19
2.2.5 Preparação e execução de saída	21
2.3 HISTÓRICO	22
2.3.1 Estados Unidos	22
2.3.2 Brasil	24
3 PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL NO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO	28
3.1 DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO	28
3.2 INOVAÇÃO TECNOLÓGICA	31
4 A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA E PERSPECTIVAS PARA PE/VC	35
4.1 O PERFIL DO MERCADO BRASILEIRO	35
4.2 REGULAMENTAÇÃO	41
4.3 A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA	44
4.3.1 América Latina Logística	44
4.3.2 Bematech	45
4.3.3 GOL Linhas Aéreas	46
4.3.4 Anhanguera Educacional	47
4.3.5 TOTVS	48
4.4 PERSPECTIVAS	48
4.5 DESAFIOS	50
5 CONCLUSÃO	52
REFERÊNCIAS	53

1 INTRODUÇÃO

O sucesso empresarial é derivado de diversos fatores. Entre os principais, podemos destacar a qualidade da gestão e do modelo de negócios, a estrutura de capital e os custos dos recursos que financiam as atividades e os investimentos das empresas.

Enquanto as grandes corporações geralmente possuem acesso e recursos abundantes, as empresas de pequeno e médio porte costumam ter seu potencial de crescimento restringido pela falta de recursos disponíveis e/ou pelo seu custo elevado.

Além da falta de capital para investimentos, muitas empresas carecem com a falta de profissionalização dos negócios e da falta de capital humano de qualidade. Práticas de boa gestão e profissionais qualificados agregam valor ao negócio.

Nesse cenário, o mercado de fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC) apresenta-se como importante fonte de recursos, tanto para empresas emergentes, quanto para as de médio porte, bem como para aquelas em fase de reestruturação financeira. Esses fundos surgem como uma excelente alternativa de financiamento pelo fato de participarem ativamente no negócio através de sociedades e da gestão profissionalizada.

O objetivo deste trabalho é analisar essa indústria no Brasil, seus efeitos, benefícios e contribuições. Procura-se entender o que é necessário para desenvolver um ambiente propício na formação e consolidação dessa nova modalidade de investimento.

O capítulo dois trata das definições e conceitos de PE/VC, seus participantes, a relação entre eles, todo o processo de investimento e a origem histórica. O capítulo três busca explicar os benefícios advindos desses investimentos na economia através da análise de Schumpeter a respeito do desenvolvimento econômico e inovação tecnológica. No quarto capítulo é apresentado o perfil brasileiro, a regulamentação do setor, os casos de sucesso, a perspectiva para o futuro e os desafios.

Ao final desta análise buscar-se-á evidências que mostrem a importância e necessidade de investimentos de PE/VC nas empresas brasileiras e os impactos gerados na economia como um todo.

2 OS FUNDOS DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

Antes de analisar a indústria de PE/VC no Brasil, é necessário entender o seu funcionamento, conhecer os seus participantes e como se dá a relação entre eles. Os investimentos realizados por esses fundos apresentam um processo de etapas que deverão ser cumpridas. Tão importante quanto entender o que é, faz-se necessário buscar as origens desta modalidade de investimento nos Estados Unidos (EUA) e seu início no Brasil.

2.1 CONCEITO

O que constitui um fundo de PE/VC? Empresas emergentes (empresa que se encontra na fase inicial do desenvolvimento) e de médio porte necessitam de uma quantidade substancial de capital para o seu desenvolvimento, e muitas vezes não possuem os recursos financeiros suficientes para financiar esses projetos e acabam procurando financiamentos externos à empresa. Empresas que são caracterizadas por possuir uma significativa quantidade de ativos intangíveis, que esperam resultados negativos por anos e suas perspectivas são incertas, provavelmente não receberão empréstimos bancários. Similarmente, há também aquelas que passam por uma reestruturação financeira (*turnaround*) e que possivelmente não conseguirão levantar recursos. Neste ambiente é que as organizações de PE/VC entram com a proposta de financiar estes projetos de alto risco, mas com alto potencial de retorno. (HARDYMON, LEAMON, LERNER, 2005)

A indústria de PE/VC é composta por quatro participantes: organizações gestoras, veículos de investimentos, investidores e empresas investidas. As organizações gestoras administram os veículos de investimento (usualmente chamados de fundos de PE/VC). Os investidores (fontes dos recursos comprometidos com o investimento no setor) fazem aporte de capital nos veículos de investimentos. Os recursos desses veículos são aplicados nas empresas investidas (CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO, 2006). O aporte desses recursos é feito na forma de ações

(preferenciais ou ordinárias), quotas de participação, debêntures conversíveis, opções de compra ou venda e bônus de subscrição (*warrants*). Os investimentos de PE/VC são temporários e de longo prazo, geralmente com prazo determinado para liquidação (saída) e os recursos até então investidos, mais o eventual ganho de capital, retornam aos investidores. (RIBEIRO, 2005)

As organizações gestoras também são chamadas de *general partner* (GP). O GP é responsável por selecionar empresas e alocar os recursos captados, administrar os negócios e reportar o desempenho aos investidores. O GP é remunerado por uma taxa de administração e por uma taxa de desempenho. Além disso, o GP pode participar como investidor do fundo.

Já os investidores são chamados, na linguagem do setor, de *limited partner* (LP). O termo refere-se ao fato desses investidores terem responsabilidade limitada por não estarem envolvidos nas operações do dia a dia. Os LPs recebem renda, ganhos de capital e benefícios fiscais advindos das operações do fundo. (SHINOHARA, 2007)

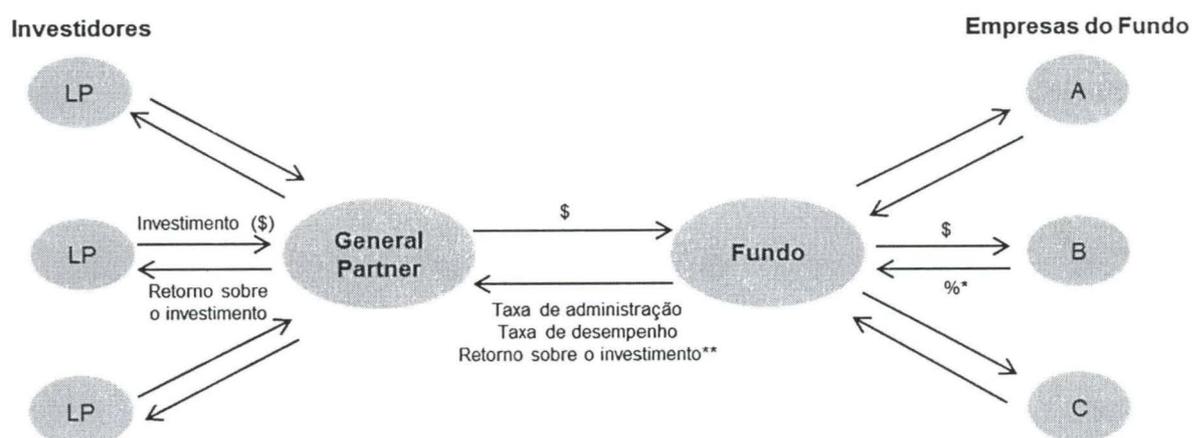


FIGURA 1 – RELAÇÃO ENTRE OS PARTICIPANTES DA INDÚSTRIA DE PE/VC
 FONTE: SHINOHARA (2007)

Na terminologia internacional os fundos de *Private Equity* (PE) são divididos em dois subgrupos principais: fundos de *Venture Capital* (VC) e fundos de *Buyout*. VC é empregado como sinônimo de investimento em empresa que se encontra na fase inicial do desenvolvimento. Já o termo *Buyout* é comumente empregado como sinônimo do investimento em fase posterior do desenvolvimento, quando a empresa já está

amadurecida. No Brasil empregam-se somente os termos PE e VC, sendo que PE equivale aos fundos de *Buyout*, e não como um grupo maior. (RIBEIRO, 2005)

Para poder financiar projetos com essas características, os gestores dos fundos de PE/VC utilizam práticas sofisticadas de seleção, governança e monitoramento. Diferentemente de investidores típicos do mercado acionário, esses gestores participam da gestão das empresas investidas, influenciando decisões estratégicas e a própria governança corporativa. Dessa forma eles conseguem mensurar o risco, influenciar a possibilidade de sucesso e visualizar a saída do negócio. (RIBEIRO, 2005)

Os investimentos de PE/VC são invariavelmente feitos em empresas com grande potencial de crescimento. A elevada possibilidade de retorno e potencial taxa de crescimento são condições necessárias 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 fechadas ou de baixa capitalização. O aporte de PE/VC pode ser feito em diversos estágios do desenvolvimento da empresa. (CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO, 2006)

Os estágios incluídos em VC para Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006) são:

1) **capital semente** (*seed capital*): geralmente representa um pequeno aporte, feito em fase pré-operacional para o desenvolvimento de um produto ou ainda para testes de mercado ou registro de patentes; 2) **estruturação inicial** (*start-up*): aporte de capital para empresa em fase de estruturação, em geral no primeiro ano de seu funcionamento, quando ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente. Nessa fase, a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para colocar em prática seu plano de negócios e 3) **expansão**: aporte de capital para a expansão das atividades de uma empresa que já vende seus produtos comercialmente (capital de giro, expansão da planta, rede de distribuição ou ainda o investimento em comunicação e marketing. (CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO, 2006, p. 30-31)

Numa empresa em fase pré-operacional, onde o investimento é feito através de *seed capital*, Shinohara (2007) também inclui outra forma de levantar recursos, através de *Angel Investors*. Estes são pessoas físicas de alto poder aquisitivo e que realizam investimentos diretamente nas empresas, sem passar pela estrutura de fundos. A diferença entre os dois reside no fato de que os primeiros são mais estruturados e possuem administração profissionalizada. Entretanto, ambos possuem foco de atuação

semelhante, atuando junto de universidades, incubadoras de novos negócios e centros de pesquisa.

E para os investimentos típicos de PE, Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006) os classifica como:

1) **estágios avançados** (*late stage*): aporte de capital em empresas que já atingiram uma taxa de crescimento estável e já apresentam fluxo de caixa positivo; 2) **financiamento de aquisições** (*acquisition finance*): capital para a expansão por meio da aquisição de outras empresas; 3) **tomada de controle pelos executivos** (MBO/I para *management buyout/in*): capital para financiar a equipe de gestores, da própria empresa ou externos, que objetivam adquirir o controle da empresa; 4) **estágio pré-emissão** (*bridge finance*): aporte feito quando a empresa planeja uma introdução em bolsa de valores em prazo de até dois anos, podendo envolver a reestruturação de posições acionárias de grandes acionistas; 5) **recuperação empresarial** (*turnaround*): aporte feito quando a empresa se encontra em dificuldade operacional e/ou financeira e existe a aposta na recuperação; 6) **mezanino**: investimentos em estágios avançados do desenvolvimento da empresa por meio de dívidas subordinadas, e 7) **PIPE** (*private investment in public equity*): é um estágio à parte, representando a aquisição do capital acionário de empresas já listadas em bolsa. (CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO, 2006, p. 31)

Dessa forma, na figura abaixo mostramos como se dividem os tipos de investimentos tanto em PE quanto em VC:

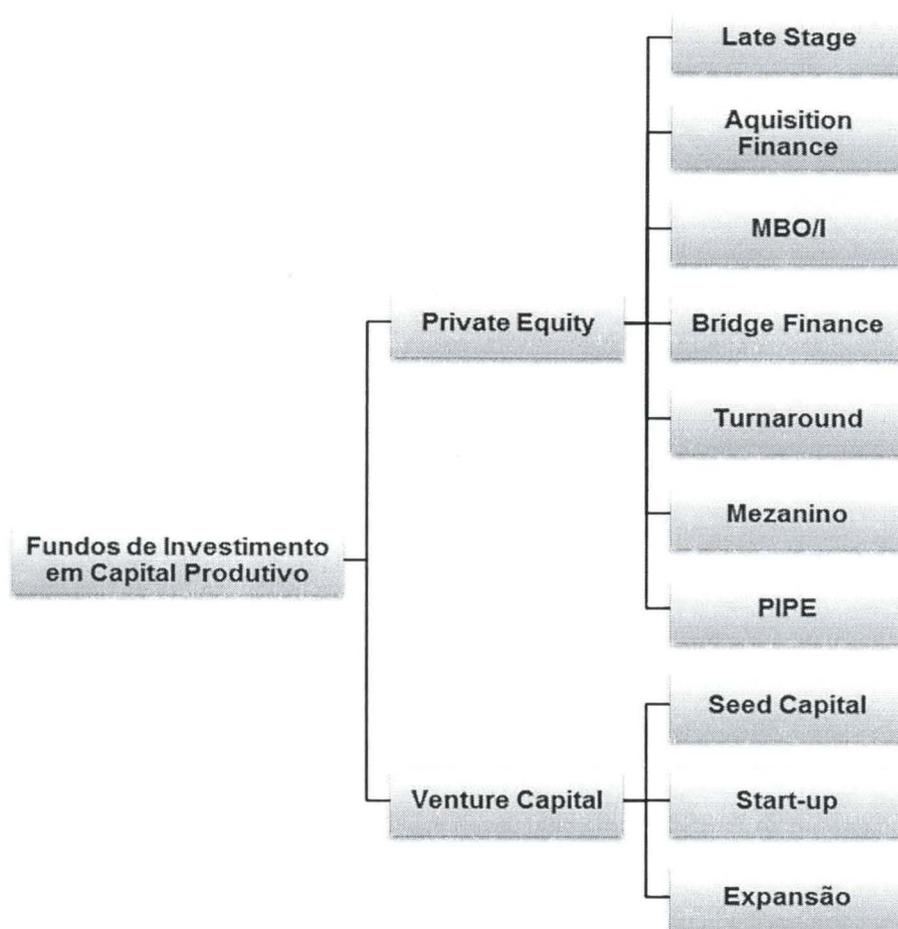


FIGURA 2 – CLASSIFICAÇÃO E DIVISÃO DOS TIPOS DE INVESTIMENTO
 FONTE: CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO (2006)

De forma resumida:

Um fundo de PE/VC consiste em um ou mais veículos de investimentos geridos por profissionais qualificados, que reúnem investidores dispostos a adquirir, por meio do fundo, participação significativa – majoritária ou minoritária – em empresas de capital fechado ou não, com o objetivo de agregar valor ao negócio durante um determinado período de tempo, e de se desfazer dessa participação mais adiante, embolsando os ganhos gerados. (SHINOHARA, 2007, p.6)

Dessa definição, Shinohara (2007) deriva algumas características de um fundo de PE/VC:

- Seus participantes são investidores qualificados, isto é, pessoas físicas de alto poder aquisitivo e investidores institucionais.
- Os investimentos são de médio e longo prazo.
- Além de recursos financeiros, as empresas que recebem os investimentos também são assessoradas estrategicamente pelos gestores do fundo.
- As empresas-alvo para aporte de recursos do fundo apresentam alto potencial de crescimento e geração de valor.
- Os investimentos são temporários, e a sociedade entre fundo e empresa tem data para acabar.

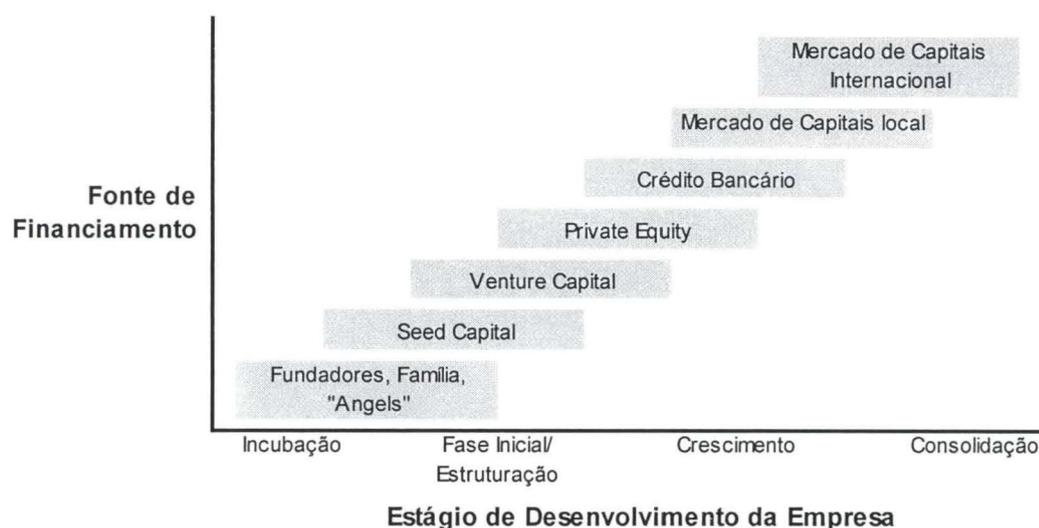


FIGURA 3 – POSICIONAMENTO DO PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL
 FONTE: SHINOHARA (2007)

2.20 CICLO DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

O ciclo da captação e do investimento em PE/VC pode ser dividido em cinco grandes fases: i) *captação de recursos*: estruturação de novos veículos de investimento e captação de recursos adicionais para veículos existentes; ii) *originação e seleção dos investimentos*: identificação de oportunidades de negócios e seleção das empresas elegíveis ao aporte de capital de PE/VC; iii) *estruturação e execução dos investimentos*: negociação dos termos, montagem da estrutura financeira e realização dos aportes

segundo metas preestabelecidas; iv) *monitoramento e adição de valor*: avaliação contínua das empresas do portfólio, participação nas reuniões do conselho, intervenções para agregação de valor (e.g., negociação com clientes, bancos e fornecedores, estruturação de aquisições, complementação da equipe de executivos), e v) *preparação e execução de saída*: busca de liquidez para o investimento de forma a facilitar a venda da participação detida pelo veículo, propiciando o retorno sobre o capital. (CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO, 2006, p. 67)

2.2.1 Captação de Recursos

A captação de recursos envolve a estruturação de novos veículos e a busca de recursos. É importante ressaltar que os fundos de PE/VC costumam se estruturar como fundos fechados, ou seja, a captação ocorre durante um período de tempo antes da realização dos investimentos nas empresas selecionadas. Do lançamento até o encerramento da captação passam-se, em média, doze meses. (CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO, 2006)

Essa fase consiste no processo de venda e marketing do fundo junto ao mercado; ele está competindo com outros fundos de PE/VC, bem como com outras alternativas de investimentos disponíveis pelos recursos dos investidores. É mais fácil para um fundo com histórico de sucesso captar recursos adicionais no mercado. Os gestores que obtiveram os melhores retornos no passado tendem a continuar obtendo os melhores retornos no futuro. (KAPLAN e SCHOAR¹, 2005 *apud* SHINOHARA, 2007)

Em geral, o gestor estrutura o veículo e parte pra a realização de eventos em que o novo veículo é apresentado para potenciais investidores (*road shows*). Geralmente, esse gestor tem uma meta de captação de recursos, uma vez atingida essa meta, a captação é encerrada.

Dentre os investidores usuais em fundos de PE/VC, desatacam-se os chamados investidores institucionais: fundos de pensão, seguradoras, empresas de

¹KAPLAN, S; SCHOAR, A. Private Equity Returns: Persistence and Capital Flows. **Journal of Finance**, 2005.

capitalização, enfim, empresas de investimento que devem alocar suas reservas em investimentos de médio e longo prazo. Outros investidores com presença frequente nesses fundos são os bancos de investimento, famílias e indivíduos com elevado patrimônio financeiro, que em geral são clientes de *private banking*, bem como corporações não financeiras, que em geral estruturam-se como fundos ou empresas de participação em investimentos. (SHINOHARA, 2007)

2.2.2 Originação e seleção dos investimentos

Uma vez encerrada a captação de recursos, o fundo é fechado e inicia-se o processo de originação e seleção dos investimentos. São três os meios utilizados para isso: prospecção dos próprios gestores, indicação de terceiros e candidatura espontânea (proposta de investimentos que empreendedores levam diretamente aos gestores). (CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO, 2006)

A principal dificuldade nesse momento reside no fato de que o nível de informação disponível neste segmento tende a ser baixo, por serem as empresas de capital fechado, muitas vezes não auditadas, com controles fracos. A assimetria de informações aumenta o risco de aquisição para os fundos de PE/VC que investem nos estágios iniciais das empresas, e, portanto com maior grau de incerteza. (SHINOHARA, 2007)

Os fundos de PE/VC avaliam as empresas pensando de forma muito similar a um novo sócio investindo num negócio existente. Shinohara (2007) destaca os seguintes pontos na análise de oportunidade:

- Qualidade da gestão: a empresa possui empreendedores e administradores competentes e que efetivamente geram valor para o negócio?
- Proposição de valor da empresa: a empresa possui um posicionamento interessante e diferenciado em seu segmento?
- Pontos fortes: quais são as principais capacitações e os ativos estratégicos da empresa que agregam valor em sua competitividade?

- Histórico: como evoluíram os principais indicadores da empresa nos últimos anos?
- Perspectivas do setor e da empresa: quais as principais tendências para o setor em que a empresa está inserida para os próximos anos? Quais os cenários mais prováveis? E como deve evoluir a empresa nesses cenários?
- Potencial para adição de valor: quais as principais oportunidades para geração de valor na empresa e como as experiências e contatos do gestor podem colaborar para isso?
- Riscos: quais os principais fatores de risco e as formas de mitigá-los?

Após essa primeira fase de análise, parte-se para a avaliação da empresa alvo por meio de três técnicas comumente usadas: fluxos de caixa descontados, múltiplos e opções reais. (SHINOHARA, 2007)

A metodologia de fluxos de caixa descontado objetiva modelar o conceito de que o valor de uma empresa é função de sua capacidade de gerar fluxos de caixas livres para seus acionistas. Para isso, é necessário atentar-se para três elementos importantes: (i) a projeção de fluxo de caixa, (ii) o valor terminal da empresa e (iii) a taxa de desconto dos fluxos de caixa.

A projeção de fluxo de caixa da empresa geralmente abrange um período de cinco a dez anos. Entre as variáveis analisadas estão a participação de mercado, vendas, estrutura de custos e despesas, margens por produto/segmento/geral, investimentos necessários, estrutura financeira da empresa, etc.

O valor terminal da empresa representa a expectativa de que a empresa será perpetuada por meio de uma boa gestão. Para isso pode-se tomar o último ano de projeção e assumir que os valores crescerão a uma taxa constante. Porém, fundos de PE/VC correm certo risco pelo perfil de empresa que costumam investir, quanto mais jovem a empresa, maior a incerteza sobre a perpetuidade.

Por fim, temos a taxa de desconto dos fluxos de caixa que procura expressar o nível de risco da empresa e, portanto, estimar um valor presente da empresa ajustado ao risco de sua operação. Em outras palavras, essa taxa quantifica o retorno que o investidor deveria receber pelo custo de oportunidade e pelo risco estimado.

Em relação ao método de múltiplos, em geral, utiliza-se múltiplos de natureza contábil como referencial, por exemplo, lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA) ². Também podem ser usados múltiplos operacionais como valor por número de alunos para uma escola, valor por número de leitos para um hospital ou valor por número de correntistas para um banco. O método de múltiplos serve mais como um complemento para ratificação de avaliação por outro método, raramente como a abordagem principal para a valoração de um negócio.

Outro método a ser aplicado, principalmente para negócios de VC, consiste na avaliação pelo método de opções reais. Dada a incerteza do sucesso do negócio, constrói-se uma árvore de decisão e probabilidades são atribuídas a cada etapa do suposto desenvolvimento da empresa, até que ela possa ser considerada uma operação estável e bem sucedida.

Como a maioria das empresas-alvo dos fundos de PE/VC não estão cotadas em bolsa, elas possuem poucas informações publicamente disponíveis. Além disso, os dados em que as análises se baseiam podem não corresponder à realidade da empresa. Dessa forma torna-se necessário um processo de due diligence detalhado e profundo para validar o valor calculado para a empresa.

Nesse processo, geralmente participam consultores de negócios, auditores, advogados e consultores, além da equipe dos fundos de PE/VC.

2.2.3 Estruturação e execução dos investimentos

Depois de feita a avaliação econômico-financeira e due diligence, inicia-se o processo de estruturação e execução dos investimentos.

Os investimentos típicos de PE/VC concentram-se em empresas de alta expectativa de crescimento e retorno, mas com risco elevado e baixa liquidez. Neste ambiente de incerteza, as organizações de PE/VC nos Estados Unidos adotam alguns

² O termo é mais comumente usado no inglês: EBITDA, earnings before interest, taxes, depreciation and amortization.

mecanismos que visam mitigar possíveis conflitos. Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006) apontam alguns deles:

1) acordo de acionistas para alinhar interesses entre os proprietários da empresa; 2) direito de escolha dos auditores de modo a garantir confiabilidade nos dados contábeis; 3) indicação de executivos-chave, tais como diretor financeiro e/ou CEO; 4) adoção de instrumentos financeiros que permitam a aquisição de controle ou forcem a liquidação do negócio caso o desempenho da empresa investida se deteriore ou esteja muito aquém das projeções; 5) realização de aportes financeiros de forma gradual segundo 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; 6) cláusulas que evitem divergências ou graves conflitos de interesse que dificultem o processo de saída do investimento; 7) cláusula de não-competição para os principais executivos da empresa, impedindo que estes venham a trabalhar para concorrentes ou iniciar empreendimento concorrente durante um determinado período de tempo, o que reduz o risco de que informações estratégicas possam ser utilizadas por concorrentes. (CARVALHO, RIBEIRO e FURTADO, 2006, p. 77-78)

Além do acordo societário, nesta fase define-se também a proposta financeira do negócio. Basicamente esta proposta contemplará o percentual de participação que o fundo pretende adquirir na empresa, e o valor que pretende pagar por tal participação.

2.2.4 Monitoramento e adição de valor

Os gestores de PE/VC são reconhecidamente ativos enquanto investidores ou representantes de acionistas. Como as empresas-alvo dos investimentos de PE/VC possuem características de alto crescimento e risco, tanto o monitoramento quanto a definição de estratégias de adição de valor são fundamentais.

Um dos principais instrumentos utilizados no compartilhamento de gestão entre os sócios originais e os fundos de PE/VC é o chamado “acordo de acionistas”. Esse documento estabelece os seguintes pontos:

- Constituição de um conselho de administração e definição da representação dos acionistas envolvidos.
- Alocação dos direitos de voto.

- Direitos concedidos ao fundo para inspecionar os ativos, livros e registros da empresa.
- Definição dos relatórios gerenciais financeiros e operacionais a serem entregues, e com qual frequência.
- Direito do fundo de indicar determinadas posições na composição da diretoria executiva.
- Direito de veto do fundo a determinadas transações, dependendo do seu porte e importância estratégica.
- Condições de admissão de um novo sócio e proteção contra a diluição de participação.
- Condições de saída do negócio pelas partes envolvidas a base de valor, a preferência de compra pelos sócios atuais, direitos de arraste (drag along) e de adesão (tag along), etc.

Realizado isso, o próximo passo consiste na elaboração de uma política de governança corporativa, trazendo transparência na gestão e execução do negócio.

Estabelecido o ambiente de gestão e controle, o fundo começa efetivamente a participar do desenvolvimento do negócio. A agregação de valor, por parte do fundo, pode advir de diversos fatores, entre os quais Shinohara (2007, p. 28-29) destaca:

- Experiência e rede de contatos dos gestores: em virtude do grande número de empresas que analisam e de grupos empresariais com os quais mantêm contato para a realização de negócios, os gestores possuem informação relevante que pode beneficiar as empresas do seu portfólio.
- Sinergia com outros negócios do fundo: possibilidade de consolidação de operações com outras empresas do fundo, obtendo-se ganhos de escala, ou ainda, verticalização das operações.
- Alavancagem: os fundos de PE/VC sinalizam a qualidade das empresas em que investem, permitindo que acessem linhas de crédito com prazos e custos mais competitivos.

- Entrada em novos mercados: os relacionamentos estabelecidos pelos fundos muitas vezes viabilizam a entrada da empresa em novos mercados e segmentos.
- Profissionalização: os gestores possuem extensa rede de contatos com profissionais que podem contribuir para o desenvolvimento das empresas nas quais investem.
- Viabilidade de financiamento de novas tecnologias e novos produtos: os recursos advindos do fundo são de longo prazo, facilitando a inovação na empresa.

Como se pode deduzir, a entrada de um fundo de PE/VC em um negócio não apenas viabiliza sua continuidade e seu crescimento, como potencializa significativamente o valor criado pelos acionistas originais.

2.2.5 Preparação e execução de saída

Saídas (desinvestimento) são realizadas por meio de cinco mecanismos distintos: venda estratégica (*trade-sale*), oferta de ações em bolsa de valores (IPO)³, venda para outro investidor (*secondary sale*), recompra pelo empreendedor (*buyback*) e liquidação (*write-off*). (MACINTOSH⁴, 1997 *apud* RIBEIRO e ALMEIDA, 2005)

Na venda estratégica, a totalidade das ações é oferecida a um comprador, em geral um grande grupo empresarial com atividade semelhante ou complementar à do empreendimento em questão.

A oferta pública de ações na bolsa de valores é um dos instrumentos que geram maior retorno e visibilidade, tornando-se a opção preferida dos gestores. Entretanto, nem toda empresa é elegível ao IPO como mostra Ribeiro e Almeida (2005):

³ IPO é a sigla em inglês para Initial Public Offering, ou oferta pública de ações. A sigla em inglês é mais utilizada no vocabulário de mercado.

⁴ MACINTOSH, J. Venture Capital Exits in Canada and United States. Em: HALPERN, P. (Ed.). **Financing growth in Canada**. Calgary: University of Calgary Press, 1997. p.279-356..

[...] devido à existência de elevados custos fixos, apenas empresas acima de um determinado tamanho são introduzidas em bolsa. Entre os custos estão: comissão para os bancos; honorários advocatícios; emolumentos pagos à bolsa de valores; contadores e auditores. Somando tudo, os custos podem chegar a 25% da capitalização obtida [...] (RIBEIRO e ALMEIDA, 2005, p. 58)

Outra opção é a venda para outro investidor. Parte, ou totalidade, das ações, detidas pelo fundo de capital de risco, são vendidas a um terceiro investidor, em geral outro fundo de PE/VC (CUMMING e MACINTOSH⁵, 2003 *apud* RIBEIRO e ALMEIDA, 2005).

A recompra pelo empreendedor às vezes é associada ao insucesso do investimento, seja pela falta de alinhamento entre o fundo e a empresa, por problemas de governança ou até de má gestão do negócio. (SHINOHARA, 2007)

2.3 HISTÓRICO

Informação necessária para entender o atual estágio de evolução da indústria de PE/VC no Brasil é o seu histórico. Parte-se do seu berço, EUA, como o início das primeiras atividades até o início no Brasil.

2.3.1 Estados Unidos

A indústria de PE/VC era, nas suas décadas iniciais, um fenômeno predominantemente norte-americano. Ela tem origem nos *Family Offices* que administravam as fortunas de indivíduos ricos nas últimas décadas do século dezanove e nas primeiras décadas do século vinte. Famílias ricas como os Phippes, Rockefellers, Vanderbilts e os Whitneys investiram e participaram do conselho de uma variedade de empresas, incluindo aquelas que antecederam grandes companhias como AT&T, Eastern Airlines e McDonnell Douglas. Gradualmente, essas famílias começaram a

⁵ CUMMING, D., MACINTOSH, J. A cross-country comparison of full and partial venture capital exits. *Journal of Banking & Finance*, Roma, v.27, n.3, p.511-548, Mar. 2003.

envolver profissionais de mercado para analisar e selecionar esses investimentos. (HARDYMON, LEAMON, LERNER, 2005)

A primeira empresa formal de PE/VC foi estabelecida logo após a segunda guerra mundial. A American Research and Development (ARD) foi criada em 1946 pelo presidente do Massachusetts Institute of Technology (MIT), Karl Compton, pelo professor da Harvard Business School, Georges F. Doriot e por empresários de Boston. Um pequeno grupo de *venture capitalists*⁶ realizou investimentos de alto risco em empresas emergentes que desenvolveram tecnologia para a segunda guerra mundial. O sucesso dos investimentos variou amplamente ao longo do tempo, quase metade dos ganhos da ARD ao longo dos seus 26 anos como uma entidade independente veio do seu investimento de 70 mil dólares na Digital Equipment Company em 1957, cujo valor de mercado cresceu para 355 milhões de dólares. (HARDYMON, LEAMON, LERNER, 2005)

A atividade na indústria de PE/VC cresceu drasticamente no final dos anos 1970 e no começo dos anos 1980. Os observadores da indústria atribuem essas mudanças em grande parte à mudança ocorrida na legislação em 1979 pelo Departamento de Trabalho dos Estados Unidos. A lei limitava os fundos de pensão de investir grande parte do seu capital em PE/VC ou em outras classes de ativos de alto risco. A nova lei permitia explicitamente aos administradores dos fundos de pensão investir em ativos de alto risco, incluindo PE/VC. A partir desse fato é que diversos fundos especializados cresceram e se desenvolveram. Outra importante mudança na indústria de PE/VC durante este período, foi o crescimento de LP como forma de organização dominante. (HARDYMON, LEAMON, LERNER, 2005)

Os anos seguintes foram tempos muito bons e de oportunidades para os investidores de PE/VC. De um lado os *venture capitalists* financiaram muitas das mais bem sucedidas companhias de alta tecnologia, incluindo Cisco Systems, Genetech, Microsoft e Sun Microsystems. Do outro lado, diversas aquisições bem sucedidas por parte desses fundos atraíram uma considerável atenção pública nos anos 1980. Ao mesmo tempo, o compromisso com a indústria de PE/VC, durante aquela década foi

⁶ Termo em inglês sem tradução para o português. É o investidor que investe em empresas com o perfil desejado pelos fundos de Venture Capital, empresas emergentes, normalmente de alta tecnologia, inovadoras e com potencial de retorno elevado.

muito inconstante. Enquanto o fluxo anual de investimentos dos fundos de VC cresceu dez vezes durante a primeira metade da década de 1980, de 1987 até 1991 o que se observou foi um declínio constante nos investimentos. Os fundos de PE experimentaram um crescimento ainda mais acentuado na primeira metade daquela década seguido por uma queda repentina ao final dela. (HARDYMON, LEAMON, LERNER, 2005)

2.3.2 Brasil

As primeiras ações em relação às atividades de PE/VC no Brasil, datam de 1974 através do governo federal por meio de programas do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e , em 1976, pela Financiadora de Estudos e Projetos (Finep). (ABVCAP, 2006))

De acordo com Ribeiro (2005), a primeira organização de PE/VC do Brasil surgiu em 1975, a Brasilpar, mas é no começo dos anos 80 que a atividade de PE/VC tem realmente o seu início no Brasil, quando o modelo norte-americano de PE/VC estava na sua fase final de configuração.

Apesar de ter início no começo dos anos 80, o grande ciclo do PE/VC no Brasil se inicia em 1994 com a estabilização monetária, através do Plano Real e com a primeira regulamentação do setor por meio da Instrução 209⁷, de 25 de março de 1994 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O cenário econômico tornou o ambiente de negócios atrativo para os investidores de PE, que elegeram este veículo como adequado para investimentos nas privatizações. Em 1998 temos interrupção na entrada de organizações gestoras correlacionada com a antecipação da crise cambial do início de 1999. Em julho de 2000 foi fundada a Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP), originalmente Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR), oficializando a indústria. Neste mesmo ano, como pode ser visto no gráfico 1, treze organizações entraram no país, totalizando 45 gestores, número bem maior que os de 1994 quando somavam apenas oito gestores. (RIBEIRO, 2005)

⁷ Instrução CVM 209/94 regulamenta o Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE).

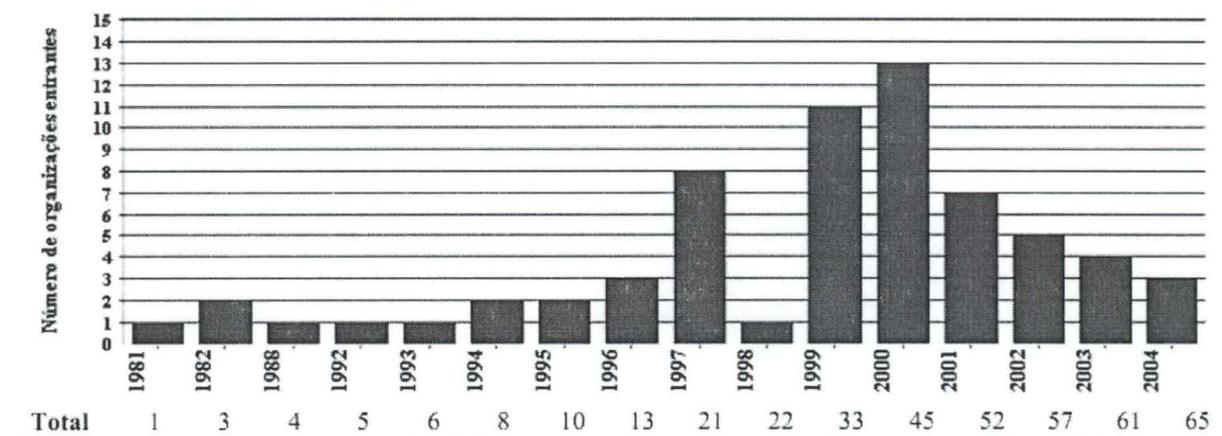


GRÁFICO 1 – INÍCIO DE ATIVIDADE NO BRASIL

FONTE: RIBEIRO (2005)

Em 2003, o ambiente nacional para investimentos em PE/VC avançou a partir da edição da Instrução CVM 391, de 16 de julho de 2003, que regulamenta a constituição, a administração e o funcionamento dos fundos de investimento em participações (FIP's).

A indústria de PE/VC é bastante recente se comparada com aquela existente nos EUA. Em 1982, apenas a Brasilpar, Companhia Rio Grandense de Participações (CRP) e o BNDES Participações (BNDESPar) realizavam este tipo de investimentos no país. Segundo Sahlman⁸ (1990 *apud* Ribeiro, 2005), neste mesmo ano o setor norte-americano já contava com 331 organizações gestoras com US\$ 7,6 bilhões em capital comprometido, empregavam 1.031 profissionais e realizaram 918 investimentos no valor total de US\$ 1,45 bilhão.

Apesar da enorme diferença em relação aos EUA, o Brasil integra o grupo de países emergentes pioneiros na implantação de suas indústrias de PE/VC. Kenney *et al*⁹ (2002 *apud* Ribeiro, 2005) aponta para o final dos anos 1970 e começo dos anos 1980 a primeira onda de globalização desta atividade, incluindo países como Malásia, Cingapura, Taiwan, Coréia do Sul e Israel.

⁸ SAHLMAN, W. The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations. *Journal of Financial Economics*, v.27, n.2, p.473-521, Oct. 1990.

⁹ KENNEY, M.; HAN, K.; TANAKA, S. The Globalization of Venture Capital: The Cases of Taiwan and Japan. 2002.

Instrumento fundamental no desenvolvimento de mercados de capitais e economias emergentes, o PE/VC tem se destacado de forma expressiva no Brasil. Trata-se de um tipo de investimento que envolve a participação em empresas com alto potencial de crescimento e rentabilidade, através da aquisição de ações ou de outros valores mobiliários (debênture conversíveis, bônus de subscrição, entre outros), com o objetivo de obter ganhos expressivos de capital a médio e longo prazo. Através do PE/VC, pequenas e médias empresas que pretendem transformar-se em grandes companhias, passam a dispor de oportunidades adequadas para financiar o seu crescimento, com apoio para a criação de estruturas adequadas de governança corporativa, foco no crescimento e lucratividade, bem como na sustentabilidade futura do negócio (ABVCAP, 2006).

De acordo com Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006), os anos de 2004 e 2005 marcaram o início do segundo ciclo da indústria brasileira de PE/VC. O primeiro ciclo havia se iniciado na metade dos anos 1990, concomitantemente à estabilização econômica do país. O fim do primeiro ciclo mostra que a indústria graduou-se em grande estilo e que já é parte do sistema financeiro nacional.

No quadro 1 é possível observar como se deu este primeiro ciclo de investimentos e os principais eventos que influenciaram o seu desenvolvimento:

Primeiro ciclo de investimento de PE e VC

Plano Real Inst. CVM 209		Investimentos dos fundos de PE/VC nas privatizações		Estabilidade econômica Instrução CVM 391 Criação do Novo Mercado na Bovespa Investidores concentram atenção nos BRICs	
1994	1995-97	1997-98	1999-2002	2003	2004-05
	Início dos investimentos dos primeiros fundos de PE/VC		Período de crises e desaceleração de investimentos: • Desvalorização cambial • Crise energética • Incerteza pré-eleitoral		Aceleração dos processos de abertura de capital na Bovespa Participação ativa dos fundos de PE/VC nas operações de fusões e aquisições Liquidação de carteiras e fim do primeiro ciclo de investimentos

QUADRO 1 – PRIMEIRO CICLO DE INVESTIMENTO DE PE E VC

FONTE: SHINOHARA (2007)

Diante do crescimento dessa indústria ao longo do tempo, viu-se a necessidade de organizar e oferecer dados e informações sistematizadas e confiáveis. Em julho de 2003 foi fundado o Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da Fundação Getúlio Vargas (GVcepe), pioneiro e referência nas áreas de pesquisa e educação dessa indústria no Brasil.

Em 2006 foi publicado o primeiro estudo aprofundado sobre PE/VC no Brasil. Produzido pela GVcepe, o livro *A Indústria de Private Equity e Venture Capital: primeiro censo brasileiro*, é um trabalho de grande valor que traz um panorama extremamente fiel dessa indústria através de uma pesquisa quantitativa com fundos e gestores de todo o país.

3 PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL NO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

Ao analisar a indústria de PE/VC no Brasil, não se quer apenas entender o que é, como funciona e qual a sua função, mas procurar evidências de efeitos reais e diretas à economia e às empresas investidas. Dessa forma busca-se como fundamento a análise de Joseph Alois Schumpeter através da sua obra intitulada: *Teoria Desenvolvimento Econômico*.

3.1 DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

Schumpeter estabelece, desde o início, as bases sob as quais atua o mecanismo econômico. São elas: a propriedade privada, a divisão do trabalho e a livre concorrência (COSTA, 2006). O ponto de partida de Schumpeter (1997) é uma economia que se encontra em equilíbrio. O sistema econômico nesse estado é também chamado de fluxo circular, pois é uma repetição constante de um ciclo sempre idêntico a si mesmo. A produção se caracteriza por uma atividade de pura rotina: as empresas produzem sempre os mesmos tipos e quantidades de bens; os fatores são combinados sempre da mesma forma. Admitem-se incrementos na produtividade, decorrentes de aperfeiçoamentos no processo de trabalho e de mudanças tecnológicas contínuas na função de produção (COSTA, 2006).

As inovações para Schumpeter (1997) são originadas no próprio sistema, quando introduzidas na atividade econômica, produzem mudanças que são qualitativamente diferentes daquelas alterações do dia-a-dia, levando ao rompimento do equilíbrio alcançado no fluxo circular. Assim, a evolução econômica se caracteriza por rupturas e descontinuidades com a situação presente e se devem à introdução de novidades na maneira de o sistema funcionar.

O empresário é o que promove inovações no processo produtivo, assim, o empresário não se caracteriza necessariamente pela posse do capital, mas sim pelo seu empreendedorismo no ciclo produtivo, portanto, deverá recorrer às fontes de

financiamento. Esses recursos de capital são conseguidos nos bancos criadores de crédito. (SCHUMPETER, 1997)

Nesse aspecto também é fundamental a diferença pela concepção schumpeteriana entre empresários e capitalistas. Todos os empresários seriam capitalistas, mas não necessariamente a recíproca seria verdadeira. A concepção de empresário fica destinada na teoria de Schumpeter ao ajuste que rompe com o fluxo circular e dessa maneira promove o avanço do processo de desenvolvimento. No pensamento schumpeteriano, a presença de empresários no seio da classe capitalista é fundamental ao desenvolvimento econômico, pois estes têm sempre em perspectiva a busca da inovação.

O processo de desenvolvimento se inicia com o rompimento do fluxo circular com a alteração dos antigos sistemas de produção. As oportunidades para a introdução de inovações são percebidas pelo empresário, o qual recorre ao sistema bancário criadores de crédito que financia as inovações, fazendo uma incursão na corrente circular. Os inovadores são logo seguidos por outros inovadores e o equilíbrio estacionário é rompido. Os preços e as rendas monetárias se elevam quando o gasto empresarial se infiltra no sistema econômico.

O excesso de inovações que surge determina, então, o aparecimento do que Schumpeter chamou de processo de destruição criadora: as velhas empresas verificam que seus mercados foram destruídos ou reduzidos pelo aparecimento de produtos competitivos vendidos a preços menores. Assim, essas empresas ou vão à bancarrota ou são obrigadas a aceitar posição de menor importância no mercado. A economia tende então a entrar em recessão, com declínio da atividade inovadora. Essa recessão é intensificada mais ainda com a necessidade de resgate dos empréstimos bancários que forçam os preços e a renda monetária a caírem. Todavia, os efeitos da destruição criadora e a queda dos preços e rendas monetárias, decorrentes da necessidade de resgate dos empréstimos, não são suficientes para provocar uma depressão em larga escala e, portanto, antes que transcorra muito tempo o clima pode se tornar propício para novas atividades empresariais. (MORICOCCHI e GONÇALVES, 1994).

Por muitas vezes investir em empresas em desenvolvimento, os fundos de PE/VC estão diretamente ligados ao processo inovador e ao desenvolvimento econômico.

De acordo com um estudo conduzido pela Global Insight¹⁰ (2004 apud CORDEIRO, 2006) a contribuição do VC para a criação de empregos, crescimento econômico e progresso tecnológico nos EUA cresceu constantemente entre 2000 e 2003, desempenhando papel fundamental no desenvolvimento econômico. (CORDEIRO, 2006)

O estudo aponta que as empresas investidas por VC empregam mais de dez milhões de trabalhadores norte-americanos e geram 1,8 trilhão em vendas. No período analisado essas empresas obtiveram desempenho superior aos das empresas privadas. As empresas investidas aumentaram o número de trabalhadores em 6,5% enquanto o setor privado teve redução de 2,3%. Em relação às vendas o crescimento foi de 12% para as investidas contra 6,5% do restante. Essas empresas criaram 600 mil empregos no período. (CORDEIRO, 2006)

As empresas que receberam investimentos de fundos de VC gastam o dobro em pesquisa e desenvolvimento (P&D). Mesmo quando pequenas empresas apoiadas por VC se tornam grandes corporações, continuam com políticas de P&D acima de seus concorrentes. (CORDEIRO, 2006)

Um estudo realizado por Romain e Van Pottelsberghe¹¹ (2004 apud GONÇALVES, 2006) confirmou a hipótese de que VC contribui para o crescimento econômico através de dois canais: introdução de novos produtos e processos no mercado e no desenvolvimento de uma melhor capacidade de absorção do conhecimento gerado por instituições públicas ou privadas de pesquisa.

De acordo com Romain e Van Pottelsberghe (2004 apud CORDEIRO, 2006), o retorno social é muito maior nos investimentos de PE/VC do que nos investimentos privados ou públicos em P&D.

Analisando a teoria schumpeteriana com os resultados encontrados no estudo citado, entre os efeitos na economia destacam-se:

¹⁰ GLOBAL INSIGHT. Venture Impact 2004: Venture Capital Benefits to US Economy, 2004.

¹¹ ROMAIN, A., VAN POTTELSBERGHE, B. The economic impact of venture capital. **Discussion Paper Serie 1**: Studies of the Economic Research Center, n.18, Frankfurt, 2004.

[...] aumento da produtividade, criação de empregos, desenvolvimento tecnológico, desenvolvimento da capacidade de absorção de novos conhecimentos, capilarização da economia, desenvolvimento do mercado de capitais, transferência para o setor privado dos riscos e incertezas associados ao processo de inovação. (GONÇALVES, 2006, p.83)

3.2 INOVAÇÃO TECNOLÓGICA

A maioria dos economistas concorda que a inovação é um fator preponderante para o desenvolvimento econômico. Em seu artigo, *A Contribution to the Theory of Economic Growth*, Robert M. Solow¹² (1956 *apud* Makhene, 2009) enfatizou a importância da inovação tecnológica para o crescimento econômico. Supondo que o capital está sujeito a rendimentos decrescentes, Solow defendeu que uma taxa constante de crescimento da economia depende da taxa de progresso tecnológico e do crescimento da força de trabalho. Os pressupostos e conclusões desta teoria neoclássica do crescimento levou Solow à conclusão de que para as economias crescerem, os governos deveriam investir em capital humano através da educação e da formação contínua, transferência de recursos para indústrias de maior produtividade, estimular o capital de investimento, o progresso tecnológico e a inovação. Destas recomendações, a última é oferecida como o mais importante motor de crescimento (MAKHENE, 2009).

Em nenhum outro lugar o impacto no crescimento econômico através do progresso tecnológico e de inovação pode ser mais bem ilustrado do que nos quatro tigres asiáticos: Taiwan, Singapura, Coreia do Sul e Hong Kong. Após a Segunda Guerra Mundial, os quatro tigres asiáticos estavam caracterizados como mercados emergentes, mas, desde então, conseguiram se transformar em regiões industrializadas com um crescimento econômico sustentado por mais de trinta anos (SAREL¹³, 1996 *apud* MAKHENE, 2009).

Para entender o surpreendente crescimento econômico nestes países, Sarel (1996 *apud* Makhene, 2009) apresenta algumas respostas em um artigo do *Fundo*

¹² SOLOW, Robert. M. A Contribution to the Theory of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics*, v.70, p.65-94, Feb. 1956.

¹³ SAREL, M. Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer. *International Monetary Fund*, 1996.

Monetário Internacional (FMI) intitulado: *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer*. Um dos efeitos gerados pelo forte crescimento econômico nesses países é o aumento da riqueza. Em 1990 os residentes de um país não asiático eram, em média, 72% mais ricos do que seus pais foram em 1960, em contrapartida, o valor correspondente para os sul-coreanos não era inferior a 638% em média. Sarel (1996 *apud* Makhene, 2009) apresenta fortes indícios de que a tecnologia e a inovação têm sido responsáveis por um enorme crescimento da Ásia oriental, mas também cita a acumulação de fatores de produção, trabalho e capital. Para maior clareza e foco, a discussão está apenas preocupada com o crescimento resultante da inovação e do progresso tecnológico.

A questão do progresso tecnológico e inovação é de extrema relevância em virtude da importância desses fatores para o rápido crescimento econômico em mercados emergentes como o Brasil. Para competir numa época globalizada e de alta tecnologia da informação, as nações em desenvolvimento devem utilizar a tecnologia como alavanca para o seu crescimento. Dessa forma Sarel (1996 *apud* Makhene, 2009) conclui:

"assim, a visão padrão sobre o sucesso dos países do Leste Asiático enfatiza o papel da tecnologia em suas taxas de crescimento elevadas e concentra-se no rápido alcance tecnológico nessas economias. Nesta visão, essas economias têm sucesso porque eles aprenderam a usar a tecnologia mais rápida e eficientemente do que seus concorrentes o fizeram". (SAREL, 1996 *apud* MAKHENE, 2009, p.35-36, tradução nossa).

Tendo já estabelecido a importância da inovação na promoção do desenvolvimento e crescimento econômico, especialmente nos mercados emergentes, a pergunta a ser respondida é se a atividade de PE/VC investe e incentiva a inovação, tecnologia e pesquisa e desenvolvimento.

Segundo Hardyman, Leamon e Lerner (2005, p. 9), a indicação mais clara disso é o número de patentes. A solicitação de patentes junto à U.S. inventors, depois de ficar entre 40 mil e 80 mil anualmente por 85 anos durante o século passado, alcançou na última década 150 mil patentes por ano. Eles ainda concluem que o alto grau de inovação intelectual proverá um campo fértil para futuros investimentos, especialmente por fundos de PE/VC. Um estudo indica a relação dos fundos com a inovação:

Os padrões de patentes das indústrias nas últimas três décadas aparentam ter efeitos positivos e significativos. Nós obtivemos resultados satisfatórios ao analisar a relação entre patentes, P&D e venture capital... As estimativas sugerem que fundos de venture capital contribuíram com 8% das inovações industriais na década terminada em 1992. Com o rápido crescimento dos fundos de venture capital desde 1992, e assumindo que sua potência permanece constante, os resultados implicam que em 1998 os fundos de venture capital contribuirão com 14%, aproximadamente, das atividades de inovação nos Estados Unidos. (GOMPERS e LERNER, 2006, p. 306, tradução nossa).

De acordo com Ribeiro (2005), os investimentos em P&D realizados no Brasil representam apenas 1% do Produto Interno Bruto (PIB), contra uma média mundial de 2,4%. Em relação aos países em desenvolvimento, o gasto brasileiro com P&D é relativamente alto. Mas em contrapartida apenas 18% da população brasileira tem nível de educação superior. Segundo IMD¹⁴ (2005, *apud* Ribeiro, 2005), a percepção dos empresários é de que o Brasil é o país com menor disponibilidade de mão-de-obra qualificada. Além disso, são poucos os brasileiros que participam nos processos de P&D. De acordo com o Banco Mundial (2005, citado por Ribeiro, 2005), de cada um milhão de brasileiros, apenas 324 são pesquisadores e 129 são técnicos de P&D.

E Ribeiro (2005) conclui:

Existência de recursos humanos e financeiros para P&D são fatores relevantes para a indústria de PE/VC. Embora o Brasil invista bastante em P&D, o baixo nível de estudos da população sugere a falta de recursos capacitados e baixo grau de eficiência na utilização desses recursos. Ou seja, uma baixa produtividade na geração de inovação. (RIBEIRO, 2005, p. 51).

Ribeiro (2005) ainda aponta que o gasto com pesquisa e desenvolvimento (P&D) por parte de empresas, universidades e institutos de pesquisa também é significativo para o aumento do nível de PE/VC. O resultado sugere que o gasto em P&D influencia no número de potenciais empreendedores no setor de alta tecnologia. Além disso, aponta outros fatores:

¹⁴ INTERNATIONAL INSTITUTE FOR MANAGEMENT DEVELOPMENT – IMD. *World Competitiveness Yearbook*, Lausanne, 2005.

Os resultados de Jeng e Wells¹⁵ (2000) revelam que fatores como o crescimento do PIB e da capitalização bursátil não têm efeito sobre o tamanho da indústria. Embora não explique diferenças entre países, o tamanho do mercado de previdência privada mostrou impacto positivo ao longo do tempo. Mobilidade da mão-de-obra teve efeito diferenciado nos dois segmentos de investimento que compõe o mercado de PE/VC: investimentos em negócios mais maduros (later stage) e investimentos em estágios anteriores, tais como capital semente (seed capital) e start-up (early stage). A falta de mobilidade da mão-de-obra compromete os investimentos do tipo early stage, mas não afeta a parcela dos recursos direcionada para later stage. (RIBEIRO, 2005, p. 15).

¹⁵ JENG, L.; WELLS, P. The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries. *Journal of Corporate Finance*, v.6, n.3, p.241-289, September 2000.

4 A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA E PERSPECTIVAS PARA PE/VC

O Brasil vive hoje uma boa fase econômica. Algo longo dos últimos anos diversos investimentos de PE/VC foram realizados em empresas brasileiras, inúmeros casos de sucesso dão respaldo para o desenvolvimento da atividade no país. Somando a boa fase econômica com a experiência adquirida, as perspectivas mostram-se animadoras e indicam que mais ainda estar por vir.

4.1 O PERFIL DO MERCADO BRASILEIRO

A indústria brasileira de PE/VC apesar de ser jovem, nos últimos anos, impulsionada pelo ambiente de liquidez financeira mundial e pela forte expansão dos indicadores econômicos nacionais, apresentou uma evolução bastante significativa. O capital comprometido total cresceu à impressionante taxa média de 50% a.a. desde 2004, quando o volume de recursos somava seis bilhões de dólares, para atingir 34 bilhões de dólares no fim de 2009. (E&Y, 2010)

De fato, o ambiente de negócios para PE/VC no Brasil vem evoluindo de forma consistente ao longo dos últimos anos. Um fato que comprova isso é a evolução ano a ano do Brasil na avaliação da Latin American Venture Capital Association (LAVCA) em parceria com a Economist Intelligence Unit, unidade de pesquisa da revista The Economist.

O relatório intitulado de *Scorecard* avalia os países pesquisados nas seguintes áreas:

- Legislação específica para formação e operação de fundos de PE/VC
- Tributação de fundos de PE/VC e investimentos
- Proteção dos direitos dos acionistas minoritários
- Restrições a investidores institucionais na realização de investimentos em PE/VC
- Proteção dos direitos de propriedade intelectual

- Regulamentação de falências (englobam os procedimentos, direitos do credor e responsabilidade do sócio nos casos de falência)
- Desenvolvimento do mercado de capitais e viabilidade de saída do investimento (ie, oferta pública de ações)
- Registro e requisitos de depósito para investimentos estrangeiros
- Requisitos de governança corporativa
- Força do sistema judiciário
- Corrupção perceptível
- A utilização de normas internacionais de contabilidade e a qualidade da contabilidade local
- Empreendedorismo

Feita a avaliação, cada país recebe notas em cada um dos quesitos. Na tabela abaixo temos a avaliação do Brasil nos últimos cinco anos:

TABELA 1 – AVALIAÇÃO DO BRASIL PARA INVESTIMENTOS DE PE/VC

BRASIL	2010	2009	2008	2007	2006
Pontuação total*	75	75	75	65	59
Legislação para formação e operação de fundos de PE/VC	4	4	4	3	2
Tributação de fundos de PE/VC e investimentos	3	3	3	3	2
Proteção dos direitos dos acionistas minoritários	3	3	3	3	3
Restrições a investidores institucionais na realização de investimentos em PE/VC	4	4	4	3	3
Proteção dos direitos de propriedade intelectual	2	2	2	1	1
Procedimentos/direitos do credor/responsabilidade dos sócios em caso de falência	3	3	3	3	2
Desenvolvimento do mercado de capitais e viabilidade de saída do investimento	3	3	3	2	3
Registro e requisitos de depósito para investimentos estrangeiros	3	3	3	3	3
Requisitos de governança corporativa	3	3	3	3	2
Força do sistema judiciário	2	2	2	2	2
Corrupção perceptível	1	1	1	1	1
Qualidade da contabilidade local/ utilização de padrões internacionais	4	4	4	3	3
Empreendedorismo**	3	3	3	-	-

Os indicadores recebem pontuação de 0 a 4 onde 4 = melhor pontuação

* cinco critérios - tributação, direito dos minoritários, restrições a investidores institucionais, mercado de capitais desenvolvido e governança corporativa - receberam peso em dobro na pontuação de 100 pontos para refletir a sua importância nas decisões de investimento realizadas por fundos de PE / VC.

** Somente a partir de 2008

FONTE: LAVCA (2010)

De acordo com o relatório da LAVCA (2010), leis favoráveis na formação e funcionamento do fundo, regulamento permissivo sobre os investidores institucionais e qualidade dos padrões de contabilidade classificam-se como os principais pontos fortes do país. Além disso, o Brasil continua a pontuação acima da média em indicadores como tributação, proteção dos direitos dos acionistas minoritários, regulamentação de falências, mercado de capitais desenvolvido, governança corporativa e empreendedorismo. (LAVCA, 2010)

Apesar do avanço em diversas áreas, algumas ainda permanecem como um problema a ser enfrentado. Combater a corrupção continua sendo um desafio para o país, bem como a execução e os procedimentos associados com a propriedade intelectual. (LAVCA, 2010)

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.

Além do Brasil e dos países da América Latina, o estudo também avalia e faz comparações com outras economias como as de Israel, Espanha, Taiwan e Reino Unido. A tabela abaixo mostra a pontuação de cada um dos países analisados e o contraste que há entre eles, principalmente quando se comparado com economias desenvolvidas.

TABELA 2 – AVALIAÇÃO DOS PAÍSES PARA INVESTIMENTO DE PE/VC EM 2010

2010 Scorecard

	Argentina	Brasil	Chile	Colômbia	Costa Rica	República Dominicana	El Salvador	México	Panamá	Peru	Trinidad & Tobago	Uruguai	Israel	Espanha	Taiwan	Reino Unido
Pontuação total	43	75	76	60	54	38	43	63	49	51	56	57	81	76	61	93
Legislação para formação e operação de fundos de PE/VC	1	4	4	3	1	1	0	2	2	2	2	2	4	3	4	4
Tributação de fundos de PE/VC e investimentos	1	3	3	2	3	1	3	3	2	1	3	3	3	4	3	4
Proteção dos direitos dos acionistas minoritários	2	3	3	3	1	2	2	3	2	1	2	2	4	3	1	4
Restrições a investidores institucionais na realização de investimentos em PE/VC	0	4	3	3	1	1	1	3	2	3	2	2	3	3	2	4
Proteção dos direitos de propriedade intelectual	2	2	3	2	3	1	2	2	2	2	2	2	2	3	3	4
Procedimentos/direitos do credor/responsabilidade dos sócios em caso de falência	2	3	3	2	2	1	2	2	2	2	2	3	2	3	3	3
Desenvolvimento do mercado de capitais e viabilidade de saída do investimento	2	3	3	2	2	1	2	2	2	2	2	1	3	3	3	4
Registro e requisitos de depósito para investimentos estrangeiros	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	4	3	3	3	2	3
Requisitos de governança corporativa	2	3	3	3	2	3	1	3	2	3	2	2	4	3	2	3
Força do sistema judiciário	2	2	3	2	3	1	1	2	2	1	2	3	3	2	3	4
Corrupção perceptível	1	1	3	1	3	0	0	1	1	1	1	3	3	3	2	3
Qualidade da contabilidade local/ utilização de padrões internacionais	4	4	3	2	4	3	4	3	2	4	3	3	4	4	2	4
Empreendedorismo	3	3	3	2	2	1	1	2	1	2	2	2	3	2	3	4

FONTE: LAVCA (2010)

Comparando com outros países latino-americanos, o Brasil está numa posição privilegiada, num nível bem acima dos demais. A exceção da região é o Chile que desponta como o país mais bem colocado. Quando comparado com países desenvolvidos, o Brasil mostra que precisa evoluir, principalmente nos quesitos corrupção e propriedade intelectual.

Outra análise feita pela LAVCA (2010) é a relação entre os investimentos de PE/VC no país com o seu PIB. O volume de recursos destinados a esse tipo de investimento ainda é baixo de acordo com a tabela abaixo.

TABELA 3 – RANKING DOS PAÍSES MAIS ATRATIVOS PARA INVESTIMENTO EM PE/VC NA AMÉRICA LATINA

País	Pontuação (1 a 100 onde 100 = máximo)	PE/VC % PIB
Reino Unido	93	1,36%
Israel	81	0,82%
Chile	76	0,14%
Espanha	76	0,25%
Brasil	75	0,11%
México	63	0,04%
Taiwan	61	0,10%
Colômbia	60	0,05%
Uruguai	57	0,00%
Trinidad & Tobago	56	0,06%
Costa Rica	54	0,05%
Peru	51	0,06%
Panamá	49	0,07%
Argentina	43	0,02%
El Salvador	43	0,19%
República Dominicana	38	0,08%

FONTE: LAVCA (2010)

Num gráfico comparativo da pontuação total com o volume de investimentos, fica clara a dispersão da posição brasileira. Apesar da boa pontuação, o baixo volume de investimento faz com que o país fique distante da linha de convergência.

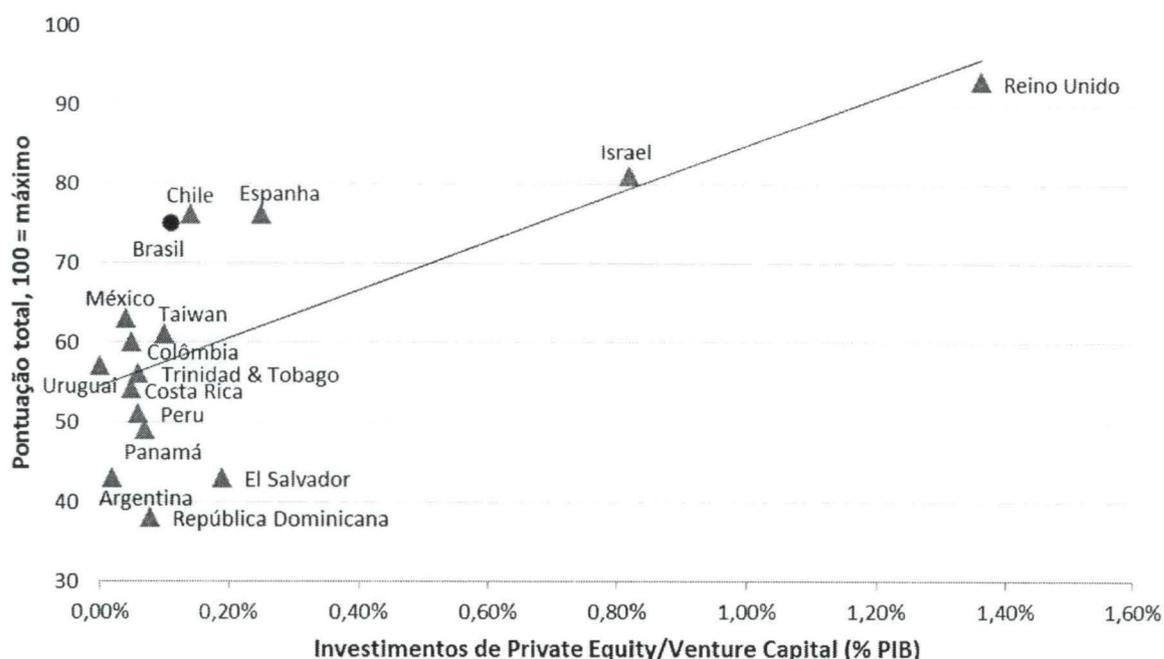


GRÁFICO 2 – COMPARAÇÃO ENTRE ATRATIVIDADE E VOLUME INVESTIDO

FONTE: LAVCA (2010)

Segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) o Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil em 2009 foi de 3,143 trilhões de reais. Pela avaliação da LAVCA (2010), com investimentos de 0,11% do PIB, os recursos destinados a PE/VC chegam a 3,457 bilhões de reais. Mantendo-se a atual pontuação, para que o Brasil se aproxime da reta de convergência no gráfico anterior, é necessário aumentar os investimentos de 0,11% para 0,7%, o que representa investir mais de seis vezes o volume atual. Em termos financeiros, o volume chegaria a 22 bilhões de reais.

A análise feita é meramente ilustrativa para a seguinte questão: o Brasil é hoje um mercado extremamente atrativo, possui o ambiente necessário para o desenvolvimento desse mercado, mesmo com os problemas já apresentados, mas é pouco aproveitado. O espaço para crescer é grande.

4.2 REGULAMENTAÇÃO

Ao longo da última década, juntamente com o forte crescimento e desenvolvimento da atividade de PE/VC no Brasil, o avanço na legislação e regulamentação do setor foi um dos principais fatores para a consolidação dessa atividade.

Os fundos voltados especialmente ao investimento em participações em empresas foram inicialmente regulamentados pela criação da Instrução CVM 209¹⁶, de 25 de março de 1994, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), com características e propósitos limitados.

Dentre os principais pontos, destacamos:

Art. 1º O Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes, e de sua denominação deverá constar a expressão "Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes".

§1º Entende-se por empresa emergente a companhia que apresente faturamento líquido anual, ou faturamento líquido anual consolidado, inferiores a R\$ 150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de Reais), apurados no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão.

§ 3º É vedado ao Fundo investir em sociedade cujo controle acionário seja detido por grupo de sociedades, de fato ou de direito, cujo patrimônio líquido consolidado seja superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de Reais).

Art. 2º O Fundo terá prazo máximo de duração de 10 (dez) anos, contados a partir da data da autorização para funcionamento pela Comissão de Valores Mobiliários.

Art. 26. Uma vez constituído e autorizado o seu funcionamento, o Fundo deverá manter, no mínimo, 75% (setenta e cinco por cento) de suas aplicações em ações, debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição de ações de emissão de empresas emergentes.

§1º A parcela de suas aplicações que não estiver aplicada em valores mobiliários de empresas emergentes deverá, obrigatoriamente, estar investida em quotas de fundos de renda fixa, e/ou em títulos de renda fixa de livre escolha do administrador, ou valores mobiliários de companhias abertas adquiridas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado. (Instrução CVM 209, 1994)

¹⁶ A Instrução CVM Nº 209, de 25 de março de 1994, se mantém como a norma que rege os FMIEEs, porém, sofreu alterações introduzidas ao longo dos anos pelas Instruções CVM N^{os} 225/94, 236/95, 246/96, 253/96, 363/02, 368/02, 415/05, 435/06, 453/07, 470/08 E 477/09.

Além dos pontos citados acima, a Instrução CVM 209 abrange e classifica um subgrupo específico para empresas inovadoras:

Art. 43-A. A constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento de que trata o art. 23 da Lei nº 10.973, de 2 de dezembro de 2004, reger-se-ão pelo disposto nesta Instrução.

§1º Os fundos de investimento de que trata o **caput** conterão, em sua denominação, a expressão "Fundo de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras", e serão destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes inovadoras.

§2º Para efeito do disposto no § 1º, consideram-se empresas emergentes inovadoras as empresas, constituídas sob a forma de sociedade anônima, cuja atividade principal seja voltada para a introdução de novidade ou aperfeiçoamento no ambiente produtivo ou social que resulte em novos produtos, processos ou serviços, nos termos do inciso IV do art. 2º da Lei nº 10.973, de 2004. (Instrução CVM 209, 1994)

Apesar do avanço, a medida não resolveu a situação daqueles investidores que pretendiam utilizar a estrutura de fundo para investir em empresas com outras características. Esses investidores continuavam se utilizando apenas de estruturas societárias mais complexas para estruturas de PE/VC, as quais, contudo, permitiam uma maior flexibilidade na escolha dos ativos objetos do investimento. (FREIRE e BURR, 2010)

Diante dessa necessidade foi criada a Instrução CVM 391¹⁷, de 16 de julho de 2003, que regulamenta os FIPs, criando a possibilidade de o fundo investir seus recursos na aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias abertas ou fechadas, sem qualquer limitação de porte ou características da companhia. (FREIRE e BURR, 2010)

Os FIPs tem se caracterizado como o principal veículo para investimento dos fundos de PE/VC. Os principais pontos da instrução são:

¹⁷ A Instrução CVM N° 391, de 16 de julho de 2003, se mantém como a norma que rege os FIPs, porém, sofreu alterações introduzidas ao longo dos anos pelas Instruções CVM N°435/06, 450/07 e 453/07.

Art. 2º O Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.

Art. 5º Somente poderão investir no fundo investidores qualificados, nos termos da regulamentação editada pela CVM relativamente aos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários, com valor mínimo de subscrição de R\$ 100.000,00 (cem mil reais).

Art. 6º O regulamento do Fundo de Investimento em Participações deverá dispor sobre:

XIV – prazo de duração do fundo e condições para eventuais prorrogações;

Art. 14. Incluem-se entre as obrigações do administrador:

VII – se houver, fornecer aos cotistas que, isolada ou conjuntamente, sendo detentores de pelo menos 10% (dez por cento) das cotas emitidas, assim quiserem, atualizações periódicas dos estudos e análises elaborados pelo gestor ou pelo administrador, permitindo acompanhamento dos investimentos realizados, objetivos alcançados, perspectivas de retorno e identificação de possíveis ações que maximizem o resultado do investimento;

Art. 15. Competirá privativamente à assembléia geral de cotistas:

VII – deliberar sobre a prorrogação do prazo de duração do fundo;

(Instrução CVM 391, 2003)

Um ponto importante do FIP é a sua participação no processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, inclusive para que sejam incorporadas à empresa uma gestão profissional e boas práticas de governança corporativa, tudo com o intuito de maximizar o seu valor de mercado. (FREIRE e BURR, 2010)

Além disso, o FIP é um excelente instrumento para a reestruturação de dívidas de empresas que se encontram em recuperação. Pode ser estruturado para adquirir participação nessas companhias, sendo admitida a integralização de cotas em bens ou direitos, incluindo-se créditos vinculados ao processo de recuperação da empresa alvo do investimento. (FREIRE e BURR, 2010)

A regulamentação dos FIPs, na prática, engloba a possibilidade de investimento em empresas emergentes. A criação dos FMIEEs veio como uma primeira iniciativa de se regulamentar fundos de investimento em participações, porém de uma maneira mais tímida e menos abrangente. A Instrução CVM 391, por sua vez, representou um forte avanço ao permitir a estruturação de diversas formas de fundos de PE/VC. (FREIRE e BURR, 2010)

Por último, temos a Instrução CVM 406, de 27 de abril de 2004, que na realidade regulamenta uma variação de FIP que conta com apoio financeiro de organismos de fomento. Essa instrução estabelece basicamente, em adição à Instrução CVM 391:

Art. 2º Os Fundos de Investimento em Participação de que trata a Instrução CVM no 391/03, que obtenham apoio financeiro direto de organismos de fomento, estão autorizados a:

- I – emitir cotas de diferentes classes, a que sejam atribuídos direitos econômico-financeiros e/ou políticos diferenciados, a serem estabelecidos no regulamento do fundo; e
- II – contrair empréstimos, diretamente, dos organismos, das agências de fomento ou dos bancos de desenvolvimento a que se refere o caput, limitados ao montante correspondente a 30% (trinta por cento) dos ativos do fundo.

(Instrução CVM 406, 2004)

Dentre os fatores necessários para o bom desenvolvimento da indústria de PE/VC no Brasil, a questão da legislação e regulamentação caminhou na direção correta, tanto que foi um dos pontos de máxima pontuação no relatório anual da LAVCA.

4.3A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA

Ao longo dos últimos anos, muitas empresas brasileiras tiveram a experiência de receber investimentos de fundos de PE/VC. Selecionamos alguns casos de sucesso no Brasil.

4.3.1 América Latina Logística (ALL)

A ALL, maior operadora logística com base ferroviária da América Latina, transporta para clientes de variados segmentos como commodities agrícolas, insumos e fertilizantes, combustíveis, construção civil, florestal, siderúrgico, higiene e limpeza, eletroeletrônicos, automotivo e autopeças, embalagens, químico, petroquímico e bebidas. A Companhia oferece uma gama completa de serviços de logística,

combinando as vantagens econômicas do transporte ferroviário com a flexibilidade do transporte por caminhão, em uma área de cobertura que engloba mais de 62% do PIB do MERCOSUL. (ABVCAP, 2006)

Após receber investimentos de fundos de private equity de empresas como a GP Investimentos, CSFB, Electra, e GEF, a ALL pôde se expandir. Hoje, são mais de 70 unidades de serviço localizadas nas principais cidades do Brasil, Argentina, Chile e Uruguai, além de centros de distribuição e 185 mil metros quadrados de áreas de armazenamento. A ALL administra uma malha férrea de 20.495 quilômetros de extensão, cobrindo o Sul de São Paulo, Paraná, Santa Catarina e Rio Grande do Sul, além da região central da Argentina. A Companhia cruza as fronteiras do Paraguai e Uruguai e serve o Chile por rodovia a partir da base logística intermodal de Mendoza, na Argentina. Seis dos mais importantes portos do Brasil e Argentina são atendidos pela ALL. A empresa fez a sua primeira oferta pública de ações em 25 de junho de 2004 e arrecadou R\$ 588 milhões. (ABVCAP, 2006)

4.3.2 Bematech

Líder nacional em sistemas de automação comercial para o varejo, a Bematech vem apresentando crescimento de cerca de 30% ao ano. A empresa que antes fornecia apenas equipamentos, hoje fornece soluções completas de automação com hardware, software e serviços, e cerca de 10% de seu faturamento já acontece fora do Brasil (subsidiárias nos Estados Unidos, Alemanha, Argentina, China e Taiwan). (ABVCAP, 2009)

A iniciativa de buscar investimento via fundo de private equity surgiu da necessidade da empresa crescer e de trazer mais um sócio para o negócio. “O montante que precisávamos na época era muito grande para que levantássemos um empréstimo bancário e, naquele momento, além da empresa ser muito pequena para uma abertura de capital, o mercado de capitais no Brasil era incipiente”, conta Marcel Malczewski, presidente da Bematech. (ABVCAP, 2009)

Entre 1996 e 1997, a Bematech recebeu U\$ 2 milhões. Os investidores foram o BNDESPar, que acabou transferindo o acompanhamento da empresa para a gestora Dynamo. Malczewski revela que o recurso permitiu a mudança do foco principal da empresa do mercado de automação bancária para automação comercial (mercado que atualmente lidera no país), com investimentos em produtos, equipe e marketing. O aporte também possibilitou uma maior profissionalização da empresa através da entrada de um novo sócio. “Foi um período de intenso crescimento e profissionalização. Passamos a ter um Conselho de Administração mais ativo e decisões mais planejadas”, conta Marcel. (ABVCAP, 2009)

Em abril de 2007 a Bematech abriu capital na Bolsa de Valores e atingiu captação inicial de R\$ 406 milhões. O faturamento da Bematech antes do aporte, em 1995, era de aproximadamente R\$ 7 milhões. Em 1999, a empresa faturou cerca de R\$ 52 milhões (receitas brutas) e em 2009 esse valor chegou a R\$ 389 milhões (faturamento bruto). (ABVCAP, 2009)

4.3.3 GOL Linhas Aéreas

GOL Linhas Aéreas é considerada uma das empresas que teve crescimento mais rápido no mundo. A GOL começou as suas atividades em 2001, e hoje oferece vôos a 49 cidades no Brasil, e a países como Argentina, Uruguai, Bolívia, e Paraguai. A empresa tem participação de 29% no mercado aéreo brasileiro, com potencial para crescer ainda mais. Em 2005, a GOL obteve rendimentos líquidos de R\$ 2.669 bilhões e lucros líquidos de R\$513 milhões. (ABVCAP, 2006)

Em abril de 2002, a GOL entrou em negociação com o AIG Capital a fim de receber investimentos nas primeiras etapas de crescimento. Com aporte de US\$26 milhões, a GOL ampliou os seus serviços no mercado internacional e instituiu a prática de boa governança. A empresa continuou a crescer e, em junho de 2004, ingressou na BOVESPA, arrecadando mais de US\$280 milhões. A GOL Linhas Aéreas é um bom exemplo de empresa brasileira pronta para obter um crescimento agressivo e para receber fundos de private equity. (ABVCAP, 2006)

4.3.4 Anhanguera Educacional

Fundada em 1994, a Anhanguera Educacional é hoje a maior empresa de ensino profissional do Brasil (inclui ensino superior e profissionalizante). Entre 2003 e 2006 a empresa recebeu uma sequência de aportes do Pátria, totalizando cerca US\$ 50 milhões de dólares. Jose Augusto Teixeira, Diretor de Planejamento e RI da Anhanguera Educacional, explica que a decisão de buscar investimento via private equity ocorreu porque além da necessidade de buscar capital para se estruturar, a empresa precisava de alguém que implantasse uma gestão de crescimento, e que apontasse as questões críticas a fim de serem melhoradas. (ABVCAP, 2009)

“Encontramos no Pátria o mesmo entendimento em relação a nossa proposta de valor”, diz o diretor. Ele conta que o aporte possibilitou melhorar a performance da empresa, desenvolver o negócio e trazer uma estrutura clara de estratégia corporativa, além de formar um time profissional para gerir a empresa durante o crescimento, bem como implantar ferramentas de governança corporativa. Em 2004, a Anhanguera contava com 10 mil alunos e o faturamento era de R\$ 50 milhões. Hoje a empresa possui mais de 700 mil alunos e há uma expectativa de faturar mais de R\$ 850 milhões em 2009. (ABVCAP, 2009)

José Augusto conta que o crescimento se deu através de aquisições, e que atualmente a Anhanguera conta com mais de mil polos de ensino espalhados em todo o território nacional. A instituição oferece, além do curso superior, uma gama de serviços, como pós-graduação, cursos de extensão e preparatórios para concurso. (ABVCAP, 2009)

A expectativa para os próximos anos é dobrar o número de alunos, alcançando a marca de um milhão e meio, e sair do EBITDA de R\$ 185 milhões para atingir em 2013 um valor próximo a R\$ 1 bilhão. (ABVCAP, 2009)

4.3.5 TOTVS

Balanço financeiro bem estruturado e presença de governança corporativa foram alguns dos fatores que contribuíram para que a TOTVS, empresa que hoje é líder no Brasil no mercado de software, inovação, relacionamento e suporte à gestão, recebesse em 1999, investimento do fundo de private equity do Advent Internacional. O valor do aporte foi de R\$ 6 milhões e a gestora passou a deter 25% das ações da companhia. “Manter o mínimo de organização é bom não só para a saúde financeira do negócio, como também para atrair sócios para o seu negócio”, afirma Jorge Rogério Luiz, Vice-Presidente Executivo e Financeiro da TOTVS. (ABVCAP, 2010)

O investimento ajudou a empresa a dar início ao seu processo de expansão internacional. Atualmente a TOTVS tem subsidiária no México, Argentina e Portugal e possui produtos em 26 países. Jorge Rogério conta que a entrada do fundo beneficiou a empresa em vários aspectos. “Foi estruturado um Conselho de Administração e começamos a estabelecer metas claras de crescimento”, conta. (ABVCAP, 2010)

Criada em 1983 com o nome de Microsiga Software Ltda., a empresa passou a se chamar TOTVS, em 2005. Em fevereiro deste mesmo ano, ocorreu a recompra da participação do Advent e a saída da gestora da empresa. Em abril de 2006, a TOTVS abriu o seu capital no Novo Mercado da Bovespa. Antes do IPO, a empresa apresentava faturamento de R\$ 220 milhões e no final de 2009 esse valor chegou a R\$ 980 milhões. Atualmente, a empresa possui valor de mercado de R\$ 3.981 bilhões. (ABVCAP, 2010)

4.4 PERSPECTIVAS

Após mais de quinze anos de esforço na estabilidade de preços, e consequentemente no crescimento e desenvolvimento econômico, o Brasil é considerado um dos países mais atrativos para investimentos. De acordo com a última pesquisa feita pela Emerging Markets Private Equity Association (EMPEA), o Brasil é o segundo país mais atrativo para investimentos entre as economias emergentes, ficando

atrás somente da China. No quadro abaixo podemos ver o ranking dos destinos preferidos dos investidores, com o Brasil se mantendo em segundo de 2009 para 2010:

TABELA 4 – RANKING DE ATRATIVIDADE DOS PAÍSES EMERGENTES

	2010	2009	Variação
China	1	1	-
Brasil	2	2	-
Índia	3	3	-
Outros países emergentes da Ásia	4	5	+1
América Latina (ex Brasil)	5	6	+1
Europa Central e Oriental (inc Turquia)	6	4	-2
África do Sul	7	7	-
África (ex África do Sul)	8	8	-
Oriente Médio	9	9	-
Rússia/CEI*	10	10	-

* Comunidade dos estados independentes

FONTE: EMPEA (2010)

Nesta mesma pesquisa, o EMPEA afirma que o Brasil terá o maior aumento líquido de novos investidores nos próximos um a dois anos com 19% dos atuais investidores afirmando que pretendem aumentar sua exposição ao Brasil, e mais 17% com a expectativa de começar investir no país pela primeira vez. (EMPEA, 2010)

A participação dos fundos de PE/VC nas transações de fusão e aquisição cresce a cada ano. No último levantamento realizado pela PricewaterhouseCoopers (PWC) (2010), a participação dos fundos de PE/VC atingiu 43% nas transações realizadas até setembro de 2010, mais de duas vezes a participação de 2008. (PWC, 2010)

Participação (%) de PE no total de transações anunciadas

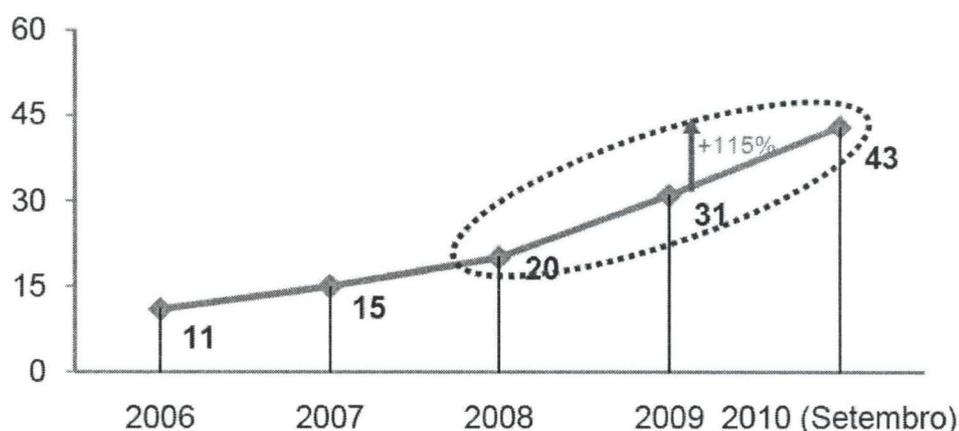


GRÁFICO 3 – PARTICIPAÇÃO DE PRIVATE EQUITY NO TOTAL DE TRANSAÇÕES ANUNCIADAS
 FONTE: PWC (2010)

A captação de recursos de fundos com foco no Brasil aumentou significativamente em 2006, saltando para 2,1 bilhões dólares ante aos níveis de cerca de 200 a 400 milhões de dólares nos anos anteriores. Em 2008 tivemos um pico de 3,6 bilhões dólares, antes de diminuir em 2009. A boa notícia é que 2010 já mostrou recuperação. Em abril, a Advent fechou seu quinto fundo latino americano, garantindo 1,65 bilhão em compromissos totais, dos quais metade é destinada para financiar aquisições no Brasil. (E&Y, 2010)

De acordo com Preqin¹⁸ (2010, *apud* E&Y, 2010), existem atualmente mais de 15 fundos direcionados para o Brasil em várias fases do processo de captação de recursos, buscando atingir 4,9 bilhões de dólares em compromissos.

4.5 DESAFIOS

Apesar das perspectivas serem muito boas para o crescimento e desenvolvimento de PE/VC no Brasil, desafios e, muitas vezes entraves aos olhos dos investidores estrangeiros, existem e precisam ser considerados.

¹⁸ O estudo da Ernst & Young, *Private Equity in Brazil*, 2010, não apresenta referências. A fonte citada é: <<http://www.preqin.com/>>.

A questão das leis trabalhistas pode assustar novos investidores que pretendem iniciar negócios no país. O fato de a lei ser extremamente benéfica ao trabalhador, e, muitas vezes prejudicial ao empregador, dificulta a entrada de novos investimentos. (E&Y, 2010)

Outro ponto abordado por investidores estrangeiros é o obstáculo de acesso à tecnologia. Muitas pequenas e médias empresas estão desatualizadas ou não possuem sistemas de hardware e software que organize e facilite o acesso às informações necessárias na hora de realização de due diligence. (E&Y, 2010)

A falta de transparência em relação às informações contábeis é um grande desafio na hora de decidir o investimento. É comum no Brasil empresas possuírem caixa dois, ocultando informações importantes na hora da análise. A falta de dados auditados e de políticas contábeis corretas pode inviabilizar um negócio. (E&Y, 2010)

As empresas com maiores chances de serem alvo de um fundo de PE/VC serão aquelas que implantarem a governança corporativa. Em muitas indústrias, o Brasil carece de um grande grupo de talentos com experiência em gestão operacional em grandes empresas privadas e públicas. As empresas de PE/VC que serão sucesso no mercado brasileiro na próxima década serão aquelas que, com êxito, recrutarem e manterem um alto nível de talento operacional. (E&Y, 2010)

Por fim, a complexidade do sistema tributário brasileiro impede a entrada de mais recursos para fundos de PE/VC. Segundo o Banco Mundial¹⁹ (*apud*, E&Y, 2010), com mais de dezenove impostos separados, o código tributário brasileiro coloca um fardo regulamentar sobre as empresas, maior do que em qualquer outro país no mundo. Se o Brasil continuar a ser destino de capital de investimento, reformas que eliminem redundâncias e simplifiquem o cumprimento da lei deverão ser abordadas. Embora haja algum progresso, a mudança tem sido lenta. (E&Y, 2010)

¹⁹ O estudo da Ernst & Young, **Private Equity in Brazil**, 2010, não apresenta referências. A fonte citada é: <<http://www.worldbank.org/>>.

5 CONCLUSÃO

Os caminhos que a indústria de PE/VC tem percorrido são muito bons. Credita-se isso às mudanças ocorridas no Brasil nos últimos quinze anos após a implantação do Plano Real. A consolidação da legislação desse mercado, o sólido sistema financeiro nacional, o mercado de capitais em forte expansão, o controle da inflação e o crescimento econômico dos últimos oito anos sinalizam que as perspectivas são excelentes.

A intenção do trabalho era analisar essa indústria no Brasil e procurar os benefícios gerados nas empresas investidas e na economia. Os impactos sociais e econômicos gerados pelos fundos de PE/VC através das empresas investidas e demonstrados ao longo deste trabalho mostram que é importante fomentar ainda mais essa alternativa de financiamento.

Os exemplos de investimentos bem sucedidos com as empresas crescendo cada vez mais é um fator atrativo a novas investidas. O momento do Brasil é privilegiado e deve ser aproveitado.

Apesar das boas perspectivas, nem tudo está resolvido. Como país, ainda precisa-se caminhar um longo trajeto. A necessidade de investimentos em infraestrutura, reformas nas leis trabalhistas e tributárias e combate a corrupção são alguns dos vários quesitos que ainda não são satisfatórios.

Conclui-se que independente dos pontos favoráveis ou desfavoráveis, o investimento realizado pela indústria de PE/VC é extremamente importante porque é completo, não se restringe apenas no empréstimo financeiro, mas vem com todo *know-how* necessário para que as empresas agreguem valor por meio de boas práticas de governança corporativa. Além disso, por se tornarem sócios das empresas, os fundos permitem que empresas se financiem a custos bem reduzidos, o que de outra forma seria inviável.

REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL – ABVCAP. 2006. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Telas/Industria/Casos/Default.asp>>. Acesso em 15 out. 2010

_____. 2009. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Telas/Industria/Casos/Default.asp>>. Acesso em 15 out. 2010

_____. 2010. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Telas/Industria/Casos/Default.asp>>. Acesso em 15 out. 2010

_____. **Overview do setor de Venture Capital & Private Equity**. 2006. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/UpLoad/Arquivo/Sobre%20o%20setor.pdf>>. Acesso em: 10 mai. 2010.

BRASIL. Instrução Normativa 209 da Comissão de Valores Mobiliários, de 25 de março de 1994. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 25 mar. 1994. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 20 nov. 2010.

_____. Instrução Normativa 391 da Comissão de Valores Mobiliários, de 16 de julho de 2003. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 18 jul. 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 20 nov. 2010.

_____. Instrução Normativa 406 da Comissão de Valores Mobiliários, de 27 de abril de 2004. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações que obtenham apoio financeiro de organismos de fomento. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 29 abr. 2004. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 20 nov. 2010.

CARVALHO, A. G., RIBEIRO, L. L., FURTADO, C. V. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital: primeiro censo brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2006.

CORDEIRO, C.R.C., **Riscos e Benefícios de Investimentos de Private Equity, e o Potencial do Setor, Face à Situação da Economia Brasileira**. Dissertação (Mestrado Profissional em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2006. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/8803/000589327.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 17 jun. 2010.

COSTA, A., O Desenvolvimento Econômico na visão de Joseph Schumpeter. **Cadernos IHU Idéias**, São Leopoldo, ano 4, n.47, 2006. Disponível em: <<http://www.ihu.unisinos.br/uploads/publicacoes/edicoes/1158329722.22pdf.pdf>>. Acesso em: 16 jun. 2010.

EMERGING MARKETS PRIVATE EQUITY ASSOCIATION - EMPEA. **Emerging Markets Private Equity Survey**. 2010. Disponível em: <<http://www.empea.net/Main-Menu-Category/EMPEA-Research/LP-Survey/Emerging-Markets-Private-Equity-Survey-April-2010.aspx?FT=.pdf>>. Acesso em: 05 nov. 2010.

ERNST & YOUNG. **Private Equity in Brazil**. 2010. Disponível em: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Private_Equity_in_Brazil/\\$FILE/EY_Private_Equity_in_Brazil.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Private_Equity_in_Brazil/$FILE/EY_Private_Equity_in_Brazil.pdf)>. Acesso em: 20 nov. 2010.

FREIRE, J. BURR, L. Diferenças entre FMIEE e FIP. **Revista Capital Aberto**. Ano 7, n.83, p.25, jul/2010. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=56&i=3305>. Acesso em 10 nov. 2010.

GOMPERS, P., LERNER, J. **The Venture Capital Cycle**. 2. ed. Cambridge: The MIT Press, 2006.

HARDYMON, F., LEAMON, A., LERNER, J. **Venture Capital and Private Equity: A Casebook**. 3.ed. New Caledonia: IE-WILEY, 2005.

LATIN AMERICA VENTURE CAPITAL ASSOCIATION – LAVCA. **2006 Scorecard**. 2006. Disponível em: <<http://lavca.org/wp-content/uploads/2010/02/scorecard06.pdf>>. Acesso em: 15 set. 2010.

_____. **2007 Scorecard**. 2007. Disponível em: <<http://lavca.org/wp-content/uploads/2010/02/scorecard07.pdf>>. Acesso em 15 set. 2010.

_____. **2008 Scorecard**. 2008. Disponível em: <<http://lavca.org/wp-content/uploads/2010/02/scorecard08.pdf>>. Acesso em 15 set. 2010.

_____. **2009 Scorecard**. 2009. Disponível em: <<http://lavca.org/wp-content/uploads/2010/02/scorecard091.pdf>>. Acesso em 15 set. 2010.

_____. **2010 Scorecard**. 2010. Disponível em: <<http://lavca.org/wp-content/uploads/2010/05/scorecard2010-updated-for-web-1.pdf>>. Acesso em 15 set. 2010.

MAKHENE, M. Alternative Growth: The Impact of Emerging Market Private Equity on Economic Development. **The Neumann Business Review**. p.17-47, 2009.

Disponível em:

<http://www.neumann.edu/academics/divisions/business/journal/review09/makhene.pdf>

Acesso em: 20 set. 2010.

MORICOCCHI, L., GONÇALVES, J., Teoria do Desenvolvimento Econômico de Schumpeter: Uma revisão crítica. **Informações Econômicas**, São Paulo, v.24, n.8, ago. 1994. Disponível em: <<ftp://ftp.sp.gov.br/ftpiea/tec3-0894.pdf>>. Acesso em 17 jun. 2010.

PRICEWATERHOUSECOOPERS – PWC. **Fusões e Aquisições no Brasil**. 2010.

Disponível em: <<http://www.pwc.com/br/pt/estudos-pesquisas/assets/rel-mea-set-2010.pdf>>. Acesso em: 22 nov. 2010.

PRODUTO INTERNO BRUTO. Brasília: IBGE, 1939-2009. Disponível em:

<<http://seriesestatisticas.ibge.gov.br/series.aspx?vcodigo=SCN01>>. Acesso em: 13 nov. 2010.

RIBEIRO, L. L., **O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital**.

Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, 2005.

Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-02042006-163402/pt-br.php>>. Acesso em: 10 abr. 2010.

RIBEIRO, L. L., ALMEIDA, M. R., Estratégia de saída em capital de risco. **Revista de Administração**, São Paulo, v.40, n.1, p.55-67, jan./fev./mar. 2005. Disponível em: <www.rausp.usp.br/download.asp?file=V4001055.pdf>. Acesso em: 25 nov. 2010.

SCHUMPETER, J. **Teoria do Desenvolvimento Econômico**. São Paulo: Nova Cultural, 1997.

SHINOHARA, P. **Como Funcionam os Fundo de Investimento em Capital Produtivo**. São Paulo: Trevisan Editora Universitária 2007.