

JOÃO VICTOR RODRIGUES DA SILVA

EVOLUÇÃO DO *VENTURE CAPITAL* E *PRIVATE EQUITY* COMO MECANISMOS  
DE INVESTIMENTO

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Prof<sup>ª</sup>. Dayane Rocha de Pauli

CURITIBA  
2013

## TERMO DE APROVAÇÃO

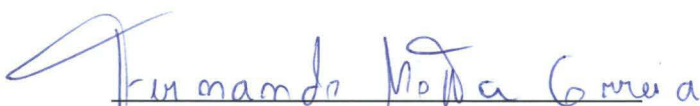
JOÃO VICTOR RODRIGUES DA SILVA

### EVOLUÇÃO DO VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY COMO MECANISMOS DE INVESTIMENTO

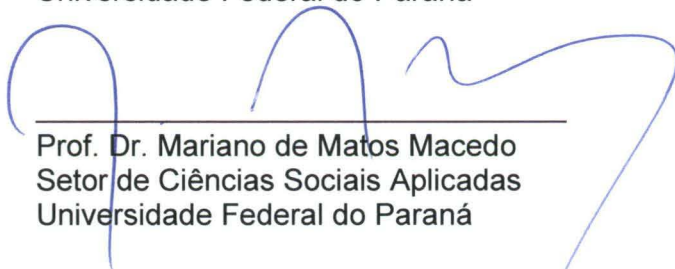
Monografia aprovada como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:



Orientadora: Prof<sup>a</sup>. Ma. Dayane Rocha de Pauli  
Setor de Ciências Sociais Aplicadas  
Universidade Federal do Paraná



Prof. Dr. Fernando Motta Correia  
Setor de Ciências Sociais Aplicadas  
Universidade Federal do Paraná



Prof. Dr. Mariano de Matos Macedo  
Setor de Ciências Sociais Aplicadas  
Universidade Federal do Paraná

Curitiba, 1º de agosto de 2013.

## **AGRADECIMENTOS**

Primeiramente, agradeço aos meus pais e irmã, principais responsáveis por eu ser quem sou hoje e sem os quais não chegaria até aqui. Admiro-os imensamente e serei eternamente grato por toda a educação que me deram e dão, todo o amor, carinho e apoio.

Aos professores, por compartilharem seus conhecimentos durante tantas manhãs e noites durante os últimos quatro anos. Obrigado por todos os ensinamentos, dúvidas tiradas e conselhos. A orientação e dedicação de vocês foram imprescindíveis para que hoje eu possa realizar um grande sonho.

À minha orientadora, Dayane Rocha, por toda a sua atenção, empenho e paciência. Sua ajuda foi fundamental para a realização deste trabalho.

Aos meus amigos de Marília, essenciais na minha vida, por estarem do meu lado durante todos esses anos. Aos amigos que fiz em Curitiba, por tornarem essa experiência inesquecível. Um obrigado especial à Leticia, Ágatha, Mabel, Markus, Larissa e Vanessa, por todo o companheirismo e amizade construída nesses anos de UFPR.

“O sucesso não é a chave da  
felicidade. A felicidade é a chave do  
sucesso. Se você ama o que faz,  
será bem sucedido.”

Albert Schweitzer

## RESUMO

Investimentos em *Venture Capital* e *Private Equity* correspondem à compra de participações de pequenas e médias empresas, com grande potencial de crescimento, mas que carecem de recursos próprios para conquistá-lo. Sua atividade no Brasil teve início na década de 1970, porém seu crescimento mais significativo ocorreu somente na segunda metade dos anos 2000.

O presente trabalho busca apresentar de que forma se dão tais investimentos, os diferentes agentes envolvidos e suas respectivas funções. Ainda, analisa a evolução da indústria brasileira de *Venture Capital* e *Private Equity* desde a sua criação, expõe seu cenário atual (2011-2012) e perspectivas para os próximos anos.

**Palavras-chave:** Investimento, *Venture Capital*, *Private Equity*.

## **ABSTRACT**

Venture Capital and Private Equity Investments correspond to the acquisition of shares from small and medium companies, which have a great potential of growing but lack of financial resources to make it. The activity in Brazil started in the 1970's, but its main growth occurred only in the second half of the 2000's. The present study exhibits how these investments take place, the different players involved and their respective functions. In addition, it analyses the evolution of Brazilian Venture Capital and Private Equity industry since its beginning, and also exposures its current scenario (2011-2012) and perspectives for the next years.

**Key Words:** Investment, Venture Capital, Private Equity.

## LISTA DE SIGLAS

ABCR	- Associação Brasileira de Capital de Risco
ABDI	- Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial
ABVCAP	- Associação Brasileira de <i>Venture Capital e Private Equity</i>
ALL	- América Latina Logística
BCB	- Banco Central do Brasil
BNDES	- Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA	- Bolsa de Valores de São Paulo
CA	- Conselho de Administração
CVM	- Comissão de Valores Mobiliários
ERISA	- <i>Employment Retirement Income Security Act's</i>
FIEE	- Fundo de Investimentos em Empresas Emergentes
FINEP	- Financiadora de Estudos e Projetos
FIP	- Fundos de Investimentos em Participações
IBGE	- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IPO	- <i>Initial Public Offer</i>
OCDE	- Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PE	- <i>Private Equity</i>
PIB	- Produto Interno Bruto
PME	- Pequenas e Médias Empresas
PwC	- Pricewaterhouse Coopers
SEBRAE	- Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
VC	- <i>Venture Capital</i>
VC/PE	- <i>Venture Capital e Private Equity</i>

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>10</b>
<b>2 VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY.....</b>	<b>11</b>
2.1 DEFINIÇÕES E CARACTERÍSTICAS.....	11
2.1.1 Oferta x Demanda.....	14
2.2 O CICLO DO VC/PE NO BRASIL.....	16
2.2.1 Captação de recursos.....	17
2.2.2 Origem e seleção de investimentos.....	18
2.2.3 Estruturação e execução dos investimentos.....	19
2.2.4 Monitoramento e adição de valor.....	20
2.2.5 Preparação e execução da saída.....	21
<b>3 HISTÓRICO DA INDÚSTRIA.....</b>	<b>23</b>
<b>4 EVOLUÇÃO, CENÁRIO ATUAL E PERSPECTIVAS.....</b>	<b>26</b>
4.1 ANÁLISE CONJUNTURAL.....	26
4.2 CENÁRIO DE 1999 A 2012.....	27
4.3 ANÁLISE QUALITATIVA.....	34
4.3.1 Forças.....	34
4.3.2 Fraquezas.....	35
4.4 SETORES ESTRATÉGICOS.....	35
4.4.1 Saúde e Farmácia.....	36
4.4.2 Infraestrutura.....	36
4.4.3 Bens de Consumo.....	37
4.4.4 Educação.....	38
4.4.5 Energia (Geração e Transmissão).....	38
4.4.6 Agronegócio.....	39
4.4.7 Imobiliário.....	40
4.4.8 Tecnologia da Informação.....	40
<b>5 EXEMPLOS DE SUCESSO.....</b>	<b>41</b>
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>43</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>45</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A abertura ou expansão de um negócio demandam uma quantidade mínima de capital, que varia de acordo com o empreendimento e setor em que estiver inserido. No entanto, nem sempre o empreendedor já possui parcial ou integralmente o valor necessário para concretizar seu projeto. Nesse contexto, os fundos de investimento apresentam-se como uma das alternativas de financiamento àqueles que possuem boas ideias mas carecem de recursos.

O presente trabalho busca apresentar e analisar a evolução da indústria de *venture capital* e *private equity* (VC/PE) no Brasil, desde o seu surgimento na década de 1970. Além de detalhar como funcionam tais investimentos, busca-se responder as seguintes perguntas: qual o volume do capital investido nessa indústria? Qual a origem dos recursos? Para quais setores são destinados? Em adição, faz-se um balanço entre os aspectos positivos e oportunidades de melhoria da atividade no Brasil.

Na busca por atingir seus objetivos, o trabalho primeiramente descreve de que forma funcionam os investimentos em VC/PE e suas principais características. Em sequência, apresenta-se um breve histórico da indústria no Brasil, incluindo seus principais marcos regulatórios. A quarta seção analisa, a partir do 2º Censo da Indústria Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABDI, 2011), maiores detalhes da evolução do setor, assim como seu cenário atual (2011–2012) e perspectivas. Em seguida, relata-se brevemente alguns exemplos de investimentos bem-sucedidos que contaram com a participação de fundos de VC/PE. Por fim, conclui-se o trabalho a partir de todas as informações levantadas durante o seu desenvolvimento.

## 2 VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY

O capítulo primeiramente apresenta as principais características dos investimentos em *venture capital* e *private equity* e como funcionam os mesmos, de modo geral. Em seguida, detalha-se as diferentes fases contidas no ciclo de um investimento em VC/PE.

### 2.1 DEFINIÇÕES E CARACTERÍSTICAS

*Venture capital* e *private equity* correspondem a investimentos em ações de pequenas e médias empresas, com grande potencial de crescimento, mas que carecem de recursos financeiros para operar de forma independente e então alcançar estágios maiores em seus negócios. Por tratar-se de um investimento de baixa liquidez e com retornos somente no longo prazo, negócios de *private equity* e *venture capital* possuem riscos e retornos mais elevados que investimentos tradicionais, sendo assim classificados como ativos alternativos (ABDI, 2011).

Ainda hoje existem divergências em relação aos conceitos de VC e PE. Por este motivo o presente trabalho seguirá as definições apresentadas no estudo da ABDI (2011): “com o passar dos anos o termo *venture capital* foi estabelecido como uma “marca” para investimentos em empresas que se situavam em estágios iniciais, e da mesma forma, *private equity* para empresas em estágios mais avançados, como se fossem duas atividades distintas”.

Segundo Takahashi (2006), é importante identificar o estágio de desenvolvimento da empresa ou projeto, dado que estágios diferentes apresentam necessidades diferenciadas de recursos e de tomadas de decisão. Os estágios mais conhecidos são: capital semente (*seed capital*), empresas nascentes (*start-ups*), empresas iniciantes, empresas emergentes (em expansão), e empresas maduras (estágio no qual há o desinvestimento).

O investimento considerado “capital semente” corresponde a um pequeno aporte feito em fase pré-operacional, para desenvolvimento de uma ideia ou projeto. Já o investimento realizado em uma empresa nascente é caracterizado por um aporte de capital em sua fase de estruturação, antes da comercialização de produtos ou serviços no mercado (neste estágio o investimento é normalmente usado para desenvolvimento de produto e marketing inicial). A empresa considerada iniciante já se encontra comercialmente ativa, e os investimentos recebidos são voltados para o financiamento das atividades em seus primeiros anos de operação. Enquanto isso, as empresas em estágio de expansão são aquelas que já possuem marca consolidada e buscam ampliar sua comercialização, aumentar sua capacidade produtiva e de distribuição. Neste estágio o aporte é destinado à expansão da planta produtiva e/ou ao capital de giro (ABDI, 2011). Segundo Pavani (2003), as empresas que se encontram no estágio de maturidade têm seus investimentos e atividades voltados para a manutenção da competitividade (criação de novos produtos e fortalecimento da marca), reestruturação e reposicionamento.

É no estágio de maturidade da empresa que ocorre o processo de desinvestimento (saída), quando o fundo investidor vende suas participações e, além dos lucros<sup>1</sup> já captados durante as atividades do empreendimento, recebe o ganho de capital. As saídas são realizadas por meio de cinco mecanismos distintos (MACINTOSH, 1997, *apud* ALMEIDA, RIBEIRO, 2005), que serão melhor explicados na seção 2.2.5. São eles: venda estratégica (*trade-sale*), oferta de ações em bolsa de valores (*Initial Public Offer – IPO*), venda para outro investidor (*secondary sale*), recompra pelo empreendedor (*buyback*) e liquidação (*write-off*) (ALMEIDA, RIBEIRO, 2005).

Seguindo as definições de VC/PE da ABDI (2011), apresentadas anteriormente, os investimentos de *venture capital* costumam ocorrer em empresas nascentes (*start-ups*) – conforme Takahashi (2006) – ou em empresas iniciantes.

---

<sup>1</sup> O lucro auferido durante as atividades do negócio é proporcional ao investimento realizado pelo fundo.

conforme relatado por Pavani (2003). Os investimentos de *private equity*, por sua vez, ocorrem em empresas que se encontram no estágio de expansão (TAKAHASHI, 2006; PAVANI, 2003).

Ainda, vale ressaltar que fundos investidores de capital de risco (tradução livre para VC/PE) possuem algumas características que os diferem de outras empresas de investimento, como aponta Takahashi (2006): apresentam envolvimento ativo com o empreendimento; participam temporariamente na empresa; aceleram a transformação da estrutura econômica das empresas. O fato de o fundo investidor – composto por profissionais qualificados e experientes – participar ativamente na gestão do negócio oferece maior segurança a todos os envolvidos e aumentam as chances de sucesso do empreendimento. A ABDI (2011) reforça a particularidade dos fundos de VC/PE: “o ponto central que caracteriza a organização como gestora de VC/PE é, após sua decisão de investir, a sua participação efetiva no processo decisório, na gestão e estabelecimento de estratégias das companhias ou empreendimentos.”

Em suma, a indústria de VC/PE é composta por quatro participantes. São eles: organizações gestoras, veículos de investimentos, investidores e empresas investidas. A ABDI (2011, p.72) resume a atuação de cada participante:

As organizações gestoras administram veículos de investimentos (chamados de veículos de investimentos de VC/PE). Os investidores (fonte dos recursos comprometidos com investimentos nos veículos) fazem aporte de capital nos veículos de investimento à medida que lhes seja solicitado pelas organizações gestoras. Os recursos desses veículos, por sua vez, são aplicados nas empresas investidas (ou empresas do portfólio). Outros investimentos financeiros tais como dívidas conversíveis em ações, opções de compra, opções de venda e bônus de subscrição também são usados. Os investimentos em VC/PE são temporários e de longo prazo. Os veículos costumam ter prazo de duração limitada. Findo o prazo, os gestores devem liquidar todos os investimentos e retornar os proventos aos investidores, segundo regras de divisão e prioridade de recebimento estabelecidas nos regulamentos dos veículos de investimento.

O tópico a seguir analisa os fatores determinantes da oferta e demanda do mercado em estudo.

### 2.1.1 Oferta x Demanda

A demanda por investimentos de VC/PE é representada pela quantidade de empresas que estão à procura de investimentos de VC/PE e que acreditam serem capazes de, em um determinado período de tempo, efetuarem a seleção, investimento, melhoria, monitoramento e saída (ou seja, concluírem todo o ciclo), e então proporcionarem elevadas taxas de retorno. A oferta desse mercado é representada pela capacidade dos gestores de VC/PE em captar recursos juntamente com a disposição dos investidores em fornecê-los (GOMPERS, LERNER, 2004, *apud* ABDI, 2011).

O preço, nesse mercado, é estabelecido de acordo com a taxa de retorno esperada do investimento a ser realizado. Assim, grandes expectativas de retorno levam a um maior desejo dos investidores em prover capital para investimento (WINSTON, 1998, *apud* ABDI, 2011). A curva de demanda para esse mercado é afetada, basicamente, pela oscilação do preço, sendo que uma elevação deste representa uma queda na quantidade de empresas que estimam cumprir o limite inferior de rentabilidade esperada pelos fundos de investimento. A oferta de capital para investimentos em VC/PE, por sua vez, é bastante elástica (principalmente nos investimentos em *venture capital*), visto que existem outras modalidades de investimentos que podem vir a apresentar melhor custo-benefício entre risco e retorno (SCHOLES, 1972, *apud* ABDI, 2011). Em relação à elasticidade, pode-se inferir que uma pequena variação do preço – expectativa de retorno – acarreta em uma grande variação na quantidade de capital ofertada para tal investimento (ABDI, 2011).

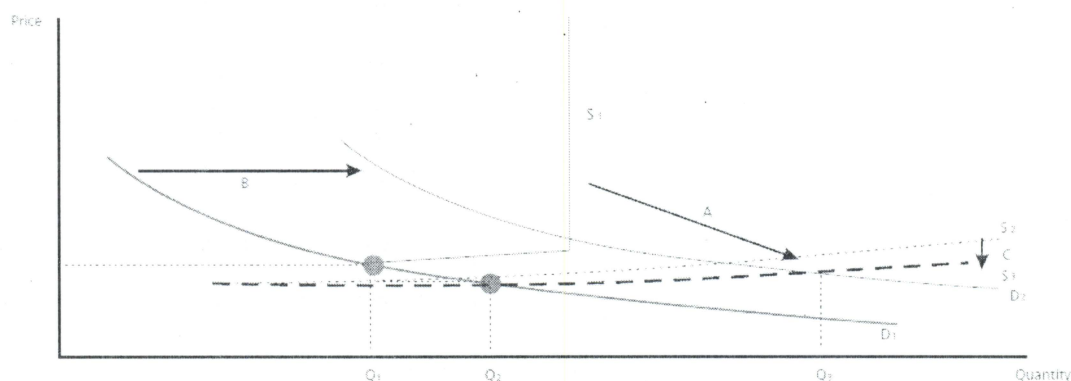
Faz-se importante destacar que impostos cobrados sobre o ganho de capital são responsáveis por deslocamentos da curva de oferta. Em seu estudo, a ABDI (2011) relata que uma redução das alíquotas (e conseqüentemente dos impostos)

acarretaria em um aumento da quantidade ofertada, deslocando a curva de oferta para baixo.

O gráfico 1 evidencia as oscilações nas curvas de oferta e demanda no mercado de VC/PE. Verifica-se uma comparação entre dois momentos: antes e depois da resolução do *Employment Retirement Income Security Act's* (ERISA), que é explicada pela ABDI (2011) da seguinte forma:

*Employment Retirement Income Security Act's* (ERISA) corresponde a uma resolução instituída pelo *U. S. Department of Labor*, em 1979 nos Estados Unidos, regulamentando a permissão para que os fundos de pensão pudessem diversificar seus portfólios e prudencialmente investir em VC/PE. Tal resolução deu início a um processo que fomentou a captação de recursos, pelo aumento da quantidade ofertada para investimentos desta natureza.

GRÁFICO 1 – OFERTA E DEMANDA DE FUNDOS PARA INVESTIMENTOS EM VC/PE



FONTE: Gompes e Lerner (2004) *apud* ABDI (2011)

- Q1: ponto de equilíbrio antes da resolução do ERISA;
- Q2: ponto de equilíbrio após as mudanças instituídas pelo ERISA;
- Q3: ponto de equilíbrio com a redução de tributos sobre ganho de capital;
- S1: curva de oferta de investimentos de VC/PE antes do ERISA;
- A: deslocamento da curva de oferta devido à instituição do ERISA;
- S2: curva de oferta após o ERISA;

- C: deslocamento devido a redução dos tributos sobre ganho de capital;
- S3: curva de oferta depois da redução dos tributos;
- D1 e D2: curvas de demanda por investimentos de VC/PE;
- B: deslocamento da demanda ocasionado pela redução dos impostos sobre ganho de capital (ABDI, 2011).

Pode-se concluir que, ao permitir que fundos de pensão investissem em VC/PE, tal resolução provocou um aumento da quantidade ofertada, de S1 para S2. Enquanto isso, uma redução dos impostos sobre ganho de capital acarretaria em um aumento da quantidade demandada dos investimentos (deslocamento de D1 para D2). Dessa forma, o novo ponto de equilíbrio passaria a ser Q3, que revela uma maior quantidade de investimentos em VC/PE negociada no mercado.

Exposta a relação oferta-demanda no mercado de VC/PE, a seguir faz-se uma apresentação detalhada do ciclo do investimento em VC/PE no Brasil, desde a captação de recursos pelos fundos até a etapa de desinvestimento.

## 2.2 O CICLO DO VC/PE NO BRASIL

O ciclo da captação de recursos e do investimento em VC/PE pode ser dividido em cinco grandes fases: captação de recursos (estruturação de novos veículos de investimento e captação de recursos adicionais para veículos existentes); origem e seleção de investimentos (identificação de oportunidades de negócios e seleção das empresas elegíveis ao aporte de capital de VC/PE); estruturação e execução dos investimentos (negociação dos termos, montagem da estrutura financeira e realização dos aportes segundo metas preestabelecidas); monitoramento e adição de valor (avaliação contínua das empresas do portfólio, participação nas reuniões de conselho, intervenções para agregação de valor) e, por

último, a preparação e execução da 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, FURTADO, RIBEIRO, 2006).

Cada uma das fases será explicada com mais detalhes a seguir.

### 2.2.1 Captação de recursos

Segundo Shinohara (2007), esta fase consiste no processo de venda e marketing do fundo junto ao mercado, dado que este encontra-se em competição com os demais fundos de VC/PE e com outras alternativas de investimentos disponíveis aos investidores. Os recursos disponíveis no mercado tendem a direcionar-se aos fundos que apresentam melhores históricos.

Em geral, o gestor do fundo estrutura o veículo e parte para a realização de eventos, em que o novo veículo é apresentado para potenciais investidores (*road shows*). Do lançamento de um veículo até o encerramento da captação passam-se, em média, 12 meses (CARVALHO, FURTADO, RIBEIRO, 2006). Pelo lado dos investidores, estes avaliam a viabilidade do potencial investimento através do histórico de rentabilidade de outros veículos do fundo, assim como a experiência profissional dos gestores (ABDI, 2011).

Os investidores, então, comprometem-se formalmente a subscrever quotas do veículo de investimento, e depois são chamados para a disponibilização de um montante para que o veículo invista nas empresas em portfólio, além de pagamento periódico de taxa de administração.<sup>2</sup> Os veículos de investimentos são estruturados de forma que os interesses dos empreendedores, dos gestores e dos investidores sejam alinhados de modo contratualmente definido entre as partes (ABDI, 2011). No Brasil, o modelo de remuneração e incentivos aos gestores é estabelecido pelas

---

<sup>2</sup> Segundo Pavani (2003, p.36), a taxa de administração sobre o capital comprometido varia entre 2% e 3% ao ano.

Instruções CVM 391 e 209 (ABDI, 2011, p.133), as quais serão apresentadas na seção 3 deste trabalho.

### 2.2.2 Origem e seleção de investimentos

Encerrada a captação de recursos, inicia-se o processo de origem e seleção dos investimentos. São três os meios utilizados para isso: prospecção dos próprios gestores, indicação de terceiros e candidatura espontânea – propostas de investimentos que empreendedores levam diretamente aos gestores (CARVALHO, FURTADO, RIBEIRO, 2006).

Os gestores utilizam diversos critérios para selecionar as empresas investidas. O principal obstáculo analítico desse processo seletivo é a dificuldade de obter informações sobre o negócio, a proposição de valor e as características do empreendedor e de seu time gerencial. Dado o caráter privado dos negócios que realizam, gestores são avessos a fornecer informação sobre empresas do portfólio (CARVALHO, FURTADO, RIBEIRO, 2006).

Lai (2006, citado por ABDI, 2011) destaca que uma das características da empresa-alvo criteriosamente analisada é a sua distância até a organização gestora, pois a performance das empresas investidas pode variar de acordo com a qualidade da atenção empregada. Assim, a distância física entre a sede da empresa investida e o escritório da empresa gestora pode ser um fator impeditivo para o investimento, ou pode significar custos elevados de monitoramento na fase pós-investimento (CARVALHO, FURTADO, RIBEIRO, 2006).

Segundo a ABDI (2011) a empresa gestora dos fundos de investimento procura estudar atenciosamente aspectos mais internos da empresa-alvo, levando-se em conta fatores de risco como:

1. Modelo de negócios e o tamanho do mercado: se o modelo de negócio é o mais apropriado e verificar as estimativas da demanda do mercado potencial;
2. Demanda do consumidor: se há perspectiva de evolução da demanda no longo prazo, características do consumidor-alvo e sua reação a produtos concorrentes;
3. Vantagens competitivas: quais são e se são sustentáveis no longo prazo;
4. Modelo de distribuição: avaliar como o produto ou serviço vai chegar até o consumidor, levando em conta aspectos operacionais e financeiros;
5. Desenvolvimento do produto e tecnologia: verificar a tecnologia a ser utilizada e quais os recursos necessários ao seu desenvolvimento e produção;
6. Gerenciamento de operações e recursos humanos: avaliar capacidade da equipe empreendedora em administrar o negócio e atrair talentos para a empresa;
7. Aspectos financeiros: avaliar custos diretos e indiretos, assim como análise de passivos financeiros de origem trabalhista, fiscal, ambiental, etc.;
8. Aspectos legais: explicitação de todos os aspectos regulatórios referentes a todas as atividades e setores da empresa;
9. Riscos: verificar os riscos já conhecidos e investigar fatores de risco até então desconhecidos;
10. Dependência de suprimentos e acesso a fornecedores alternativos, além da possibilidade de escassez de matérias-primas que podem limitar o crescimento da empresa;
11. Condição de uso dos equipamentos e instalações industriais, capacidade instalada, necessidade de investimentos para expansão e demais aspectos ligados aos ativos fixos da empresa.

Como já mencionado neste trabalho, para que as empresas gestoras de fundos aceitem correr o grande risco de alocar seu capital em investimentos de VC/PE, é necessário haver um retorno esperado à altura. Dessa forma, a etapa de seleção dos investimentos é de extrema importância e demanda análise minuciosa, dada a grande responsabilidade de, ao final, apontar as empresas as quais será compensatório investir.

O órgão responsável pela aprovação final dos investimentos é o comitê de investimentos, que atuará somente depois de as propostas já terem sido devidamente analisadas pelos gestores.

### 2.2.3 Estruturação e execução dos investimentos

Para que um investimento em VC/PE seja bem-sucedido, é fundamental que haja uma estruturação sólida do investimento a fim de mitigar os riscos e maximizar o retorno. Conforme expõe a ABDI (2011), algumas práticas são recorrentes nessa tentativa: acordo de acionistas para alinhar interesses com o empreendedor; direito de escolha dos auditores de modo a garantir confiabilidade nos dados contábeis; indicação de executivos-chave, tais como o diretor financeiro e diretor executivo; adoção de instrumentos financeiros que permitam a aquisição de controle ou forcem a liquidez do negócio caso o desempenho da empresa investida se deteriore ou esteja muito aquém das projeções; realização dos aportes financeiros de forma gradual e associada à consecução de metas de desempenho preestabelecidos, dando ao gestor a opção de desistir do investimento caso o desempenho do negócio se desvie demasiadamente do previsto, entre outras ações que visam maior segurança no investimento.

#### 2.2.4 Monitoramento e adição de valor

Devido às características de alto risco e retorno esperado dos investimentos em VC/PE, são fundamentais as etapas de monitoramento e definição das estratégias de adição de valor. Nos Estados Unidos, onde a indústria de VC/PE é a mais desenvolvida, gestores participam do conselho de administração, ajudam na definição de estratégias de negócios, proveem conhecimento sobre a indústria na qual o investimento se insere, ajudam a estruturar operações com fornecedores, clientes e bancos, e até se envolvem na contratação de empregados em posições-chave (CARVALHO, FURTADO, RIBEIRO, 2006).

O órgão de governança por meio do qual as organizações gestoras naturalmente exercem controle nas empresas investidas é o conselho de administração (CA). Segundo Carvalho *et al.* (2006), a participação no CA é uma das

atividades mais importantes no processo de monitoramento e adição de valor. É por meio dele que o investidor pode interferir nos rumos da empresa, aconselhando-a estrategicamente. Através da experiência em diferentes CA, os gestores são capazes de levar experiências de uma empresa à outra, ajudando na definição de estratégias e antecipando dificuldades já vivenciadas em outros projetos.

Um das maneiras pelas quais o gestor de VC/PE pode adicionar valor às empresas investidas é por meio da exploração de possíveis sinergias que possam existir entre as diversas empresas investidas. A troca de informação, de experiência e de conselhos entre empresários pode ser de grande valia. No entanto, é preciso que haja o fator confiança, conforme aponta Carvalho *et al.* (2006). A afiliação a uma instituição comum pode promover a confiança e a cooperação entre empresários.

#### 2.2.5 Preparação e execução da saída

A saída bem-sucedida dos investimentos é fundamental para assegurar retornos atrativos para os investidores. As cinco diferentes alternativas para esta etapa já foram citadas anteriormente, na seção 2.1. Agora, aproveita-se para apresentar maiores detalhes sobre as mesmas.

Na venda estratégica (*trade-sale*), 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. Na maioria das vezes, o comprador já se relacionava contratualmente com a empresa adquirida (MACINTOSH, 1997, *apud* ALMEIDA, RIBEIRO, 2005). Schwienbacher (2002, citado por Almeida, Ribeiro, 2005) destaca que na *trade-sale* há baixa exposição à volatilidade de mercados financeiros, o que faz da mesma uma opção preferível quanto maior for a volatilidade do mercado em questão.

Já em relação ao mecanismo de IPO, as ações da empresa são oferecidas ao mercado pela bolsa de valores. Apesar de ser um dos instrumentos que gera maior retorno, Schwienbacher (2004, citado por Almeida, Ribeiro, 2005) constata que apenas empresas a partir de um determinado tamanho são introduzidas em bolsa, devido à existência de elevados custos fixos (comissão para bancos, honorários advocatícios, contadores e auditores, entre outros). Ao somá-los, tais custos podem chegar a 25% da capitalização obtida (GRINBLATT, TITMAN, 1998, apud ALMEIDA, RIBEIRO, 2005). Segundo Schwienbacher (2002, citado por Almeida, Ribeiro, 2005), a saída por IPO torna-se atraente principalmente para empreendedores que desejam manter o controle da empresa após o desinvestimento.

Na venda para outro investidor (*secondary sale*), parte ou totalidade das ações detidas pelo fundo investidor é vendida a um terceiro investidor, geralmente outro fundo de VC/PE (CUMMING, MACINTOSH, 2003, apud ALMEIDA, RIBEIRO, 2005).

No mecanismo de recompra pelo empreendedor, os gestores da empresa recompram a participação detida por eles. Esta alternativa costuma ser rara no Brasil, dado que altas taxas de juros encarecem seu financiamento por meio de dívida (ALMEIDA, RIBEIRO, 2005).

Por fim, na liquidação (*write-off*) a empresa é desconstituída, e todos os ativos são liquidados e divididos entre os acionistas e credores, encerrando o investimento (CARVALHO, FURTADO, RIBEIRO, 2006).

### 3 HISTÓRICO DA INDÚSTRIA

Em 1974 o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) criou três subsidiárias para prover capital para pequenas e médias empresas (PME) e, especialmente, apoiar a política de desenvolvimento industrial no Brasil: Insumos Básicos S.A., Investimentos Brasileiros S.A. e Mecânica Brasileira S.A. Em 1982, estas empresas foram fundidas para criar uma nova empresa denominada BNDESPar (PAVANI, 2003) cuja criação seria muito importante para a indústria de VC/PE nas décadas seguintes (ABDI, 2011).

Até 1986 a indústria brasileira de VC/PE não dispunha de estímulo fiscal nem arcabouço legal adequados, até o Decreto-Lei 2.287 de 23 de julho de 1986 e as resoluções do Banco Central nº 1.184 (setembro de 1986) e nº 1.346 (junho de 1987), que juntos criaram a figura da Sociedade de Capital de Risco. Esta era reconhecida como uma organização gestora de VC/PE focada exclusivamente na aquisição de participações minoritárias em PME, e beneficiava-se de isenções e incentivos fiscais (PAVANI, 2003).

Embora esta regulamentação tenha sido uma boa ideia para fomentar a indústria de VC/PE, mostrou-se insustentável: excluía as médias e grandes empresas; não permitia a utilização de instrumentos de dívida; a regulamentação do Banco Central sobre ganho de capital era incompatível com as Sociedades de Capital de Risco; e a Lei nº 7.714 de 29 de dezembro de 1988 cancelou os benefícios fiscais (ABDI, 2011).

A ABDI (2011) também aponta que a década de 80 e início da década de 90 foram marcadas pela hiperinflação e recessão econômica, que inibiam quaisquer investimentos de longo prazo no país, especialmente os privados. Esse cenário era desfavorável para um maior crescimento da indústria de VC/PE no Brasil. No começo da década de 90, o governo brasileiro iniciou uma série de reformas estruturais no país, (como liberalização do comércio, desregulamentação de setores,

privatizações) o que posteriormente seria favorável à realização de investimentos de VC/PE.

Em 1994 a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) lançou a Instrução 209, que regulamentou os investimentos em PMEs, com a criação do Fundo de Investimentos em Empresas Emergentes (FIEE). Ainda no mesmo ano, o governo conseguiu controlar a inflação através do Plano Real. Entretanto, as taxas de juros continuavam em níveis elevados, o que dificultava o crédito privado e limitava o crescimento sustentado da economia (ABDI, 2011).

Durante os anos de 1997 e 1998, a onda de crises financeiras internacionais trouxe turbulência para o mercado nacional, o que culminou com a mudança de regime cambial no início de 1999. A ABDI (2011) afirma que o aumento da volatilidade causou uma redução significativa nos comprometimentos de VC/PE no país durante 1998 e início de 1999, especialmente dos investidores internacionais.

No período de 1999 a 2001, com a CVM 209 em vigor, houve um crescimento acelerado de negócios de internet e comércio eletrônico, o que reacendeu a captação de recursos de VC/PE para negócios nascentes. Assim, devido a tal crescimento, no ano de 2000 foi criada a Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR), renomeada em 2005 para Associação Brasileira de *Venture Capital e Private Equity* (ABVCAP) (ABDI, 2011).

Já entre os anos de 2001 e 2003 a indústria experienciou um momento difícil, devido à instabilidade macroeconômica do país. Em 2003, a CVM publicou a Instrução 391, que regulamentou os veículos de investimento de VC/PE constituídos no Brasil. Tal Instrução dispõe sobre os Fundos de Investimento em Participações (FIP), e determina que estes participem do processo decisório da companhia investida, além de possuir efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão (ABDI, 2011).

Segundo Almeida (2005), a indústria de VC/PE no Brasil apresenta-se com um tamanho modesto, limitado pelo ambiente econômico-institucional. Mesmo assim, o país oferece oportunidades de investimentos que suprem as deficiências do

cenário nacional. Estudo da IESE Business School (2010) avaliou, com base e fatores macroeconômicos como Produto Interno Bruto (PIB), inflação, desenvolvimento do mercado de capitais, impostos, governança corporativa, capital humano disponível, entre outros, a atratividade dos países em receber e desenvolver fundos de VC/PE. No ranking feito pelo estudo, o Brasil ocupou a 51ª posição, atrás de países como Taiwan (23º), Chile (32º) e México (49º).

## 4 EVOLUÇÃO, CENÁRIO ATUAL E PERSPECTIVAS

Esta seção analisa a evolução da atividade de VC/PE no Brasil, assim como o seu cenário atual (2011-2012) e perspectivas. Para isso, faz-se primeiramente uma análise conjuntural e em seguida uma análise dos aspectos positivos e negativos do setor no país. Por fim, apresenta-se os setores de alto potencial para investimentos em VC/PE.

### 4.1 ANÁLISE CONJUNTURAL

Nos últimos anos, a expansão dos mercados de capitais, a liquidez internacional e o crédito acessível contribuíram significativamente para o sucesso da indústria global de VC/PE (ABDI, 2011). Em 2008, no entanto, a crise financeira internacional acentuou a aversão ao risco dos investidores e consequentemente comprometeu a classe de ativos alternativos, do qual VC/PE faz parte.

No Brasil, principalmente durante o período de 2005 a 2010, o cenário macroeconômico mostrou-se favorável às atividades de VC/PE: bom crescimento do PIB (6.1% em 2007 e 7.5% em 2010 – IBGE), taxa de câmbio flutuante com baixa volatilidade, sucesso do mercado de IPOs, taxas de juros em declínio, redução do risco do país (ABDI, 2011).

Entretanto, o atual cenário nacional (julho de 2013) difere significativamente do relatado acima. Após longo período de queda da taxa básica de juros, o Banco Central do Brasil (BCB) recentemente anunciou seu terceiro aumento da mesma para 8.5% a.a.<sup>3</sup>, como instrumento de política monetária a fim de conter a inflação acumulada de 12 meses que atinge 6.7% (acima do teto da meta, de 6.5%). Ainda, a moeda brasileira tem se desvalorizado frente ao dólar, resultando em uma taxa de

---

<sup>3</sup> O primeiro aumento foi de 7.25% a.a. para 7.5% a.a. em 17/04/2013; o segundo aumento foi em 29/05/2013, para 8% a.a.; o terceiro ocorreu em 10/07/2013 (BANCO CENTRAL DO BRASIL)

câmbio atual de aproximadamente R\$2.25/US\$<sup>4</sup>, enquanto que para o ano de 2010 a mesma fechou em R\$1.67/US\$, segundo o BCB.

Dessa forma, a perspectiva que se criou no final de 2011 para a indústria de VC/PE deve ser reavaliada cautelosamente, devido ao momento de fragilidade da economia brasileira atual. Prova disso foi o anúncio em junho deste ano pela agência de classificação de risco *Standard & Poor's* (VEJA, 2013)<sup>5</sup>, ao revisar a nota BBB do país de “estável” para “negativa”. Segundo a agência, a revisão da nota deve-se principalmente ao lento crescimento econômico apresentado, além da perda de credibilidade da política fiscal em uso.

A ABDI (2011) aponta alguns desafios para a indústria brasileira de VC/PE: altas taxas de juros, nível ainda inadequado de governança corporativa e a falta de conhecimento sobre o ambiente de negócios por parte de investidores estrangeiros. O autor ainda adiciona o trabalho altamente improdutivo e o alto nível de informalidade (40% do PIB), enquanto no Chile o índice é de 5%.

#### 4.2 CENÁRIO DE 1999 A 2012

Este tópico objetiva mostrar de forma generalizada a evolução da indústria brasileira de VC/PE até o momento atual, com foco no período 2011–2012. Para isso, faz-se uma análise de dados considerados relevantes e que serão ressaltados a seguir.

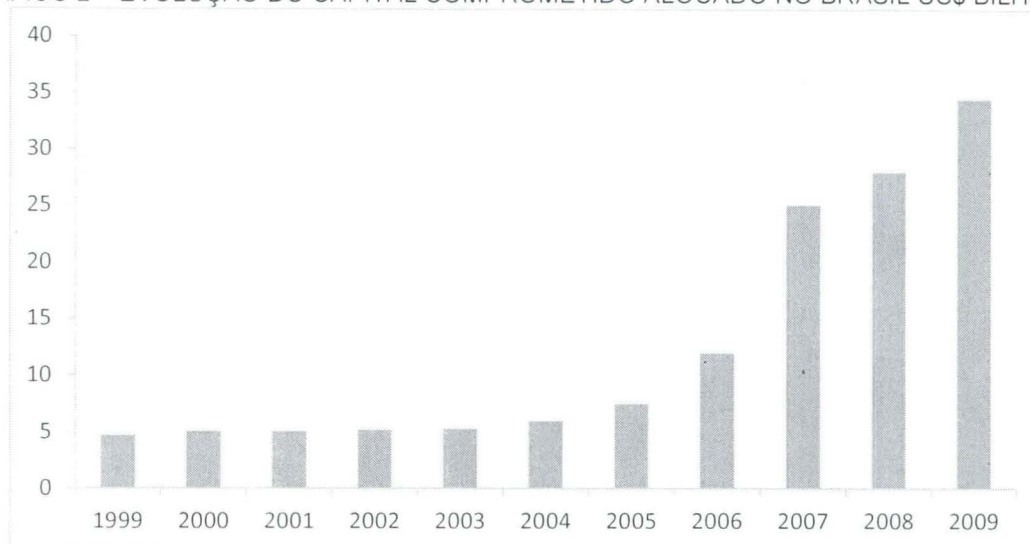
O gráfico 2 expõe a evolução do capital comprometido – soma dos valores já investidos no período e do saldo ainda disponível para novos investimentos – entre 1999 e 2009. Verifica-se que dentro do intervalo 1999–2004 não houve crescimento

<sup>4</sup> Com base na cotação do dia 9 de julho de 2013 (BANCO CENTRAL DO BRASIL)

<sup>5</sup> Referência midiática utilizada como forma de demonstrar a especulação e insegurança em relação à economia brasileira atual

expressivo entre anos consecutivos. Em 1999 o capital comprometido correspondia a pouco menos de US\$ 5 bilhões e em 2004 ainda estava abaixo de US\$ 10 bilhões.

GRÁFICO 2 – EVOLUÇÃO DO CAPITAL COMPROMETIDO ALOCADO NO BRASIL US\$ BILHÕES



FONTE: Base de dados Gvcepe – Fundação Getúlio Vargas *apud* ABDI (2011)

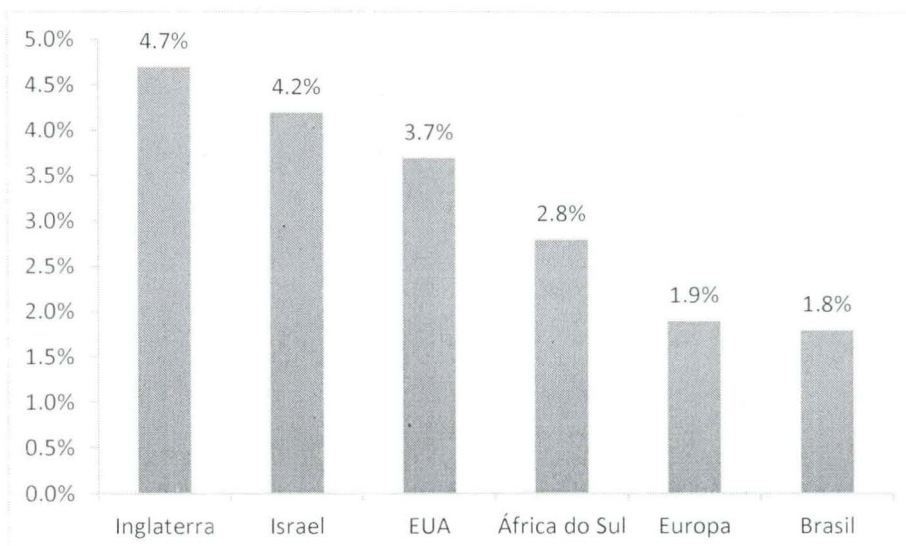
A partir de 2005 é que se constatam maiores crescimentos anuais, sendo o de 2006–2007 o mais expressivo. Em 2006 havia por volta de US\$ 13 bilhões de capital comprometido alocado no país, e em 2007 esse valor já ultrapassava US\$ 25 bilhões. Houve um pequeno aumento de 2007 para 2008, e um crescimento de 29% de 2008 para 2009, alcançando o montante de US\$ 36,1 bilhões neste último.

Assim, os dados apresentados no gráfico 2 corroboram a evolução da atividade de VC/PE ao longo dos anos, sendo que de 1999 a 2009 o capital comprometido aumentou aproximadamente sete vezes. Pode-se dizer que a partir de 2005 deram-se os crescimentos mais significativos.

Por outro lado, apesar de o volume do capital comprometido ter crescido significativamente no país, a atividade brasileira de VC/PE ainda se mostra relativamente pequena ao levar em consideração o PIB brasileiro. Segundo a base de dados do GVcepe, em agosto de 2008 o volume de capital comprometido no Brasil correspondia a 1,8% de toda a riqueza do país (gráfico 3). Enquanto isso, no mesmo período, os índices para a Inglaterra e os Estados Unidos chegaram a 4,7%

e 3,7%, respectivamente. A África do Sul, considerada uma economia emergente assim como o Brasil, registrou 2,8% de capital comprometido em seu PIB.

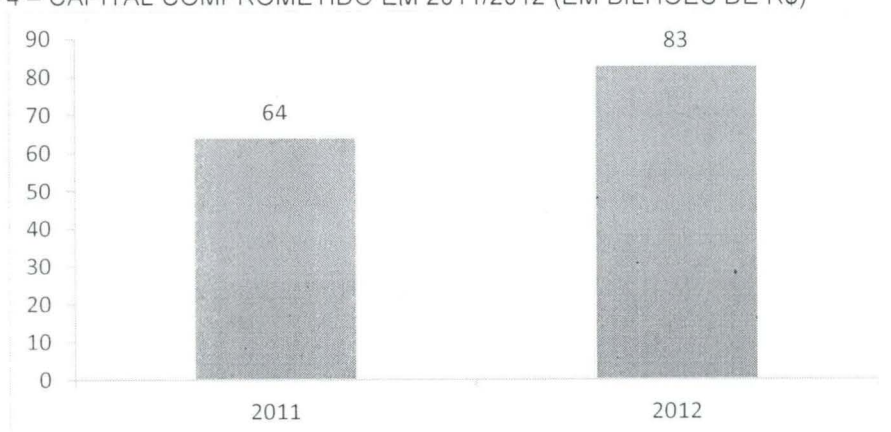
GRÁFICO 3 – PORCENTAGEM DO CAPITAL COMPROMETIDO EM RELAÇÃO AO PIB (AGOSTO DE 2008)



FONTE: National Empowerment Fund (2008) e Base de dados Gvcepe – Fundação Getúlio Vargas, citados por ABDI (2011)

Já o estudo feito pela empresa de consultoria KPMG em conjunto com a ABVCAP, mostra os valores do capital comprometido em reais para os anos de 2011 e 2012 – R\$ 64 bilhões em 2011 e R\$ 83 bilhões em 2012 (crescimento de 31% no período).

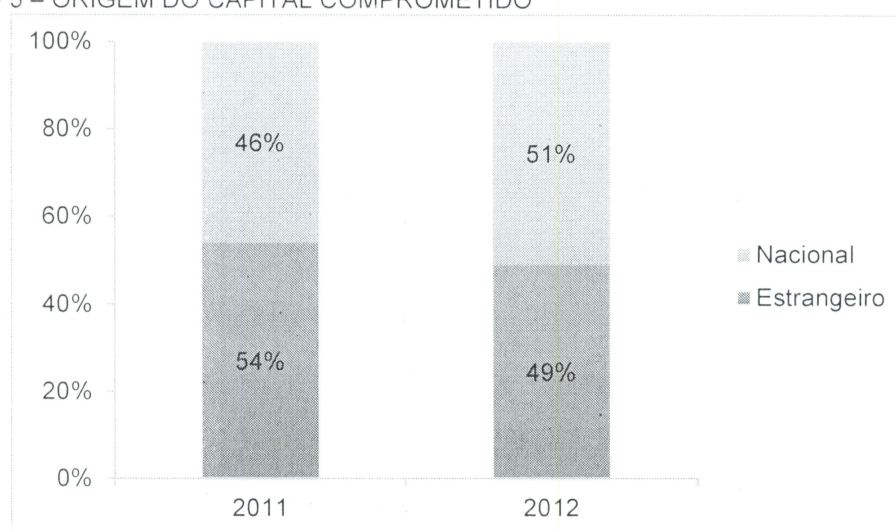
GRÁFICO 4 – CAPITAL COMPROMETIDO EM 2011/2012 (EM BILHÕES DE R\$)



FONTE: KPMG em conjunto com ABVCAP

Em relação à origem do capital comprometido, verifica-se que em 2011 a maior parte (54%) era de origem estrangeira, enquanto que os 46% restantes eram nacionais. Já no ano seguinte, o capital nacional ultrapassou o estrangeiro com 51% de representatividade contra 49%. Isso deve-se ao fato de, no período analisado, o crescimento do capital nacional ter sido superior ao crescimento do capital estrangeiro – 47% e 17%, respectivamente.

GRÁFICO 5 – ORIGEM DO CAPITAL COMPROMETIDO



FONTE: KPGM em conjunto com a ABVCAP

Ao discriminar o total do capital comprometido entre os diferentes tipos de investidores, de 2011 para 2012 nota-se aumentos de 4% dos fundos de pensão nacionais (que então chegam a representar 16% do total) e de 3% de outros investidores institucionais nacionais (12% do total). Por outro lado, houve queda de 3% tanto dos investidores institucionais internacionais (de 30% para 27%) quanto de outros investidores internacionais (de 23% para 20%). Também verifica-se queda nos casos em que os recursos vieram do próprio gestor (de 13% para 12%) ou de pessoas físicas (de 9% para 8%).

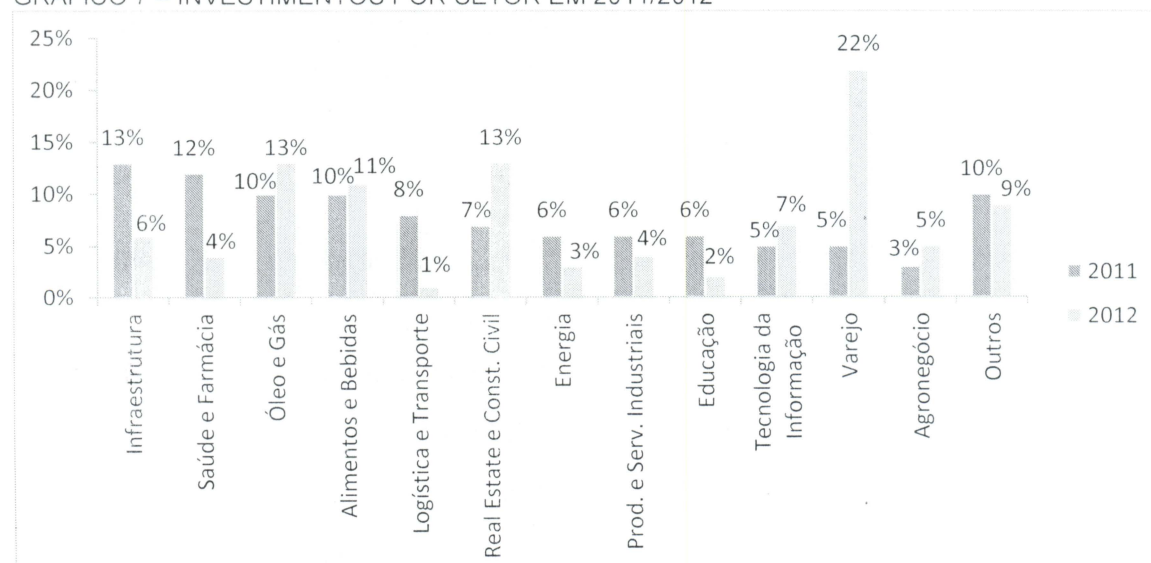
GRÁFICO 6 – CAPITAL COMPROMETIDO POR INVESTIDOR



FONTE: KPGM em conjunto com a ABVCAP

Em relação à distribuição dos investimentos entre os diferentes setores, destaca-se o grande crescimento do setor varejista, que em 2011 representava somente 5% dos investimentos totais e em 2012 passou a representar 22%. A infraestrutura, setor líder em 2011 (com 13% de representatividade), no ano seguinte recebeu apenas 6% dos investimentos.

GRÁFICO 7 – INVESTIMENTOS POR SETOR EM 2011/2012



FONTE: KPGM em conjunto com a ABVCAP

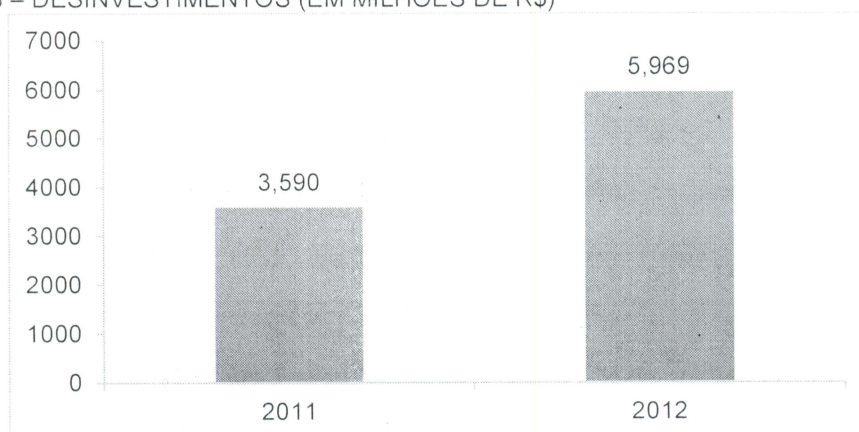
Outro setor que apresentou queda substancial no período 2011-2012 foi o de saúde e farmácia, que passou de 12% para 4%. Também houve diminuição percentual nos investimentos em logística e transporte, setor que caiu de 8% em 2011 para 1% em 2012. O setor de educação, que recebeu somente 6% do investimento total em 2011, obteve expressão ainda menor em 2012, com 2% dos investimentos.

Por outro lado, o setor de óleo e gás ganhou 3% de representatividade no período, passando de 10% para 13% do total de investimentos. Alimentos e Bebidas que constituíam 10% dos investimentos em 2011, cresceram 1%. O setor de *real state* e construção civil arrecadou 6% a mais em 2012 do que no ano anterior, representando 13% do total de investimentos.

Ainda no período 2011-2012, o setor de energia perdeu 3% de representatividade (de 6% para 3%), enquanto os setores de agronegócio e tecnologia da informação ganharam 2% cada (passando para 5% e 7% do total, respectivamente). O setor de produção e serviços industriais passou de 6% para 4% e os denominados “outros” caíram de 10% para 9%.

Já no que tange aos desinvestimentos realizados no período, verifica-se que os mesmos apresentaram um crescimento de 66% (em milhões de reais) de 2011 para 2012.

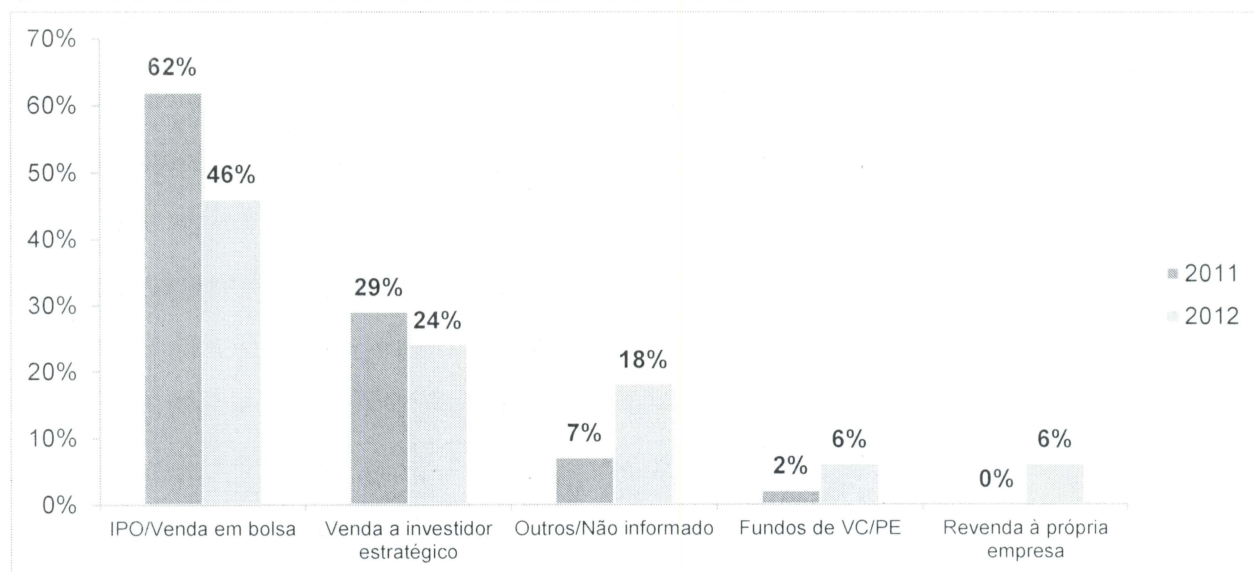
GRÁFICO 8 – DESINVESTIMENTOS (EM MILHÕES DE R\$)



FONTE: KPMG em conjunto com a ABVCAP

Ao discriminar os desinvestimentos pelas diferentes modalidades de saída, nota-se que para ambos os anos a abertura de capital na bolsa de valores foi a principal estratégia – 62% em 2011 e 46% em 2012. O desinvestimento por venda a um investidor estratégico (*trade-sale*) representou 29% dos casos em 2011 e decresceu para 24% dos casos no ano seguinte. Já a modalidade de revenda à própria empresa ou empreendedor (*buyback*) não foi registrada em 2011, mas representou 6% dos desinvestimentos de 2012. Por fim, a compra por fundos de VC/PE subiu de 2% em 2011 para 6% em 2012. O restante, classificado como “outros/não informado”, totalizou 7% em 2011 e 18% em 2012.

GRÁFICO 9 – DESINVESTIMENTOS POR SAÍDA EM 2011/2012



FONTE: KPMG em conjunto com a ABVCAP

Após explicitar a evolução do capital comprometido no decorrer dos anos e apresentar maiores detalhes dos investimentos em anos recentes, a seguir faz-se um balanço dos aspectos positivos e negativos que compõe a indústria brasileira de VC/PE.

### 4.3 ANÁLISE QUALITATIVA

Em seu 2º Censo da Indústria Brasileira de *Venture Capital e Private Equity*, a ABDI (2011) identifica “forças” e “fraquezas” da indústria brasileira de VC/PE, as quais são apresentadas a seguir.

#### 4.3.1 Forças

O primeiro aspecto positivo apontado é o suporte governamental às PME, através de órgãos como a Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), vinculada ao Ministério de Ciência e Tecnologia, o Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE) e a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI). O presente estudo não tem como objetivo focar nas políticas destes órgãos, mas reconhece a importância das mesmas.

A segunda força refere-se ao aumento do número de empresas listadas na Bolsa de Valores. Ao final de 2005 a Bovespa apresentava 381 empresas listas no Mercado de Ações, e em 2010 esse número aumentou para quase 500, o que representa um crescimento de 31% em pouco mais de cinco anos, segundo o estudo.

Outro fator positivo é o desenvolvimento de um ambiente propício à atividade de VC/PE, principalmente devido às criações da Instrução CVM 209 de 1994 e da Instrução CVM 391 de 2003. Por fim, a ABDI (2011) também destaca a força do “bônus demográfico”. O autor comenta que a população brasileira está envelhecendo: verifica-se uma diminuição relativa da parcela infantil e um aumento

da parcela adulta (economicamente ativa), trazendo a oportunidade de ampliar a mão-de-obra nacional e produção doméstica.

#### 4.3.2 Fraquezas

A primeira grande fraqueza da indústria brasileira é a alta percepção da corrupção. Apesar de não haver uma unidade de medida para isso, o Brasil não possui boa reputação no cenário mundial e sua credibilidade duvidosa muitas vezes compromete a captação de investimentos externos.

Em seguida, temos o lento processo de registro de patentes e propriedade intelectual, quando comparado aos demais países. O posicionamento de tecnologias nacionais no mercado externo torna-se comprometido, além da falta de profissionais qualificados na área.

O terceiro fator considerado uma das fraquezas da indústria brasileira de VC/PE é a alta tributação no país. A elevada carga tributária mostra-se motivo de desincentivo para parte dos investidores estrangeiros, que então buscam nações alternativas.

#### 4.4 SETORES ESTRATÉGICOS

O atual cenário da população brasileira – distribuição etária, expansão da renda e aumento do consumo interno – torna investimentos em agronegócio e bens de consumo o foco de diversos fundos de VC/PE. Ainda, a dimensão do mercado consumidor nacional, caracterizado pela ascensão da classe C nos últimos anos, oferece promissoras oportunidades de negócio em diversas áreas.

O segundo censo da indústria brasileira de VC/PE (ABDI, 2011) e o relatório da escola de negócios INSEAD (s.d.), este último com colaboração da PwC, revelam alguns setores que potencialmente atrairão investimentos de VC/PE nos próximos anos. A seguir detalha-se as perspectivas de cada um deles.

#### 4.4.1 Saúde e Farmácia

Segundo a análise da ABDI (2011), o baixo volume de investimentos públicos em saúde dá espaço para potenciais investimentos do setor privado. Há grande interesse dos fundos de participação em realizar aportes no setor, dado que a indústria médico-hospitalar e odontológica é uma das mais atrativas para os investidores de VC/PE.

De acordo com o IMS *Health* (s.d., citado por INSEAD, s.d.), o setor de Saúde e Farmácia cresceu 8% a.a., em média, entre 2005 e 2009, e a expectativa é que a consistência se mantenha nos próximos anos. Assim, há um grande potencial a ser explorado no setor, que atualmente representa 3% do total das empresas investidas através de VC/PE (ABDI, 2011).

#### 4.4.2 Infraestrutura

Ao comentar sobre o setor de infraestrutura, o relatório da INSEAD (s.d.) destaca a falta de investimentos públicos nos últimos anos, e que a solução seria recorrer ao investimento privado, seja através de parcerias público-privadas ou privatizações.

Foi exatamente isso que ocorreu: em junho de 2011 o governo federal anunciou a concessão de três importantes aeroportos brasileiros à iniciativa privada

(VALOR ECONÔMICO, 2011). Já em agosto de 2012, foi anunciado um novo pacote de concessões ao setor privado, desta vez de rodovias e ferrovias, para “aquecer a economia e melhorar a infraestrutura do país” (O ESTADO DE SÃO PAULO, 2012). Segundo o ministro dos Transportes, o programa terá investimento de R\$ 133 bilhões. Em dezembro de 2012 o governo anunciou a concessão de mais dois aeroportos, com expectativa de arrecadar R\$ 11,4 bilhões em investimentos (VALOR ECONÔMICO, 2012). O leilão está previsto para setembro de 2013.

A partir disso, destaca-se que o atual cenário para o setor de infraestrutura é bastante favorável, e já atrai a atenção de diversos fundos de investimento. Segundo notícia da empresa Rio Negócios (2012), a *Warbug Pincus*, grupo de PE com mais de US\$ 35 bilhões em ativos, tem interesse em comprar empresas de serviços de infraestrutura no Brasil. A *Advant International*, maior gestora de fundos de PE do país, também demonstrou seu interesse e participará dos leilões de concessão dos aeroportos (TERRA, 2011).

#### 4.4.3 Bens de Consumo

O setor de Bens de Consumo foi afetado positivamente através da ampliação do poder de compra das classes mais pobres e da maior disponibilidade de crédito, que conseqüentemente ampliaram o mercado consumidor doméstico. Trata-se de um setor bastante fragmentado, com um grande número de pequenas empresas e capital limitado, correspondendo assim a oportunidades para os fundos de VC/PE (INSEAD, s.d.).

Ao analisar especificamente o setor de varejo, o mesmo tem apresentado um desempenho sólido nos últimos anos. Depois de um crescimento médio do setor de 5,9% em 2009, algumas empresas tiveram excelentes resultados no segundo trimestre de 2010. As Lojas Renner, por exemplo, obtiveram crescimento de 17% de

sua receita líquida total comparada ao mesmo período de 2009. Outro exemplo é a companhia Hering, cujas ações subiram 48.5% em 2010 (ABDI, 2011).

A ABDI (2011) ressalta que o setor varejista brasileiro tem passado uma boa imagem e deve atrair cada vez mais capital estrangeiro e nacional. O autor ainda chama a atenção para o grande número de aquisições e fusões do segmento, lideradas pelas organizações gestoras de VC/PE, responsáveis pela maioria significativa dos negócios da área. Esse fato representa uma tendência de investimentos da indústria de VC/PE no setor varejista, que em 2011 representava somente 5% do total das empresas em portfólio (ABDI, 2011).

#### 4.4.4 Educação

Para a educação, o cenário é de crescimento do número de vagas oferecidas pela rede privada de Ensino Superior, em resposta ao aumento da demanda, principalmente de alunos da classe C. Contudo, a partir do cenário de crise internacional, com a diminuição de crédito e aumento dos índices de inadimplência, as empresas do setor educacional viram como alternativa a união e concentração, beneficiando-se as empresas-plataformas educacionais de alguns fundos de PE (ABDI, 2011).

#### 4.4.5 Energia (Geração e Transmissão)

Segundo Honeybourne (2010, citado por ABDI, 2011), “o Brasil continua emergindo como uma potência econômica importante e tem desenvolvido uma indústria de energia vibrante e avançada, com um significativo potencial de crescimento”.

O governo brasileiro destaca o fato de o país possuir a matriz energética mais renovável do mundo industrializado, com 45,3% de sua produção proveniente de fontes como recursos hídricos, biomassa e etanol, além das energias eólica e solar (GOVERNO FEDERAL).<sup>6</sup> Enquanto isso, a matriz energética mundial é composta por 13% de fontes renováveis nos países industrializados, caindo para 6% entre as nações em desenvolvimento. Esses dados reforçam o forte potencial de expansão do modelo energético brasileiro e as grandes oportunidades de investimento de longo prazo no setor.

No que se refere à indústria de VC/PE, os principais focos no segmento de energia são Pequenas Centrais Hidrelétricas (PCH), termelétricas e geração eólica (ABDI, 2011).

#### 4.4.6 Agronegócio

As organizações gestoras da indústria de VC/PE mostram-se relativamente otimistas ao setor agrícola brasileiro. Não há expectativa de redução de gastos em necessidades básicas, como produtos oriundos da agricultura (ABDI, 2011).

Ainda, de acordo com o Ministério da Agricultura, a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) realizou um estudo em 2011, no qual o Brasil apresentou índices de desenvolvimento agrícola acima da média mundial, o que pode ser considerado um importante fator de atração para investidores estrangeiros. A INSEAD (s.d.) destaca que o setor agrícola brasileiro vem crescendo sua produção e exportação há mais de uma década, além de desenvolver sua tecnologia.

---

<sup>6</sup> Disponível em: <<http://www.brasil.gov.br/cop/panorama/o-que-o-brasil-esta-fazendo/matriz-energetica>> Acesso em: 21/07/2013.

#### 4.4.7 Imobiliário

O setor imobiliário tem-se mostrado uma interessante alternativa para investimentos de VC/PE. Fatores que colaboraram para isso foram o crédito governamental destinado à população de baixa renda (programa Minha Casa Minha Vida, por exemplo), queda dos juros ao longo do período e aumento da renda.

Entre 2005 e 2007, 21 empresas do ramo imobiliário passaram a ter suas ações negociadas na bolsa de valores. Enquanto isso, empresas do mesmo ramo que não abriram capital buscam alternativas de financiamento para seus projetos, sendo a atividade de VC/PE uma delas (ABDI, 2011). A INSEAD (s.d.) ressalta que *shopping centers* e propriedades comerciais também mostram-se investimentos atrativos.

No levantamento realizado pela ABDI (2011), aproximadamente 13.7% da empresas investidas pertenciam ao setor imobiliário.

#### 4.4.8 Tecnologia da Informação

O relatório da INSAED (s.d.) aponta que o setor brasileiro de Tecnologia da Informação representa uma oportunidade atrativa de investimento para fundos de VC/PE. Segundo a instituição, o Brasil conta com as seguintes vantagens para o setor: experiência, mercado doméstico desenvolvido e baixos custos. Esse conjunto de fatores beneficia a criação de valor para os negócios do setor, que então tornam-se atrativos aos fundos de investimento (INSAED, s.d.).

## 5 EXEMPLOS DE SUCESSO

Esta breve seção aproveita para citar de forma resumida alguns exemplos de investimentos bem-sucedidos de VC/PE. As empresas receptoras dos investimentos foram: América Latina Logística S.A. (ALL), BRMalls, Natura, Submarino S.A. e Gol Linhas Aéreas.

A América Latina Logística S.A., formada pela combinação das empresas Ferrovia Sul Atlântico S.A. e Brasil Ferrovias S.A., é hoje a maior operadora logística com base ferroviária da América Latina. Após receber investimentos de fundos de *private equity* de empresas como GP Investimentos, CSFB, Electra, e GEF, realizou sua primeira oferta pública de ações em junho de 2004, arrecadando R\$ 588 milhões (ABVCAP, s.d.).

Já a BRMalls é atualmente a maior empresa administradora de *shopping centers* do Brasil. A GP Investimentos, maior empresa de *private equity* do país, iniciou sua participação no negócio da BRMalls em outubro de 2006, colocando um de seus sócios-diretores como diretor executivo da empresa. Já em abril de 2007 a empresa abriu seu capital na BOVESPA, arrecadando R\$ 605 milhões em sua primeira oferta pública de ações.

Há mais de 35 anos no mercado, a Natura reafirma sua posição de liderança no setor de cosméticos e produtos de higiene e de perfumaria. Recebeu financiamento dos fundos de investimento Janos Participações e BNDESPar, e em maio de 2004 ingressou na BOVESPA com o volume de R\$ 768 milhões (ABVCAP, s.d.).

A Submarino S.A. é a líder em varejo eletrônico no país. O site oferece mais de 700 mil itens, em 20 categorias de produtos. A empresa cresceu significativamente desde o início de suas operações em 1999, quando recebeu investimento de fundos de PE das companhias GP Investimentos, Warburg Dillion, THLee, Santander, JP Morgan, e Flatiron (ABVCAP, s.d.). Suas ações foram negociadas pela primeira vez na bolsa de valores em março de 2005, arrecadando

cerca de R\$ 450 milhões. Em dezembro de 2006, foi anunciada a fusão da companhia com a Americanas.com, resultando na B2W – Companhia Global do Varejo (BM&FBOVESPA).

Por fim, a GOL Linhas Aéreas, que iniciou suas atividades em 2001, tem hoje participação de 29% no mercado aéreo brasileiro. No ano de 2003, recebeu US\$ 26 milhões de aporte da AIG Capital, tornando possível ampliar seus serviços ao mercado internacional. Em junho de 2004 ingressou na BOVESPA, arrecadando mais de US\$ 280 milhões (ABVCAP, s.d.).

## CONCLUSÃO

Classificados como ativos alternativos, os investimentos em *venture capital* e *private equity* caracterizam-se por sua baixa liquidez, alto risco e retorno somente a longo prazo. Dessa forma, em países com taxas de juros elevadas, como o Brasil, investidores muitas vezes optam pela renda fixa ou demais investimentos com menor risco. Assim, para tais países a indústria de VC/PE ainda mostra-se tímida, mas seu desenvolvimento ao longo dos últimos anos revela um grande potencial para a atividade.

No Brasil, as instruções CVM 209 (1994) e CVM 391 (2003) foram importantes marcos regulatórios da indústria, com a criação do FIEE e regulamentação dos veículos de investimento. Outros aspectos positivos são o suporte governamental às PME, o número de empresas listadas na Bolsa de Valores e a grande quantidade de população ativa e consumidora. Por outro lado, alguns fatores inibidores da atividade são a alta tributação no país, alta percepção da corrupção e lento processo de registro de patentes e propriedade intelectual, os quais desincentivam investidores estrangeiros.

Ao examinar o cenário da indústria para anos mais recentes (2011–2012), verifica-se uma distribuição equilibrada em relação à origem do capital comprometido, sendo que para o último ano 51% era de origem nacional. No que concerne os setores da economia que receberam os investimentos em 2012, destacam-se Varejo (22%), Óleo e Gás (13%), *Real State* e Construção Civil (13%) e Alimentos e Bebidas (11%).

Em relação aos desinvestimentos, no ano de 2012 os mesmos totalizaram R\$ 5.969 milhões, sendo que 46% deram-se através de IPO e 24% por venda a investidor estratégico, o que reflete bons resultados para os investidores iniciais.

Por fim, de um modo geral pode-se dizer que desde a sua criação até os dias atuais, os investimentos de VC/PE apresentaram significativo crescimento no Brasil, principalmente de 2005 em diante. No decênio 1999-2009, o capital

comprometido aumentou aproximadamente sete vezes. Por outro lado, ao compararmos a proporção do capital comprometido com o PIB do país (1.8% em agosto de 2008), percebe-se que ainda há grandes oportunidades a serem exploradas pela indústria. Alguns exemplos de investimentos bem-sucedidos foram a ALL, BRMalls, Natura, Submarino S.A. e Gol Linhas Aéreas.

## REFERÊNCIAS

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

Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. 2011.

ABVCAP. **Casos de Sucesso – América Latina Logística.** Disponível em:

<[www.abvcap.com.br/industria-de-pe-vc/casos-de-sucesso.aspx?c=pt-BR&id=422](http://www.abvcap.com.br/industria-de-pe-vc/casos-de-sucesso.aspx?c=pt-BR&id=422)>

Acesso em: 08/07/2013.

ABVCAP. **Casos de Sucesso – Gol Linhas Aéreas.** Disponível em:

<[www.abvcap.com.br/industria-de-pe-vc/casos-de-sucesso.aspx?c=pt-BR&id=214](http://www.abvcap.com.br/industria-de-pe-vc/casos-de-sucesso.aspx?c=pt-BR&id=214)>

Acesso em: 08/07/2013.

ABVCAP. **Casos de Sucesso – Natura.** Disponível em:

<[www.abvcap.com.br/industria-de-pe-vc/casos-de-sucesso.aspx?c=pt-BR&id=28](http://www.abvcap.com.br/industria-de-pe-vc/casos-de-sucesso.aspx?c=pt-BR&id=28)>

Acesso em: 08/07/2013.

ABVCAP. **Sobre o setor de Private Equity.** (s.d.) Disponível em:

<<http://www.abvcap.com.br/Download/IndustriaPEVCSobreSetor/21.pdf>> Acesso

em: 25/06/2013.

ABVCAP: KPGM. **Dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital 2011-**

**2012.** Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/2003.pdf>>

Acesso em: 25/06/2013.

ALMEIDA, M; RIBEIRO, L. Estratégia de saída em capital de risco. **Revista de Administração de Empresas.** Rio de Janeiro, v.40, n.1, p.55-67, mar.2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <[www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)>

BM&FBOVESPA. **Listagens Recentes – Submarino.** Disponível em:

<[www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/ipos-recentes/2005/ipos-recentes-submarino.aspx?idioma=pt-br](http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/ipos-recentes/2005/ipos-recentes-submarino.aspx?idioma=pt-br)> Acesso em: 08/07/2013.

BOECHAT, Y. O dia seguinte. **Revista Capital Aberto**. N.31, p.8-10. 2006.

Disponível em: <[www.capitalaberto.com.br/ler\\_artigo.php?pag=2&sec=4&i=808](http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=4&i=808)>

Acesso em: 08/07/2013.

BRMALLS. **Histórico**. Disponível em:

<[www.brmalls.riweb.com.br/Brmalls/show.aspx?id\\_canal=961&id\\_materia=8868](http://www.brmalls.riweb.com.br/Brmalls/show.aspx?id_canal=961&id_materia=8868)>

Acesso em: 08/07/2013.

CARVALHO, A; FURTADO, C; RIBEIRO, L. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 1º Censo Brasileiro**. São Paulo: Nonono. 2006.

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.

FROUFE, C. *et al*. Governo anuncia R\$ 133 bi em concessões de ferrovias e rodovias. **O Estado de S. Paulo**. 2012. Disponível em:

<[www.economia.estadao.com.br/noticias/economia,governo-anuncia-r-133-bi-em-concessoes-de-ferrovias-e-rodovias,123234.0.htm](http://www.economia.estadao.com.br/noticias/economia,governo-anuncia-r-133-bi-em-concessoes-de-ferrovias-e-rodovias,123234.0.htm)> Acesso em: 08/07/2013.

GOMPERS, P; LERNER, J. The Changing Face of the European Venture Capital Industry: Facts and Analysis. **Journal of Private Equity**. V.7, n.2, p.26-53, 2004.

GOVERNO FEDERAL. **Matriz Energética**. Disponível em:

<[www.brasil.gov.br/cop/panorama/o-que-o-brasil-esta-fazendo/matriz-energetica](http://www.brasil.gov.br/cop/panorama/o-que-o-brasil-esta-fazendo/matriz-energetica)>

Acesso em: 08/07/2013

GOVERNO FEDERAL. **Setores da Economia - Agronegócio**. Disponível em:

<[www.brasil.gov.br/sobre/economia/setores-da-economia/agronegocio](http://www.brasil.gov.br/sobre/economia/setores-da-economia/agronegocio)> Acesso em: 08/07/2013.

GP INVESTIMENTOS. **Portfólio – ALL**. Disponível em: < GP INVESTIMENTOS.

Portfólio – BRMalls. Disponível em:

<[www.gp.com.br/gp2012/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&tipo=43300&conta=28&v=1](http://www.gp.com.br/gp2012/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=43300&conta=28&v=1)> Acesso em: 08/07/2013.

GP INVESTIMENTOS. **Portfólio – BRMalls**. Disponível em: <[www.gp.com.br/gp2012/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&tipo=43300&conta=28&v=1](http://www.gp.com.br/gp2012/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=43300&conta=28&v=1)> Acesso em: 08/07/2013.

GP INVESTIMENTOS. **Portfólio – Submarino S.A.** Disponível em: <[www.gp.com.br/gp2012/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&tipo=44330&conta=28&id=162167&v=1](http://www.gp.com.br/gp2012/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=44330&conta=28&id=162167&v=1)> Acesso em: 08/07/2013.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. **Financial markets and corporate strategy**. Boston: McGraw-Hill, 1998.

HONEYBOURNE, W. Barra Energia obtém de fundo US\$ 500 mi para explorar petróleo. **O Estado de S. Paulo**, 3.mai.2010.

INSEAD. **Brazilian Private Equity: Moving Centre Stage**. (s.d.) Disponível em: <[http://www.pwc.com.br/pt\\_BR/br/setores-de-atividade/private-equity/assets/insead-pwc-brazil-pe-report.pdf](http://www.pwc.com.br/pt_BR/br/setores-de-atividade/private-equity/assets/insead-pwc-brazil-pe-report.pdf)> Acesso em: 24/07/2013.

MACINTOSH, J. Venture Capital exits in Canada and the United States. **Financing Growth in Canada**. Calgary: University of Calgary Press, 1997.

PAVANI, C. **O capital de risco no Brasil**. Rio de Janeiro: E-papers, 2003.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. **Fusões e Aquisições no Brasil**. 2010. Disponível em: <[www.pwc.com.br/pt/estudos-pesquisas/assets/mea-julho-2010.pdf](http://www.pwc.com.br/pt/estudos-pesquisas/assets/mea-julho-2010.pdf)> Acesso em: 08/07/2013.

RIO NEGÓCIOS. **Fundo de US\$ 35 bi quer investir em infraestrutura no Brasil**. Disponível em: <[www.rio-negocios.com/fundo-de-us-35-bi-quer-investir-em-infraestrutura-no-brasil](http://www.rio-negocios.com/fundo-de-us-35-bi-quer-investir-em-infraestrutura-no-brasil)> Acesso em: 19/07/2013.

RITTNER, D. *et al.* Gaieão e Confins terão investimento privado de R\$ 11,4 bi, diz SAC. **Valor Econômico**. 20.dez.2012. Disponível em: <[www.valor.com.br/brasil/2947610/galeao-e-confins-terao-investimento-privado-de-r-114-bi-diz-sac](http://www.valor.com.br/brasil/2947610/galeao-e-confins-terao-investimento-privado-de-r-114-bi-diz-sac)> Acesso em: 19/07/2013.

SCHOLES, M. The Valuation of Option Contracts and a Test of Market Efficiency. **Journal of Finance**. V 27. n.2. p.399-417. 1972.

SCHWIENBACHER, A. **An empirical analysis of venture capital exits in Europe and in the United States**. Berkley: University of California. 2002.

SCHWIENBACHER, A. **Innovation and venture capital exits**. University of Amsterdam. 2004.

SCIARRETTA, T. BRMalls. de shoppings. faz 2a oferta de ações. **Folha de S. Paulo**. Disponível em: <[www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi0409200719.htm](http://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi0409200719.htm)> Acesso em: 08/07/2013.

TAKAHASHI, J. **Avaliação da carteira de ativos nos fundos de venture capital e private equity**. São Paulo: Atlas, 2006.

TERRA. **Advent quer disputar concessões de aeroportos**. 2011. Disponível em: <[www.economia.terra.com.br/noticias/noticia.aspx?idNoticia=201108262149\\_RTR\\_1314395398nN1E77P1VR](http://www.economia.terra.com.br/noticias/noticia.aspx?idNoticia=201108262149_RTR_1314395398nN1E77P1VR)> Acesso em: 19/07/2013.

VEJA. **Standard & Poor's Rebaixa Perspectiva de Rating do Brasil**. Disponível em: <[www.veja.abril.com.br/noticia/economia/standard-poor-s-rebaixa-perspectiva-de-rating-do-brasil](http://www.veja.abril.com.br/noticia/economia/standard-poor-s-rebaixa-perspectiva-de-rating-do-brasil)> Acesso em: 08/07/2013.

WINSTON, C. U.S. Industry Adjustment to Economic Deregulation. **Journal of Economics Perspective**. V.12. n.3, p.89-110. 1998.