

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

O MODELO BRASILEIRO DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

Leonardo de Lima Ribeiro

Orientador: Prof. Dr. Antonio Gledson de Carvalho

SÃO PAULO

2005

Prof. Dr. Adolpho José Melfi
Reitor da Universidade de São Paulo

Profa. Dra. Maria Tereza Leme Fleury
Diretora da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Eduardo Pinheiro Gondim de Vasconcellos
Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Isak Kruglianskas
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

LEONARDO DE LIMA RIBEIRO

O MODELO BRASILEIRO DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

Dissertação de Mestrado apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Antonio Gledson de Carvalho

SÃO PAULO

2005

Dissertação defendida e aprovada no Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – Programa de Pós-Graduação em Administração, pela seguinte banca examinadora:

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Ribeiro, Leonardo de Lima

O modelo brasileiro de private equity e venture capital / Leonardo de Lima Ribeiro. -- São Paulo, 2005.

137 p.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2005

Bibliografia.

1. Capital de risco 2. Administração de pequena e médias empresas
3. Governança corporativa 4. Instituições I. Universidade de São Paulo.
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade II. Título.

CDD – 332.04154

**Aos meus pais,
por acreditarem que a educação
dos filhos é o melhor dos investimentos.**

Ao Prof. Antonio Gledson de Carvalho, orientador, que foi além, liderou a concepção intelectual do projeto gerador desta dissertação e de um completo relatório de pesquisa em vias de publicação. Tudo isso só foi possível graças ao Centro de Estudos em PE/VC da FGV (GVcepe), onde o Prof. Cláudio Vilar Furtado, seu diretor executivo, teve papel fundamental.

Merecem menção e agradecimentos especiais: Os gestores fornecedores das informações. Em especial, os que aceitaram participar dos pré-testes: Sidney Schameh (DGF), Paulo Henrique Santos e Edson Matsubayashi (Votorantin Novos Negócios), Patrice Etlin e Mario Malta (Advent), Álvaro Gonçalves (Stratus), Rafael Vieira (JP Morgan) e Eduardo Buarque de Almeida (TMG). Pela atenção e simpatia durante todo o processo, Edwin Neves (Advent), Luis Fernando Salem (BPE), Camila Carvalho (BPW), Pepe (Bertrati), Clóvis Meurer e André Lenz (CRP), Luís Eduardo Alves de Lima (Econergy), Maurício de Castro (Econotech), Christiano Moysés (FIR), Márcio Trigueiro e Luiz Pinho (GP), Mauro Mello (K2A), Miguel Perroti (Invest Tech), Aníbal Messa (Plataforma e e-platform), Eduardo Kina (Rosegarden), Daniel Cifu (SP Fundos), Fernando Pereira (Stratus), Renato Toi (VentureLabs), Christian Skibsted (Mifactory), Gustavo Peixoto (ABN), Thiago Rodrigues (AIG), Marcos Máximo (BB DTVM), Isabel Collado (Bradespar), Dani Glickmanas (Bueninvest), Telma Ansarah (Eastman) e Cassiano Leme (Darby). Tiago Cruz, Gisele Gaia e Fábio Barreto da equipe GVcepe pela ajuda nos momentos críticos. Pelo apoio à pesquisa: ABVCAP, EMPEA, Endeavor, FINEP, BOVESPA e IFC. Maria Helena Santana (BOVESPA), Marília Rocca (Endeavor) e Haydée Celaya (IFC) pelas cartas de apoio. O CNPq pela bolsa de estudos. A ANBID pelo prêmio concedido. Moacyr Fioravante, Paulo Góes, Darlene Sola, Ivan de Lima e Regina Yamashita e Cálamo I&T pelo apoio de TI. Os pesquisadores de campo: Angélica Marufuji, Daniel Freitas, Diogo Fernandes, Eric Prando, Francisco H. de Mello, Igor Silva, Janine Gonçalves, Leandro Veiga, Luiz Henrique de Campos, Marcus Andrade, Paola Felipak e Paulo Chebat. Margaret Müller (FINEP), Ludmila Myiazato (Endeavor) e Elizabeth Johnson (VELA), que ajudaram a identificar gestores. Eduardo Costa, Patrícia Freitas e a equipe de Ethel Hadfas (FINEP) pela cobertura jornalística e convite para conferências. Os representantes dos investidores: Márcio Spata e Érica Gouveia (BNDESPar), Rogério Pilotto e Anna Lucia Horta (IFC), Carlos Alberto Rosa (FUNCEF) e Marcos Rechtman (FGV). Isak Kruglianskas, André C. B. Aquino, Janine Gonçalves, Rodrigo Bueno, Fernando Ruiz, David Stolin, Roger Leeds e Joubert Castro Filho pelos comentários e sugestões. A equipe da secretaria de pós da FEA. Principalmente, agradeço a meus pais e minha esposa pelo amor incondicional durante todo o Mestrado.

RESUMO

O sucesso alcançado pela indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC) no fomento ao empreendedorismo e na dinamização do setor empresarial norte-americano encorajou diversos países a importar este modelo vencedor de intermediação financeira. Entretanto, a atividade de PE/VC foi criada para desempenhar sob o ambiente institucional norte-americano, fazendo com que estudiosos tais como Gompers e Lerner (1999) levantassem dúvida sobre o sucesso na implantação deste modelo em outros países. Para verificar como a atividade de PE/VC se molda segundo o ambiente, este trabalho conduz um estudo empírico com todas as 65 organizações gestoras de PE/VC com escritórios no Brasil. A pesquisa foi realizada ao final de 2004 e obteve 100% de resposta. A análise foca no tamanho e a na macroestrutura da indústria. Os resultados são plenamente representativos e revelam um setor de PE/VC com tamanho modesto, bastante limitado pelo ambiente econômico-institucional, que prejudica a realização de negócios, embora ofereça oportunidades de investimento que supram as insuficiências do país em termos de infra-estrutura, segurança etc. Como principal resultado, o trabalho identifica similaridades e diferenças do modelo brasileiro de PE/VC em relação ao modelo vigente nos EUA. Os principais pontos em comum são: (i) predominam as organizações independentes que gerenciam recursos de investidores institucionais; (ii) o capital é concentrado regionalmente e em poucas organizações gestoras; (iii) os investimentos tendem a ser feitos próximos às organizações gestoras; (iv) os setores de *software* e TI são os mais procurados; (v) a qualificação dos gestores é similar a de seus pares internacionais. Por sua vez, as diferenças sugerem que o modelo tenha se adaptado ao novo ambiente institucional: (i) há tendência de investimento em empresas mais maduras, o que é compatível com o baixo nível de *empreendedorismo de crescimento* e elevada informalidade das pequenas empresas; (ii) O baixo número de LBOs é compatível com a escassez e o alto custo do crédito; (iii) baixo grau de especialização dos gestores sugere poucas oportunidades de investimento em cada setor; (iv) concentração das organizações no centro financeiro do país sugere a busca de parceiros comerciais e compradores estratégicos para as empresas do portfólio (IPO é um mecanismo raramente utilizado); (v) a regulamentação reconhece o baixo grau de proteção dos investidores e obriga a utilização da arbitragem. Entre as diferenças encontradas, a pouca confiança que os investidores depositam nos gestores tende a se alterar conforme o setor adquire experiência e os gestores adquirem reputação.

ABSTRACT

The outstanding success attained by Private Equity and Venture Capital (PE/VC) in fostering the U.S. entrepreneurial sector has encouraged several countries to import it. However, PE/VC was tailored to perform in the American institutional environment. As Gompers and Lerner (1999) state, the degree to which the U.S. venture model will - or can - be successfully adapted to other countries is a particularly interesting question. To answer this question we conduct an empirical study with all the 65 PE/VC management firms with offices in Brazil. The survey was conducted at the end of 2004 and attained a response rate of 100%. For this reason the results are fully representative. The analysis aims at the industry's size and structure. Relates them to institutional factors. It reveals a PE/VC industry whose size is heavily limited by the Brazilian institutional idiosyncrasies. At the same time, Brazil's lack of transportation, energy and telecommunications' infrastructure and security provides opportunities for PE/VC type of investments. As a main finding, this work identifies differences and similarities between the American and the Brazilian PE/VC models. The similarities are: (i) PE/VC firms are mainly independent and manage capital from institutional investors; (ii) capital is heavily concentrated regionally as well as in few management firms; (iii) investments are made within a close range from management firms; (iv) software and IT are the preferred sectors; (v) managers are highly qualified. The main differences suggest that the model has adapted to the new environment: (i) in line with a lack of high-expectation entrepreneurship, there is a tendency to invest in more advanced stages; (ii) since credit is scarce, few LBOs take place; (iii) lack of sector specialization suggests few opportunities within each sector; (iv) management firms concentration in the financial cluster suggest a quest for commercial partners and strategic buyers for portfolio companies (IPO is a quite rare exit mechanism); (v) Brazilian PE/VC regulation recognizes the inefficiency of the legal system and obliges the use of arbitration. Among the differences, the lack of trust between investors and managers should change as the industry evolves and managers gain reputation.

SUMÁRIO

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS	2
LISTA DE TABELAS	3
1 INTRODUÇÃO	5
2 REVISÃO DA LITERATURA	13
3 PRINCÍPIOS BÁSICOS DA ATIVIDADE DE PE/VC	23
4 O AMBIENTE ECONÔMICO-INSTITUCIONAL BRASILEIRO	29
5 DADOS	53
6 O MODELO BRASILEIRO DE PE/VC	57
6.1 COMO O PE/VC SURTIU E EVOLUIU NO BRASIL?	57
6.2 QUAL O TAMANHO RELATIVO DA INDÚSTRIA?	59
6.3 QUE TIPO DE ORGANIZAÇÃO ATUA EM PE/VC NO BRASIL?	62
6.3.1 AFILIAÇÃO, NACIONALIDADE E ATIVIDADE	62
6.3.2 CONCENTRAÇÃO	65
6.4 QUEM SÃO OS RESPONSÁVEIS PELA GESTÃO DO PE/VC?	70
6.5 QUE TIPO DE EMPRESA É FINANCIADA POR PE/VC?	75
6.6 COMO SÃO FEITOS OS DESINVESTIMENTOS?	81
6.7 QUEM INVESTE EM PE/VC NO BRASIL?	83
6.8 QUAL A ESTRUTURA LEGAL UTILIZADA?	85
7 CONCLUSÕES	97
7.1 LIMITAÇÕES	100
7.2 SUGESTÕES DE PESQUISAS FUTURAS	101
8 REFERÊNCIAS	103
9 GLOSSÁRIO	109
10 APÊNDICES	119
10.1 INSTRUMENTO DE PESQUISA	119
10.2 ORGANIZAÇÕES PARTICIPANTES DA PESQUISA	137

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ABRAPP: Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
ABVCAP: Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital
ANBID: Associação Nacional dos Bancos de Investimento
BACEN: Banco Central do Brasil
BID: Banco Interamericano de Desenvolvimento
BNDES: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESPar: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social Participações
BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo
CEPE: Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital
CVCA: *Canadian Venture Capital Association*
CVM: Comissão de Valores Mobiliários
EMPEA: *Emerging Markets Private Equity Association*
ERISA: *Employee Retirement Income Security Act*
EVCA: *European Venture Capital Association*
FAPES: Fundação de Assistência Previdenciária do BNDES
FGV: Fundação Getúlio Vargas
FIESP: Federação das Indústrias do Estado de São Paulo
FINEP: Financiadora de Estudos e Projetos
FUNCEF: Fundação dos Economiários Federais
GP: *General Partner - Gestor*
IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IFC: *International Finance Corporation*
IPC: Índice de Preços ao Consumidor
IPO: *Innitia Public Offering – Oferta Pública Inicial*
LAVCA: *Latin America Venture Capital Association*
LBO: *Leveraged Buyout*
LP: *Limited Partner – Investidor ou Limited Partnership - Parceria*
NVCA: *National Venture Capital Association*
MPE: Micro e Pequena Empresa
PE/VC: *Private Equity e Venture Capital*
PETROS: Fundação Petrobras de Seguridade Social
PIB: Produto Interno Bruto
P&D: Pesquisa e Desenvolvimento
PREVI: Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil
SEBRAE: Serviço Brasileiro de Apoio as Micro e Pequenas Empresas
SME: *Small and Medium Enterprises*
TI: Tecnologia da Informação

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Aberturas de Capital na Bovespa em 2004 e 2005.....	6
Tabela 2 – Princípios de Governança nos Componentes da Atividade de PE/VC.....	26
Tabela 3 – Indicadores Econômicos	30
Tabela 4 – Ambiente Jurídico do Sistema Financeiro	33
Tabela 5 – Burocracia e Corrupção	35
Tabela 6 – Política Fiscal e Informalidade.....	38
Tabela 7 – Infra-Estrutura	40
Tabela 8 – Criminalidade	43
Tabela 9 – Rigidez no Mercado de Trabalho	46
Tabela 10 – Mercado de Capitais	49
Tabela 11 – Pesquisa e Desenvolvimento	51
Tabela 12 – Capital na Indústria Relativo ao PIB	60
Tabela 13 – Tamanho da Indústria no Mundo: Presente.....	61
Tabela 14 – Afiliação das Organizações.....	63
Tabela 15 – País de Origem das Organizações.....	64
Tabela 16 – Situação e intenção de Permanência no Setor	65
Tabela 17 – Presença Geográfica das Organizações.....	66
Tabela 18 – Distribuição Geográfica do Portfolio.....	68
Tabela 19 – Concentração do Capital pelas Organizações.....	69
Tabela 20 – Cargo dos Profissionais da Indústria.....	71
Tabela 21 – Faixa Etária dos Gestores no Brasil.....	72
Tabela 22 – Escolaridade dos Gestores.....	72
Tabela 23 – Experiência Profissional dos Gestores.....	73
Tabela 24 – Tempo de Experiência dos Gestores na Indústria.....	74
Tabela 25 – Investimentos em Portfolio	75
Tabela 26 – Setores de Atuação das Empresas do Portfolio	77
Tabela 27 – Estágio das Empresas do Portfolio	80
Tabela 28 – Saídas	82
Tabela 29 – Investidores	84
Tabela 30 – Regulamentação dos Veículos de Investimento	86
Tabela 31 – País de Constituição dos Veículos.....	93
Tabela 32 – Prazo de Duração x Possibilidade de Extensão	94
Tabela 33 – Parcela do Capital Integralizado de Início	95
Tabela 34 – Decisão sobre Recursos obtidos por Meio de Saídas	96

(página deixada em branco intencionalmente)

1 INTRODUÇÃO

No ano de 2005 oito novas empresas brasileiras adentraram o mercado acionário: Renar Maçãs, Submarino, Localiza, Transportes Aéreos Marília (TAM)¹, Energias do Brasil, OHL Brasil, Banco Nossa Caixa e Cosan. Durante o ano de 2004, sete empresas já haviam passado pelo mesmo processo: Natura, Gol Transportes Aéreos (Gol), América Latina Logística (ALL), Companhia Paulista de Força e Luz (CPFL), Grendene, Diagnósticos da América (DASA) e Porto Seguro. Juntas, as quinze empresas levantaram US\$ 3,4 bilhões em suas ofertas públicas iniciais (IPOs) na BOVESPA.

Desta vez, um fato inédito chamou a atenção: oito dos quinze IPOs realizados no período foram de empresas que haviam recebido financiamento do tipo *Private Equity* ou *Venture Capital* (PE/VC). São elas: Natura², Gol, ALL, DASA, CPFL, TAM, Submarino e Localiza. Segundo a Tabela 1, essas empresas foram responsáveis por quase metade do valor total das emissões primárias do período.

Os dados sugerem uma indústria brasileira de PE/VC com experiência e tamanho suficientes para gerar impacto inegável no mercado acionário. Trata-se de um setor com pouco mais de 20 anos de idade. Ao final de 2004, contava 265 empresas em portfolio (carteira de investimentos). A participação nessas empresas havia sido adquirida por 90 veículos de investimento, geridos por 65 organizações. Essas organizações eram dirigidas por apenas 215 gestores, altamente qualificados, assessorados por 243 profissionais de apoio (e.g. analistas). Por sua vez, esses profissionais eram responsáveis pela gestão de US\$ 5,07 bilhões em capital comprometido,³ investido nas empresas do portfolio ou disponível para a realização de novos investimentos.

¹ A emissão de 2004 da TAM pode ser considerada um IPO. As ações anteriormente negociadas representavam menos 1% do capital social da empresa.

² O investidor de PE/VC no capital da Natura foi a BNDES Participações (BNDESPar), que investiu por meio de debêntures conversíveis, convertidas em ações quando do IPO. Devido à participação acionária inferior a 3% e o fato da empresa não ter enfrentado dificuldade financeira no período em que o investimento vigorou, o investidor não assumiu assento no conselho de administração (*board*).

³ Ao longo deste trabalho, entende-se por capital comprometido o montante de recursos disponível para investimento no Brasil mais o valor do portfolio de empresas investidas no Brasil calculado a custo. No caso de gestores de recursos proprietários, foi considerado o orçamento anual alocado para a atividade de PE/VC no Brasil. Para os veículos com atuação pan-americana, o valor reportado corresponde ao total do veículo apenas se o regulamento não estabelece limite para o montante a ser direcionado para cada país. Neste último caso também

Tabela 1 – Aberturas de Capital na Bovespa em 2004 e 2005

Lista das empresas que realizaram oferta pública inicial na BOVESPA em 2004 e 2005, volume levantado pela empresa e organizações gestoras que possuíam veículos de investimento como acionistas vendedores da emissão. Na lista de organizações gestoras foram desconsideradas aquelas que não possuem escritório no Brasil. Dado que as ações de TAM anteriormente negociadas na BOVESPA (*free float*) representavam menos de 1% do capital social da empresa, pode-se considerar a emissão realizada em 2004 como se fosse um IPO. Valores em parênteses representam porcentagem em relação ao total. Elaborado a partir de dados da BOVESPA e prospectos de emissão das empresas.

Ano	Empresa	Volume US\$ mi	Investidores do tipo PE/VC
2005	Cosan	350	-
	Banco Nossa Caixa	419	-
	OHL Brasil	212	-
	Energias do Brasil	354	-
	TAM	225	CSFB Private Equity; Bassini, Playfair e Wright
	Localiza	108	CSFB Private Equity
	Submarino	176	GP Investimentos; Santander; JP Morgan Partners
	Renar Maçãs	6	-
Total 2005		1.850	
Total Investidas de PE/VC		509	(27,5)
2004	Porto Seguro	136	-
	DASA	158	Pátria; JP Morgan Partners
	Grendene	216	-
	CPFL	287	Bradespar
	ALL	189	GP Investimentos; CSFB Private Equity; Electra
	Gol	283	AIG Capital Partners
	Natura	243	BNDESPar
	Total 2004		1.512
Total Investidas de PE/VC		1.160	(76,7)
Total no Período		3.362	
Total Investidas de PE/VC		1.669	(49,6)

Private Equity ou *Venture Capital* (PE/VC)⁴ é uma atividade de intermediação financeira surgida nos EUA em 1946. As organizações que realizam esta atividade são responsáveis pela gestão de veículos de investimento que congregam recursos de um ou mais investidores para investimentos de longo-prazo. Em geral, tais recursos são direcionados para empresas não cotadas em bolsa de valores. Os aportes são feitos na forma de ações (ordinárias ou preferenciais), debêntures conversíveis, opções, bônus de subscrição ou *warrants*. Após alguns anos, essas participações são liquidadas (saída) e os recursos até então investidos, mais o eventual ganho de capital, retornam aos investidores.

foi solicitado que o montante já investido em outros países fosse subtraído do comprometimento inicial. Deste modo o montante que de fato foi ou será investido no país tende a ser menor do que o reportado.

⁴ PE é o investimento temporário, de longo prazo e de caráter privado em ações, quotas de participação ou debêntures conversíveis. O que torna VC uma classe de investimento diferente é o estágio anterior das empresas selecionadas e a participação ativa do gestor nessas empresas.

O aporte de PE/VC pode ser categorizado segundo o estágio de desenvolvimento da empresa que o recebe, no momento que o recebe. Na literatura, o termo *venture capital* (VC) é empregado como sinônimo de investimento em empresa que se encontra em fase anterior do desenvolvimento. Em investimentos deste tipo, o gestor tende a se envolver intensamente na fase de monitoramento e adição de valor para o negócio. Já o termo *buyout* é comumente empregado como sinônimo do investimento em fase posterior do desenvolvimento, quando a empresa já está amadurecida, sem que isso implique, necessariamente, em um menor envolvimento do gestor. Tanto *venture capital* quanto *buyout* podem ser incluídos em um grupo maior, usualmente denominado de *Private Equity* (PE). Em mercados mais desenvolvidos, os gestores tendem a se especializar segundo o estágio dos investimentos, permitindo que se façam estudos incluindo apenas um dos segmentos.

No sistema financeiro, a atividade de PE/VC se apresenta como uma alternativa viável ao financiamento tradicional obtido por meio de bancos (i.e. empréstimos bancários). Gestores de PE/VC são agentes melhor adaptados para mitigar o risco associado ao investimento em empresas com pouco ou nenhum histórico financeiro ou ativos tangíveis que possam constituir-se como garantia real para financiamentos. Ao mesmo tempo, tais empresas possuem projetos com elevada expectativa de retorno. Tais investimentos só podem ser realizados mediante injeção de novos recursos. Para poderem financiar projetos com essas características, os gestores de PE/VC utilizam práticas sofisticadas de seleção, governança e monitoramento (SAHLMAN, 1990). Diferentemente de investidores típicos do mercado acionário, os gestores de PE/VC costumam participar da gestão das empresas em que investem, influenciando decisões estratégicas e a própria governança corporativa. São investidores ativos, conforme a definição cunhada por Jensen (1991). Só assim conseguem mitigar os riscos e influenciar a possibilidade de sucesso do negócio.

Em países onde a atividade de PE/VC existe a mais tempo, seu impacto na economia é notável sob todos os aspectos. Nos EUA, onde a atividade surgiu⁵ e se institucionalizou, empresas financiadas por PE/VC encerraram o ano de 2003 como responsáveis por quase 10% dos empregos. Suas receitas chegavam a quase 10% do PIB norte-americano. De 2000 para 2003, enquanto o setor privado diminuiu o número de empregados em 2,3%, as empresas financiadas por PE/VC seguiram contratando. Aumentaram o número de empregados em

⁵ Kenney *et al* (2002) sugerem que a atividade de PE/VC teria surgido nos Reino Unido, logo após a Segunda Grande Guerra, com a criação da organização gestora *3i*.

6,5% (GLOBAL INSIGHT, 2004). Quando comparadas com as demais empresas, aquelas financiadas por PE/VC apresentavam o dobro da receita, pagavam três vezes mais impostos, exportavam o dobro e investiam o triplo em pesquisa e desenvolvimento (P&D), relativamente ao ativo total. (TAYLOR *et al* 2002). Mais importante, o gasto em P&D se revertia em inovação. Kortum e Lerner (2000) identificaram impacto significativo do investimento de PE/VC na geração de patentes. Graças aos investimentos de PE/VC, empresas como Microsoft, Compaq, Fedex, Apple, Sun, Amazon, Lotus, Cisco, Staples, Netscape, eBay, JetBlue, Intel, Amgen, Medtronic, Oracle e Google cresceram e, rapidamente, tornaram-se grandes corporações. Estes resultados são ainda mais impressionantes quando se considera que os investimentos em PE/VC realizados em 2002 representavam não mais de 0,6% do PIB norte-americano.

Na Europa, pesquisas apontam para conclusões semelhantes, com um diferencial: Cerca de 95% das empresas européias financiadas por PE/VC afirmaram que não existiriam ou não teriam se desenvolvido tão rapidamente sem o aporte deste tipo de capital (EVCA, 2002). Em certos países europeus, a oferta de crédito é bastante limitada para empresas de menor porte. Neste contexto, a indústria de PE/VC oferece uma alternativa viável ao financiamento empresarial (BOTAZZI; DA RIN, 2002).

Como visto no início deste capítulo, o impacto da atividade de PE/VC também pode ser medido pelo mercado acionário. Nos EUA, pouco mais da metade dos IPOs realizados em 1999 foram de empresas financiadas por PE/VC. Juntas, receberam a maior parte dos US\$ 71 bilhões levantados naquele ano (LEE; WAHAL, 2004). Diversos estudos analisam o desempenho dos papéis dessas empresas no mercado acionário. Barry *et al* (1990) constata menor *underpricing* (desconto para colocação) e menor volatilidade (risco). Megginson e Weiss (1991) mostram que essas empresas chegam à bolsa de valores mais cedo e contam com *underwriters* de melhor reputação. Enquanto certos autores argumentam que um mercado acionário vigoroso seja pré-requisito para a existência de uma indústria de PE/VC (BLACK e GILSON, 1998), os resultados destas pesquisas sugerem uma relação de mão dupla, onde a indústria de PE/VC também promove o crescimento do mercado acionário, levando ao pregão empresas de menor porte e acostumadas com a boa governança corporativa exercida pelo gestor de PE/VC durante a vigência do investimento.

Para os investidores desta classe de ativos, de nada adiantaria o impacto econômico-social se o desempenho de risco/retorno dos investimentos fosse pouco atrativa. Quanto a este aspecto, Chen *et al* (2002) mostram que o bom desempenho e o baixo grau de correlação dos retornos de PE/VC com aqueles dos ativos cotados em mercado (ações e instrumentos de dívida líquidos) tornam PE/VC um ativo atrativo para que investidores com perfil de longo prazo (e.g. fundos de pensão e seguradoras) melhorem a diversificação de suas carteiras. Hoje, 3,4% do portfólio dos fundos de pensão norte-americanos com tamanho superior a US\$ 5 bilhões estão alocados em PE/VC (VENTURE ECONOMICS *apud* CVCA, 2005).

Apesar da importância da atividade de PE/VC para a economia, existe pouquíssima informação sobre o perfil e as peculiaridades desta indústria no Brasil: o volume e a qualidade da pesquisa acadêmica publicada é irrelevante se comparado com o que já foi publicado com base em países da América do Norte, Europa, Ásia e Oceania. Antes de 2000, não havia praticamente nenhum estudo aprofundado sobre a indústria brasileira, fazendo com que fosse ignorada em estudos internacionais tais como o *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM) de autoria de Reynolds *et al* (2000). Desde então, alguns estudos foram realizados. Porém, não existem resultados que possam substituir o que se pretende evidenciar neste trabalho. Checa *et al* (2001) estudaram o setor em momento anterior a seu pleno desenvolvimento. Pavani (2003) utilizou uma amostra não-representativa. Tanto Botelho *et al* (2003) quanto Ribeiro e Almeida (2005) investigaram apenas um aspecto do processo de investimento: adição de valor e saída, respectivamente.

Notadamente, o Brasil possui um ambiente institucional peculiar, onde volatilidade de mercado, custo de oportunidade, grau de informalidade dos negócios, eficiência do poder judiciário, cultura empreendedora, tradição de governança corporativa, entre outros, diferem de países onde a indústria de PE/VC se originou e se desenvolveu. Conforme opera em ambiente tão distinto, falhas adaptativas tendem a ocorrer. Com o tempo, a indústria se molda ao ambiente, criando um novo modelo de PE/VC. Este fenômeno é evidenciado por Leeds e Sunderland (2003) para a América Latina. Os autores verificaram que, após terem obtido resultados financeiros medíocres, os gestores de PE/VC se reorganizaram. Tendo encerrado um ciclo de investimentos (da seleção de negócios à saída) com relativo sucesso (ver Tabela 1), o setor acumula mais de uma década de experiência. Por tudo isso, acredita-se que já seja possível pesquisar as adaptações sofridas pela atividade de PE/VC no contexto brasileiro.

O objetivo deste trabalho é descrever e comparar o modelo brasileiro de PE/VC com aquele vigente nos EUA e na Europa. Neste trabalho, são analisados os seguintes aspectos do modelo: tamanho e macroestrutura. Para se comparar o tamanho, são utilizados dados recentes, fornecidos pelas associações nacionais e institutos de pesquisa de PE/VC, de 35 países selecionados, representando todos os continentes. São incluídos tanto países desenvolvidos quanto aqueles em vias de desenvolvimento. Para a comparação da macroestrutura, parte-se dos dados de Sahlman (1990) e Cornelius (2005) para os EUA e de Bottazzi *et al* (2004, 2005) para a Europa. Na discussão da estrutura legal, a legislação relevante é analisada. Os objetivos específicos são: (i) descrever o modelo da indústria de PE/VC no Brasil; (ii) compará-lo com a indústria internacional; e (iii) levantar hipóteses explicativas das peculiaridades encontradas.

Para atingir os objetivos foi realizado um amplo levantamento com todas as 65 organizações gestoras de PE/VC com escritórios no Brasil. Os gestores responderam um conjunto de questionários sobre quatro tópicos, sugeridos por Sahlman (1990): (i) estrutura das organizações; (ii) o ciclo de investimentos; (iii) aspectos de governança entre investidores, gestores e empresas do portfólio e dos veículos de investimento; e (iv) remuneração. O recorte dado a este estudo engloba apenas os dois primeiros tópicos.⁶ A pesquisa foi realizada ao final de 2004 e obteve 100% de resposta, o que permite a obtenção de resultados representativos do setor e demonstra o interesse dos agentes do mercado em conhecer os resultados.

Em meio à escassez de dados para o setor, este estudo traça um quadro descritivo pioneiro do modelo brasileiro de PE/VC e o compara com o modelo vigente em mercados internacionais, revelando o verdadeiro tamanho da indústria e os principais aspectos de sua macroestrutura.

Comparativamente ao tamanho da economia brasileira, a indústria de PE/VC ainda é pequena. Nos países com elevada disponibilidade de PE/VC, o montante investido anualmente equivale a 1% do PIB (OECD, 2002).⁷ No Brasil, o investimento médio realizado no período de 1999 a 2004 foi de apenas 0,06% do PIB. Apesar disso, o setor tem perspectivas de crescimento. O

⁶ Este estudo (dissertação) é parte de uma iniciativa maior de compreensão da atividade de PE/VC no Brasil, denominada Censo Brasileiro de PE/VC, coordenada pelo Centro de Estudos em PE/VC da FGV (GVcepe). Os tópicos (iii) e (iv) serão discutidos em maior profundidade em outras publicações feitas com base nessa iniciativa.

⁷ Em 2000, o financiamento de PE/VC em Israel chegou a representar 3,17% do PIB (MEGGINSON, 2004).

fato de que 90% dos gestores pesquisados pretende continuar investindo em PE/VC no Brasil revela a existência de condições necessárias para que a atividade possa ser desenvolvida.

A pesquisa também revela que o modelo brasileiro de PE/VC guarda similaridades e diferenças com o modelo norte-americano. As similaridades eram esperadas, uma vez que a atividade de PE/VC é importada dos EUA. Entre as principais similaridades, destacam-se: (i) o setor é basicamente composto por organizações independentes que gerenciam recursos provindos, em sua maior parte, de fundos de pensão e demais investidores institucionais; (ii) a indústria é bastante concentrada regionalmente e a maior parte dos recursos é controlada por poucos gestores; (iii) os investimentos são feitos, em geral, em empresas localizadas perto das organizações gestoras; (iv) os setores de *software* e TI são os que mais recebem aportes; e (v) os gestores são tão qualificados quanto seus pares internacionais.

A existência de diferenças sugere que o modelo brasileiro de PE/VC tenha sofrido adaptações para atuar no novo ambiente econômico-institucional. Entre elas, destacam-se: (i) uma tendência de investimentos em setores mais tardios do desenvolvimento empresarial; (ii) poucas transações de LBO; (iii) baixo grau de especialização setorial; (iv) ao invés de se concentrarem em *clusters* tecnológicos (e.g. Vale do Silício), os gestores preferem o centro financeiro (como em Mumbai na Índia); (v) embora seja derivada de regulamentação estrangeira, as normativas para a gestão de PE/VC no Brasil foram criadas especificamente para a realidade brasileira; (vi) os mecanismos de saída usualmente utilizados são os *trade-sales* (venda estratégica) e os *buybacks* (recompra de participação pelo empreendedor).

Tendo em vista que a indústria de PE/VC é relativamente recente no Brasil, pode-se argumentar que muitas das diferenças encontradas sejam passageiras. O modelo não teve o tempo necessário para atingir sua forma final. Assim, a regulamentação do setor ainda se mostra bastante preocupada com a boa governança corporativa entre as partes envolvidas. Investidores ainda interferem bastante na gestão dos veículos de investimento e dão relativamente pouca liberdade para o gestor. Para atrair recursos de investidores, gestores brasileiros ainda precisam investir parcelas significativas dos veículos que gerenciam.

O trabalho está dividido da seguinte forma: o Capítulo 2 faz uma revisão da literatura sobre os fatores determinantes do tamanho e da macroestrutura da indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* no mundo. O Capítulo 3 resume os trabalhos de Gorman e Sahlman (1989) e

Sahlman (1990) sobre os princípios básicos do funcionamento da atividade de PE/VC. O Capítulo 4 discute o ambiente econômico-institucional brasileiro à luz dos problemas identificados por Porter *et al* (2005) para a realização de negócios no Brasil. Inclui variáveis que a literatura menciona como importantes para o desenvolvimento do setor. O Capítulo 5 explicita a fonte dos dados utilizados e detalha como estes foram obtidos. O Capítulo 6 descreve o modelo brasileiro de PE/VC e o compara com o internacional. O Capítulo 7 conclui, apresenta as limitações do trabalho e sugere pesquisas futuras para a compreensão do fenômeno de PE/VC no Brasil.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Apesar da atividade de PE/VC ocorrer em diversas regiões do globo⁸, os Estados Unidos ainda concentram mais de 70% do capital levantado e mais da metade do capital investido no mundo (PWC, 2004). O país também é considerado como aquele com maior disponibilidade deste tipo de investimento para o desenvolvimento de negócios (IMD, 2005)⁹. Portanto, é natural que Gompers e Lerner (1999) questionem a adaptabilidade do modelo norte-americano à realidade econômico-institucional de outros países.

Diversos estudos procuraram explicar por que o tamanho da indústria varia tanto entre países e de um ano para o outro. Em geral, as abordagens utilizadas podem ser classificadas como *Macroeconômicas* ou *Institucionalistas*. Os primeiros procuram verificar o impacto de fatores do mercado financeiro, da atividade empreendedora e inovativa e do mercado de trabalho. Entre seus proponentes estão Gompers e Lerner (1998), Jeng e Wells (2000), Schertler (2003) e Romain e Van Pottelsberghe (2004). Em seus estudos, os fatores são divididos entre aqueles de oferta e aqueles de demanda por capital. Fatores de demanda influenciam o número e a qualidade dos empreendedores dispostos a obter capital. Fatores de oferta levam investidores a comprometer mais recursos para este tipo de investimento. Conforme explicou Poterba (1989), o montante de recursos para PE/VC depende da combinação desses fatores. Por sua vez, os *institucionalistas* relacionam variáveis como a origem e a qualidade do sistema legal e o grau de eficiência do poder judiciário dos países. Esta abordagem deriva dos trabalhos pioneiros de La Porta *et al* (1997, 1998, 2000) e de Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1998). O foco principal dessas pesquisas é explicar as diferenças na macroestrutura da indústria. Entre os principais trabalhos estão os de Cumming e MacIntosh (2002), Kaplan *et al* (2003), Cumming *et al* (2004), Bottazzi *et al* (2004) e Lerner e Schoar (2005). Também existem estudos que tentam explicar o tamanho relativo da indústria apenas com base nas variáveis institucionais (e.g. MEGGINSON, 2004).

Entre os *Macroeconomistas*, Gompers e Lerner (1998) estudaram o mercado norte-americano no período de 1972 a 1994. Analisaram de forma separada o montante levantado pela

⁸ Kenney *et al* (2002) contabilizam 35 associações nacionais de PE/VC espalhadas pelo mundo.

⁹ Embora a metodologia utilizada pelo estudo seja questionável, fazendo com que o Brasil fosse considerado com maior disponibilidade de PE/VC do que o estado de São Paulo, não restam dúvidas de que os EUA sejam um dos países com maior disponibilidade para este tipo de capital.

indústria, pelas organizações de um mesmo Estado norte-americano (e.g. Califórnia ou Massachusetts) e pelas firmas de PE/VC individualmente. Os resultados sugerem que os fatores de demanda são os mais relevantes. Entre eles, destaca-se a redução na alíquota de imposto sobre ganhos de capital. Embora esta variável pudesse ser considerada como fator de oferta (i.e. quanto menos o ganho é tributado, mais os investimentos de renda variável tornam-se atrativos), os autores mostraram que sua variação impacta de forma semelhante investidores que pagam impostos (e.g. pessoas físicas e empresas) e aqueles que são isentos (e.g. fundos de pensão e *endowments*). Com base nesta evidência, pode-se argumentar que seu efeito no crescimento do mercado se dá pelo aumento do nível de empreendedorismo, encorajando trabalhadores a deixarem seus postos de trabalho em favor de uma experiência empreendedora. Os gastos em P&D por parte de empresas, universidades e institutos de pesquisa também mostraram-se significante para o aumento do nível de PE/VC. Mais uma vez, o resultado sugere que os gastos em P&D influenciam no número de potenciais empreendedores no setor de alta tecnologia. Entre os fatores de oferta, a facilidade da entrada de fundos de pensão no mercado mostrou-se relevante. No ano de 1979 as autoridades norte-americanas esclareceram que pelo *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA) os gestores de fundos de pensão estavam livres para investir em PE/VC, desde que agissem com a devida prudência. Até aquele ano, fundos de pensão representavam apenas 15% do capital da indústria. Em 1986, os fundos de pensão já eram responsáveis pela metade do capital comprometido em PE/VC (SAHLMAN, 1990). Por sua vez, a reputação, medida pela idade e tamanho da organização, é o principal determinante do montante levantado por cada organização individualmente. Organizações com boa reputação são capazes de levantar mais fundos e de maior porte.

Enquanto Gompers e Lerner (1998) basearam o estudo no mercado norte-americano, Jeng e Wells (2000) montam uma base de dados com 21 países. Entre os fatores estudados estão: IPOs, crescimento do PIB, capitalização bursátil, mobilidade da mão-de-obra (em especial aquela qualificada), qualidade dos padrões contábeis, bem como o tamanho e o crescimento do mercado de previdência privada. Qualitativamente, os autores também incluíram uma avaliação dos programas governamentais de países selecionados. Os resultados 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 e *start-up* (*early stage*). A falta de mobilidade da mão-de-obra compromete os investimentos do tipo *early stage*, mas não afetam a parcela dos recursos direcionada para *later stage*. Corroborando o argumento de Black e Gilson (1998), o estudo identificou os IPOs como o fator preponderante do tamanho do mercado. Investimentos do tipo *later stage* são especialmente sensíveis à atividade de IPO. Em muitos dos países estudados, os investimentos mais maduros são os únicos passíveis de serem introduzidos em bolsa de valores. Este fator também mostrou impacto sobre os negócios de *early stage*, sugerindo que a existência de um mercado ativo para saídas é saudável para todos os segmentos da atividade. A análise da atuação governamental evidenciou o papel do governo no estabelecimento do marco regulatório e no amortecimento de quedas na atividade do mercado.

Em revisão do estudo de Jeng e Wells (2000), Romain e Van Pottelsberghe (2004) incluíram novas variáveis. Entre elas, a taxa de juros, o nível de empreendedorismo e a existência de oportunidades de inovação tecnológica, medida pelo estoque de conhecimento nas empresas, crescimento dos gastos em P&D empresarial e efetiva produção de inovação (número de patentes depositadas simultaneamente nos EUA, Europa e Japão). De modo geral, o estudo corrobora a maior parte dos resultados obtidos por Jeng e Wells (2000) e Shertler (2003), além de trazer à tona algumas evidências inéditas. Os autores testaram o modelo com dados de 1990-2000 de 16 países membros da OECD. Descobriram que o estoque de conhecimento nas empresas, a produção de inovação e a taxa de juros são as principais determinantes. A taxa de juros afeta a demanda por capital. Diferentemente do que se poderia imaginar, seu aumento está positivamente correlacionado com o tamanho do mercado. Com juros mais elevados, o financiamento por PE/VC torna-se uma alternativa mais atrativa para o empresariado. Enquanto isso, a diferença entre a taxa de juros de longo prazo e aquela de curto prazo é inversamente proporcional ao tamanho da indústria. Aumento da taxa de longo prazo em relação àquela de curto prazo diminui o apetite do investidor em relação aos ativos de PE/VC. Contrariando os resultados de Jeng e Wells (2000), os autores também notaram que o fluxo de PE/VC tem covariância com a evolução do PIB. Em períodos de alto crescimento, o montante levantado aumenta mais do que proporcionalmente à evolução do PIB. Curiosamente, esse efeito é reduzido em países com menor grau de mobilidade da mão-de-obra. Esse resultado sugere que o crescimento econômico traz consigo oportunidades de novos empreendimentos. Entretanto, é preciso que existam profissionais dispostos a

abandonar seus postos de trabalho para aproveitar essas oportunidades. Esta hipótese é sustentada por dois outros resultados: i) baixa mobilidade da mão-de-obra reduz o impacto positivo da geração de conhecimento; e ii) o efeito do estoque de conhecimento só é positivo e significativo quando o nível de empreendedorismo (*Total Entrepreneurship Activity* - TEA)¹⁰ de um país está acima de 8,4%. Portanto, a mobilidade da mão-de-obra e o nível de empreendedorismo são variáveis importantes em associação com as demais.

A visão *institucionalista* é melhor ilustrada pelo trabalho de Megginson (2004). O autor argumenta que o ambiente institucional é o principal determinante das diferenças na macroestrutura e no grau de desenvolvimento da indústria, sendo que a origem do sistema legal é o fator preponderante. Comparado ao Direito romano-germânico (i.e. *French civil law*), o Direito anglo-saxão (i.e. *common law*) é considerado como o mais propício para o desenvolvimento do mercado financeiro em geral e do mercado de PE/VC em particular (LA PORTA *et al*, 1997, 1998, 2000).

Cumming e MacIntosh (2002) analisaram 336 saídas (i.e. venda da participação detida na empresa investida) realizadas por organizações gestoras de 12 países da região Ásia-Pacífico, incluindo tanto países em desenvolvimento (e.g. China) quanto países desenvolvidos (e.g. Austrália). Verificam como as características da empresa, o mecanismo de saída adotado e o retorno sobre os investimentos varia segundo a qualidade da coerção (*enforcement*) de leis e contratos. Em países onde os direitos são mais facilmente preservados: (i) maior a parcela de investimentos em empresas pequenas e de alta tecnologia; (ii) maior a probabilidade de que saídas ocorram por IPO e menor a probabilidade de saída por meio de revenda da participação ao empreendedor (*buyback*); (iii) maior a taxa de retorno obtida.

Kaplan *et al* (2003) pesquisaram 145 investimentos feitos por 70 organizações gestoras em 107 empresas localizadas em 23 países (a maior parte é composta de países europeus. Os EUA não foram incluídos). Verificaram como os direitos sobre fluxo de caixa, liquidação e controle, bem como a participação no conselho de administração (*board*) variam segundo o sistema legal, a qualidade das normas contábeis e o grau de proteção ao investidor em cada país. Em seguida, comparam os resultados com aqueles obtidos por Kaplan e Strömberg (2003) para os EUA. Mostram que, de fato, a escolha de instrumentos financeiros varia

¹⁰ ver REYNOLDS *et al* (2000) para uma explicação detalhada sobre a TEA. Em linhas gerais, a TEA mede a porcentagem da população adulta envolvida na criação de novos negócios ou em negócios recém estabelecidos.

conforme o sistema legal. Entretanto, o efeito desaparece quando se inclui variável de controle que capta o grau de sofisticação das organizações gestoras, medida pelo tempo de experiência, tamanho do fundo e grau de relacionamento com o mercado norte-americano. Gestores mais sofisticados tendem a seguir o perfil descrito por Sahlman (1990). Fazem aportes por meio de ações preferenciais conversíveis e utilizam-se de contratos complexos para regular a relação. Nos EUA, 80% dos investimentos são feitos dessa forma (KAPLAN; STRÖMBERG, 2003). Por sua vez, esse é o perfil de apenas 20% das transações realizadas na Europa (BOTTAZZI, DA RIN e HELLMAN, 2003). Segundo Kaplan *et al* (2003), gestores que seguem o modelo norte-americano de investimentos estão expostos a uma menor probabilidade de fracasso (medido pelo grau de sobrevivência). Tendo em vista que os investimentos analisados referiam-se ao período de 1992 a 2001, os autores puderam verificar o índice de sobrevivência das organizações gestoras em 2003, quando o artigo estava sendo redigido. Das 70 organizações pesquisadas, os 37 gestores que haviam realizado seus investimentos por meio de ações preferenciais continuavam operantes. Quanto às 29 organizações que investiam apenas por meio de ações ordinárias, dois terços havia abandonado o mercado. Os resultados sugerem que: (i) o estilo de contratação utilizado nos EUA pode ser eficiente em diversas realidades institucionais; (ii) há tendência de convergência no estilo de investimento em PE/VC utilizado mundialmente. Entretanto, como os próprios autores admitem, essa tendência se aplicaria apenas a países semelhantes aos da amostra. Nada se pode inferir quanto aos países em desenvolvimento, onde o nível de coerção das leis e contratos é relativamente menor.

Cobrando a lacuna deixada por Kaplan *et al* (2003), Lerner e Schoar (2005) analisaram 210 investimentos em 30 países. Só foram consideradas as economias em desenvolvimento (inclusive o Brasil). Corroborando os estudos anteriores, mostraram que a escolha dos instrumentos financeiros para realização de investimentos em PE/VC também varia entre países mais pobres. Os resultados sugerem a existência de dois perfis de investimento: (i) o investidor é minoritário e se protege pela especificação detalhada do contrato. Neste caso, o grau de propriedade dos acionistas depende do desempenho da empresa investida, os direitos de controle são separados dos direitos sobre fluxo de caixa e os aportes são feitos por meio de ações preferenciais conversíveis; ou (ii) o investidor é majoritário e exerce controle do negócio através do conselho de administração. Neste caso, o gestor adquire posição majoritária das ações ordinárias e utiliza contratos de investimento simplificados. Em países com maior coerção de leis e contratos, menos se faz necessário o uso da estratégia (ii), pela

qual o gestor acaba tendo que adquirir mais participação acionária do que gostaria apenas para assegurar o controle, deixando o empreendedor com menor participação e, conseqüentemente, menos incentivos. Os resultados mostraram que as transações que ocorrem segundo a estratégia (ii) apresentavam valor médio menor do que aquelas que se deram sob a estratégia (i).

Em estudo longitudinal cobrindo 3.848 investimentos realizados entre 1971 e 2003 em 39 países, inclusive o Brasil, Cumming *et al* (2004) observaram que a qualidade do sistema legal afeta tanto a estrutura de governança quanto o perfil de investimentos da indústria. Quanto melhor o sistema legal: (i) mais rápido o processo de originação e seleção de oportunidades de investimento; (ii) maior a probabilidade de co-investimento entre gestores; (iii) maior a probabilidade de representação dos investidores nos conselhos de administração; (iv) menor a probabilidade de que investidores requeiram fluxos de caixa intermediários antes da realização da saída; (v) maior a probabilidade de que os investimentos sejam feitos em setores de alta tecnologia.

Bottazzi *et al* (2004) estudam amostra de 1.430 investimentos, realizados entre 1998 e 2001, por 124 organizações gestoras de 17 países membros da EVCA. Argumentam que os instrumentos financeiros utilizados para realização dos investimentos, bem como a estrutura de governança e o grau de envolvimento do gestor na administração das empresas do portfólio varia conforme a origem e a qualidade do sistema legal de cada país. Em ambientes legais propícios ao investimento de PE/VC, os gestores são mais ativos, exercitam mais governança e tendem a investir por meio de instrumentos que garantem maior proteção em caso de insucesso (e.g. ações preferenciais conversíveis ou debêntures conversíveis). Dando suporte parcial aos resultados de Kaplan *et al* (2003), os autores também demonstraram a existência de um "efeito origem". Qual seja, gestores oriundos de países com melhor sistema legal tendem a desenvolver mais competências de governança e monitoramento de empresas. Tais competências refletem-se nos negócios que realizam em países com sistema legal menos avançado. O mesmo se aplica a gestores de países onde o sistema legal é menos desenvolvido. Isso significa que os gestores mantêm o mesmo perfil de atuação investindo em seus países de origem ou em países diferentes.

Embora o enfoque seja diferente, os resultados de estudos *institucionalistas* e *macroeconômicos* não se contradizem. Afinal, variáveis como atividade do mercado de IPO e

mobilidade da mão-de-obra são afetadas pela qualidade do sistema legal. Na realidade, os *institucionalistas* oferecem uma visão mais ampla sobre o que afeta o tamanho e a macroestrutura da indústria em cada país. Enquanto isso, a discussão dos *macroeconomistas* gira em torno das variáveis que afetam apenas o tamanho da indústria ao longo do tempo e entre os países.

Pesquisas empíricas *cross-country* trazem resultados que, embora importantes, abordam a realidade de cada mercado com limitações naturais (i.e. poucas variáveis explicativas, explicadas ou de controle são incluídas e as amostras são pequenas). Para que se detalhe e se comprove os resultados, torna-se necessário estudar as peculiaridades de cada região ou país. Esta abordagem tem ganhado a atenção da comunidade científica. Macintosh (1994), Karaomerlioglu e Jacobsson (2000) e Isaksson *et al* (2004) analisaram a Suécia. Cumming (2000) e Cumming e MacIntosh (2003) analisam o mercado canadense sobre diversos aspectos e o comparam com os EUA. Milhaupt (1997) contrasta Japão e EUA. Kuroki *et al* (2000) discutem tendências na indústria japonesa. Lauper (2000) faz estudo pioneiro sobre a Suíça. Kuemmerle (2001) mostrou que o mercado japonês e alemão possuem certas características econômicas semelhantes e que são bastante diferentes do mercado norte-americano. Bascha e Walz (2001) analisaram a Alemanha em maior detalhe. Wang and Sims (2001) discutem PE/VC em Cingapura. Bottazzi e Da Rin (2002) comparam Europa e EUA. Dossani e Kenney (2002) e Wright *et al* (2002) discutem a formação da indústria indiana. Fleming (2002, 2004) analisa a Austrália. Schofer and Leitinger (2002) descrevem a indústria na Europa Oriental. Hege *et al* (2003) voltam a estudar a Europa. Becker e Hellman (2003) analisam as características institucionais alemãs. Bruton *et al* (2004) mostram como a indústria de PE/VC se moldou às instituições, regulamentações e cultura de países asiáticos. Em particular, Batjargal e Liu (2004) mostraram como, na China, as instituições sociais (e.g. *guanxi* – rede de contatos sociais e *mianzi* – postura frente a sociedade e reputação) têm impacto sobre o processo de seleção, negociação e estruturação dos investimentos. Dauterive e Fok (2004) evidenciam barreiras ao desenvolvimento da indústria na China. Bruton *et al* (2004) estudaram diferenças entre Hong Kong, Taiwan e Cingapura em relação aos EUA. Yoshikawa *et al* (2004) mostram a tendência que os gestores japoneses têm de gerir os riscos através de uma ampla diversificação do portfolio ao invés de um efetivo monitoramento das empresas investidas. Avnimelech *et al* (2004) fazem relato do histórico da indústria nos EUA e em Israel. Mayer *et al* (2005) comparam Alemanha, Israel, Japão e Reino Unido.

Conforme evidenciado pela literatura, os principais fatores determinantes do tamanho e da macroestrutura da indústria de PE/VC são: disponibilidade e receptividade do mercado acionário aos IPOs de empresas investidas, gastos em P&D e produção de inovação, alíquota de imposto sobre ganhos de capital e diferença entre juros de longo-prazo e aquele de curto-prazo. Estes fatores são potencializados pelo grau de empreendedorismo da população e pela mobilidade de mão-de-obra qualificada para atuar na gestão dos empreendimentos. Além disso, a literatura destaca a importância das instituições. Para que o crescimento do mercado de previdência privada tenha impacto, é necessário que exista um marco regulatório adequado e que a regulamentação dos fundos permita a entrada desses investidores em ativos de PE/VC. Instituições têm efeito sobre a macroestrutura da indústria. A origem e a qualidade do ambiente institucional afetam o comportamento dos gestores. (e.g. grau de monitoramento e escolha dos instrumentos financeiros). Evidências apontam para a existência de um *fator origem*: gestores oriundos de países com melhores instituições tendem a atuar e forma semelhante sob diversos ambientes institucionais. A reputação de um gestor tem efeito relevante na atração de capital novo para investimentos. Em países onde a indústria é relativamente nova, a atuação governamental e de agências multilaterais¹¹ mostra-se importante. A literatura também ressaltou que o tamanho da indústria varia bastante entre países e ao longo do tempo. Entretanto, pouca ênfase foi dada à gradual adaptação da atividade de PE/VC à realidade econômico-institucional de cada país.

Dossani e Kenney (2002) estudaram a adaptação da atividade de PE/VC na Índia. Logo de início, sugerem que o estabelecimento de uma instituição em um novo ambiente pode ser um processo problemático de aprendizagem por tentativa e erro com quatro resultados possíveis: (a) a tecnologia é transferida com sucesso, sem necessidade de grandes modificações da mesma ou do ambiente; (b) a transferência falha; (c) a tecnologia sofre modificação para que se adapte ao novo ambiente; e (d) A tecnologia modifica o novo ambiente. Os autores sugerem que a alternativa (b) seja o resultado mais freqüente. Entretanto, o sucesso da transferência pode estar relacionada a uma combinação de (c) e (d).

Segundo Dossani e Kenney (2002), a transferência da tecnologia de PE/VC tomou diversas formas. Em certos casos, o governo foi responsável por introduzir e fomentar o crescimento da indústria (e.g. Taiwan e Índia). Em outros casos, a indústria nasceu por consequência da

¹¹ Exemplos de instituições multilaterais são: o *International Finance Corporation* (IFC) e o Banco Inter-Americano de Desenvolvimento (BID).

iniciativa privada (e.g. Israel e Brasil). Existem relatos de tentativas governamentais que fracassaram (BECKER e HELLMAN, 2003; DOSSANI e KENNEY, 2002). De qualquer forma, devido ao importante impacto econômico-social dos investimento em empreendedorismo e inovação, os governos sempre acabam tendo papel ativo no fomento desta indústria ou na criação de condições necessárias para que a indústria floresça. Reconhecendo a importância estratégica do PE/VC, a OECD (2002) recomenda a todos os países que forneçam suporte adequado a esta atividade.

(página deixada em branco intencionalmente)

3 PRINCÍPIOS BÁSICOS DA ATIVIDADE DE PE/VC

Este capítulo baseia-se em grande parte nos trabalhos pioneiros de Gorman e Sahlman (1989) e Sahlman (1990), daqui em diante referidos como GS¹². Os artigos selecionados podem ser considerados como as descrições mais detalhadas sobre o modelo norte-americano de *Venture Capital* (VC). Passados 15 anos de suas publicações, os artigos continuam atuais. O grande ciclo de institucionalização da indústria de VC norte-americana ocorreu entre o início dos anos 1960 e a primeira parte dos 1980. Em 1983, o modelo já estava suficientemente formatado e testado para que pudesse receber US\$ 4,5 bilhão (GS) em novos recursos. Este valor representa uma captação recorde se comparado com períodos anteriores. Ao final de 1983, a indústria já contabilizava US\$ 12,1 bilhão (GS), ou três vezes mais do que havia sob gestão ao final da década de 1970. Desde então, a indústria cresceu de forma exponencial até atingir pico em 2000, quando US\$ 106 bilhões foram investidos.

Embora a indústria de PE/VC tenha sofrido suas maiores modificações nos anos 1980, a macroestrutura do setor não permaneceu estática. Cornelius (2005) analisou mudanças na indústria norte-americana nos últimos 15 anos e focou na mudança de perfil profissional dos gestores. Segundo a autora, o gestor contemporâneo de PE/VC é oriundo do setor financeiro e teve formação equivalente ao MBA. Comparados com os gestores de outrora, são mais avessos a risco e, em geral, menos qualificados a auxiliar empreendedores na superação de obstáculos ligados à execução de estratégias empresariais. Conseqüentemente, os investimentos feitos por estes gestores estão mais direcionados para empresas maduras, onde já existe um corpo de executivos melhor preparado. Outra mudança foi o aumento do tamanho médio dos veículos de investimento, fazendo com que os gestores tenham que monitorar um número cada vez maior de empresas.¹³

GS descrevem a atividade de VC como um modelo de atuação que, ao longo do tempo, incorporou princípios de governança que o permite lidar com situações de elevada incerteza,

¹² Este trabalho evitará distinção entre as duas publicações, tendo em vista que grande parte do que é discutido no trabalho de 1990 baseia-se em evidências levantadas em 1989. Se não adotasse esta solução, o autor deste texto correria o risco de cometer injustiças com ambos os autores, principalmente quando elementos citados neste texto estão presentes em ambos os trabalhos mencionados.

¹³ Gorman e Sahlman (1989) argumentam que repostas obtidas para assertivas refletem a conjuntura do momento em que são obtidas. Portanto, a principal limitação deste trabalho é a comparabilidade do modelo brasileiro de 2004 com o modelo norte-americano vigente há 25 anos. Cuidados serão tomados evitando-se a comparação de itens que são alvo de debate pela literatura.

informação assimétrica, baixa liquidez e pouca ou nenhuma garantia real nos investimentos. Como será visto adiante, tais princípios são relativamente custosos de serem implantados e mantidos. Por isso, o modelo de VC tem a seguinte limitação: só é adequado para o financiamento de projetos com elevada expectativa de retorno.

Segundo Williamson (2002), governança é o ordenamento de uma relação econômica onde conflitos em potencial ameaçam as oportunidades de ganho mútuo para os envolvidos. Ou seja, governança compreende o conjunto de contratos formais ou informais, implícitos ou explícitos, que regem transações. Transação é toda e qualquer transferência de produtos ou serviços entre interfaces tecnologicamente separadas. Para a indústria de PE/VC, os princípios de governança são parte fundamental do modelo. Determinam como a atividade é desempenhada e regem o relacionamento entre investidores, gestores e empreendedores.

Com base nos trabalhos de GS, pode-se agrupar os princípios de governança utilizados pela indústria de PE/VC em cinco:

- **Investimento por etapas:** Realização de investimentos por etapas, preservando a opção de abandono;
- **Remuneração por resultado:** Remuneração do agente ligada ao resultado;
- **Garantias de liquidez futura:** Possibilidade de impor ao agente a devolução do capital;
- **Monitoramento constante:** Acompanhamento freqüente do desempenho e influência sobre a gestão e a governança corporativa. Os principais são os investidores ativos, conforme descrito por Jensen (1991);
- **Restrições ao Desalinhamento de Interesses:** Demais medidas para garantir que o agente represente os interesses do principal.

Problemas de agência¹⁴ e problemas de seleção afetam tanto o relacionamento entre investidores e gestores quanto o relacionamento entre gestores e empresas do portfolio. Tanto

¹⁴ Dossani e Kenney (2002) argumentam que em PE/VC a distinção entre agente e principal não é evidente. Enquanto a maior parte das pesquisas coloca o empreendedor como agente do gestor, os autores sugerem que o gestor também é um agente do empreendedor. Além de comprometer capital no negócio, promete adicionar valor à empresa. Como o valor adicionado à empresa por cada parte é difícil de ser mensurado, a assimetria de informação impede que o empreendedor verifique a efetiva adição de valor por parte do gestor.

investidores quanto gestores utilizarão os princípios de governança para protegerem-se da ação oportunística de seus agentes.

Os princípios de governança mencionados não servem apenas para mitigar os problemas de agência *ex-post*. Também apresentam função de auto-sinalização. Ou seja, ao aceitarem as condições impostas por tais princípios, os agentes sinalizam ao principal¹⁵ que acreditam em seus negócios e que estão comprometidos a atingir os resultados propostos. Desta forma, os princípios também reduzem o problema da seleção *ex-ante*.

A atividade da PE/VC também pode ser segregada em partes. Interpretando o trabalho de GS, vê-se que PE/VC pode ser dividido em três componentes: estrutura, ciclo de investimento e remuneração. Estrutura compreende a estrutura legal adotada pela entidade que realiza as atividades de PE/VC, bem como o capital humano necessário. O ciclo de investimento compreende o processo que vai da originação à realização de saída de um negócio, passando pelo processo de seleção, negociação, estruturação do investimento, realização dos aportes, monitoramento e adição de valor. Remuneração engloba o pagamento dos gestores, dos empreendedores e de todos aqueles que podem afetar os resultados do investimento. A aplicação dos cinco princípios se dará em cada um desses componentes, com os devidos custos associados. Investidores e gestores só aplicarão princípios que trouxerem mais benefícios do que custos operacionais.

A Tabela 2 apresenta os mecanismos resultantes da aplicação dos princípios de governança aos componentes da atividade de PE/VC.

¹⁵ Adota-se os jargões da literatura de agência, onde o agente é a parte subordinada aos interesses do Principal. Ver Jensen e Meckling (1976).

Tabela 2 – Princípios de Governança nos Componentes da Atividade de PE/VC

Mecanismos resultantes da aplicação de princípios de governança a cada componente da atividade de PE/VC. Elaborado a partir da interpretação dos trabalhos de Gorman e Sahlman (1989) e Sahlman (1990)

Componentes Princípios	Estrutura	Ciclo de Investimento	Remuneração
Investimento por Etapas	Recursos comprometidos são integralizados paulatinamente nos veículos de investimento. Há uma integralização inicial e o restante é integralizado conforme as chamadas de capital.	Aporte de recursos nas empresas é feito em etapas, conforme a empresa atinge certas metas pré-estabelecidas, preservando assim o direito de abandono.	Valor das ações dependente do desempenho da empresa no atendimento de metas. Risco de diluição do empreendedor.
Garantias de Liquidez Futura	Veículo de investimento têm prazo finito e cotas não resgatáveis. Investidores exigem distribuição anual dos lucros obtidos.	Investimentos são estruturados com instrumentos que dão maior liquidez futura para o gestor: opção de venda, direito de arraste (<i>drag along</i>), <i>tag along</i> , direito de liquidação em casos específicos, regras para pagamento de dividendos, direitos de registro etc.	A parcela variável representa a maior parte da remuneração e só é calculada e distribuída quando o investidor já recuperou parcela ou totalidade do capital inicialmente investido.
Monitoramento constante	Investidores participam do conselho de administração e do comitê consultivo do veículo. Equipe gestora formada por profissionais qualificados a atuarem como conselheiros. Investidores têm direitos à informação	Contato freqüente entre investidores do veículo e representantes das empresas investidas. Além da participação, gestores adquirem direitos econômicos importantes (e.g. poder de veto). Gestores exigem direito à informação.	Valor presente líquido da remuneração e retorno esperado dos investimentos suficientemente elevados para cobrir os altos custos de monitoramento.
Remuneração por Resultado	Gestores suficientemente independentes dos investidores, facilitando a mensuração do resultado gerado pelos mesmos (<i>metering</i>).	Empreendedores e profissionais-chave recebem salários modestos. Contam com planos de opção e compra de ações.	Gestores recebem parcela fixa (taxa de administração) e parcela variável (taxa de performance).
Restrições ao Desalinhamento de Interesses	Para que o gestor lance novo veículo de investimento, parte do capital do veículo existente deve ser devolvido aos investidores. Proibido o co-investimento entre veículos geridos por uma mesma organização. Investidores têm a prerrogativa de destituir o gestor. Cotas dos fundos são intransferíveis. Investidores têm responsabilidade limitada.	Gestores são impedidos de investir recursos pessoais em empresa do portfólio. Gestores têm direitos sobre a emissão de títulos pela empresa (e.g. <i>preemptive rights</i> e <i>right of first refusal</i>). Executivos assinam termo de não-competição. Gestores têm mandato de investimento com foco delimitado, com política de diversificação mínima. Limitado o grau de endividamento na realização de investimentos.	Gestores investem recursos pessoais no veículo (em geral 1% do capital). Executivos que deixam a empresa perdem direitos sobre a remuneração variável. Há diluição da participação do empreendedor caso a empresa desempenhe mal.

Como a Ilustração 1 permite observar, o gestor é o grande intermediário desta relação tripartite. Portanto, é na figura da organização gestora e do veículo de investimento que os cinco princípios serão mais visíveis.

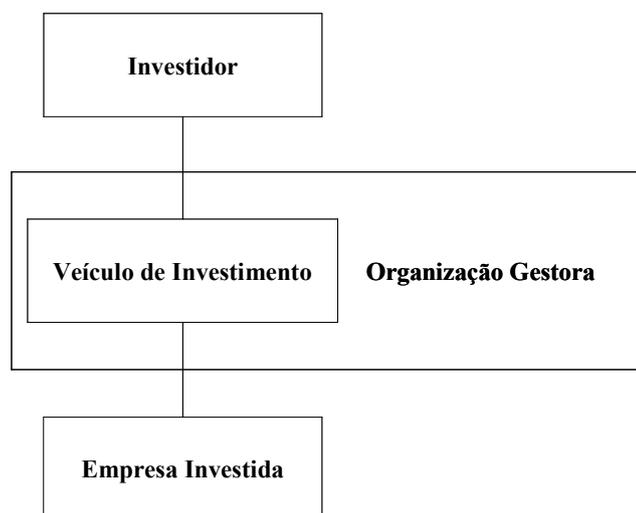


Ilustração 1 - Esquema de um Veículo de Investimento

A relação entre investidor e gestor guarda semelhanças com a relação existente entre gestor e empreendedor. Os pontos de maior proximidade são: (i) em ambos os casos, os recursos são aportados em etapas, preservando o direito de abandono; (ii) enquanto o investidor requer duração limitada do fundo, o gestor exige do empreendedor o atendimento de metas específicas; (iii) o esquema de remuneração é similar, tanto o gestor quanto o empreendedor possui remuneração com peso maior na componente variável; (iv) enquanto o investidor insiste em distribuição anual de lucros, o gestor faz questão de inserir opções de venda, direito de arraste (*drag-along*) e direito de extensão do prêmio de controle (*tag-along*) no contrato de compra e venda de ações, garantindo mecanismos de liquidez; (v) nos dois casos, o agente sofre sérias consequências se falhar. Empreendedores ficam sem acesso ao capital e têm sua participação diluída e a reputação manchada. Da mesma forma, gestores malsucedidos dificilmente conseguem levantar novos veículos. Correm risco de perder o capital intelectual adquirido, que é específico à gestão de investimentos em PE/VC.

(página deixada em branco intencionalmente)

4 O AMBIENTE ECONÔMICO-INSTITUCIONAL BRASILEIRO

O Brasil possui um ambiente econômico-institucional diferente daquele dos países onde a indústria de PE/VC se originou e se desenvolveu. Este capítulo procura explorar estas diferenças, dando ênfase às variáveis que podem interferir na realização de negócios de forma geral e investimentos de PE/VC de forma particular. Também procura discutir as principais variáveis que a literatura identificou como relevantes para o tamanho, e a macroestrutura da indústria.

O Brasil é classificado como a 9ª economia mundial¹⁶. Apesar do relevante tamanho da economia, sua renda per capita é baixa, de apenas US\$ 3,3 mil (equivalente a US\$ 8 mil pela técnica da paridade do poder de compra), o que o coloca na categoria dos países em desenvolvimento. Entretanto, o país não tem feito jus a este título. No período compreendido entre 1980 e 2003, o crescimento médio foi de apenas 2,6% ao ano, muito aquém da média mundial de 3,0% para o mundo e 3,3% para os países selecionados. Neste período, Índia e China cresceram 5,8% e 10% ao ano, respectivamente (Tabela 3). A baixa taxa de crescimento também pode ser verificada para as receitas empresariais, que no período de 1996 a 1999, cresceram apenas 3%. As empresas dos países selecionados cresceram mais de 15%.

Além de baixa, a renda é extremamente concentrada. Segundo a Tabela 3, os 20% mais ricos concentram 63% de toda a renda e consumo. Esse resultado coloca o país entre as oito economias mais desiguais do mundo, atrás de Guatemala, Suazilândia, República Centro-Africana, Serra Leoa, Botsuana, Lesoto e Namíbia. Embora a concentração de renda possa ter efeitos maléficos sobre o mercado de PE/VC, os dados do Banco Mundial (2005) sugerem que essa variável, sozinha, não é relevante. Entre os países com melhor distribuição de renda estão muitos dos que compunham o bloco comunista e que hoje podem ser considerados países em desenvolvimento. Entre eles, República Eslováquia, Eslovênia e Rússia. Desses três, apenas a Eslováquia se destaca por uma indústria de PE/VC de grande porte (EVCA, 2005). Concentração de renda tende a reduzir o número de potenciais empreendedores com recursos suficientes para partir à ação, bem como o tamanho do mercado de consumo para determinados bens e serviços.

¹⁶ PIB calculado pelo método da paridade do poder de compra (ppc)

Tabela 3 – Indicadores Econômicos

A Média foi calculada apenas para os países selecionados. O valor máximo e mínimo para cada variável aparece em negrito. Dados econômicos obtidos junto ao Banco Mundial: *World Development Indicators*, 2005, exceto pela renda per capita que foi obtida junto ao IMD: *Global Competitiveness Yearbook*, 2005 e o índice de empreendedorismo (TEA) que é oriundo do *Global Entrepreneurship Monitor*, 2004.

País	Concentração de Renda	Renda per capita	Empreendedorismo	Crescimento		Inflação	Crescimento
	Renda dos 20% mais ricos (%)	(em US\$)	Índice TEA (%)	(% PIB) 1980-1990	(% PIB) 1990-2003	2004 (%)	das firmas Aumento vendas 1996-99 (%)
África do Sul	62,2	10 553	5,4	1,0	2,3	4,1	26
Alemanha	36,9	28 159	4,5	2,3	1,5	1,5	11
Argentina	56,4	12 417	12,8	-0,7	2,3	8,5	8
Austrália	41,3	30 348	13,4	3,4	3,8	2,5	n.d.
Áustria	38,5	30 639	n.d.	2,3	2,1	2,5	n.d.
Bélgica	37,3	29 016	3,5	2,1	2,1	2,2	n.d.
Brasil	63,2	7 969	13,5	2,7	2,6	5,7	3
Canadá	40,4	31 260	8,9	3,2	3,3	1,8	17
Chile	62,2	10 774	n.d.	4,2	5,6	2,5	9
China	50,0	5 430	n.d.	10,3	9,6	4,0	5
Cingapura	49,0	26 601	5,7	6,7	6,3	1,4	12
Coréia	37,5	18 686	n.d.	9,0	5,5	3,2	n.d.
Dinamarca	35,8	32 135	5,3	2,0	2,3	1,0	n.d.
Eslováquia	34,8	14 270	n.d.	2,0	2,5	3,3	14
Espanha	40,3	21 877	5,2	3,1	2,8	3,2	25
Estados Unidos	45,8	38 360	11,3	3,6	3,3	2,4	16
Finlândia	36,7	28 510	4,4	3,3	2,8	1,2	n.d.
França	40,2	28 118	6,0	2,4	1,9	1,8	20
Grécia	43,6	20 528	5,8	0,9	2,7	3,4	n.d.
Holanda	38,7	29 716	5,1	2,4	2,7	1,3	n.d.
Hong Kong	50,7	29 107	3,0	6,8	3,7	1,5	n.d.
Hungria	36,5	15 209	4,3	1,3	2,4	4,5	28
Índia	43,3	3 013	n.d.	5,7	5,9	4,2	15
Indonésia	43,3	n.d.	n.d.	6,1	3,5	n.d.	-5
Irlanda	43,3	39 397	7,7	3,2	7,7	2,5	n.d.
Israel	44,3	20 371	6,6	3,5	4,3	2,6	n.d.
Itália	42,0	27 496	4,3	2,5	1,6	2,0	16
Japão	35,7	28 670	1,5	3,9	1,2	0,1	n.d.
México	59,1	9 281	n.d.	1,1	3,0	3,0	24
Noruega	37,2	38 484	7,0	3,0	3,5	1,9	n.d.
Nova Zelândia	43,8	23 155	14,7	1,9	3,2	3,0	n.d.
Polônia	41,9	12 000	8,8	n.d.	4,2	3,0	33
Portugal	45,9	18 266	4,0	3,2	2,6	2,0	12
Reino Unido	44,0	27 872	6,3	3,2	2,7	1,7	27
Rep. Checa	35,9	17 073	n.d.	n.d.	1,4	2,8	10
Suécia	36,6	27 463	3,7	2,5	2,3	1,8	23
Suíça	40,3	n.d.	n.d.	2,0	1,2	n.d.	n.d.
Média	43,6	22 635	6,8	3,3	3,3	2,7	15,9

O Brasil já vivenciou longos períodos de instabilidade monetária, com taxas de inflação astronômicas. Desde 1994, o país consegue manter a inflação sobre controle. Em 2004 a inflação foi de 5,7%. Entretanto, trata-se da segunda maior taxa de inflação para os países selecionados (Tabela 3). Com a redução da inflação veio um aumento da competição empresarial. Em ambientes pouco inflacionários consumidores podem comparar preços com mais facilidade. As receitas financeiras das empresas também tendem a diminuir. Tudo isso implicou em uma profunda mudança do ambiente empresarial brasileiro. Para manterem-se competitivas as empresas precisaram aumentar a eficiência na utilização dos recursos. É notório o papel de organizações de PE/VC na profissionalização de empresas, na recuperação em empresas em dificuldades financeiras (*turnaroud*) etc. Portanto, pode-se argumentar que o aumento da competitividade gerou no empresariado brasileiro a necessidade de obter auxílio externo de consultores e/ou de investidores com perfil ativo tais como os de PE/VC.

Embora o Brasil tenha uma população com perfil altamente empreendedor, com 13,5% da população envolvida na criação de um novo negócio ou em negócios recém criados (Tabela 3), percebe-se que o tipo de empreendedorismo vigente no Brasil é melhor categorizado como *de subsistência* do que *de alto crescimento*. No Brasil, apenas 530 em cada 1.000.000 habitantes pretende iniciar um negócio que, dentro de 5 anos, gerará mais de 19 empregos, terá pelo menos 11% do faturamento proveniente de exportação e ao menos 25% dos clientes estarão a mais de uma hora de distância (GEM, 2003). Esta variável, que assume valor médio de 2.154 no conjunto dos países avaliados pelo instituto, é extremamente importante para o mercado de PE/VC. Apenas o empreendedorismo de alto crescimento é capaz de suportar os custos envolvidos neste tipo de investimento.

No Brasil, a atividade empresarial em geral e o empreendedorismo de alto crescimento em particular são prejudicados pelos fatores identificados por Porter *et al* (2005). Os autores realizaram levantamento segundo o qual os 9 principais obstáculos à realização de negócios no Brasil são, em ordem de importância:

1. Dificuldade de acesso ao financiamento empresarial
2. Corrupção
3. Leis e os procedimentos fiscais ineficientes
4. Burocracia
5. Excessiva carga tributária

6. Infra-estrutura inadequada
7. Crime
8. Instabilidade das políticas públicas
9. Restrições impostas pelas leis trabalhistas

Para fins de análise, as variáveis que são intimamente relacionadas são agrupadas e discutidas de forma conjunta. Ao final, são acrescentadas algumas das variáveis que, segundo a literatura, também podem afetar o tamanho e a macroestrutura do mercado de PE/VC.

Dificuldade de acesso ao financiamento empresarial: No Brasil, o custo de capital é exageradamente alto. Conforme evidencia a Tabela 4, a taxa de juros brasileira é a segunda maior do mundo. Taxas elevadas de juros diminuem a atratividade dos investimentos produtivos, principalmente daqueles com horizonte de longo-prazo. Empresários ouvidos pelo *International Institute for Management Development* (IMD) confirmaram que o custo de capital no Brasil é prejudicial ao desenvolvimento de suas atividades empresariais (Tabela 4).

Além do custo de capital, existe o problema da oferta de crédito. No Brasil, o mercado de crédito é prejudicado pelo ambiente legal. Segundo identificou o Banco Mundial (2005), as leis brasileiras de proteção dos interesses de tomadores e fornecedores de crédito são impeditivas da expansão do mercado. Com a Nova Lei de Falências os direitos de credores passaram a ser melhor protegidos. Depois que foi adotada, a nova lei já reduziu o prazo médio de um processo de falência de dez para cinco anos (IFC, 2005). Entretanto, a realidade do mercado de crédito ainda não foi alterada. Devido à falta de garantias legais, os bancos são obrigados a exigir mais garantias reais. Poucas são as empresas de pequeno e médio porte que dispõe das garantias exigidas pelo setor financeiro.

Tabela 4 – Ambiente Jurídico do Sistema Financeiro

A Média foi calculada apenas para os países selecionados. O valor máximo e mínimo para cada variável aparece em negrito. Taxa de juros ao consumidor obtida junto ao Banco Mundial: *World Development Indicators*, 2005. Demais índice obtidos junto ao IMD: *World Competitiveness Yearbook*, 2005.

País	Taxa de Juros Real	Qualidade das Leis de Proteção ao Crédito	Grau de Proteção ao Investidor	Coerção de Contratos	Coerção de Contratos	Qualidade do Ambiente Regulatório e Legal	Custo de Capital Prejudicial à Atividade Empresarial
	2003 (%)	Índice (0 a 10)	Índice (0 a 10)	Tempo (dias)	Custo (% da causa)	Índice (0 a 10)	Índice (0 a 10)
África do Sul	8,5	5,0	8,0	277	11,5	4,1	3,9
Alemanha	8,0	8,0	5,3	175	10,5	2,8	5,9
Argentina	7,6	3,0	5,3	520	15,0	2,0	2,4
Austrália	5,4	9,0	6,0	157	14,4	6,2	6,0
Áustria	n.d.	5,0	3,7	374	9,8	5,6	6,7
Bélgica	5,1	5,0	7,3	112	6,2	2,9	6,4
Brasil	48,2	2,0	5,3	546	15,5	2,8	1,8
Canadá	3,3	7,0	8,7	346	12,0	6,1	7,4
Chile	1,7	4,0	5,7	305	10,4	6,6	7,7
China	3,0	2,0	4,3	241	25,5	5,2	5,1
Cingapura	5,7	10,0	9,3	69	9,0	7,5	7,4
Coréia	3,9	6,0	4,7	75	5,4	3,5	5,5
Dinamarca	5,4	7,0	6,3	83	5,3	6,9	7,4
Eslováquia	5,7	9,0	4,0	565	15,0	5,5	6,0
Espanha	-0,1	5,0	4,7	169	14,1	4,2	7,3
EUA	3,1	7,0	8,3	250	7,5	5,5	7,4
Finlândia	3,9	6,0	5,7	228	6,5	6,8	8,1
França	5,0	3,0	5,3	75	11,7	3,3	5,3
Grécia	3,2	3,0	3,3	151	12,7	3,0	5,5
Holanda	0,6	8,0	4,3	48	17,0	4,8	6,9
Hong Kong	10,7	10,0	8,7	211	12,9	7,9	7,8
Hungria	1,6	6,0	4,7	365	8,1	5,2	4,4
Índia	7,5	5,0	6,0	425	43,1	4,9	5,3
Indonésia	9,8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Irlanda	-1,5	8,0	7,7	217	21,1	5,7	7,3
Israel	10,5	8,0	8,3	585	22,1	5,9	5,8
Itália	2,0	3,0	4,7	1390	17,6	2,7	5,3
Japão	4,4	6,0	6,7	60	8,6	4,6	6,4
México	0,4	2,0	3,7	421	20,0	3,1	3,3
Noruega	2,4	6,0	6,7	87	4,2	5,3	7,7
Nova Zelândia	9,5	9,0	9,7	50	4,8	5,1	4,2
Polónia	6,6	3,0	6,3	980	8,7	2,8	3,4
Portugal	n.d.	5,0	6,0	320	17,5	3,5	6,3
Reino Unido	0,6	10,0	8,0	288	17,2	4,1	5,3
Rep. Checa	4,2	6,0	5,0	290	9,1	3,8	6,1
Suécia	2,5	6,0	4,7	208	5,9	4,5	6,6
Suíça	2,9	6,0	4,0	170	5,2	5,6	n.d.
Média	5,8	5,9	6,0	300,9	12,8	4,7	5,9

Segundo a literatura, o financiamento de PE/VC é uma alternativa atrativa para empresas que possuem boas perspectivas de crescimento e não conseguem obter crédito. Portanto, da mesma forma que prejudica a atividade empresarial, a dificuldade de acesso ao crédito aumenta o poder de barganha dos gestores de PE/VC perante ao mercado empreendedor. Isso sugere que os gestores de PE/VC conseguem adquirir participação acionária a preços vantajosos, com impacto positivo na taxa de retorno. Segundo levantamento informal realizado ao longo desta pesquisa, empresas brasileiras podem ser adquiridas por valores 50% inferiores aos de similares norte-americanas. Por outro lado, as organizações de PE/VC também sofrem efeito colateral. Não conseguem obter com facilidade a dívida necessária para se alavancar determinados investimentos (e.g. *leveraged buyouts* - *LBOs*). Isso sugere que as transações do tipo LBO para aquisição de empresas de grande porte serão pouco frequentes no país.

Corrupção e Burocracia: A máquina estatal brasileira está emperrada pela burocracia. No Brasil, a simples abertura de uma empresa requer mais de 150 dias de espera (Tabela 5). No mundo, a média é de 41 dias e nos países selecionados, é inferior a 30. Enquanto isso, um empreendedor australiano consegue iniciar suas operações em apenas dois dias. Este enorme atraso se deve, em parte, ao elevado número de procedimentos exigidos pelas repartições públicas para a oficialização da empresa. São 17 etapas contra oito para os países selecionados.

Tabela 5 – Burocracia e Corrupção

A Média foi calculada apenas para os países selecionados. O valor máximo e mínimo para cada variável aparece em negrito. Dados sobre atividades empresariais obtidos junto ao Banco Mundial: *Doing Business*, 2005. Índice de burocracia obtido junto ao IMD: *World Competitiveness Yearbook*, 2005. Dados de corrupção segundo Lambsdorff. (2005). *Fecha Empresa* é o tempo necessário para que um processo de falência seja solucionado. *Burocr.* significa burocracia. Mede a resposta de um grupo de executivos a uma survey. *Tx. Rec.* significa taxa de recuperação, calculado em centavos para cada US dólar em ativos. Abertura Empresa inclui todos os custos para obtenção de todas as licenças. Tempo para abertura de empresa é o número de dias necessários para dar início a uma empresa de forma completamente legal. Se o procedimento pode ser acelerado por meio de custo adicional, leva-se em conta o procedimento mais rápido, independente do custo.

País	Abertura Empresa	Abertura Empresa	Comércio Exterior	Comércio Exterior	Fecha Empresa	Fecha Empresa	Burocr.	Corrupção
	Custo (% renda per capita)	Tempo (dias)	Prazo export. (dias)	Prazo import. (dias)	Tempo (anos)	Tx. Rec. (%)	Índice (0 a 10)	Índice (0 a 10)
África do Sul	8,6	38	31,0	34	2,0	34,0	2,3	4,5
Alemanha	4,7	24	6,0	6	1,2	53,0	2,2	8,2
Argentina	13,4	32	23,0	30	2,8	34,9	1,3	2,8
Austrália	1,9	2	12,0	16	1,0	80,0	4,1	8,8
Áustria	5,7	29	8,0	9	1,1	73,4	4,2	8,7
Bélgica	11,1	34	7,0	9	0,9	86,7	2,4	7,4
Brasil	10,1	152	39,0	43	10,0	0,5	1,5	3,7
Canadá	0,9	3	12,0	12	0,8	90,1	4,3	8,4
Chile	10,3	27	23,0	24	5,6	23,1	4,7	7,3
China	13,6	48	20,0	24	2,4	31,5	1,9	3,2
Cingapura	1,1	6	6,0	8	0,8	91,4	6,7	9,4
Coréia	15,2	22	12,0	12	1,5	81,7	3,4	5,0
Dinamarca	0,0	5	5,0	5	3,3	63,0	6,1	9,5
Eslováquia	5,1	25	20,0	21	4,8	38,6	2,8	4,3
Espanha	16,5	47	9,0	10	1,0	77,9	2,9	7,0
EUA	0,5	5	9,0	9	2,0	76,3	3,4	7,6
Finlândia	1,2	14	7,0	7	0,9	89,1	5,8	9,6
França	1,2	8	22,0	23	1,9	47,7	2,8	7,5
Grécia	24,6	38	29,0	34	2,0	46,0	1,5	4,3
Holanda	13,0	11	7,0	8	1,7	86,7	3,8	8,6
Hong Kong	3,4	11	13,0	16	1,1	81,2	5,6	8,3
Hungria	22,4	38	23,0	24	2,0	35,8	2,8	5,0
Índia	61,7	71	36,0	43	10,0	12,8	2,7	2,9
Indonésia	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,2
Irlanda	5,3	24	14,0	15	0,4	88,0	4,1	7,4
Israel	5,3	34	10,0	13	4,0	42,8	3,1	6,3
Itália	15,7	13	28,0	38	1,2	40,0	1,8	5,0
Japão	10,7	31	11,0	11	0,6	92,7	3,1	7,3
México	15,6	58	18,0	26	1,8	64,1	2,5	3,5
Noruega	2,7	13	7,0	7	0,9	91,1	4,1	8,9
N. Zelândia	0,2	12	8,0	13	2,0	71,0	3,8	9,6
Polônia	22,2	31	19,0	26	1,4	64,0	1,1	3,4
Portugal	13,4	54	18,0	18	2,0	74,7	1,9	6,5
Reino Unido	0,7	18	16,0	16	1,0	85,3	2,5	8,6
Rep. Checa	9,5	40	20,0	22	9,2	17,9	2,9	4,3
Suécia	0,7	16	6,0	6	2,0	74,9	4,4	9,2
Suíça	8,7	20	21,0	22	3,0	46,9	4,8	9,1
Média	9,9	29,3	16,0	18,3	2,5	60,8	3,3	6,6

Para a construção de unidades de armazenamento, uma empresa precisa lidar com 19 procedimentos burocráticos. Tudo isso consome 460 dias de trabalho. O custo com licenças diversas chega a 184% da renda per capita (BANCO MUNDIAL, 2005).

Outra atividade prejudicada pela burocracia é o comércio exterior. Conforme a Tabela 5, o tempo necessário para se realizar uma exportação é de 39 dias. São 43 dias para se completar um processo de importação. Estes prazos impõem elevados custos de oportunidade que se traduzem no capital de giro necessário para financiar mais de um mês de produção. Segundo a metodologia utilizada pelo Banco Mundial (2005), o cálculo dos prazos não inclui as freqüentes greves na Polícia Federal brasileira. Com a ocorrência de greves, aumenta-se a incerteza dos prazos aduaneiros, o que prejudica o cumprimento de prazos estabelecidos com clientes internacionais ou pode se refletir em paralisações de linhas de produção que dependem de insumos importados.

Segundo Kaufmann *et al* (2003), burocracia gera corrupção. Os autores encontraram uma correlação bastante alta entre o número de etapas de um processo burocrático e a probabilidade de corrupção. Segundo índice¹⁷ computado por Lambsdorff (2005), o Brasil tem nota 3,7 em escala que varia de 0 (altamente corrupto) a dez (altamente limpo). A corrupção reflete-se em custos diretos e indiretos para as empresas. Os custos diretos estão relacionados ao eventual pagamento de taxas imprevistas para agilizar processos burocráticos lentos, tais como a abertura de empresa ou mesmo a exportação e importação de produtos e serviços. Os custos indiretos vêm na forma de desvantagem competitiva caso a empresa mantenha-se distante da corrupção. Por exemplo, em licitações públicas pouco transparentes, o competidor que apresenta a melhor proposta pode não ser o vencedor. Tudo isso diminui a competitividade das empresas brasileiras que atuam internacionalmente e cria barreiras para que novas empresas sejam criadas. Conseqüentemente, burocracia e corrupção são fatores que prejudicam o investimento de PE/VC.

Excessiva carga tributária. Leis e procedimentos fiscais ineficientes: O governo brasileiro arrecada 40% do PIB na forma de impostos. Trata-se de uma pesada carga tributária, principalmente quando se verifica o pequeno benefício que os serviços públicos representam para o contribuinte. Diferentemente de outros países, o Brasil optou por exercer a maior carga

¹⁷ O índice é formado a partir de inúmeras pesquisas que captam a percepção de empresários e políticos de todo o mundo sobre o nível de corrupção em seus países.

tributária sobre as pessoas jurídicas. Como resultado, uma empresa média precisa pagar 148% de seu lucro bruto em impostos diversos¹⁸ para encerrar seu segundo ano de operação sem passivos fiscais (Tabela 6). No mundo todo, só há um país que tributa suas empresas a taxas mais elevadas que o Brasil: o Burundi. Além dos custos diretos que os impostos representam, os profissionais responsáveis pelo pagamento de tributos gastam 2.600 horas lidando com os procedimentos das Receitas federais, estaduais e municipais. Considerando que um brasileiro trabalha aproximadamente 1.600 horas por ano, a empresa precisaria de dois profissionais apenas para arcar com suas obrigações fiscais. Coerentemente, empresários ouvidos pelo IMD (Tabela 6) colocam a política tributária da pessoa jurídica como um dos impedimentos ao desenvolvimento da atividade empresarial no Brasil.

Elevada carga tributária combinada com complexidade dos procedimentos fiscais e ineficiência da fiscalização resulta em uma economia onde 40% do PIB está na informalidade (Tabela 6). Conforme verificado nesta pesquisa, a informalidade é um dos fatores que impede a realização de investimentos de PE/VC para cerca de três quartos das organizações gestoras. Primeiramente, a informalidade prejudica o bom monitoramento da empresa investida. Quanto maior a informalidade, mais fácil a ocorrência de desvios de recursos. Em segundo lugar, a informalidade em um determinado setor gera desvantagens para todos os concorrentes que atuam conforme a lei. A saída para isso é a realização de investimentos em estágios e setores onde a informalidade é um problema menos freqüente. Por exemplo, é notório o elevado grau de informalidade no comércio. Segundo IBGE (2005), das 10,525 milhões pequenas empresas brasileiras, 10,335 milhões (98%) estão na informalidade. São empresas que empregam de uma até cinco pessoas e não tem um sistema de contas claramente separado das contas da família. Esse dado sugere que quanto menor a empresa, mais ela tende a competir com rivais informais. Conseqüentemente, espera-se que os negócios varejistas recebam poucos aportes de PE/VC no Brasil. O mesmo se aplicaria a empresas em estágios muito anteriores do desenvolvimento empresarial.

¹⁸ Esse cálculo não inclui os encargos trabalhistas.

Tabela 6 – Política Fiscal e Informalidade

A Média foi calculada apenas para os países selecionados. O valor máximo e mínimo para cada variável aparece em negrito. Dados sobre pagamento de impostos obtidos junto ao Banco Mundial: *Doing Business*, 2005. Índices de efeito prejudicial do imposto de renda da pessoa jurídica (IRPJ) sobre o empreendedorismo e o efeito da evasão fiscal sobre a atividade empresária obtidos junto ao IMD: *World Competitiveness Yearbook*, 2005. Taxa de informalidade obtida junto ao Banco Mundial: *World Development Indicators*, 2005. Observação: O valor da variável Pagamento de Impostos é tão discrepante para o Brasil que o autor entrou em contato com o Banco Mundial e com os escritórios de advocacia responsáveis pela coleta. Embora não tenham fornecido uma explicação clara para o valor encontrado, os interlocutores confirmaram o dado.

País	Pagamento de Impostos	Pagamento de Impostos	IRPJ prejudica Empreendedorismo	Evasão Fiscal prejudica empresa	Informalidade
	Tempo (horas/ano)	Valor (% do lucro operacional)	Índice (0 a 10)	Índice (% respondentes)	(% do PIB)
África do Sul	350	44	4,9	47	28,4
Alemanha	105	50	3,8	27	16,3
Argentina	580	98	2,7	45	25,4
Austrália	107	37	4,6	16	15,3
Áustria	272	51	6,8	38	10,2
Bélgica	160	45	3,8	34	23,2
Brasil	2.600	148	2,0	39	39,8
Canadá	119	33	5,3	24	16,4
Chile	432	47	7,1	46	19,8
China	584	47	6,2	35	13,1
Cingapura	30	20	7,7	49	13,1
Coréia	290	30	4,4	18	27,5
Dinamarca	135	63	5,8	23	18,2
Eslováquia	344	40	7,9	42	18,9
Espanha	56	48	4,9	22	22,6
EUA	325	22	5,6	25	8,8
Finlândia	n.d.	52	6,1	29	18,3
França	72	43	3,6	20	15,3
Grécia	204	48	3,4	43	28,6
Holanda	700	53	5,4	19	13,0
Hong Kong	80	14	8,0	15	16,6
Hungria	304	57	5,5	31	25,1
Índia	264	43	6,2	30	23,1
Indonésia	n.d.	n.d.	n.d.	48	n.d.
Irlanda	76	45	7,3	40	15,8
Israel	210	58	5,6	17	21,9
Itália	360	60	3,2	33	27,0
Japão	315	35	4,3	26	11,3
México	536	31	3,9	44	30,1
Noruega	87	60	5,0	28	19,1
Nova Zelândia	70	44	4,0	21	12,7
Polônia	175	56	3,3	37	27,6
Portugal	328	45	4,3	32	22,6
Reino Unido	n.d.	53	4,5	13	12,6
Rep. Checa	930	40	4,2	41	19,1
Suécia	122	53	5,2	14	19,1
Suíça	63	22	n.d.	36	8,8
Média	334,9	48,1	5,0	31,0	19,6

Infra-estrutura inadequada: Para a análise da infra-estrutura é relevante que se discuta aspectos relacionados à disponibilidade, qualidade e eficiência das infra-estruturas de: transporte, energia e telecomunicações.

O Brasil é um país de grandes extensões geográficas. Portanto, o transporte é fundamental para assegurar o fluxo de mercadorias e pessoas entre as regiões e cidades brasileiras. Para solucionar este problema, o Brasil optou pelo desenvolvimento de rodovias ao invés da modernização de suas linhas ferro e hidroviárias. Isso fez do Brasil um dos países com maior extensão de rodovias do mundo. Segundo a Tabela 7, são mais de 1,7 milhão de quilômetros. Desse total, apenas 5% é pavimentado, contra uma média mundial de quase 48%. Entretanto, 72% das rodovias pavimentadas apresentam deficiências ou estão em estado de conservação classificado como ruim ou péssimo (CNT, 2005).

Em termos de transporte ferroviário, o Brasil possui mais de 30 mil quilômetros de linhas, representando uma cobertura similar à australiana e superior à francesa (Tabela 7). Entretanto, a integração dessas linhas é baixa. Isso significa que as alternativas de uso das ferrovias são limitadas. Devido ao péssimo estado de conservação das linhas, a velocidade de rodagem é extremamente limitada.

Para as empresas que realizam comércio exterior, a existência de infra-estrutura portuária é fundamental. Entretanto, o número e a capacidade dos portos brasileiros fica aquém das necessidades. Existem relatos de filas de até 120 quilômetros para embarque de produtos no porto de Paranaguá durante as épocas de colheita da soja.

A falta de infra-estrutura de transportes reflete-se diretamente no custo dos produtos. Estimativas revelam que o custo unitário de transporte de grãos no Brasil é quase duas vezes superior ao dos EUA. Este resultado se deve à precariedade das rodovias e dos portos brasileiros (FAEP, 2004). Também representa barreiras à implantação de plantas produtivas em regiões outras que a Sudeste.

Tabela 7 – Infra-Estrutura

A Média foi calculada apenas para os países selecionados. O valor máximo e mínimo para cada variável aparece em negrito. Dados obtidos junto ao Banco Mundial: Banco Mundial: *World Development Indicators*, 2005.

País	Usuários Internet	Custo Internet	Custo Internet	Rodovias	Rodovias Pavimentadas	Linhas Ferroviárias
	2003 (% população)	2004 (custo em US\$ por 20 horas)	(% da renda per capita)	(km)	(%)	(km)
África do Sul	68	33	15,4	275.971	20,9	20 041
Alemanha	473	14	0,7	230.735	n.d.	35 868
Argentina	112	13	3,9	215.471	29,4	35 754
Austrália	567	18	1,1	811.603	38,7	41 286
Áustria	462	33	1,7	200.000	100,0	5 693
Bélgica	386	29	1,5	149.028	78,2	3 518
Brasil	82	28	11,8	1.724.929	5,5	30 403
Canadá	513	13	0,7	1.408.800	n.d.	49 422
Chile	272	22	6,1	79.605	20,2	4 923
China	63	10	13,0	1.765.222	n.d.	60 627
Cingapura	509	11	0,6	313.000	100,0	n.d.
Coréia	610	10	1,2	86.990	76,7	3 129
Dinamarca	513	18	0,7	71.847	100,0	2 273
Eslováquia	256	21	6,3	42.970	87,3	3 657
Espanha	239	21	1,7	664.852	99,0	13 856
EUA	551	15	0,5	6.378.254	58,8	141 961
Finlândia	534	23	1,2	78.650	64,0	585
França	366	14	0,8	893.100	100,0	29 352
Grécia	150	38	3,9	117.000	91,8	2 383
Holanda	522	24	1,2	116.500	90,0	2 806
Hong Kong	472	4	0,2	1.831	100,0	n.d.
Hungria	232	10	2,3	159.568	43,9	7 729
Índia	17	9	21,9	3.315.231	57,3	6 314
Indonésia	38	22	37,6	368.362	58,0	6 458
Irlanda	317	28	1,4	95.736	100,0	1 919
Israel	301	30	2,1	16.903	100,0	676
Itália	337	17	1,0	479.688	100,0	16 307
Japão	483	21	0,8	1.171.647	77,1	20 096
México	118	23	4,6	329.532	32,8	26 656
Noruega	346	26	0,8	91.852	77,5	4 077
Nova Zelândia	526	13	1,1	92.382	64,0	3 898
Polônia	232	16	4,1	364.697	68,3	20 223
Portugal	194	21	2,3	17.135	86,0	288
Reino Unido	423	24	1,1	371.913	100,0	17 052
República Checa	308	21	4,5	127.204	100,0	9 499
Suécia	573	22	1,1	213.237	78,6	9 857
Suíça	351	22	0,7	71.212	n.d.	3 223
Média	338,3	19,9	4,4	570 163	72,8	18 337

Para o mercado de PE/VC a existência de infra-estrutura de telecomunicações adequada é de grande importância. O setor de *software*, seguido pelo setor de serviços de telecomunicações são aqueles que mais recebem aportes de PE/VC nos EUA e também no Brasil. Enquanto os serviços de telefonia fixa são razoavelmente difundidos por todo o país e contam com custos competitivos, o mesmo não pode ser dito da telefonia celular e do acesso à Internet. Conforme a Tabela 7, o custo médio da conexão de banda larga no Brasil é um dos mais caros do mundo. Conseqüentemente, o número de usuários de Internet no Brasil é de apenas 8% da população, contra 34% para os países selecionados. Apenas 26,4% da população tem acesso à telefonia celular. No mundo, a média é de 65,2% (IMD, 2005).

Com a escassez de energia que vivenciou o país no início desta década, a infra-estrutura energética brasileira também demonstrou sua vulnerabilidade.

Se por um lado a falta de infra-estrutura adequada é obstáculo ao desenvolvimento de empresas que investem em negócios voltados ao mercado de consumo e que exigem giro elevado, representa oportunidades de investimentos significativas. A escassez de infra-estrutura de telecomunicações gera oportunidades para as empresas que atuam na expansão das redes e dos serviços de comunicações. A escassez de infra-estrutura de transportes de energia gera oportunidades de investimentos de grande porte. Afinal, o governo não possui recursos suficientes para fazê-lo sem participação da iniciativa privada. Com a aprovação da lei de parceria público-privada (PPPs) a indústria de PE/VC está em posição privilegiada para financiar projetos deste tipo. Existem exemplos bem-sucedidos de investimentos de PE/VC em infra-estrutura. As empresas CPFL, ALL, TAM e Gol receberam financiamento de PE/VC e hoje são cotadas na BOVESPA. Atuando no setor de distribuição energética, a CPFL foi uma das empresas leiloadas no programa de desestatização. A exemplo da CPFL, a ALL foi montada a partir da privatização de ferrovias da região sul do país. Cresceu rapidamente mediante a consolidação e integração de diversas linhas. A companhia aérea TAM aproveitou-se do ambiente pouco competitivo e conseguiu atrair a clientela de alto poder aquisitivo. Por sua vez, a Gol percebeu que parcela significativa dos consumidores estava excluída do mercado de transportes aéreos. Aplicou estratégia de liderança em custos e preço (*low-cost, low-fare*) e ganhou fatia relevante do mercado.

Crime: Infelizmente, o Brasil é um dos países com maior índice de criminalidade do mundo. Como a Tabela 8 evidencia, a criminalidade existente no Brasil é bastante prejudicial à atividade empresarial. Para as empresas, a criminalidade se traduz em custos e/ou riscos. O balanço entre custos e riscos dependerá do grau de utilização de seguros. No Brasil, é elevada a probabilidade de furtos e roubos às plantas fabris, estoques, cargas em trânsito, lojas e escritórios. Tais crimes podem ser cometidos por quadrilhas especializadas, com ou sem o envolvimento de funcionários, e até por clientes (e.g. produtos de alto valor agregado em supermercados). Nas metrópoles brasileiras é freqüente o roubo de computadores portáteis. Por isso, algumas corporações multinacionais orientam seus profissionais a não reagir a roubos desses aparelhos. O risco de sinistro em determinadas atividades empresariais é tão elevado que a realização de um seguro chega a ser proibitivo. Segundo relatos informais, é baixo o número de seguradoras que oferecem cobertura para transporte de carga por via rodoviária, principalmente quando o caminhão carrega cigarros ou insumos químicos.

No Brasil também existe o risco de que executivos sejam seqüestrados. Por isso, o país tem uma das maiores frotas de carros blindados. Felizmente, o país não tem histórico de terrorismo em seu território. Hoje, o terrorismo tem sido fonte de preocupação em vários países desenvolvidos.

Enquanto a criminalidade é uma ameaça à maioria das empresas, é vista como oportunidade para aquelas que oferecem soluções de segurança. Analogia pode ser feita com as indústrias bélicas norte-americanas e israelitas. Durante a guerra do Vietnã, muitas pequenas empresas norte-americanas de base tecnológica receberam recursos para desenvolver instrumentos de visão noturna. Em Israel, PMEs focadas no desenvolvimento de mísseis teleguiados, armamentos leves e blindagens diversas receberam importantes somas de recursos públicos e privados. Na amostra de empresas que estavam no portfólio da indústria de PE/VC brasileira ao final de 2004, era possível identificar diversos negócios nos setores de: rastreamento de frotas, certificação e segurança digital, alarmes de segurança, cofres e até compartilhamento de helicópteros.¹⁹

¹⁹ Além de ser um meio de transporte extremamente eficaz para metrópoles como São Paulo e Rio de Janeiro, a viagem de helicóptero está menos exposta à ação de criminosos que costumam abordar suas vítimas no trânsito ou em vias pouco movimentadas.

Tabela 8 – Criminalidade

A Média foi calculada apenas para os países selecionados. O valor máximo e mínimo para cada variável aparece em negrito. Dados obtidos junto ao Banco Mundial. A variável *Crime* mede o número de executivos, respondentes da pesquisa, que considerou crime, roubo e tumulto como o obstáculo importantes à realização de negócios no Brasil.

País	Crime prejudica Atividade Empresarial
	(% dos respondentes)
Argentina	n.d.
Austrália	n.d.
Áustria	n.d.
Bélgica	n.d.
Brasil	52,2
Canadá	n.d.
Chile	n.d.
China	20,0
República Checa	14,3
Dinamarca	n.d.
Finlândia	n.d.
França	n.d.
Alemanha	n.d.
Grécia	n.d.
Hong Kong	n.d.
Hungria	4,9
Índia	15,6
Indonésia	22,0
Irlanda	n.d.
Israel	n.d.
Itália	n.d.
Japão	n.d.
Coréia	n.d.
México	n.d.
Holanda	n.d.
Nova Zelândia	n.d.
Noruega	n.d.
Polônia	24,9
Portugal	n.d.
Cingapura	n.d.
Eslováquia	15,4
África do Sul	n.d.
Espanha	n.d.
Suécia	n.d.
Suíça	n.d.
Reino Unido	n.d.
EUA	n.d.
Média	21,2

Instabilidade das políticas públicas e instabilidade política: Em 1986 o governo instituiu benefícios fiscais para os investimentos de PE/VC (Decreto-Lei nº 2.287/86). Dois anos depois a medida foi revogada por Lei²⁰ assinada pelo mesmo presidente. Alteração de política pública como essa sinalizam à iniciativa privada que determinadas promessas podem não ser cumpridas.

Hoje o governo tem dado apoio inegável ao setor de PE/VC por meio do Projeto Inovar (de responsabilidade da Finep) e por meio das iniciativas do BNDES e do SEBRAE, entre outras. Finep e SEBRAE optaram por investir recursos em fundos de PE/VC geridos pela iniciativa privada. Assim, os recursos públicos ficam comprometidos em PE/VC por longos períodos. Devido ao caráter de longo-prazo dos investimentos, não há risco de que mudanças na linha de atuação do governo possam resultar em interrupção imediata dessas iniciativas. Entretanto, órgãos públicos são dirigidos por profissionais indicados pelo governo. Isso implica que iniciativas bem sucedidas como essas podem ser descontinuadas no futuro segundo a ideologia política e as prioridades do governo que vier a se instalar. Por exemplo, o BNDESPar teve suas atividades de investimento praticamente interrompidas entre os anos de 2002 e 2004.

Um dos problemas da instabilidade política no apoio ao setor é a incerteza percebida por profissionais com competência para atuar como gestores, mas que, hoje, atuam como executivos ou empresários. Caso o governo venha a retirar apoios ou incentivos de forma abrupta, como foi a revogação da lei de incentivos fiscais, parcela dos gestores poderá ser obrigada a deixar o setor, com perda significativa do capital reputacional e o *savoir-faire* específicos para o setor. O risco é ainda maior para aqueles que pretendem atuar com empresas em estágios anteriores do desenvolvimento. Neste nicho do mercado de PE/VC, o papel do governo ainda é bastante necessário.

Restrições impostas pelas leis trabalhistas: Segundo o Banco Mundial (2005), a contratação e demissão de funcionários envolvem um alto grau de rigidez. Medido por índice que vai de 0 a 100, o Brasil recebeu 56 pontos (Tabela 9). A média dos países selecionados é de 36,3. Segundo a pesquisa, a maior dificuldade está na contratação de funcionários e no custo de

²⁰ Lei nº 7.713/88

demissão. Um funcionário que tenha acumulado 20 anos de trabalho em uma mesma empresa recebe o equivalente a mais de 165 semanas de salário quando é demitido. Para os países selecionados, a média é de 44 semanas de salário. Em países com elevada rigidez do mercado de trabalho, a atividade empreendedora é bastante prejudicada. Para o empreendedor, cada nova contratação se traduz em aumento de riscos inerentes à redução de atividade econômica, que poderá gerar necessidade de demissão de funcionários. Para o empregado de uma grande empresa que pensa em iniciar seu próprio negócio, a rigidez se traduz em dificuldade para obter novo posto de trabalho caso a experiência empreendedora seja má-sucedida. A combinação desses dois efeitos tende a refrear a atividade empreendedora. A literatura *macroeconômica* de PE/VC está repleta de evidências de que a rigidez no mercado de trabalho afeta negativamente a demanda por capital.

Tabela 9 – Rigidez no Mercado de Trabalho

A Média foi calculada apenas para os países selecionados. O valor máximo e mínimo para cada variável aparece em negrito. Dados obtidos junto ao Banco Mundial: *Doing Business*, 2005.

País	Rigidez no Mercado de trabalho	Custo de Demissão
	Índice (0 a 100)	(semanas de salário)
África do Sul	52	38
Alemanha	55	67
Argentina	48	94
Austrália	17	4
Áustria	44	55
Bélgica	20	16
Brasil	56	165
Canadá	14	28
Chile	24	51
China	30	90
Cingapura	0	4
Coréia	45	90
Dinamarca	20	39
Eslováquia	39	13
Espanha	66	56
EUA	3	0
Finlândia	48	24
França	66	32
Grécia	66	69
Holanda	49	16
Hong Kong	0	13
Hungria	37	34
Índia	62	79
Indonésia	n.d.	n.d.
Irlanda	33	52
Israel	33	90
Itália	57	47
Japão	19	21
México	51	75
Noruega	38	12
Nova Zelândia	7	0
Polônia	37	25
Portugal	58	98
Reino Unido	14	34
República Checa	24	22
Suécia	43	24
Suíça	17	12
Média	35,9	44,1

Ineficiência do judiciário: Segundo Pinheiro (2004), o judiciário brasileiro é uma instituição com problemas sérios. Seu principal problema é a falta de agilidade. Entretanto, também existem problemas relacionados ao papel que os próprios magistrados acreditam desempenhar na sociedade. Segundo um levantamento realizado pelo autor junto a 741 magistrados em 12 Estados, 73% deles concordou com a assertiva: *a busca da justiça social justifica decisões que violem os contratos*. A concordância é ainda maior quando os processos envolvem áreas de interesse das empresas, tais como o direito do consumidor, a regulamentação de serviços públicos e as questões trabalhistas. Apenas nas causas comerciais e creditícias é que a maioria, mas não a totalidade, optou pelo cumprimento do contrato. Aspectos como esse fazem do judiciário uma instituição parcial e imprevisível. Portanto, não é de se surpreender que 40% dos respondentes da pesquisa realizada pelo Banco Mundial (2005) não confiem no poder judiciário nacional para proteção de seus direitos de propriedade. Mais do que imparcial, o poder judiciário é considerado incompetente. Esta é a opinião de 58% dos entrevistados pela Vox Populi (1999) *apud* Pinheiro (2004). Por tudo isso, de cada três brasileiros envolvidos em conflitos, dois preferem não recorrer à justiça (IBGE, 1990) *apud* Pinheiro (2004).

Outra razão para que a população evite recorrer ao poder judiciário é seu custo. Para pequenos empresários, a justiça brasileira é vista como uma solução cara. Parcela significativa das pequenas empresas pesquisadas por Pinheiro (2000) afirmou que, por este motivo, preferem não recorrer à justiça. Só o fazem quando são acionados por terceiros.

Embora um poder judiciário ineficiente seja problemático para a sociedade e a economia como um todo, existem pelo menos duas alternativas para a solução de conflitos empresariais. Tais alternativas são mais ágeis, especializadas²¹ e imparciais do que o poder judiciário: mediação e a arbitragem. A Lei 9.307 de 1996 aboliu a necessidade de homologação judicial para as decisões arbitradas no Brasil. Naquele mesmo ano, dez conflitos foram resolvidos por arbitragem ou mediação (CONIMA, 2004). Desde então, mais de 13.019 casos foram concluídos por este mecanismo nas mais de 75 câmaras de arbitragem espalhadas pelo Brasil.

²¹ Em geral, os signatários podem designar a câmara arbitral livremente. Ou seja, as partes podem selecionar a câmara arbitral segundo o grau de especificidade do negócio que estão firmando.

Em 2001 o Supremo Tribunal Federal (STF) afastou as dúvidas restantes quanto à constitucionalidade deste mecanismo no Brasil.²²

Para o setor de PE/VC, a existência de câmaras de arbitragem é de grande importância. Certos conflitos envolvendo investidores dos veículos de investimento, gestores e empreendedores não poderiam aguardar os longos prazos envolvidos nas soluções por via judicial. Reconhecendo este fato, a CVM determina na Instrução 391/2003 que todos os investimentos realizados pelos Fundos de Investimento em Participação (FIPs) tenham conflitos julgados por arbitragem.

Representatividade e acessibilidade do mercado acionário: O Brasil tem um mercado acionário relativamente pequeno. Em 2004, as ações cotadas na BOVESPA tinham valor agregado de apenas 46% do PIB.²³ Em certos países (e.g. Hong Kong, África do Sul, Cingapura, Reino Unido, Estados Unidos, Chile, Austrália, Finlândia e Canadá), o tamanho do mercado acionário chega a ser maior do que o próprio PIB. Mercados acionários pequenos sinalizam elevados custos para obtenção de capital por meio do mercado. Nestas situações, poucas são as empresas que conseguem acessar o mercado acionário. Segundo estudo elaborado pela BOVESPA (2003), os custos diretos de entrada na bolsa de valores são menores do que aqueles praticados nos EUA. Entretanto, o estudo desconsidera o elevado desconto exigido pelos investidores (*underpricing*) representa importante custo para obtenção de capital. Estudo feito entre 1979 e 1990 revelou que, no Brasil, o *underpricing* médio era de 79%, perdendo apenas para a Malásia (GRINBLATT e TITMAN, 1998, p.90).

A possibilidade de entrada de novas empresas no mercado acionário ainda depende das chamadas *janelas de oportunidade*. O ano de 2004 foi exemplo disso. Em 2004, os IPOs realizados no Brasil representaram quase 1,5% do PIB. Nos EUA, as novas listagens tiveram valor igual a 1% do PIB. Nessas ocasiões, o mercado oferece uma possibilidade de saída viável para gestores de PE/VC que tenham em suas carteiras empresas com porte e características adequadas. Espera-se que o acesso ao mercado de capitais seja facilitado com a inauguração do *BOVESPA Mais*. Trata-se de um mercado de balcão organizado voltado, principalmente, a empresas de menor porte. É importante mencionar que as opiniões dos

²² Acórdão do STF publicado no Diário Oficial da União (DOU) em 30 de abril de 2004.

²³ Parcela significativa deste valor representa a capitalização da Petrobras, uma empresa de controle estatal.

gestores de PE/VC foram levados em conta pela BOVESPA durante toda a fase de consulta pública do projeto, fazendo com que o novo mecanismo se adaptasse às necessidades do setor.

Tabela 10 – Mercado de Capitais

A Média foi calculada apenas para os países selecionados. O valor máximo e mínimo para cada variável aparece em negrito. Dados sobre capitalização bursátil obtidos junto ao Banco Mundial: *World Development Indicators, 2005*. Índice de acessibilidade do mercado de capitais obtido junto ao IMD: *World Competitiveness Yearbook, 2005*..

País	Capitalização Bursátil	Acessibilidade do Mercado de Capitais
	(% do PIB)	Índice (0 a 10)
África do Sul	161,8	5,8
Alemanha	44,9	8,3
Argentina	30,0	3,4
Austrália	115,0	8,3
Áustria	21,3	8,5
Bélgica	58,6	8,3
Brasil	46,4	5,8
Canadá	102,7	8,0
Chile	117,6	8,7
China	48,1	3,7
Cingapura	157,1	8,3
Coréia	54,4	6,9
Dinamarca	60,5	8,7
Eslováquia	8,5	7,2
Espanha	86,3	7,6
Estados Unidos	129,7	8,5
Finlândia	105,1	9,2
França	77,0	7,1
Grécia	61,8	7,1
Holanda	95,2	8,8
Hong Kong	456,1	9,6
Hungria	19,7	8,0
Índia	50,9	6,7
Indonésia	n.d.	n.d.
Irlanda	55,9	8,3
Israel	68,6	7,9
Itália	41,8	6,3
Japão	70,8	6,8
México	19,2	4,7
Noruega	42,9	8,1
Nova Zelândia	43,9	8,6
Polônia	17,7	4,8
Portugal	39,7	7,2
Reino Unido	134,1	7,6
República Checa	19,5	7,6
Suécia	95,2	8,2
Suíça	n.d.	n.d.
Média	78,8	7,4

Tamanho e regulamentação do mercado de previdência privada: O Brasil tem uma indústria de previdência privada que tem crescido rapidamente. Segundo Reis e Paixão (2004), os recursos acumulados em fundos de pensão encerraram 2003 em US\$ 83 bilhões, equivalente a 18% do PIB. Esse resultado coloca o Brasil entre as 12 economias com maior acumulação de previdência privada do mundo. Dos países em desenvolvimento, apenas Chile e Singapura apresentam taxas superiores: 56% e 64%, respectivamente. O Brasil também foi o primeiro país latino-americano a adotar regulamentação para o setor. Embora o regulamento date de 1977, existem fundos de pensão nacionais com mais de 80 anos de existência (REIS; PAIXÃO, 2004).

Investimento em P&D e produção de inovação: No Brasil, os investimentos em P&D representam apenas 1% do PIB, contra uma média mundial, ponderada pelo tamanho de cada país, de 2,4%. São poucos os profissionais envolvidos com P&D. Segundo o Banco Mundial (2005), de cada um milhão de brasileiros, apenas 324 são pesquisadores e 129 são técnicos de P&D. As despesas em P&D somam 1% do PIB, contra uma média de 1,7% para os países selecionados. Comparativamente aos países em desenvolvimento, o gasto em P&D brasileiro é relativamente alto. Países como Argentina, Chile, Eslováquia, Hong Kong e Índia investem relativamente menos que o Brasil. Este resultado surpreende quando se observa que todos os países mencionados possuem uma população melhor educada, exceto a Índia. Enquanto isso, apenas 18% da população brasileira tem nível de educação superior. Segundo percepção de empresários, o Brasil é o país com menor disponibilidade de mão-de-obra qualificada (IMD, 2005). 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 dos recursos.

Tabela 11 – Pesquisa e Desenvolvimento

A Média foi calculada apenas para os países selecionados. O valor máximo e mínimo para cada variável aparece em negrito obtidos junto ao Banco Mundial: *World Development Indicators*, 2005. Educação superior mede o número de matrículas nos estabelecimentos de ensino superior em relação à população com faixa de idade relevante.

País	Gastos com R&D	Educação Superior
	% do PIB	2002/2003 (% da população)
África do Sul	0,7	15
Alemanha	2,5	49
Argentina	0,4	56
Austrália	1,5	74
Áustria	2,2	48
Bélgica	2,2	60
Brasil	1,0	18
Canadá	1,9	58
Chile	0,5	42
China	1,2	13
Cingapura	2,2	n.d.
Coréia	2,5	85
Dinamarca	2,5	63
Eslováquia	0,6	32
Espanha	1,0	59
EUA	2,7	81
Finlândia	3,5	86
França	2,3	54
Grécia	0,6	68
Holanda	1,9	57
Hong Kong	0,6	26
Hungria	1,0	44
Índia	0,8	11
Indonésia	n.d.	15
Irlanda	1,1	50
Israel	5,1	58
Itália	1,1	53
Japão	3,1	49
México	0,4	21
Noruega	1,7	74
Nova Zelândia	1,2	74
Polônia	0,6	60
Portugal	0,9	53
Reino Unido	1,9	64
República Checa	1,2	34
Suécia	4,3	76
Suíça	2,6	44
Média	1,7	50,7

(página deixada em branco intencionalmente)

5 DADOS

Este trabalho é realizado a partir de dados primários, levantados junto às 65 organizações gestoras de PE/VC com escritório fixo no Brasil. Para isso, são utilizados dois questionários de pesquisa (um para a organização e outro para cada veículo de investimentos sob gestão), contendo mais de 160 entradas de dados sobre os principais aspectos da atividade de PE/VC. Adota-se a premissa de que esses aspectos apresentarão as adaptações necessárias à realidade institucional. São eles:

- (i) **Organização dos gestores e dos veículos de Investimento** – Recursos humanos, veículos de investimento utilizados, afiliação da empresa gestora;
- (ii) **Remuneração** – Taxas de administração e performance cobradas dos investidores e salário (fixo + bônus) dos principais gestores;
- (iii) **Governança** – Regras de governança para com seus investidores, bem como modelos e práticas de monitoramento do portfólio de empresas;
- (iv) **Processo de Investimento** – Detalhes sobre a atividade de originação de propostas de investimento, critérios para realização de investimentos, formas de acompanhamento para agregação de valor às empresas investidas, realização de vendas de participação (*exits*). Inclui dados detalhados sobre a origem e aplicação de recursos financeiros.

Os questionários²⁴ de pesquisa são estruturados como segue:

Questionário 1: Informações sobre a organização gestora: (i) dados sobre origens e aplicações de recursos (de 1999 a 2004); (ii) práticas de monitoramento e acompanhamento das empresas em carteira; (iii) capital humano – gestores e equipe de apoio; (iv) políticas e critérios de investimento, bem como resultados da atividade de originação e seleção de negócios.

²⁴ Os questionários de pesquisa podem ser visualizados no Apêndice. A versão eletrônica está disponível no endereço: www.gv.br/dta/instalarv314.exe (senha de acesso: r4100J).

Questionário 2: Informações sobre cada veículo de investimento: (i) estrutura legal do veículo de investimento; (ii) taxas e comissões; (iii) categorização dos investidores e regras de governança corporativa; (iv) foco dos investimentos em carteira (estágio de desenvolvimento, tese de investimento, localização, setor econômico de atuação, grau de propriedade).

Antes de ser levado a campo, o questionário foi traduzido para uma versão eletrônica. Esta etapa respondeu à necessidade de garantia da confidencialidade dos dados informados pelos gestores. Por meio do sistema eletrônico, a informação de cada organização pode ser transferida diretamente para a base de dados, por meio de comunicação criptografada. Isso evitou qualquer trânsito de papel com informação potencialmente confidencial. Tanto a versão em papel quanto a versão eletrônica do questionário foram pré-testadas junto a cinco organizações de PE/VC: três independentes, sendo duas de origem nacional e uma internacional; uma afiliada a instituição financeira internacional; e um *corporate venture*. Por meio dos pré-testes foi possível verificar a relevância e a precisão de cada questão. Este exercício também permitiu que se calculasse o tempo médio para resposta: três horas.

A fase de coleta de dados foi realizada entre dezembro de 2004 e maio de 2005 com apoio do Centro de Estudos em *Private Equity e Venture Capital* da Fundação Getúlio Vargas (GVcepe). Terminou com a obtenção de dados de todas as 65 organizações do mercado (taxa de resposta de 100%), 90 veículos de investimento, 458 profissionais e 265 empresas em portfólio. Informações sobre o uso e aplicação de recursos foram obtidas para o período de 1999 a 2004. Com base no tempo estimado para resposta, esta fase consumiu um total de 195 horas dos gestores. Trata-se do maior levantamento sobre PE/VC já realizado no Brasil, iniciativa que foi batizada de: *1º Censo Brasileiro de PE/VC*²⁵. A alta taxa de resposta garante a representatividade dos dados e mostra o interesse dos participantes da indústria em conhecer os resultados do trabalho. Este interesse se refletiu no apoio concedido por importantes instituições do mercado:

- Associação Brasileira de *Private Equity e Venture Capital* (ABVCAP)
- Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDESPar)
- Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA),
- Emerging Markets Private Equity Association (EMPEA), Washington, DC, EUA

²⁵ Para uma descrição completa dos principais dados do Censo, o leitor pode se referir ao relatório de pesquisa de autoria de Carvalho *et al* (2005), que até a conclusão desta Dissertação ainda não havia sido publicado. Mais informações no site: www.fgvsp.br/cepe. Como a fonte de dados é a mesma, é possível que existam tabelas com formato igual e dados similares (diferentemente do relatórios, este trabalho não inclui transações do tipo PIPE).

- Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP),
- Fundação dos Economistas Federais (FUNCEF)
- Instituto Empreender Endeavor.
- International Finance Corporation (IFC), Washington, DC, EUA

A base de dados do *1º Censo Brasileiro de PE/VC*, de propriedade da Fundação Getúlio Vargas, tem vantagens sobre as demais bases de PE/VC existentes no Brasil e no mundo. Primeiramente, destaca-se a representatividade da informação. Em segundo lugar, a variedade dos dados é maior do que aqueles compilados por bases comerciais (e.g. VentureExpert e VentureOne). O questionário que deu origem à base do Censo contém seções específicas sobre a interação entre gestores e empresas do portfólio, detalhes sobre os regulamentos dos veículos de investimento e o perfil e o número de profissionais envolvidos nesta atividade. Porém, para que fosse possível tantas informações, o nível de agregação da informação teve de ser razoavelmente amplo. Ou seja, o menor nível obtido agrega as informações por veículo de investimento. Normalmente, os levantamentos de dados são feitos levando-se em conta as informações de cada empresa investida ou, em certos casos, de cada aporte realizado.

O arcabouço amostral foi constituído com base nas seguintes fontes: (i) Guia Endeavor de Capital de Risco; (ii) Lista de associados da Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP); (iii) Cadastro de fundos instituídos com base nas instruções 209 e 391 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM); (iv) Relatório anual do *International Finance Corporation* (IFC); (v) Cadastro interno de gestores da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP); (vi) Lista de empresas entrevistadas por Johnson e Pease (2001); (vi) Consulta a notícias de revistas e jornais. As organizações identificadas por estas fontes somavam mais de 100. Com base na lista preliminar, cada organização foi contatada e questionada para se verificar seu enquadramento no conceito de organização gestora de PE/VC utilizado por este estudo. Foi possível identificar 65 que atendiam aos requisitos propostos: i) realizam aportes em ações ou títulos conversíveis em ações; ii) as empresas alvo dos investimentos não são cotadas em bolsa de valores no momento do primeiro aporte; iii) os gestores dos fundos são ativos em termos de monitoramento e influência na gestão do negócio ou no desenho da governança corporativa; iv) os investimentos são feitos com expectativa de saída; e possuem profissionais responsáveis pela gestão dos investimentos.

No escopo deste trabalho, foram consideradas todas as organizações nacionais e internacionais presentes no Brasil por meio de escritórios ou representações. Foram desconsideradas as organizações estrangeiras que atuam no Brasil à distância devido à natural dificuldade operacional de incluí-los na amostra. Entre elas, CVC²⁶ (antigo CVC Opportunity); Hicks, Muse, Tate, and Furst; Newbridge; UBS Capital; GE Capital; CDC Capital Partners; e Bank of America Equity Partners. Por razões óbvias, o estudo também deixou de incluir as organizações que encerraram suas atividades antes de dezembro de 2004²⁷. Em dezembro de 2004, as 65 organizações gestoras existentes no país eram responsáveis por um total de 94 veículos de investimentos. Foi possível obter informações sobre quase a totalidade deles: 90 veículos.²⁸

Diferentemente das transações de grande porte que ocorrem no mercado acionário, os negócios de PE/VC são de cunho privado. Portanto, os gestores são desobrigados de divulgar informações sensíveis sobre cada investimento²⁹ ou desinvestimento. Dados que permitam o cálculo do retorno sobre o investimento costumam ser mantidos em confidencialidade. De forma a obter respostas do maior número possível de gestores, optou-se por não incluir nenhuma pergunta que permitisse, direta ou indiretamente, calcular a taxa de retorno de cada gestor. Este tipo de preocupação é comum na pesquisa sobre PE/VC.³⁰ Bottazzi *et al* (2004) desconsiderassem pesquisadores em PE/VC. Dados sobre valor investido e o valor recuperado por meio de saídas foram levantados apenas de forma agregada. Mesmo se não houvessem empecilhos ligados à confidencialidade para obtenção de dados sobre retorno, a informação seria de pouca valia para a pesquisa. Afinal, como Lerner e Schoar (2005) deixam claro, é prematuro a análise de retornos em países emergentes onde grande parte dos veículos ainda não chegou ao fim do ciclo de investimentos. No caso do Brasil, cerca de 80% das organizações tem menos de 9 anos. Quase 60% do capital comprometido na indústria está em veículos com duração igual ou superior a isso.

²⁶ Em dezembro de 2004, o Opportunity já tinha sido destituído da função de gestor do fundo, que passou a ser administrado pelo CVC nos EUA.

²⁷ A coleta de dados foi efetuada entre dezembro de 2004 e maio de 2005. Portanto, salvo menção, as informações aqui reportadas referem-se a dezembro de 2004.

²⁸ Não obtivemos dados para 1 veículo gerenciado pela Darby: Darby Technology Ventures (DTV), bem como 3 veículos gerenciados pelo J.P. Morgan Partners cujos nomes não foram mencionados.

²⁹ No Brasil, as aquisições que envolvem grandes grupos nacionais ou internacionais devem ser aprovadas pelo Conselho Administrativo de Direito Econômico (CADE), obrigando o gestor a divulgar detalhes sobre a transação. Entretanto, o gestor pode requerer que o CADE mantenha certos dados em sigilo, evitando assim que a informação caia em domínio público.

³⁰ Bottazzi *et al* (2004, p.20) argumentam a favor desta escolha para garantir uma alta taxa de resposta a pesquisa *Survey of European Venture Capital* (SEVeCa), financiada pelo *European Investment Fund* (EIF), considerada como a mais ampla e ambiciosa pesquisa da indústria européia.

6 O MODELO BRASILEIRO DE PE/VC

Neste trabalho, o modelo de PE/VC configura-se por: tamanho e macroestrutura. O tamanho da indústria, bem como sua evolução, reflete a importância da atividade de PE/VC no financiamento empresarial. A macroestrutura descreve a estrutura legal dos veículos de investimento, bem como os agentes que se reúnem em torno desses veículos (organização gestora, investidor empresa investida).

6.1 Como o PE/VC surgiu e evoluiu no Brasil?

O Gráfico 1 mostra o histórico do início das operações das 65 organizações gestoras participantes da pesquisa. Apesar de não incluir as organizações que deixaram o mercado antes de dezembro de 2004, o gráfico permite vislumbrar aspectos importantes da formação da indústria brasileira de PE/VC: (a) os primórdios da atividade de PE/VC no Brasil remontam ao início dos anos 80, quando o modelo norte-americano de PE/VC estava em fase final de configuração e começava a atrair importantes somas de capital. Embora não apareça no gráfico, a primeira organização de PE/VC do Brasil, Brasilpar, foi fundada em 1975. Hoje a empresa não atua mais como gestora de PE/VC³¹; (b) o grande ciclo do PE/VC no Brasil se inicia após a estabilização monetária de 1994, ou Plano Real; (c) houve interrupção na entrada de organizações em 1998 correlacionada com a antecipação da crise cambial do início de 1999³². Este resultado corrobora o argumento de Ribeiro e Almeida (2005) de que o ano de 1998 pode ser utilizado para segregar as organizações gestoras em *tradicionais* e *jovens*; (d) a grande expansão do período 1999-2001 mostra forte correlação com o barateamento dos ativos domésticos quando mensurados em dólares e à bolha especulativa da *Nova Economia*. O pico deste período foi atingido em 2000, com a entrada de 13 organizações no mercado. 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; (e) desde 2002, a taxa de entrada tem decaído de forma constante; e (f) cerca de 80% das organizações gestoras possuem menos de nove anos de existência no Brasil (foram

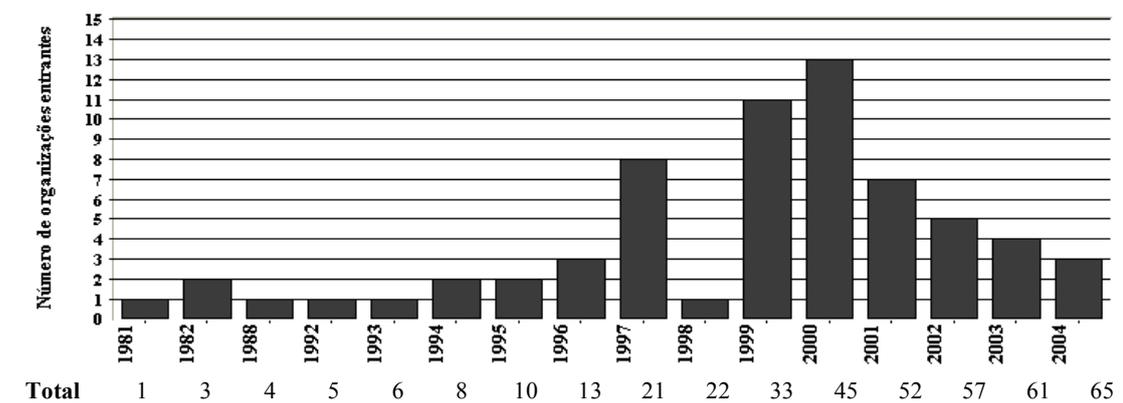
³¹ Conforme verificado pelo site da organização www.brasilpar.com.br e em conversa telefônica com um dos gestores.

³² A desvalorização do Real frente ao Dólar, ocorrida após a adoção do regime de câmbio flutuante atraiu interesse de investidores e gerou a entrada de 24 organizações apenas no biênio 1999-2000.

implantadas a partir de 1997). Este dado sugere que grande parte das organizações ainda não tenha concluído um primeiro ciclo completo de PE/VC.

Gráfico 1 – Início da Atividade no Brasil

Distribuição das organizações gestoras com escritório no país segundo o ano de início das operações no Brasil. Não inclui organizações que foram extintas ou deixaram o país antes de dezembro de 2004. O total representa o saldo de organizações ao final de cada ano. Questão: *Quando a organização iniciou suas atividades de PE/VC no Brasil?*



A análise do Gráfico 1 permite afirmar que a indústria brasileira de PE/VC é bastante recente se comparada com aquela existente nos EUA. Em 1982, apenas a Brasilpar, a Companhia Riograndense de Participações (CRP) e o BNDESPar realizavam investimentos de PE/VC no país. No mesmo ano, o setor norte-americano já contabilizava 331 organizações gestoras com US\$ 7,6 bilhões em capital comprometido. Estas organizações empregavam 1.031 profissionais, responsáveis por 918 investimentos realizados naquele ano. O valor dos investimentos realizados em 1982 chegou a US\$ 1,45 bilhões (SAHLMAN, 1990).

Apesar da enorme diferença em relação aos EUA, o Brasil integra o grupo de países emergentes pioneiros na implantação de sua indústria de PE/VC. Segundo Kenney *et al* (2002), a primeira onda de globalização desta atividade ocorreu entre o final dos anos 1970 e o início dos anos 1980. Incluiu países como Malásia, Cingapura, Taiwan, Coreia e Israel onde a implantação da indústria foi muito bem sucedida. Outros países, entre eles a Índia, tiveram uma implantação mais tardia. Mesmo na Europa a indústria é relativamente nova. Segundo Bottazzi *et al* (2004), 53% das organizações europeias tem menos de nove anos de idade (foram formadas a partir de 1997). Na amostra obtida pelos autores, composta por apenas 15% da indústria, esse número sobe para 73%.

6.2 Qual o tamanho relativo da indústria?

As organizações de PE/VC são responsáveis pela administração de recursos, ou capital comprometido, de um ou mais investidores. Os recursos captados (capital levantado) junto aos investidores integram o volume de capital sob gestão, medido ao final de cada ano (capital comprometido). Tais recursos são investidos (capital investido) em empresas que passam a compor o portfólio do veículo de investimento. Após alguns anos, o gestor liquida a participação detida nessas empresas, recuperando o capital investido mais eventual ganho (capital desinvestido). Em geral, os recursos obtidos por meio de desinvestimento são devolvidos aos investidores.

A Tabela 12 apresenta dados agregados sobre o uso de capital pelo setor nacional de PE/VC entre os anos de 1999 e 2004. Neste período, o capital comprometido aumentou 40%. Atingiu US\$ 5,07 bilhões ao final de 2004. Este valor equivale a 0,84% do PIB. A cada ano a indústria levantou, em média, US\$ 479 milhões (0,09% do PIB médio). O pico de captação de recursos ocorreu em 2000, quando mais de US\$ 1,2 bilhões foi comprometido em veículos novos ou existentes³³ (equivalente a 0,2% do PIB). Desde então, o valor captado decresceu ano após ano e só se recuperou em 2004, quando atingiu US\$ 473 milhões. A forte recuperação ocorrida em 2004 pode ser verificada pelo crescimento de 200% na atividade de captação em relação a 2003.

Dados de investimento apresentam menos variação ao longo dos anos. O pico de investimentos foi atingido em 1999, quando US\$ 456 milhões foram investidos (0,08% do PIB). Desde então, a indústria diminuiu constantemente o tamanho agregado dos aportes para valores entre US\$ 200 milhões e US\$ 300 milhões anuais. Mais relevante ainda, o tamanho dos investimentos em relação ao PIB foi reduzido drasticamente. Em 2004, US\$ 253 milhões foram investidos, ou apenas 0,04% do PIB. Esse valor é menos do que a metade daquele realizado em 1999. Por outro lado, a realização de saídas mostrou expressiva recuperação. Pela primeira vez nos últimos seis anos, o valor desinvestido por meio de saídas, US\$ 261 milhões (0,04% do PIB), ultrapassou o valor investido no mesmo ano. Este dado revela a conjuntura econômica positiva para realização de saídas, semelhante àquela vivenciada em meados de 2000, quando o pico de 0,05% do PIB foi atingido.

³³ Veículos tais como *holdings* costumam realizar aumento de capital ao longo de sua existência.

Tabela 12 – Capital na Indústria Relativo ao PIB

Valores agregados de capital comprometido, levantado, investido e desinvestido pelas 65 organizações gestoras de PE/VC. O capital levantado é calculado medindo-se o incremento de capital comprometido em cada uma das organizações gestoras. Como a série de dados se inicia em 1999, não é possível o cálculo do valor deste ano. Valores entre parênteses representam ‰ em relação ao PIB anual. Dados do PIB obtidos junto ao BACEN. Os valores de investimento são subestimados na medida que oito gestores não puderam declarar esta informação. Apenas duas organizações gestoras com foco em investimentos de pequeno porte não declararam o valor de capital comprometido. Portanto, o valor de capital levantado pode ser considerado bastante preciso.

Capital (US\$ milhões)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Média
Comprometido	3.583 (6,68)	4.778 (7,93)	4.846 (9,51)	4.553 (9,91)	4.577 (9,03)	5.071 (8,38)	4.568 (8,57)
Levantado	- -	1.212 (2,01)	290 (0,57)	260 (0,57)	159 (0,31)	473 (0,78)	479 (0,89)
Investido	456 (0,85)	379 (0,63)	281 (0,55)	261 (0,57)	256 (0,51)	253 (0,42)	314 (0,59)
Desinvestido	203 (0,38)	282 (0,47)	65 (0,13)	41 (0,09)	52 (0,10)	261 (0,43)	151 (0,27)
PIB (x 1.000)	536,6	602,2	509,8	459,4	506,8	604,9	536,6

A Tabela 13 compara a atividade de levantamento de recursos e investimentos em PE/VC para os países selecionados (todos os dados são relativos a 2004). A comparação revela uma indústria brasileira de PE/VC com tamanho apenas modesto. Em relação ao PIB, a indústria brasileira levantou 16 a 17 vezes menos recursos do que a primeira colocada: Suécia. Em relação aos EUA, o valor é mais do que sete vezes menor. Entre os países que ficaram atrás do Brasil, tanto em termos de capital investido quanto em termos de capital levantado, estão: Chile, Argentina, México, Irlanda, Eslováquia, República Checa e Grécia. Entre estes, Eslováquia e República Checa estão na área de influência da indústria alemã. Já a Irlanda está na área de influência da imponente indústria inglesa. Como notou Bottazzi *et al* (2004), gestores europeus realizam muitos investimentos fora de seus próprios países. Portanto, é natural que certos países europeus tenham uma indústria relativamente pequena dentro do próprio país. Por sua vez, o Brasil é um país distante dos países com indústria de PE/VC desenvolvida. Tendo em vista que investimentos de PE/VC requerem envolvimento por parte dos gestores, é improvável que os mesmos argumentos se apliquem ao caso brasileiro. Mesmo assim, o Brasil aparece como líder entre os países da América Latina e relativamente bem colocado entre os demais países em desenvolvimento. Esse resultado se deve basicamente parte, aos veículos voltados a investimentos em infra-estrutura, que foram os grandes captadores de recursos em 2004.

Tabela 13 – Tamanho da Indústria no Mundo: Presente

Dados em US\$ milhões. Valores do PIB obtidos junto ao Banco Mundial: *World Development Indicators*, 2005. Valores em Euros foram convertidos em dólares segundo a cotação média anual publicada pelo Banco Mundial. Dados da indústria de PE/VC foram obtidos junto às seguintes fontes: Europa: EVCA, EUA: *Venture Economics*, Israel: IVC, Canadá: CVCA, África do Sul: SAVCA, Ásia e Oceania: AVCJ, América Latina: VELA Data e LAVCA. Países foram classificados em ordem decrescente do valor levantado em 2004 sobre o PIB. Índice de disponibilidade de VC foi obtido junto ao IMD: *World Competitiveness Yearbook*, 2005. O índice é calculado a partir da opinião de um painel de executivos do país em questão.

País	Capital Levantado (2004)		Capital Investido (2004)		PIB (US\$ milhões)	Venture Capital Índice (0 a 10)
	US\$ milhões	(% do PIB)	US\$ milhões	(% do PIB)		
Suécia	4 541	13,1	2 017	5,8	346 404	6,0
Holanda	3 989	6,9	2 063	3,6	577 260	6,3
EUA	68 414	5,9	n.d.	n.d.	11 667 515	7,9
Reino Unido	12 509	5,8	23 739	11,1	2 140 898	6,4
Israel	724	4,5	700	3,9	177 548	6,8
Canadá	3 600	3,7	6 300	6,4	979 764	6,3
Noruega	697	2,8	383	1,5	250 168	5,9
Dinamarca	667	2,7	491	2,0	243 043	6,4
Bélgica	702	2,0	371	1,1	349 830	5,4
Espanha	1 961	2,0	2 447	2,5	991 442	4,6
África do Sul	386	1,8	1 212	5,7	212 777	4,6
Portugal	307	1,8	199	1,2	168 281	4,1
Polônia	378	1,6	167	0,7	241 833	3,6
Finlândia	275	1,5	277	1,5	186 597	6,9
França	2 999	1,5	6 501	3,2	2 002 582	5,0
Hungria	136	1,4	151	1,2	99 712	4,7
Nova Zelândia	144	1,4	300	3,0	99 687	5,2
Japão	6 000	1,3	8 000	1,7	4 623 398	4,7
Itália	2 068	1,2	1 841	1,1	1 672 302	3,0
Alemanha	2 466	0,9	4 684	1,7	2 714 418	4,5
Brasil	479	0,8	253	0,4	604 855	3,3
Chile	62	0,7	10	0,1	94 105	4,4
Suíça	218	0,6	337	0,9	359 465	n.d.
Argentina	77	0,5	215	1,4	151 501	2,4
Áustria	152	0,5	175	0,6	290 109	4,7
México	360	0,5	119	0,2	676 497	2,6
Irlanda	58	0,3	76	0,4	183 560	6,1
Eslováquia	6	0,2	9	0,1	41 092	5,2
República Checa	6	0,1	20	0,2	107 047	4,0
Grécia	6	0,0	6	0,0	203 401	3,7
Austrália	n.d.	n.d.	2 700	4,3	631 256	5,9
China	n.d.	n.d.	1 600	1,0	1 649 329	3,0
Cingapura	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	106 818	6,6
Coréia	n.d.	n.d.	2 500	3,7	679 674	5,1
Hong Kong	n.d.	n.d.	900	5,5	163 005	8,0
Índia	n.d.	n.d.	900	1,3	691 876	5,2
Indonésia	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	257 641	n.d.
Media	3 813	2,3	2 301	2,5	990 181	5,1

6.3 Que tipo de organização atua em PE/VC no Brasil?

6.3.1 Afiliação, Nacionalidade e Atividade

A indústria brasileira de PE/VC é composta por 65 organizações gestoras³⁴ com capital comprometido de US\$³⁵ 5,07 bilhões.³⁶ Conforme descrito na Tabela 14, a indústria é basicamente composta por organizações independentes (54% do capital) e organizações afiliadas a instituições financeiras (37% do capital). Existem algumas iniciativas de grupos industriais, ou *corporate ventures*, representando 7% do capital. O governo tem papel como gestor por meio dos dois braços de investimento em participações do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES): BNDESPar *Private Equity* e BNDESPar *Venture Capital*. O papel do governo como gestor direto de PE/VC é relativamente limitado (o comprometimento do BNDESPar é de apenas 3% do capital). Por outro lado, o número de empresas em sua carteira de investimentos representa cerca 15% de todas as empresas do portfólio agregado da indústria. Também é importante notar que o setor público tem um papel importante como investidor em outros veículos, geridos por organizações independentes.

³⁴ Lista completa no Apêndice.

³⁵ Os respondentes tiveram a liberdade de relatar os volumes monetários em reais ou dólares. Os valores em reais foram convertidos em dólares usando a cotação média anual publicada pelo Banco Mundial (1,81 para 1999; 1,83 para 2000; 2,36 para 2001; 2,92 para 2002; 3,08 para 2003 e 2,93 para 2004).

³⁶ Para tornar os valores de capital comprometido comparáveis entre os diversos tipos de gestores e veículos de PE/VC, foi adotado o seguinte conceito: $CC = DI + V$, onde CC = Capital Comprometido, DI = Disponível para investimento (sem se excluir eventual previsão para pagamento da taxa de administração) e V = Valor do portfólio a custo. Ou seja, para fundos do tipo CVM 209, *Limited Partnerships* e a maior parte dos CVM 391, enquanto existe o período de investimento, o capital comprometido coincide com o valor comprometido no início do fundo, já que a soma de DI e V é, grosso modo, constante. Ao final deste período, ao invés de zerar o valor de capital comprometido, optou-se por contabilizá-lo como igual ao valor do portfólio a custo, tendo em vista que a eventual parcela dos comprometimentos que não foi aplicada em ativos de PE/VC foi absorvida pelo gestor na forma de taxa de administração ou foi cancelada/devolvida aos investidores. Já para veículos do tipo *holding*, e alguns casos de alocações orçamentárias, onde, a priori, não há um valor pré-aprovado para investimento, o capital comprometido é o valor do portfólio a custo, sendo considerado como aumento de capital o valor agregado dos investimentos realizados em um determinado ano. O critério adotado reflete o montante de recursos administrados pelo gestor (*capital under management*). A partir de entrevistas com gestores, verificamos que o conceito de comprometimento é usado tanto para descrever o capital a ser investido, quanto o capital que já está integralizado ou investido em ativos de PE/VC. Em contrapartida, a palavra *capital sob gestão* poderia levar parte dos gestores a contabilizar apenas a parcela de capital que foi integralizada pelos investidores.

Tabela 14 – Afiliação das Organizações

Distribuição das organizações gestoras com escritório no país segundo a afiliação e o montante de capital comprometido em dezembro de 2004. Valores em parênteses representam porcentagem em relação ao total. Valores reportados em Reais foram convertidos em dólares usando a cotação média anual do Banco Mundial.

Afiliação	Número de organizações	Comprometimentos (US\$ bilhões)
Organizações independentes	42 (64,5)	2,73 (53,6)
Instituições financeiras	17 (26,2)	1,86 (36,8)
Grupos industriais (<i>Corporate ventures</i>)	4 (6,2)	0,33 (6,6)
Setor público	2 (3,1)	0,15 (3,0)
Total	65 (100,0)	5,07 (100,0)

De modo geral, a Tabela 14 permite concluir que a indústria é primordialmente composta por organizações independentes ou afiliadas a instituição financeira. Este perfil se assemelha bastante ao da indústria européia, onde 66% das 750 organizações analisadas por Bottazzi *et al* (2004, 2005), eram independentes. A diferença fica por conta da maior participação de organizações afiliadas a instituições financeiras no Brasil (26% contra 19% na Europa). Em contrapartida, a indústria européia tem maior participação de *corporate ventures* (8% contra 6% no Brasil) e de organizações do setor público (6% contra 3% no Brasil). A macroestrutura da indústria brasileira também difere daquela existente na África do Sul, onde apenas 37% dos US\$ 6,45 bilhões de capital comprometido é gerenciado por organizações independentes. Lá, organizações afiliadas a instituições financeiras concentram 28% do capital. Organizações afiliadas a grupos industriais gerenciam 20% e o restante é aplicado pelo setor público. (KPMG e SAVCA, 2005).

Embora a atividade de PE/VC seja importada dos EUA, a maior parte das organizações gestoras atuantes no Brasil é nacional. Como reportado na Tabela 15, as 47 organizações de origem nacional (72% de todas as organizações) gerenciam US\$ 3,03 bi (60% do capital comprometido). Com dez organizações (15%) que gerenciam US\$ 1,76 bi (35% do capital comprometido), os Estados Unidos aparecem como a segunda origem mais freqüentemente citada. Assim, Brasil e Estados Unidos são origens de organizações que representam quase 95% de todo o capital comprometido em PE/VC no país. Este é um sinal da proximidade que

a indústria brasileira em relação aos EUA. Conforme notaram Kaplan *et al* (2003), gestores sofisticados (i.e. oriundos dos EUA ou com experiência de investimentos em conjunto com gestores norte-americanos) costumam adotar em outros países as mesmas técnicas contratuais de investimento.

Tabela 15 – País de Origem das Organizações

Distribuição das organizações gestoras com escritório no Brasil segundo o país de origem e o montante de capital comprometido ao final de 2004. Valores em parênteses representam o percentual em relação ao total. Valores reportados em Reais foram convertidos em Dólares usando a cotação média anual, tal como publicada pelo Banco Mundial. *Europa* inclui: Espanha, Holanda, Inglaterra e Suíça. *Outros* inclui: Chile, Ilhas Cayman e Ilhas Virgens Britânicas. Questão: *Qual o país de origem da organização?*

País	Número de Organizações	Comprometimentos (US\$ bilhões)
Brasil	47 (72,2)	3,03 (59,7)
Estados Unidos	10 (15,4)	1,76 (34,7)
Europa	4 (6,2)	0,09 (1,8)
Outros	4 (6,2)	0,19 (3,8)
Total	65 (100,0)	5,07 (100,0)

Segundo a Tabela 16, das 65 organizações participantes da pesquisa, 50 estavam ativas na busca de novas oportunidades de investimento (denominadas *ativas*) e as demais já haviam encerrado a prospecção de investimentos e simplesmente gerenciavam o portfolio existente (denominadas *inativas*). Dentre as inativas, sete mostraram a intenção de abandonar o setor e apenas uma revelou indecisão. Outras sete declararam a intenção de voltar à atividade no futuro. As 50 organizações ativas concentram US\$ 4,07 bilhão, ou cerca de 80% do capital comprometido. Somando-as às sete organizações inativas que pretendem voltar à atividade, chega-se à conclusão de que 57 das 65 organizações (representando 88% do capital comprometido) pretendem continuar no setor. Embora o número de organizações que revelou a intenção de deixar o setor seja superior ao número médio de organizações entrantes desde 2001, é improvável que todas essas organizações deixem o mercado no mesmo ano.³⁷ Assim, o baixo índice de abandono (12%) sugere que a indústria está se consolidando. Também

³⁷ As empresas inativas possuem empresas em portfolio. Para que deixem o setor, precisam vender ou liquidar suas participações.

indica que os gestores com experiência no mercado identificam condições necessárias para investir em PE/VC no Brasil.

Tabela 16 – Situação e intenção de Permanência no Setor

Distribuição das organizações gestoras com escritório no país segundo o grau de atividade na busca de investimentos, medida pela resposta às questões: (i) *a organização está ativa na busca de oportunidades de investimento?* e (ii) *a organização tem a intenção de continuar, ou voltar, a investir em PE/VC no Brasil?* N.d. significa não disponível. Embora os dados existam na base de dados, foram omitidos para evitar a identificação da única organização indecisa sobre sua atividade futura.

Situação Atual	Intenção Quanto ao Futuro			Total
	Inativa	Ativa	Não sabe	
Inativa	7	7	1	15
	[n.d.]	[0,40]	[n.d.]	[1,0]
Ativa	-	50	-	50
	-	[4,07]	-	[4,07]
Total	7	57	1	65
	[n.d.]	[4,47]	[n.d.]	[5,07]

A Tabela 16 permite concluir que a atividade de PE/VC continuará sendo parte do mercado financeiro brasileiro por tempo indeterminado. Após um primeiro ciclo de atividades, os gestores já tiveram a oportunidade de avaliar a existência de condições necessárias para a realização desta atividade no Brasil.

6.3.2 Concentração

As organizações gestoras de PE/VC presentes no País possuem escritório em apenas 10 cidades brasileiras: Belo Horizonte, Brasília, Campinas, Curitiba, Florianópolis, Petrópolis, Porto Alegre, Recife, Rio de Janeiro e São Paulo. As cidades de Brasília, Recife e Petrópolis são cobertas apenas por escritórios secundários enquanto que as demais contam com sedes das organizações gestoras (Tabela 17).

Há uma concentração expressiva das sedes das organizações na cidade de São Paulo: são 44 escritórios com 80% do capital comprometido agregado. Mais ilustrativo ainda dessa concentração é o fato de que a região das avenidas Faria Lima e Berrini sedia organizações que controlam 67% do capital comprometido. Rio de Janeiro vem em segundo lugar, com 19% do capital comprometido. A cidade do Rio de Janeiro congrega importantes investidores

(e.g., fundos de pensão PREVI, PETROS e FAPES), organizações governamentais fomentadoras do mercado de PE/VC (e.g., FINEP e BNDES) e até a sede da Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP), tornando-a um importante pólo da indústria. Uma diferença clara entre organizações *cariocas* e *paulistas* é o tamanho. Enquanto as *cariocas* administram, em média, US\$ 48 milhões, as organizações paulistas administram US\$ 95,5 milhões, sendo que aquelas localizadas na região mais próspera do mercado brasileiro de PE/VC, o eixo das avenidas Faria Lima a Berrini contam com uma média de US\$ 136 milhões cada. Juntas, as cidades de São Paulo e do Rio de Janeiro congregam 60 das 65 organizações gestoras e 99% de todo o capital de PE/VC no Brasil.

Tabela 17 – Presença Geográfica das Organizações

Distribuição regional dos escritórios das organizações gestoras e montante de capital comprometido ao final de 2004. Valores em parênteses representam o percentual em relação ao total. Valores reportados em Reais foram convertidos em Dólares usando a cotação média anual, tal como publicado pelo Banco Mundial. Alguns valores foram omitidos para evitar que informação individual confidencial fosse identificada (*n.d.* significa *não disponível* e *n.a.* significa *não aplicável*). O total de Capital Comprometido inclui os valores não disponíveis. Total de escritórios inclui sedes e escritórios secundários. Organizações com CEP iniciado por 045 ou 0145 foram agrupadas na região das avenidas Faria Lima e Berrini. CEP iniciado com 013 refere-se à região da Av. Paulista.

Cidade Sede	Número de Sedes de Organizações	Total de Escritórios	Comprometimentos (US\$ bilhões)
Brasília	0	3 (3,1)	n.a.
Recife	0	2 (2,1)	n.a.
Petrópolis	0	1 (1,0)	n.a.
Belo Horizonte	1 (1,5)	4 (4,2)	n.d.
Campinas	1 (1,5)	1 (1,0)	n.d.
Curitiba	1 (1,5)	4 (4,2)	n.d.
Florianópolis	1 (1,5)	1 (1,0)	n.d.
Porto Alegre	1 (1,5)	4 (4,2)	n.d.
Rio de Janeiro	16 (24,6)	24 (25,0)	0,78 (18,7)
São Paulo: Total da Cidade	44 (67,9)	52 (54,2)	4,20 (79,9)
Faria Lima – Berrini adjacências	27 (40,9)	n.d.	3,67 (66,8)
Total	65 (100,0)	96 (100,0)	5,07 (100,0)

O fato de 99% do capital estar concentrado em organizações gestoras das cidades de São Paulo e Rio de Janeiro não significa que o capital seja investido, na mesma proporção, em empresas localizadas nestas regiões, em detrimento de outras cidades e estados da federação. O próprio fato das 60 organizações paulistas e cariocas possuírem escritórios em quatro das 5 macro-regiões brasileiras (Sul, Sudeste, Nordeste e Centro-Oeste) indica o interesse por certa diversificação regional. No entanto, esta diversificação é ainda tímida, uma vez que a região Nordeste conta com apenas 2 escritórios e a região Norte, com nenhum.

A Tabela 16 apresenta a distribuição geográfica das 265 empresas. Em linha com a concentração regional das organizações gestoras nos estados de São Paulo e Rio de Janeiro, a região Sudeste concentra a maior parte do portfólio (65% do portfólio). Em seguida vem a região Sul (25%). Nordeste e Centro-Oeste contam com menos de 10% das empresas em portfólio. Apenas um investimento localiza-se na região Norte.

Concentração regional é uma característica típica da indústria de PE/VC. Nos EUA, as regiões do *Vale do Silício* (Condado de Santa Clara, baía de São Francisco) e o entorno da *Route 128* (leia-se Grande Boston, Massachussetts) concentram 34% e 15% dos valores investidos em *venture capital*, respectivamente (MONEYTREE, 2005). Em outros países emergentes a concentração ocorre de forma semelhante. Na Índia, a indústria de PE/VC concentra-se em três regiões: Mumbai (Bombai), capital financeira do país, com 31 organizações. Nova Delhi, capital política, com dez organizações. Em terceiro lugar está Bangalore, cluster tecnológico, com oito organizações (Dossani e Kenney, 2002). A menor distância entre essas três cidades é de aproximadamente 900 quilômetros. A concentração geográfica do PE/VC nos EUA é claramente diferente daquela observada na Índia e no Brasil. Enquanto os gestores brasileiros e indianos preferem se localizar em centros financeiros e de negócios, a indústria norte-americana está concentrada em torno de clusters tecnológicos e de inovação. Isso sugere que a indústria de PE/VC desses países emergentes ainda esteja envolvida em operações típicas de engenharia financeira, semelhantes àquelas que fizeram a fama da cidade de Nova Iorque durante os anos 1980. Ou ainda, sugere que os maiores desafios da gestão de PE/VC nesses países estão mais relacionados à busca de clientes e parceiros corporativos para as empresas investidas e a viabilização da saída por venda estratégica. Tais atividades implicam em visitas constantes às principais empresas dos setores alvo.

Tabela 18 – Distribuição Geográfica do Portfolio

Distribuição das empresas do portfolio agregado em dezembro de 2004 segundo a região, o estado e a cidade onde estão localizadas. Foram considerados apenas investimentos feitos de forma independente ou co-investimentos onde o gestor agiu como líder. *São Paulo* inclui os municípios de Arujá, Barueri, Biritiba-Mirim, Caieiras, Cajamar, Carapicuíba, Cotia, Diadema, Embu, Embu-Guaçu, Ferraz de Vasconcelos, Francisco Morato, Franco da Rocha, Guararema, Guarulhos, Itapeirica da Serra, Itapevi, Itaquaquecetuba, Jandira, Jujutiba, Mairiporã, Mauá, Mogi das Cruzes, Osasco, Pirapora do Bom Jesus, Poá, Ribeirão Pires, Rio Grande da Serra, Salesópolis, Santa Isabel, Santana de Parnaíba, Santo André, São Bernardo do Campo, São Caetano do Sul, São Lourenço da Serra, Suzano, Taboão da Serra e Vargem Grande Paulista. *Rio de Janeiro* inclui: Belford Roxo, Duque de Caxias, Magé, Mesquita, Nilópolis, Niterói, Nova Iguaçu, Queimados, São Gonçalo e São João de Meriti. Grande Belo Horizonte inclui: Betim, Contagem, Ibirité, Nova Lima, Ribeirão das Neves, Sabará, Santa Luzia e Vespasiano. *Porto Alegre* inclui: Alvorada, Barra do Ribeiro, Cachoeirinha, Campo Bom, Canoas, Dois Irmãos, Eldorado do Sul, Estância Velha, Esteio, Gravataí, Guaíba, Ivoti, Novo Hamburgo, Portão, São Leopoldo, Sapiranga, Sapucaia do Sul e Viamão. *Curitiba* inclui: Almirante Tamandaré, Araucária, Campo Largo, Campo Magro, Colombo, Fazenda Rio Grande, Pinhais, Piraquara e São José dos Pinhais.

	Região	Número de Empresas	Porcentagem
	Sudeste	171	65,0
São Paulo	São Paulo	100	38,0
	Interior/litoral	14	5,3
Rio de Janeiro	Rio de Janeiro	32	12,2
Minas Gerais	Belo Horizonte	22	8,4
	Interior	2	0,8
Espírito Santo	Interior/litoral	1	0,4
	Sul	67	25,5
Rio Grande do Sul	Porto Alegre	27	10,3
	Interior/litoral	2	0,8
Santa Catarina	Florianópolis	14	5,3
	Interior/litoral	10	3,8
Paraná	Curitiba	13	4,9
	Interior/litoral	1	0,4
	Nordeste	15	5,7
Bahia	Salvador	5	1,9
Pernambuco	Recife	5	1,9
Paraíba	Interior/litoral	1	0,4
Rio Grande do Norte	Natal	2	0,8
Ceará	Fortaleza	3	1,1
	Centro-Oeste	9	3,4
Goiás	Goiânia	3	1,1
Mato Grosso	Cuiabá	1	0,4
Distrito Federal	Brasília	4	1,5
Mato Grosso do Sul	Interior/litoral	1	0,4
	Norte	1	0,4
Pará	Belém	1	0,4
	não identificado	2	-
	Total	265	100,0

Assim como as organizações gestoras e o capital comprometido estão concentradas em poucas cidades e sub-regiões, um pequeno número de organizações concentra a maior parte do capital: a Tabela 19 mostra que as 15 maiores organizações administram 80% do capital comprometido na indústria. As cinco maiores concentram pouco mais da metade dos recursos. Isto é indicativo de uma indústria nascente e ainda fragmentada, onde o porte médio dos 15 maiores gestores é de US\$ 270 milhões, enquanto cada um dos demais 50 gestores gerencia, em média, US\$ 23 milhões.

Tabela 19 – Concentração do Capital pelas Organizações

Grupos de organizações segundo o tamanho, medido pelo montante de capital comprometido ao final de 2004. Valores entre parênteses representam o percentual em relação ao comprometimento total na indústria. Valores reportados em Reais foram convertidos em Dólares usando a cotação média anual, tal como publicado pelo Banco Mundial.

Grupos de organizações (por tamanho)	Comprometimentos (US\$ bilhões)	Comprometimento médio (US\$ milhões)
5 maiores	2,56 (50,5)	513
10 maiores	3,48 (68,6)	348
15 maiores	4,05 (79,9)	270
Demais 50	1,02 (20,1)	23
Total	5,07 (100,0)	84

A concentração observada do capital nas mãos de poucos gestores é semelhante nos EUA. Segundo VCJ (1990 *apud* Sahlman ,1990), as 89 organizações norte-americanas com maior volume de capital sob gestão detinham 58% do capital. Cada uma delas gerenciava em torno de US\$ 200 milhões. As demais 569 organizações gerenciavam, em média, US\$ 23 milhões. Estudo preparado pela NVCA (2005) sugere que essa concentração tenha aumentado ao longo do tempo. Entre os 476 membros da associação norte-americana de *venture capital* (NVCA), existem 62 organizações com mais de US\$ 1 bilhão sob gestão. Algumas destas organizações possuem fundos para investimentos globais com até US\$ 6,5 bilhões. Enquanto isso, outras 247 organizações possuem, individualmente, menos de US\$ 100 milhões em capital comprometido.

O capital da indústria de PE/VC tem inúmeras razões econômicas para se concentrar geograficamente e em poucas organizações gestoras. O que justifica a concentração regional é o fato do PE/VC ser uma atividade de relacionamento. Gestores tendem a localizar-se próximos uns aos outros, de seus fornecedores de serviços (advogados, consultores e empresas de auditoria) e de seus clientes (investidores). Procurarão regiões com oferta adequada de oportunidades de negócio para manterem-se próximos aos empreendedores. Isso tem por resultado a redução dos custos de originação, seleção e monitoramento de negócios. Por sua vez, a proximidade em relação a possíveis compradores das empresas do portfólio permitirá acompanhar as estratégias desses agentes, facilitando a realização de saídas (Ribeiro e Almeida, 2005). O fato de poucos gestores concentrem muitos recursos é efeito do ganho de escala e do importante papel que a reputação acumulada tem na atração de recursos para a realização de novos investimentos (Gompers e Lerner, 1998).

6.4 Quem são os responsáveis pela gestão do PE/VC?

O perfil do capital humano envolvido na atividade de PE/VC é elemento fundamental para análise da indústria. Estudos anteriores demonstraram que o perfil dos gestores determina o tipo de empresa que recebe os investimentos e o grau de envolvimento na atividade de monitoramento (BOTTAZZI et al, 2004; CORNELIUS, 2005). Surpreendentemente, poucos estudos analisam este aspecto tão relevante da atividade. Quem são esses gestores? Que tipo de experiência acumularam anteriormente? Que papel desempenham no monitoramento das empresas investidas? A seguir, estas perguntas são analisadas à luz dos resultados encontrados por Cornelius (2005) para os EUA e Bottazzi *et al* (2004) para a Europa.

Segundo a Tabela 20, as 65 organizações gestoras contam com 458 profissionais, sendo 215 gestores e 243 profissionais de apoio. Gestores são os profissionais com poder de decisão em pelo menos uma das etapas do processo de PE/VC (captação de recursos, originação de negócios, monitoramento e desinvestimento). Profissionais de apoio englobam analistas, *controllers*, estagiários e secretárias, que auxiliam os gestores na administração dos investimentos. Quase 90% das organizações brasileiras tem até cinco gestores. Nenhuma organização tem mais do que 8 gestores. Em média, existe pouco menos de um profissional de apoio para cada gestor da indústria. Esse número pode variar entre 0,25 (um profissional de apoio para cada quatro gestores) até 4,7 (14 profissionais para três gestores).

Dos 215 gestores, 60% são sócios das organizações em que trabalham. Desconsiderando-se as 20 organizações onde não existe a figura do sócio (organizações afiliadas a instituições financeiras ou ao governo e alguns *corporate ventures* e organizações internacionais), a incidência de sócios entre os gestores sobe para 77%. Sócios costumam ter a remuneração fortemente atrelada ao desempenho. Por isso, possuem comprometimento de longo-prazo com os investimentos que realizam.

Tabela 20 – Cargo dos Profissionais da Indústria

Distribuição dos profissionais da indústria segundo o cargo que ocupam.

Cargo	Número de Gestores	Porcentagem
Sócio-gestor	128	27,9
Gestor	87	19,0
Analista sênior ou superior	83	18,1
Analista júnior	52	11,4
Estagiário / Trainee	27	5,9
Outros	81	17,7
Total	458	100,0

Segundo Sahlman (1990), as 658 organizações gestoras existentes nos EUA ao final de 1988 empregavam 2.474 profissionais. Em média, cada organização tinha pouco menos de quatro profissionais. Portanto, cada uma das 65 organizações brasileiras conta com quase o dobro de profissionais (em média sete). Essa aparente intensidade na utilização de recursos desaparece quando se divide o capital comprometido pelo número de profissionais na indústria. O montante médio administrado por cada profissional varia pouco entre o Brasil e os EUA. Os valores encontrados foram de US\$ 11,1 milhões e US\$ 12,6 milhões, respectivamente (SAHLMAN, 1990). O autor também notou que o valor gerido por cada profissional aumentava conforme o montante de recursos sob gestão. Nas maiores organizações, cada profissional era responsável por US\$ 34 milhões. Isso sugere a existência de ganhos de escala.

Conforme os dados evidenciam, as organizações de PE/VC atuantes no Brasil são tão ou mais enxutas que as européias, onde 80% tinha entre um e cinco gestores. Pouco menos de 20% tinha seis a dez gestores. As demais tinham algo entre dez e 40 gestores. Cada gestor europeu conta com uma média de dois profissionais de apoio (o maior número encontrado foi 18,5) (BOTTAZZI *et al*, 2004).

A indústria de PE/VC apresenta um perfil demográfico jovem e masculino: 97% dos gestores são homens (das sete gestoras identificadas, apenas 3 são sócias). A Tabela 21 mostra que 54% dos gestores têm idade igual ou inferior 40 anos. Dificilmente um gestor tem mais de 60 anos de idade (apenas 6 casos).

Tabela 21 – Faixa Etária dos Gestores no Brasil

Distribuição dos gestores segundo a idade em dezembro de 2004. A maior e a menor idade encontradas foram de 76 anos e 25 anos, respectivamente.

Faixa Etária	Número de Gestores	Porcentagem Válida	Porcentagem Acumulada
x > 60	6	2,9	2,9
50 < x ≤ 60	32	15,6	18,5
40 < x ≤ 50	56	27,3	45,9
30 < x ≤ 40	80	39,0	84,9
x ≤ 30	31	15,1	100,0
não especificada	10	-	-
Total	215	100,0	100,0

O perfil etário encontrado para o Brasil é um pouco mais jovem do que aquele verificado para a Europa, onde pouquíssimos gestores têm menos de 30 anos e aproximadamente 5% possui mais de 60 anos. O mercado europeu acumulou mais experiência do que o mercado brasileiro.

A Tabela 22 mostra que os gestores de PE/VC são profissionais com elevado nível de educação. Aproximadamente 4% dos gestores são doutores. Os que possuem título de Mestre, MBA ou LLM³⁸ somam 58%. No total, mais de 76% fez alguma pós-graduação.

Tabela 22 – Escolaridade dos Gestores

Distribuição dos gestores segundo a maior titulação obtida. LLM, do latim *Legum Magister*, é o programa de Mestrado *lato sensu* em Direito, que se desenvolve em um ano de estudos (o LLM é no Direito o título equivalente ao MBA em Administração).

Escolaridade	Número de Gestores	Porcentagem Válida	Porcentagem Acumulada
Doutorado	8	3,8	3,8
Mestrado/MBA/LLM	123	57,7	61,5
Especialização	31	14,6	76,1
Superior completo	48	22,5	98,6
Sem nível superior	3	1,4	100,0
não especificada	2	-	-
Total	215	100,0	100,0

³⁸ LLM, do latim *Legum Magister*, é o programa de Mestrado *lato sensu* em Direito, que se desenvolve em um ano de estudos. O LL.M. é o diploma em Direito equivalente ao MBA na Administração.

O perfil educacional dos gestores da indústria brasileira de PE/VC é semelhante a de seus pares europeus. Bottazzi *et al* (2004, 2005) destacam que dois terços dos gestores na Europa possui nível de estudos em pós-graduação. A diferença fica por conta da maior incidência de Doutores naquele continente. Lá, os Ph.D. representam 16% contra apenas 3,8% aqui. Para gestores de PE/VC, ter o título de MBA é algo comum em todo o mundo. Europa, Austrália e Hong Kong possuem cerca de um terço de sés gestores com essa titulação (CORNELIUS, 2005). Apenas nos EUA que os *MBA*s chegam a representar metade da indústria.

No que se refere à experiência profissional anterior, a Tabela 23 mostra que grande parte dos gestores, 36%, é oriunda do setor financeiro. Por outro lado, executivos de empresas não-financeiras, que costumam ter experiência na elaboração e execução de estratégias empresariais (CEOs, empreendedores, consultores e *business angels*), representam mais da metade da amostra (53,5%). Apenas 11% dos gestores tem outras origens (membros do governo, acadêmicos ou advogados).

Tabela 23 – Experiência Profissional dos Gestores

Distribuição dos gestores segundo a experiência anterior que mais contribui para a atividade atual em PE/VC. Questão: *Qual o cargo ou profissão, ocupado anteriormente, que mais contribui para a atividade de PE/VC?*

Origem	Número de Gestores	Porcentagem Válida
Setor financeiro / Auditor	75	35,6
Indústria e consultoria	113	53,5
- CEO / Diretor do setor não-financeiro	45	21,3
- Consultor	39	18,5
- Empreendedor	27	12,8
- <i>Business Angel</i>	2	0,9
Outros	23	10,9
- Membro do governo	16	7,6
- Advogado	5	2,4
- Acadêmico	2	0,9
Não especificada	4	-
Total	215	100,0

Cornelius (2005) mostra que a predominância de profissionais com experiência no setor não-financeiro (indústria) varia de país para país. Este perfil predomina nos EUA. Na Europa, predominam os gestores oriundos do setor financeiro. Este é o perfil típico do novo gestor, entre os quais os *investment bankers* representam mais de 60% (BOTTAZZI *et al*, 2004). Conseqüentemente, o perfil profissional do gestor brasileiro se aproxima mais daquele verificado nos EUA.

Na indústria brasileira existem gestores com sólida experiência na atividade de PE/VC. Oito das 65 organizações possuem pelo menos um gestor com 20 ou mais anos de experiência.³⁹ Outras 25 organizações (38%) possuem pelo menos um gestor com 10 ou mais anos de experiência. Considerando gestores com pelo menos cinco anos de experiência, o número de organizações sobe para 49 (75%).

Tabela 24 – Tempo de Experiência dos Gestores na Indústria

Número de organizações que possuem pelo menos um gestor com tempo de experiência igual ou superior ao valor enunciado na primeira coluna. Alguns gestores contabilizaram a experiência acumulada fora do Brasil ou em atividades como as de investidor anjo (*angel investor*).

Tempo de experiência do gestor mais experiente (em anos)	Número de organizações	Comprometimentos (em US\$ bilhões)
$x \geq 20$	8 (12,3)	1,08 (21,3)
$x \geq 15$	19 (29,2)	1,90 (37,4)
$x \geq 10$	25 (38,5)	2,49 (49,0)
$x \geq 5$	49 (75,4)	4,70 (92,7)
$x \geq 0$	65 (100,0)	5,07 (100,0)

Em geral, a experiência dos gestores brasileiros é semelhante àquela que os gestores norte-americanos tinham em 1990, quando a indústria norte-americana já acumulava quatro décadas de existência. Segundo Sahlman (1990), 68% das organizações independentes, que eram as mais experientes, possuíam pelo menos um gestor com pelo menos cinco anos de experiência. Considerando organizações de todos os tipos, um terço possuía pelo menos um gestor com dez ou mais anos de experiência. As organizações com esse perfil detinham 60% do capital da indústria. No Brasil, essas organizações possuem apenas 49% do capital. Isso sugere que apesar da grande experiência, os gestores brasileiros ainda não tiveram a oportunidade de se diferenciar substancialmente com base na experiência adquirida.

³⁹ Por meio de entrevistas, verificou-se que alguns gestores acumularam experiência em PE/VC fora do Brasil e que outros haviam contabilizado os anos de experiência em atividades como as de investidor anjo (*angel investor*). Conseqüentemente, a experiência acumulada pelos gestores pode não estar diretamente correlacionada à entrada de organizações gestores no mercado brasileiro de PE/VC.

A comparação internacional dos dados de capital humano mostra que o Brasil possui gestores de PE/VC bem qualificados para realizar a atividade de PE/VC. Além de bem titulados, a maioria é oriunda do setor industrial ou de consultoria.

6.5 Que tipo de empresa é financiada por PE/VC?

Em dezembro de 2004, 77 dos 90 veículos de PE/VC existentes no Brasil possuíam 265 empresas distintas em portfólio (*empresas investidas*).⁴⁰ Os 13 veículos restantes ainda não haviam iniciado o ciclo de investimento. Como algumas investidas receberam o aporte de mais de um veículo de PE/VC, estas mesmas 265 empresas representam um total de 315 investimentos.⁴¹ Conforme a Tabela 25, 223 das 265 empresas contavam com recursos de apenas uma organização de PE/VC. As demais 45 tinham pelo menos dois co-investidores de PE/VC na estrutura acionária. Até cinco co-investidores podem estar em uma mesma empresa investida.

Tabela 25 – Investimentos em Portfólio

Distribuição dos investimentos que se encontravam no portfólio dos veículos de investimento em dezembro de 2004. Apenas 13 dos 90 veículos não possuíam empresas no portfólio em dezembro de 2004. Questão: *Indique o número de empresas do portfólio onde os investimentos foram feitos apenas por seu fundo e onde houve co-investimento com outros fundos de PE/VC.*

Tipo de investimento	Número de Investimentos	Porcentagem
Investimento independente	223	70,8
Co-investimento na qualidade de líder	42	13,3
Co-investimento na qualidade de não-líder	50	15,9
Total	315	100,0

Como a Tabela 25 evidencia, menos de 30% dos investimentos que estão no portfólio dos gestores são sindicalizados (92/315). Apenas 16% (42/265) das empresas em portfólio recebeu aporte de duas ou mais organizações diferentes. Na Europa, quase metade dos investimentos são feitos de forma sindicalizada⁴² (BOTTAZZI *et al*, 2004) e mais de dois terços das organizações gestoras já participou de co-investimentos. A comparação sugere que

⁴⁰ Para evitar dupla contagem, o questionário tratava de forma separada as empresas nas quais as organizações eram investidores independentes ou co-investidores líderes e aquelas onde os gestores eram co-investidores não-líderes.

⁴¹ O número de investimentos de cada veículo é o número de empresas nas quais o veículo aportou capital. Como existem empresas onde mais de uma organização gestora aportou recursos, o número agregado de empresas em portfólio é menor do que o número agregado de investimentos.

⁴² Investimentos sindicalizados são aqueles que envolvem duas ou mais organizações de PE/VC.

as organizações atuantes no Brasil cooperam pouco entre si. Este resultado é surpreendente quando se observa a forte concentração regional do setor e a existência de uma associação de classe bastante representativa. Este comportamento, pouco cooperativo, pode ser explicado por diversos fatores. O mais convincente é o nível de competição na identificação de bons projetos de investimento. Segundo a opinião reinante na indústria: "Não falta capital, faltam boas empresas e bons projetos que possam ser financiados por PE/VC". Em uma indústria de PE/VC nascente, como a brasileira, gestores que obtêm bons resultados conseguem aumentar a reputação (*track record*). Segundo Gompers e Lerner (1998), reputação é o fator fundamental na atração de capital para investimento futuro.

A Tabela 26 apresenta os setores da economia em que atuam as empresas do portfólio da indústria. O portfólio brasileiro se mostra bastante equilibrado entre setores intensivos em alta tecnologia e aqueles tradicionais. Entre os setores onde a tecnologia costuma ser intensiva, *informática e eletrônica* é, sem dúvida, o setor que mais atrai a atenção de PE/VC. São 91 empresas investidas (35% do total). Neste segmento, 70% atua no desenvolvimento de *software* (50 empresas) ou no processamento de dados para terceiros (*outsourcing*). Com 11% dos investimentos, *telecomunicações* é um setor de destaque. São 21 empresas atuando em serviços de telecomunicações (e.g. provedor de conexão Internet sem fio, operadora de telefonia celular). Outras sete empresas produzem equipamentos de telecomunicações. Ainda no setor de tecnologia, destacam-se as 10 empresas focadas em *biotecnologia*, em especial aquela focada nos problemas que acometem os seres humanos.

Os investimentos feitos em setores onde a tecnologia costuma ser pouco intensiva estão majoritariamente empregados nos setores de indústrias diversas (16%), que inclui tanto serviços (e.g. automação industrial) como produtos industriais (e.g. têxteis). Os demais setores são: transportes e logística (6%), varejo (6%), alimentos, (4%), serviços financeiros (4%), entretenimento e turismo (4%), construção civil e imóveis (3%), entre outros. Mesmo nos setores tradicionais, parte das empresas que recebem aporte de PE/VC costumam ser intensivas em inovação. Por exemplo: a empresa que utiliza a Internet para vender seus produtos e serviços com comodidade para o cliente e a empresa de transportes aéreos que revolucionou o setor.

Tabela 26 – Setores de Atuação das Empresas do Portfolio

Distribuição das empresas do portfolio agregado em dezembro de 2004 segundo o principal setor econômico de atuação. Para empresas que atuam em mais de um setor, foi considerado apenas o principal setor de atuação. Foram considerados apenas investimentos feitos de forma independente ou co-investimentos onde o gestor atuou como líder.

Setor Econômico de Atuação	N	%	Setor Econômico de Atuação	N	%
1.Informática e Eletrônica	91	34,6	6.Alimentos	10	3,8
1.1.Software	50		6.1.Alimentos	8	
1.2.Outsourcing de P&D	14		6.2.Fast-food e Franquias	2	
1.3.Internet	8		7.Biotecnologia	10	3,8
1.4.Máquinas e Equipamentos TI	7		7.1.Humana	7	
1.5.Serviços de Suporte TI	5		7.2.Vegetal	2	
1.6.Automação Comercial	2		7.3.Animal	1	
1.7.Integradora de Sistemas	1		8.Serviços Financeiros	10	3,8
1.8.Segurança Digital	1		8.1.Seguros	2	
1.9.Equipamentos Elétricos	1		8.2.Planos de Saúde Odontológico	1	
1.10.Equipamento de Segurança	1		8.3.Cartões de Crédito	1	
1.11.Varejo	1		8.4.Não-identificado	6	
2.Indústrias Diversas	41	15,6	10.Entretenimento/Turismo	8	3,0
2.1.Máquinas e Equipamentos	5		11.Medicina e Estética	8	3,0
2.2.Indústria de Base	4		11.1.Fármacos	3	
2.3.Automação Industrial	4		11.2.Produtos Médico-Hospitalares	2	
2.4.Têxteis	4		11.3.Franquias em Estética e Saúde	1	
2.5.Sistemas Industriais de Visão	2		11.4.Serviços Méd. e Laboratoriais	1	
2.6.Eletrodomésticos	2		11.5.Instrumentos Médicos	1	
2.7.Lavanderia Industrial	2		9.Construção Civil/Imóveis	7	2,7
2.8.Esterilização	1		9.1.Materiais para Construção	4	
2.9.Engenharia	1		9.2.Empreendimentos Imobiliários	2	
2.10.Móveis	1		9.3.Serviços Imobiliários	1	
2.11.Embalagens	1		12.Agronegócios	7	2,7
2.12.Tratamento de Água	1		12.1.Agricultura e pecuária	4	
2.13.Dist. de Materiais de Manut.	1		12.2.Máquinas e equipamentos	1	
2.14.Automotiva	1		12.3.Insumos	1	
2.15.Química	1		12.4.Reflorestamento	1	
3.Telecomunicações	28	10,6	13.Energia	7	2,7
3.1.Serviços	21		13.1.Distribuição	2	
3.2.Equipamentos	7		13.2.Produção	1	
3.3.Call center	1		13.3.Planejamento Energético	1	
4.Transporte, Logística e Dist.	16	6,1	14.Comunicação/Mídia	7	2,7
4.1.Logística Integrada	6		15.Incubadora/Holding	3	1,1
4.2.Aéreo	4		16.Educação	3	1,1
4.3.Ferroviário	3		17.Equipamentos de segurança	1	0,4
4.4.Terrestre	2		18.Leilão	1	0,4
4.5.Marítimo	1		19.Saneamento	1	0,4
5.Varejo	16	6,1	Não informado	2	-
Total				265	100,0

A indústria de PE/VC é reputada internacionalmente por sua forte atuação nos setores de alta tecnologia. Em 19 dos 29 países estudados pela OECD (2005) no período 1998-2002, mais de 40% dos investimentos era direcionado para *tecnologia da informação, telecomunicações e biotecnologia e saúde*. Irlanda, Canadá e Estados Unidos foram os primeiros colocados, todos com mais de 70% investidos nestes setores. Do lado oposto ficaram Espanha, Eslováquia, Portugal e Holanda, todos com apenas 20% a 25%. *Software* e *Biotecnologia* são os dois setores que receberam o maior número de investimentos no ano de 2004 para cinco dos seis países explorados por E&Y (2005): EUA, Alemanha, França, Suécia, Reino Unido e Israel. A exceção é Israel, onde *software* foi o primeiro colocado e instrumentos médicos ficou em segundo.

Na amostra de 1.331 empresas européias analisada por Bottazzi *et al* (2004), predominam os seguintes setores: *software e Internet* (30%), *biotecnologia e farmacêutico* (14%), *produtos industriais* (11%), *produtos médico-hospitalares* (8%) e *eletrônica* (7%). Reclassificando-as de acordo com o critério utilizado por Bottazzi *et al* (2004), verifica-se que dois dos cinco setores mais importantes para a Europa também o são para o Brasil: *software e Internet* (com 22% das empresas) e *produtos indústrias* (12,5%). Surpreende o fato que um país com vocação agrária e mão de obra relativamente capacitada para pesquisa e desenvolvimento, apenas sete empresas estejam no setor de *agronegócios* e só três atuem com *biotecnologia* vegetal ou animal. Com um mercado potencial de mais de 180 milhões de pessoas, também era de se esperar um número maior de empresas produzindo insumos e instrumentos médico-hospitalares. Por outro lado, faz sentido encontrar o setor de *telecomunicações e serviços industriais* em terceiro e quarto lugares, respectivamente. A penetração dos serviços de telecomunicações ainda é bastante baixa no Brasil e o tamanho do mercado é considerável. No caso de serviços industriais, as vantagens estão no tamanho e necessidade de modernização do parque industrial brasileiro, entre outras. Para negócios do setor de *serviços industriais*, o efeito certificador da presença de um investidor de PE/VC é valioso.⁴³

Pelos resultados apresentados em Lerner e Schoar (2005) para países em desenvolvimento, era de se esperar um grande número de investimentos realizados em setores tradicionais e de baixa tecnologia. Não se sabe se essa descrição se aplica aos valores investidos. Mas segundo

⁴³ Ver exemplo concreto no artigo: *EXAME: O empurrão que faltava*. São Paulo: Editora Abril, 20/10/2005.

os dados, não se pode dizer que o número de investimentos realizados negligencie o setor de tecnologia.

Segundo Sahlman (1990), a indústria norte-americana de PE/VC tendia a se especializar em setores da economia. No caso do Brasil, o grau de especialização parece ser menor. Os investimentos parecem bastante diversificados setorialmente. Na Europa, os três setores mais procurados pela indústria concentram 55% do número de investimentos. No Brasil, segundo a mesma classificação, esse valor é um pouco menor: 45% dos negócios.

As empresas que recebem investimentos de PE/VC também podem estar em diferentes estágios de desenvolvimento. Como ressalta Sahlman (1990), a atividade de PE/VC desenvolveu mecanismos de governança para lidar com riscos típicos dos investimentos em empresas com pouco histórico de atuação e pouca ou nenhuma garantia real. Em geral, são empresas em Entretanto, o custo de capital do PE/VC também pode se justificar para empresas em fases mais avançadas. Assim, financiamento de PE/VC cobre, desde a fase de concepção de um projeto empresarial (*seed capital*), até o momento que antecede uma possível entrada na bolsa de valores (*bridge finance*). Em casos mais raros, uma empresa cotada na bolsa de valores pode ser alvo de uma transação *public-to-private*, ou seja, o investimento é feito para aquisição de totalidade das ações negociadas, com vistas a retirar a empresa do pregão.

A Tabela 27 apresenta a distribuição das empresas investidas segundo o estágio em que se encontravam no momento em que receberam o primeiro aporte de PE/VC. Das 265 empresas, 37% encontravam-se em fase de expansão (*expansion*). 27% estava em fase de estruturação inicial do negócio (*start-up*). As demais 16% já estava em estágio avançado de seu desenvolvimento.

Tabela 27 – Estágio das Empresas do Portfolio

Distribuição das empresas do portfolio agregado em dezembro de 2004 segundo o estágio em que se encontravam quando receberam o primeiro aporte de capital. Os estágios significam: *Seed capital*: Pequeno aporte, feito em fase pré-operacional, para desenvolvimento de uma idéia de um projeto ou ainda para testes de mercado ou registro de patentes. *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. Nesta fase a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para se colocar em prática o plano de negócios. *Expansão*: Aporte de capital, em geral de giro, para a expansão de empresa que já vende seus produtos/serviços comercialmente. O aporte também pode ser destinado à expansão da planta, da rede de distribuição ou ainda para ser investido em comunicação e marketing. *Later stage*: Neste estágio, a empresa já atingiu uma taxa de crescimento relativamente estável e já apresenta fluxo de caixa positivo. *Acquisition Finance*: Aporte de capital para que a empresa adquira uma terceira companhia. Inclui-se nesta categoria o financiamento do tipo mezanino, que utiliza uma combinação de dívida e empréstimo. *Management buyout/in*: Aporte para que uma equipe de gestores, da própria empresa ou externos, adquira o controle. *Bridge finance*: Aporte feito quando a empresa planeja uma introdução em bolsa de valores em prazo de até um ano. Também pode envolver a reestruturação de posições acionárias de grandes acionistas. *Turnaround*: Financiamento para empresa com dificuldade operacional e/ou financeira.

Estágio	Número de Empresas	Porcentagem
Capital semente (<i>Seed capital</i>)	36	13,7
Estruturação inicial (<i>Start-Up</i>)	72	27,4
Expansão (<i>Expansion</i>)*	98	37,3
Estágio avançado (<i>Later stage</i>)	42	16,0
Financiamento para aquisição (<i>Acquisition finance</i>)	5	1,9
Tomada de controle pelos executivos (<i>Management buyout/in</i>)	3	1,1
Capital pré-emissão (<i>Bridge finance</i>)	1	0,4
Recuperação empresarial (<i>Turnaround</i>)	6	2,3
não identificado	2	-
Total	265	100,0

*inclui 2 investimentos do tipo mezanino

Em linha com as constantes dificuldades de entrada no mercado acionário, apenas 1 empresa havia recebido o chamado *bridge finance*. De acordo com o elevado custo de capital e a dificuldade de acesso ao crédito, apenas três empresas haviam sido alvo de *Management buyout* (MBO). Originalmente, o MBO envolve o investimento alavancado para que gestores adquiram uma empresa que está em situação de desempenho inferior ao esperado.

Segundo Bottazzi *et al* (2004), 42% das empresas européias financiadas por PE/VC haviam recebido aporte em fase *start-up*, enquanto as demais estavam em fase *expansion* (39%) ou *seed capital* (17%). Como se pode observar, os investimentos realizados no Brasil tendem a se concentrar em estágios um pouco mais avançados do que na Europa. Tanto aqui como lá, o número de *bridge financings* é desprezível. Apenas 2% das empresas européias estavam nesta fase que antecede a entrada no mercado acionário. Apesar das diferenças com a Europa, o perfil dos investimentos brasileiros está mais próximo daqueles realizados nesta região do que os realizados nos EUA. Em levantamento feito junto a seus associados, a NVCA (2005)

verificou que *start-up* ocuparia a primeira posição com 31%, seguida de *expansion* (24%), *seed* (20,5%), *later stage* (13%), *aquisition finance* (6,7%) e *mezzanine* (5,4). Vale lembrar que, em 2004, existiam apenas três empresas (1%) com investimentos que podiam ser classificados como *mezzanine*, pois haviam sido feitos por organização especializada neste tipo de investimento.

6.6 Como são feitos os desinvestimentos?

A Tabela 28 apresenta o histórico de saídas realizadas pelas organizações gestoras. O baixo número de saídas realizadas em 1999 sugere que poucos investimentos haviam maturado. Naquele ano, a moeda nacional sofreu forte desvalorização frente ao dólar, o que pode ter refreado ainda mais a atividade de saída. As sete saídas realizadas foram divididas quase que igualmente entre vendas estratégicas (4) e recompra por parte dos empreendedores (3). Apesar do baixo número de saídas, o valor obtido foi significativo: US\$ 203 milhões, equivalente a US\$ 25,4 milhões por transação.

Em 2000, o mercado internacional de alta tecnologia vivenciou momentos de alta expectativa. Com isso, a indústria foi capaz de realizar 37 saídas, sendo 13 vendas estratégicas e 16 transações secundárias. O valor obtido com essas saídas foi de US\$ 282 milhões, o maior valor de desinvestimentos da indústria para o período estudado. Com isso, o valor médio das saídas foi relativamente elevado: US\$ 8,5 milhões. Entretanto, a janela de oportunidade durou pouco. Com a mudança da percepção de investidores em relação às empresas de alta tecnologia e Internet, muitos gestores viram que parcela significativa de seus portfólios não traria os retornos esperados. Assim, de 2001 a 2002 a indústria empreendeu uma espécie de *limpeza* do portfólio. Ao todo, 35 investimentos foram liquidados e mais de 10 foram revendidos aos empreendedores. Evidências empíricas mostram que muitas operações de revenda de participação aos empreendedores são meros substitutos de uma liquidação (*write-off*). É o caso da empresa que continua economicamente viável, mas não possui mais as perspectivas de crescimento que justificaram o investimento de PE/VC inicialmente. Segundo Ruhnka *et al* (1992), são *mortas-vivas*. Aparentemente, este fato está refletido no valor médio das saídas, de apenas US\$ 2,9 milhão.

Em contraste com o período de 2001 a 2003, 2004 foi um ano extremamente positivo para o setor. Pela primeira vez em seis anos, o mecanismo de IPO foi utilizado. As cinco empresas que tiveram suas ações inseridas na BOVESPA contavam com recursos de nove organizações gestoras. Os IPOs representaram 29% das transações da saída naquele ano. Além dos IPOs bem sucedidos, o setor realizou 15 vendas estratégicas. É o maior número de saídas por este mecanismo dos últimos seis anos. Juntos, IPOs e vendas estratégicas representaram mais de 77% do número de saídas. Isto evidencia a chegada da indústria ao final de seu primeiro ciclo completo. Também mostra a capacidade de se realizar saídas de PE/VC no mercado acionário.

Tabela 28 – Saídas

Número de desinvestimentos realizados anualmente segundo o mecanismo utilizado. Entende-se por saída total a venda da totalidade da participação detida pelos fundos geridos pela organização de PE/VC, bem como uma liquidação total dos ativos da empresa do portfólio. Caso a saída tenha ocorrido através de várias saídas parciais, apenas a última transação foi considerada como uma saída total, exceto no caso de IPO, pois a entrada no mercado configura o *evento de liquidez*. Os mecanismos de saída são: IPO: *Initial Public Offering* ou emissão pública inicial. *Trade-sale* ou venda estratégica é a venda de totalidade da participação para um comprador estratégico. Em geral, um grupo industrial interessado em integrar a empresa verticalmente ou horizontalmente. *Secondary-sale* é a venda para outro investidor temporário. *Buyback* é a recompra de participação por parte do empresário ou empreendedor. *Write-off/down* é a liquidação total dos ativos, significando a descontinuação das operações. Saídas parciais inclui *Secondary-sales*, *Buybacks* e Amortização de dívidas conversíveis. Desinvestimento médio é calculado dividindo-se o valor levantado anualmente pelo número de saídas totais e parciais, exceto *write-offs/down*, nas quais o valor obtido costuma ser irrisório.

Mecanismo de Saída	Ano					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Saídas Totais						
IPO	-	-	-	-	-	9
	-	-	-	-	-	(29,0)
Trade-sale	4	13	8	6	6	15
	(57,1)	(39,4)	(21,6)	(24,0)	(27,3)	(48,4)
Secondary-sale	-	16	1	1	4	2
	-	(48,5)	(27,0)	(4,0)	(18,2)	(6,5)
Buyback	3	1	8	3	9	8
	(42,9)	(3,0)	(21,6)	(12,0)	(40,9)	(25,8)
Write-off/down	-	3	20	15	3	4
	-	(9,1)	(54,1)	(60,0)	(13,6)	(12,9)
Total	7	33	37	25	22	31
Saídas Parciais						
Total	1	3	6	5	2	4
Capital Desinvestido por meio de Saídas (em milhões de US)						
Desinvestimento Médio	25,4	8,5	2,8	2,7	2,5	6,9
Total	203	282	65	41	52	261

Gestores de PE/VC norte-americanos costumam utilizar IPOs com mais frequência do que *trade-sales*. Por sua vez, a indústria europeia tem 30% de suas saídas realizadas por venda estratégica. Apenas 5% são vendidas no mercado acionário. Como a Tabela 28 evidencia,

mesmo em um ano favorável para a realização de IPOs no Brasil, 48% das saídas foram realizadas por venda estratégica. Isso aproxima o Brasil mais da realidade europeia do que da norte-americana.

6.7 Quem investe em PE/VC no Brasil?

Dadas as características de baixa liquidez, elevado risco e alta expectativa de retorno, os veículos de PE/VC são especialmente atrativos para investidores com elevado nível de riqueza e horizontes longos de investimento, tais como pessoas físicas abastadas, fundos de pensão, seguradoras, *trusts*, *endowments*, etc. Dado o impacto econômico-social da atividade de PE/VC em termos da criação de empresas, geração de empregos e promoção da inovação, é comum encontrar agências multilaterais e governos (por meio de bancos de desenvolvimento, empresas públicas e autarquias) entre os investidores deste setor.

A Tabela 29 descreve a origem dos recursos comprometidos na indústria segundo a natureza do investidor. Como alguns dos gestores estavam impedidos, por contrato, de divulgar informações sobre seus investidores, só foi possível identificar a categoria do investidor para 79% dos US\$ 5,07 bilhões comprometidos na indústria. Do montante não declarado, pouco mais de 90% tem origem exterior.

No Brasil, fundos de pensão são os principais investidores, com 17% dos recursos. Entre eles, os fundos de pensão nacionais têm papel importante, contribuindo com 78% dos recursos investidos por esta categoria. Isso representa US\$ 535 milhões, o que os torna o grupo de investidores mais relevantes para o setor. A segunda grande fonte de recursos são os grupos empresariais, com 16% do capital. Mais uma vez, o capital nacional é predominante (53%). Recursos de tesouraria de bancos, principalmente dos bancos de investimento internacionais, representam 10% do capital. Em seguida vêm os fundos de investimento, entre os quais os *fundos de fundos* internacionais são os mais importantes (9%). Os demais investidores, em ordem de importância, são: *Trusts* e *endowments*, (9% do capital), pessoas físicas externas às organizações (8%) e outras organizações gestoras de PE/VC (7% do capital). Seguradoras, que são instituições financeiras com funcionamento semelhante a de um fundo de pensão, representam 7% do capital. Em geral são investidores internacionais. O governo, através de Finep, BNDES, SEBRAE, Banco do Nordeste etc., fomenta o setor com US\$ 255 milhões

investidos em cerca de 30 veículos de investimentos. Papel semelhante tem as organizações multilaterais, que trouxeram pouco mais de US\$ 131 milhões para o setor. Cerca de 20 veículos de investimento contam com a certificação implícita que o aporte feito por estas instituições traz.

A Tabela 29 também permite observar o percentual de recursos aplicado pelos gestores. Segundo Sahlman (1990), gestores de PE/VC costumam investir recursos pessoais para sinalizar alinhamento de interesse com seus investidores e para fazerem jus a certos benefícios fiscais concedidos pelo governo norte-americano. Em geral, contribuem 1% dos recursos do veículo. Em levantamento realizado nos EUA em 1987, 61% dos gestores reportou participação própria de exatamente 1%. No Brasil, onde a indústria ainda é relativamente jovem e os gestores não tiveram tempo suficiente para se distinguirem de seus competidores, o montante investido pelos sócios-gestores chega a 5%, superando o aporte das instituições multilaterais. Entretanto, esta média oculta o fato de que existem sete veículos nos quais apenas os sócios são investidores. Existem outros 51 veículos onde os sócios não aportam recursos (em alguns casos não existe a figura do sócio). Nos 27 casos onde existem investidores externos e sócios aportando recursos simultaneamente, o montante comprometido pelos sócios é de mais de 14,5%.

Tabela 29 – Investidores

Distribuição do capital comprometido ao final de 2004 segundo a classe de investidor. Valores reportados em Reais foram convertidos em Dólares usando a cotação média anual, tal como publicado pelo Banco Mundial. *Instituições multilaterais* considera instituições governamentais estrangeiras. ONGs significa Organizações Não-Governamentais.

Classe	Comprometimentos (em US\$ milhões)	Porcentagem Válida	Origem Internacional (%)
Fundos de pensão	686	17,2	24
Empresas privadas	634	15,9	43
Bancos	413	10,3	78
Fundos de investimento	362	9,1	94
Trusts e endowments	353	8,9	100
Pessoas físicas externas à organização	334	8,4	82
Outras organizações de PE/VC	291	7,3	96
Seguradoras	290	7,3	99
Governo e empresas públicas	255	6,4	0
Sócios da organização gestora	198	4,9	48
Instituições multilaterais	131	3,3	100
ONGs	41	1,0	100
Sem informação	1.080	0	91
Total	5.068	100,0	70

Segundo Sahlman (1990), os principais investidores da indústria norte-americana de PE/VC eram os fundos de pensão, junto com seguradoras e *endowment funds*. Detinham 64% do capital. Pessoas físicas contribuíam com apenas 12%. Passados 15 anos, Megginson (2004) mostrou que os fundos de pensão, junto com as fundações e os *endowments*, continuam com participação semelhante na indústria. Pessoas físicas e empresas vêm empatados com algo entre 10% a 25%. Segundo o mesmo autor, a indústria européia tinha mais da metade dos recursos oriundos de bancos, seguradoras e agências de governo. Dos 27,5 bilhões de Euros levantados em 2002, fundos de pensão representavam apenas 16,3%. O governo detinha 11% e pessoas físicas 6%. Comparado a esses mercados, o perfil dos investidores de PE/VC no Brasil apresenta diferenças. Como nos EUA, fundos de pensão são os principais investidores. Entretanto, ainda contribuem com muito menos que os fundos de pensão nos EUA.⁴⁴ Semelhante à Europa, grupos industriais são importantes investidores. Diferentemente dos EUA e da Europa, a categoria de fundos de investimento têm contribuição importante, com 9%. Outro traço relevante dos EUA é que, em 1999, aproximadamente 20% dos recursos investidos provinha do exterior (MEGGINSON, 2004). No Brasil, 70% dos recursos tem origem estrangeira.

6.8 Qual a estrutura legal utilizada?

A Tabela 30 agrupa os veículos atuantes no Brasil de acordo com a regulamentação sob a qual estão constituídos. Nota-se que a estrutura usualmente utilizada é a *Limited Partnership* (LP). Dos 90 veículos de investimento pesquisados, 29 (32%) são LPs. Congregam 68% de todo o capital comprometido para o Brasil. As empresas de participação (*holdings*), embora relativamente numerosas, concentram menos de 10% do capital. Das 20 *holdings* existentes, duas são listadas em bolsa de valores.⁴⁵ Por sua vez, os fundos constituídos sob instruções da CVM são as estruturas mais freqüentes: 37 veículos, totalizando US\$ 0,78 bilhões (15% do total comprometido na indústria). Entre os fundos regidos pela CVM estão 21 FMIEEs, com comprometimentos de US\$ 170 milhões (3% do capital); seis veículos instituídos sob a Instrução CVM 409, com comprometimentos de US\$ 200 milhões (4% do capital); e dez

⁴⁴ Com base em evidência internacional, Furtado e Lopes (2005) sugerem que os fundos de pensão nacionais deveriam investir maior parcela de seus portfólios em ativos de PE/VC. Espera-se aumento gradativo com a maturação da indústria e a queda dos juros.

⁴⁵ Bradespar e Ideiasnet.

FIPs, com comprometimentos de US\$ 410 milhões (8,2% do capital). Dos fundos CVM, dois são listados em bolsa de valores.⁴⁶ Vale destacar que a CVM 391 foi instituída em 2003. Portanto, é impressionante que tenha atraído tanto recurso em tão pouco tempo. Pelo que se observa, a tendência é que os FIPs venham a ocupar o lugar das LPs como estrutura de preferência para os investimentos em PE/VC no Brasil.

Tabela 30 – Regulamentação dos Veículos de Investimento

Distribuição dos veículos de investimento segundo a regulamentação utilizada e o tipo de afiliação. Valores entre parênteses representam o percentual em relação ao total. Valores reportados em Reais foram convertidos em Dólares usando a cotação média anual, tal como publicado pelo Banco Mundial. Fundos instituídos pela instrução 302 da CVM foram considerados como se já tivessem migrado para a instrução CVM 409, tendo em vista o prazo de 31/12/2004 estabelecido pelo órgão regulador. Dos quatro *corporate ventures* atuantes no Brasil, um utiliza a estrutura de holding e outro constitui-se como LP. Os demais trabalham com alocação orçamentária das organizações-mãe.

Estrutura legal	Número de veículos	Comprometimentos (em US\$ bilhões)
<i>Limited Partnership</i>	29 (32,2)	3,45 (68,2)
CVM 209 (FMIEE)	21 (23,3)	0,17 (3,3)
CVM 391 e 406 (FIP)	10 (11,1)	0,41 (8,2)
CVM 409	6 (6,7)	0,20 (3,9)
Empresa de participações (holding)	20 (20,6)	0,52 (9,4)
Alocação orçamentária de grupo industrial (corporate venture)	2 (2,2)	0,31 (6,1)
Outros	2 (2,2)	0,01 (0,1)
Total	90 (100,0)	5,07 (100,0)

A maior parte dos veículos de PE/VC norte-americanos estabelece-se como *Limited Partnership* (LP), sob os auspícios do *Uniform Limited Partnership Act* (ULPA). Em 2002, as LPs agrupavam 75% do capital comprometido na indústria (MEGGINSON, 2004). Em 1989, as LPs já eram responsáveis por dois terços do capital (SAHLMAN, 1990). O restante era gerido por empresas de participações, cotadas ou não em bolsa de valores (9%); departamentos de grupos industriais ou financeiros (14%); e *Small Business Investment Companies* (SBICs), com 8% dos recursos. As SBICs contavam com dívida garantida pelo governo para realização de seus investimentos. Enquanto os dados sugerem que os EUA

⁴⁶ Estes são os fundos *IP.com*, constituído como um CVM 209 e o *Bradesco Templeton de Valor e Liquidez*, instituído como um CVM 409.

teriam uma incidência maior de divisões de grupos industriais ou financeiros, essa diferença não pode ser considerada significativa. As divisões de instituições financeiras (*captives*) atuantes no Brasil costumam fazer uso das demais regulamentações existentes (e.g. LP).

Tendo em vista a relevância da regulamentação de *Limited Partnership* para a indústria de PE/VC no Brasil e nos EUA, torna-se necessário descrever a estrutura de uma LP e compará-la com as estruturas adotadas instituídas pela CVM para a realização de investimentos em PE/VC no Brasil.

A *Uniform Limited Partnership Act* de 1916 (ULPA) é a normativa que criou a estrutura de uma LP. Tendo em vista que a primeira organização de PE/VC, a *American Research and Development*⁴⁷, data de 1946, essa estrutura legal é mais antiga do que a própria indústria. Desde que foi instituída, a regulamentação de LPs já passou por uma série de revisões. A primeira data de 1976. Em 1985, emendas incorporaram o que havia de melhor nos atos aprovados individualmente por cada estado norte-americano. Em 2001, nova revisão foi efetuada e a regulamentação passou a ser independente de demais atos. Para isso, incorporou trechos de sua versão anterior e outros da *Uniform Limited Liability Company Act* (ULLCA). Desde 2001, a nova versão da ULPA já foi aprovada por 6 estados norte-americanos, entre eles Delaware, onde muitos veículos acabam sendo estabelecidos para fazerem jus às vantagens fiscais e simplicidade burocrática. Encontra-se em vias de aprovação por outros 5 estados. As modificações tiveram intuito primário de esclarecer certos dispositivos (e.g. emendas de 1985), modernizar a regulamentação (e.g. revisão de 1976) e conceder aos *General Partners* a proteção da responsabilidade limitada (e.g. revisão de 2001). Portanto, os princípios básicos permanecem mais ou menos inalterados.

A estrutura de LP compreende pelo menos duas partes, o(s) gestor(es) (*General Partner*) e o(s) investidor(es) (*Limited Partner*). O *Limited Partner* (LP)⁴⁸ fornece os recursos necessários à formação do fundo. Tais recursos são protegidos pela cláusula de responsabilidade limitada. Ou seja, o investidor não corre o risco de perder mais do que o capital investido no veículo. Para garantir esse direito, os LPs só precisam seguir uma regra: manterem-se afastados da gestão cotidiana do veículo. Desde a revisão de 2001 essa proteção

⁴⁷ No início, a ARD se estruturou como uma empresa de participações.

⁴⁸ A sigla LP será usada tanto para denominar *limited partnership* quanto *limited partner*. A distinção é evidente pelo gênero do substantivo (feminino para *limited partnership* e masculino para *limited partner*).

é garantida mesmo com envolvimento do LP na gestão do veículo. Entretanto, aquele com a obrigação fiduciária pela gestão é o *General Partner* (GP).

Sob a nova regulamentação, qualquer *partner* (seja ele GP ou LP), sob qualquer pretexto, tem direito à informação e aos livros, dado o aviso prévio de dez dias. O regulamento também lista uma série de informações que deve ser disponibilizada voluntariamente pelos GPs e pelos LPs. Entretanto, o regulamento pode estabelecer restrições ao acesso e ao uso dessas informações. Por exemplo, divulgar a identidade dos LPs é passível de ser restrita pelo regulamento. GPs também são proibidos de competir com os negócios da parceria. Para os LPs, existem restrições ao resgate e à transferência de cotas.

Como se pode observar, a regulamentação norte-americana para a atividade de PE/VC impõe poucas restrições. Deixa a maior parte dos termos em aberto para que LPs e GPs as estabeleçam de comum acordo. A flexibilidade fica ainda mais evidente quando se compara uma LP à estrutura de uma *corporation*, na qual gestores, conselho de administração e acionistas têm papéis bem delimitados. Além desta flexibilidade contratual, as LPs também contam com tributação mais adequada à realidade dos investimentos em PE/VC. Ganhos são tributados apenas no final do prazo, conforme o resultado final obtido pelo veículo. Quando recebem os recursos de volta, cada investidor paga a alíquota à qual está sujeito. Este mecanismo é extremamente benéfico aos investidores isentos de impostos de renda, tais como os fundos de pensão. Por razões como essa, a LP acabou se tornando a estrutura legal de preferência da indústria de PE/VC. Foi implantada nos sistemas jurídicos de países tais como Canadá, Chile⁴⁹ e paraísos fiscais como Bermuda, Panamá e as Ilhas Cayman. Entretanto, tal estrutura não está prevista na legislação brasileira.

Como mencionado, um dos grandes benefícios da LP para a indústria de PE/VC é o fato a mesma estar isenta de imposto sobre a renda. Os impostos só são auferidos e cobrados dos *Limited Partners*. Caso a distribuição de ganhos seja feita na forma de títulos mobiliários (ver Gompers e Lerner, 1999), o investidor só arca com o eventual imposto quando de sua alienação ou liquidação. Mas para fazerem jus aos benefícios fiscais do governo norte-americano, LPs precisam estar configuradas da seguinte forma:

⁴⁹ No Chile, a *sociedad en comandita* é similar à estrutura legal de um *Limited Partnership*.

1. Duração pré-determinada e contratada;
2. Restrição na revenda de cotas;
3. Proibido o resgate de cotas antes do término do prazo de duração;
4. *Limited Partners* devem manter distância da gestão cotidiana do fundo.

Como a figura jurídica da LP não é reconhecida pela legislação brasileira, a totalidade das LPs atuantes no Brasil tem sede fora do país, sendo 12 nas Ilhas Cayman, 9 nos Estados Unidos (em geral no estado de Delaware) e 7 em outros locais (e.g. Ontário no Canadá), representando aproximadamente 77%, 9% e 10% do capital comprometido em LPs, respectivamente.

Até 1994 as empresas *holdings* eram estruturas bastante utilizados para a realização de investimentos de PE/VC no Brasil (Gráfico 2). Como veículos de PE/VC, as *holdings* apresentam algumas deficiências relativas a tratamento fiscal dos ganhos de capital, duração ilimitada e restrições à entrada de recursos estrangeiros.

Buscando implementar uma estrutura mais adequada para os investimentos de PE/VC no Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade reguladora do mercado de capitais, instituiu os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), regulados pela Instrução CVM 209/1994⁵⁰. Funcionam sob a forma de condomínios fechados. Alguns dos elementos que tornam as *holdings* deficientes como veículos de PE/VC não estão presentes nos fundos FMIEE. As restrições quanto à entrada de recursos internacionais é relaxada, o tratamento fiscal dos ganhos e perdas é mais adequado, a duração é limitada e existe previsão para cobrança de taxas de administração e de performance. A seguir, as disposições da Instrução CVM 209 são agrupadas segundo seu efeito na estrutura, ciclo de investimentos e remuneração da atividade de PE/VC:

Estrutura: (i) o prazo do FMIEE é limitado a 10 anos, podendo ser prorrogado por uma única vez, por mais 5 anos, mediante voto de 2/3 das cotas; (ii) diferentemente do que ocorre com as *limited partnerships* nos EUA, as cotas das FMIEE, depois de integralizadas, poderão ser admitidas à negociação no mercado de bolsas ou de balcão, mediante aprovação da CVM; (iii) para selecionar apenas investidores qualificados, a Instrução dispõe que cada investidores

⁵⁰A Instrução CVM 209 foi posteriormente alterada pelas instruções CVM 225/94, 236/96, 253/96, 363/2002 e 368/2002.

deverá comprometer um mínimo de R\$ 400 mil. Alternativamente, o número de investidores deverá se restringir a 35; (iv) o administrador pode renunciar à administração do fundo com aviso prévio de 60 dias; (v) 5% das cotas chama assembleia extraordinária; (vi) o investidor tem o direito à informação.

Ciclo de Investimentos: (i) Pelo menos 75% dos recursos deverá ser investido em valores mobiliários (ações, debêntures ou bônus de subscrição), emitidos por empresas emergentes; (ii) apenas empresas nacionais podem receber os aportes; (iii) empresas devem apresentar receita anual inferior a R\$ 100 milhões no momento do primeiro aporte, (iv) é vedado o investimento em empresa integrante de grupo econômico que tenha patrimônio líquido consolidado igual ou superior a R\$ 200 milhões; (v) é vedado o investimento em empresas que possuam em seus quadros societário ou de administração, gestores do próprio fundo, ou parentes destes, com participação superior a 10% do capital social; (vi) o fundo não pode se alavancar; (vii) os títulos das empresas devem ser colocados sob custódia de instituições financeiras.

Remuneração: (i) cobranças de taxas e despesas, bem como prazos, não poderão ser diferenciados de cotista para cotista; (ii) despesas do fundo são repassadas ao investidor; (iii) mediante aprovação de maioria absoluta dos cotistas, a remuneração do gestor (fixa e variável) pode ser alterada;

Em 2003, a CVM instituiu uma nova figura jurídica: os *Fundos de Investimento em Participações* (FIP), regulados pela Instrução CVM 391/2003⁵¹. Como diferencial em relação aos FMIEEs, os FIPs são mais flexíveis e trazem disposições importantes quanto à governança corporativa do fundo e das empresas investidas. A seguir, o regulamento do FIP é discutido em termos de seu impacto na estrutura, ciclo de investimento e remuneração da atividade de PE/VC:

Estrutura: (i) em relação aos FMIEEs os FIPs relaxam diversas restrições, dando maior liberdade para que investidores e gestores definam as políticas de investimento, governança e duração contratualmente; (ii) eliminam atrasos burocráticos de registro junto à CVM, tornando o processo automático; (iii) impõe um modelo de governança para o fundo,

⁵¹ Esta instrução foi posteriormente complementada pela Instrução CVM 406.

composto de conselho consultivo e comitês de investimento e técnico; (iv) há a preocupação no sentido de que possíveis situações de conflito de interesses sejam identificados de antemão; (v) obriga maior transparência de informação para os cotistas; (vi) requer que as regras contábeis de avaliação de investimentos e de cotas sejam estabelecidas no regulamento; (vii) diferentemente dos FMIEEs, o investidor que se qualifica ao FIP pode investir a partir de R\$100 mil; (viii) o gestor fica responsabilizado por prejuízos oriundos de dolo, culpa e violação de leis; (ix) negociação de cotas em bolsa é permitida desde que os investidores compradores sejam investidores qualificados.

Ciclo de Investimento: Os FIPs: (i) exigem que o regulamento disponha sobre os processos decisórios de investimento e desinvestimento; (ii) diferente dos FMIEEs, não impõe limite ao tamanho da empresa investida ou ao fato da mesma ser cotada em bolsa de valores; (iii) dispõe sobre a participação dos gestores na administração e na governança corporativa das empresas investidas. Assim, os gestores dos FIPs precisam demonstrar a capacidade de indicar membros do conselho, participar de bloco de controle, com ou sem acordo de acionistas, ou realizar ajustes e procedimentos que garantam sua efetiva influência sobre as empresas investidas; (iv) as empresas investidas não podem emitir partes beneficiárias ou manter estas partes em circulação; (v) mandato do conselho deve ser unificado e de um ano; (vi) todo contrato com parte relacionada deve ficar disponível, bem como acordos de acionistas e programas de remuneração por opções e ações; (vii) a empresa investida deve aderir a câmara de arbitragem; (viii) se levada ao mercado acionário, a empresa deve aderir a um dos segmento diferenciados de governança corporativa; (ix) a auditoria deve ser feita por empresa de auditoria independente, registrada na CVM; (x) o fundo não pode se alavancar, a não ser que tenha como um de seus cotistas instituição multilateral ou banco de desenvolvimento (Instrução CVM 406).

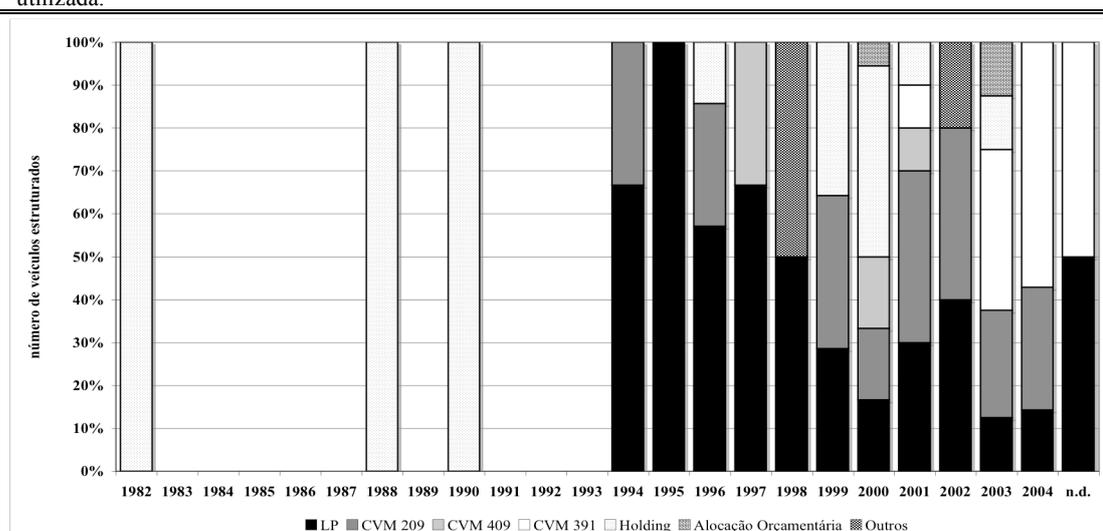
Remuneração: Para amortização das cotas, o gestor pode utilizar-se de bens e direitos. Ou seja, pode distribuir títulos das empresas sem que haja necessidade de liquidação do ativo.

A existência de veículos regidos pela CVM é particularmente importante devido à necessidade de se proteger os recursos dos fundos de pensão. Segundo as resoluções 2.829 e 3.000 do Banco Central, fundos de pensão só podem investir em veículos de PE/VC por meio dos veículos especificamente desenhados pela CVM para investimentos em PE/VC.

O Gráfico 2 apresenta o histórico de lançamento de veículos de investimentos e revela a estrutura legal utilizada. Como se pode observar, as *holdings* eram bastante comuns até 1994. De 1994 até 1998, as LPs passaram a representar mais de metade dos veículos lançados anualmente. A partir de 1999, o uso das instruções CVM passou a ser constante. Em especial, destaca-se o uso da CVM 391 em mais de metade dos veículos estabelecidos de 2003 em diante.

Gráfico 2 – Evolução da Estrutura Legal

Distribuição dos veículos de investimento atuantes no Brasil segundo o ano de lançamento e a estrutura legal utilizada.



A Tabela 31 mostra a distribuição dos veículos de investimento de acordo com o país em que o veículo foi constituído. Observa-se que na realidade, as Ilhas Cayman é a sede de 13 veículos (12 LPs e uma *holding*) que representam nada menos que 52% de todo o capital comprometido para o país.⁵²

Existem 56 veículos constituídos no Brasil (62% dos veículos), correspondendo a 32% do capital comprometido. O tamanho médio dos veículos estabelecidos nas Ilhas Cayman é de US\$ 204 milhões. Este valor é bastante grande se comparado ao tamanho médio dos veículos estruturados no Brasil: US\$ 38 milhões.

⁵² Alguns paraísos fiscais têm sido utilizados por gestores de PE/VC devido às vantagens tributárias (no caso de Cayman este benefício é garantido por pelo menos 30 anos), simplicidade dos processos burocráticos, nível de confidencialidade garantido por lei e ambiente judiciário favorável à solução de eventuais conflitos que envolvam o veículo (no caso de Cayman, o sistema jurídico é originário do *common law* e o poder judiciário é considerado eficiente, principalmente em disputas inerentes ao mercado financeiro). O estado norte-americano de Delaware, bem como a província de Ontário no Canadá, apresentam benefícios semelhantes para a estruturação de LPs.

Tabela 31 – País de Constituição dos Veículos

Distribuição dos veículos de investimento segundo o país utilizado como base fiscal para as operações do veículo. Valores entre parênteses representam o percentual em relação ao total. Valores reportados em Reais foram convertidos em dólares usando a cotação média anual, tal como publicado pelo Banco Mundial.

País de constituição	Número de veículos	Comprometimentos (em US\$ bilhões)
Ilhas Cayman	13 (14,4)	2,65 (52,3)
Estados Unidos	9 (10,0)	0,34 (6,7)
Brasil	56 (62,3)	1,60 (31,6)
Demais países	8 (8,9)	0,36 (7,1)
não especificado	4 (4,4)	0,12 (2,3)
Total	90 (100,0)	5,07 (100,0)

O prazo limitado de duração do veículo tem função importante de governança. Além de indicar ao gestor um prazo para realização das saídas, dá ao investidor uma opção importante. Qual seja, de recusar investimentos para um novo veículo que o gestor vier a lançar no futuro. Segundo Sahlman (1990), essa opção é a principal ferramenta de alinhamento de interesses entre o agente e o principal.

Conforme a Tabela 32, 70 dos 90 veículos em atuação no Brasil possuem duração determinada. Em geral, a duração é de nove ou dez anos com possibilidade de extensão por mais dois anos. Grande número de veículos tem duração inferior a isso. São 31 veículos com duração entre cinco e oito anos. Também se observa um número elevado de veículos, 11, que podem durar entre 13 e mais de 18 anos, já considerando o período de extensão.

A existência de prazo de duração determinado reflete a aplicação dos princípios de governança discutidos por Sahlman (1990). Segundo o autor, 72% dos veículos norte-americanos tinha prazo de duração de exatamente dez anos. Todos eles também contavam com a possibilidade de extensão. Na maior parte dos casos, a extensão era de até três anos. A decisão de estender o prazo ficava a cargo do gestor em 48% dos casos. Entretanto, pouco mais da metade dos regulamentos exige consentimento do investidor. Apenas um aspecto é comum a todos os casos: findo o prazo, todos os ativos (dinheiro e títulos) devem ser

redistribuídos aos investidores. Em estudo recente, Megginson (2004) afirmou que, nos EUA, os prazos de duração dos veículos têm variado entre sete e dez anos, podendo chegar a 15.

Tabela 32 – Prazo de Duração x Possibilidade de Extensão

Distribuição dos veículos segundo o prazo de duração e o período de extensão que pode ser aplicado.

de extensão de duração	Prazos (em anos)							Sem extensão definida	Total
	1	2	3	4	5	6	10		
5 e 6	1	3	2	2	-	-	-	1	9
7 e 8	-	19	1	-	-	-	-	2	22
9 e 10	1	18	-	1	6	-	1	6	33
16 a 20	-	1	-	-	-	2	-	3	6
Sem duração definida	-	-	-	-	-	-	-	20	20
Total	2	41	3	3	6	2	1	32	90

No Brasil é notável a existência de veículos com prazos tão diversos de duração. Vão de 5 a 20 anos, o que representa uma amplitude maior do que a observada no mercado norte-americano. Os prazos maiores são usualmente aplicados aos veículos com foco de investimento em projetos de infra-estrutura, que maturam em mais longos prazos. Os resultados sugerem que a indústria brasileira de PE/VC ainda não chegou a um consenso quanto ao prazo ideal para um veículo de PE/VC que atue sob as incertezas (e.g vulnerabilidade da economia) do mercado nacional. Também revela a existência de certo grau de diversidade do tipo de empresa/projeto que recebe financiamento de PE/VC no Brasil.

Ao invés de integralizarem os recursos no fundo, como fazem os investidores de fundos abertos, os investidores de PE/VC comprometem-se a aportar montante pré-determinado (capital comprometido). Parte deste capital pode ser integralizado logo de início e o restante só chega às mãos dos gestores quando das chamadas de capital. No Brasil, a grande maioria dos contratos estabelece que nenhum recurso será colocado à disposição do gestor até que as chamadas sejam realizadas. No outro extremo, 24% dos veículos tem os recursos comprometidos de uma só vez. Mais de 90% do capital está concentrado em veículos que operam por uma dessas formas.

Tabela 33 – Parcela do Capital Integralizado de Início

Distribuição dos veículos de investimento segundo a parcela de capital comprometido que deve ser integralizada de início.

Parcela do Capital (%)	Número de Veículos	Porcentagem Válida	Comprometimento (US\$ bilhões)	Porcentagem Válida
0	45	50,1	3,90	77,0
x ≤ 10	13	14,4	0,42	8,4
10 < x ≤ 15	2	2,2	0,01	0,2
15 < x ≤ 30	5	5,6	0,03	0,6
30 < x ≤ 50	2	2,2	0,02	0,3
50 < x < 100	1	1,1	0,02	0,3
100	22	24,4	0,67	13,2
Total	90	100,0	5,07	100,0

Nos EUA, a maior parte dos veículos pesquisados por GS exigia a integralização de 25% a 33% no início. A comparação sugere que, no Brasil, os investidores procuram exercer mais controle sobre o veículo. Tentam não deixar capital disponível sem que haja uma pré-definição de sua destinação.

Conforme informado pelos gestores, 43 dos 90 veículos de investimento fazem chamada de capital conforme o comitê de investimentos aprova as transações. Outros 27 veículos deixam a chamada de capital a cargo do gestor. À luz da observação da Tabela 33, tem-se a sugestão que os investidores, por meio do comitê de investimentos, exercem considerável controle sobre as chamadas de capital. No caso dos EUA, Sahlman (1990) notou que a chamada de capital ficava mais a cargo do gestor. Portanto, há uma patente diferença entre a indústria norte-americana e a brasileira no que se refere ao papel do investidor. No Brasil, o investidor de PE/VC tende a exercer mais governança que seu par norte-americano. Isso não significa que os LPs norte-americanos mantenham-se completamente afastados da gestão dos veículos. Participam do conselho de administração do veículo e votam em assuntos-chave, tais como alterações no regulamento, dissolução antes do final do prazo, extensão do prazo, destituição de um ou mais gestores e apuração do valor do portfólio (SAHLMAN, 1990).

A Tabela 34 traz mais evidências do controle exercido pelos investidores. Em mais de dois terços dos veículos, que congregam quase 75% do capital, todo e qualquer recurso obtido por meio de saídas deve ser obrigatoriamente revertido ao investidor. Em 19% dos casos (11% do capital), os investidores são chamados a decidir sobre a alocação destes recursos. Ou seja,

mais de 85% do capital de PE/VC está alocado em veículos onde os investidores têm controle absoluto sobre o uso dos recursos oriundos de desinvestimentos.

Tabela 34 – Decisão sobre Recursos obtidos por Meio de Saídas

Distribuição dos veículos de investimento segundo o nível de delegação dos gestores no uso dos recursos obtidos por meio de saídas.

Nível de Delegação	Número de Veículos	Percentagem Válida	Comprometimento (US\$ bilhões)	Percentagem Válida
A Total Critério dos Gestores	4	4,5	0,45	9,1
A Critério dos Gestores Durante o Período de Investimentos	2	2,2	0,05	1,0
Decisão da Diretoria	4	4,5	0,19	3,7
A Critério dos Investidores	17	19,1	0,54	11,0
Obrigatoriamente Distribuído	60	67,5	3,67	74,2
Outros	2	2,2	0,05	1,0
Não Especificado	1	-	0,12	-
Total	90	100,0	5,07	100,0

Para evitar desalinhamento de interesses, Sahlman (1990) também relata a existência de impedimentos para que uma organização gestora lance um novo veículo, antes que o veículo anterior tenha devolvido parte dos recursos investidos para os investidores. No Brasil, apenas 22 dos 90 veículos possuem este tipo de restrição. Entre estes, os menos restritos devem devolver aos investidores 50% do capital investido. Só então podem lançar um novo veículo. Apenas 18 veículos de investimento trazem, em seus regulamentos, cláusulas que impedem a realização de co-investimentos com outros veículos administrados pela mesma organização gestora. A utilização de recursos de um fundo para investimento em empresa que esteja no portfólio de outro fundo poderia gerar oportunidade para que certos investidores sejam beneficiados às custas dos demais.

Em casos onde os conflitos afloram, ainda existe a possibilidade de destituição da organização gestora. Sahlman (1990) considera este direito como fundamental. Permite que investidores façam uma ameaça crível aos gestores de que os mesmos serão punidos caso desrespeitem as normas do veículo. Apenas 11 dos 90 veículos de investimento existentes no Brasil não contemplam a possibilidade de destituição. Em 42 casos, a destituição se dá por justa causa. Em 34 casos, mesmo que a falta cometida pelo gestor seja de difícil comprovação, os investidores podem realizar assembleia na qual a maioria qualificada dos cotistas/acionistas decide pela demissão do gestor.

7 CONCLUSÕES

Em meio à escassez de dados para o setor, este estudo traça um quadro descritivo pioneiro do modelo brasileiro de PE/VC e o compara com o modelo vigente em mercados internacionais, revelando o verdadeiro tamanho da indústria e os principais aspectos de sua macroestrutura.

Os dados sugerem uma indústria brasileira de PE/VC com experiência e tamanho suficientes para gerar impacto inegável no mercado acionário. Trata-se de um setor com pouco mais de 20 anos de idade. Ao final de 2004, contava 265 empresas em portfólio (carteira de investimentos). A participação nessas empresas havia sido adquirida por 90 veículos de investimento, geridos por 65 organizações. Essas organizações eram dirigidas por apenas 215 gestores, altamente qualificados, assessorados por 243 profissionais de apoio (e.g. analistas). Por sua vez, esses profissionais eram responsáveis pela gestão de US\$ 5,07 bilhões em capital comprometido, investido nas empresas do portfólio ou disponível para a realização de novos investimentos.

Comparativamente ao tamanho da economia brasileira, a indústria de PE/VC ainda é pequena. Nos países com elevada disponibilidade de PE/VC, o montante investido anualmente equivale a 1% do PIB (OECD, 2002). No Brasil, o investimento médio realizado no período de 1999 a 2004 foi de apenas 0,06% do PIB. Apesar disso, o setor tem perspectivas de crescimento. O fato de que 90% dos gestores pesquisados pretende continuar investindo em PE/VC no Brasil revela a existência de condições necessárias para que a atividade possa ser desenvolvida. Entre elas, destacam-se aquelas que a literatura considera como determinantes importantes: (i) no biênio 2004-2005 houve importante número de saídas realizadas por meio do mercado acionário; (ii) observa-se crescente participação dos fundos de previdência privada em PE/VC; (iii) a regulamentação dos fundos de pensão não traz impedimentos a que os fundos invistam parcela de seus recursos nesta classe de ativos; (iv) a regulamentação nacional de veículos de investimento em PE/VC é atual e dá segurança para que investidores institucionais e pessoas físicas possam participar; (v) desde 2001 o poder judiciário brasileiro reconhece a mediação e a arbitragem como formas de solução de conflitos entre investidores, gestores e empreendedores; (vi) existe um novo segmento do mercado de capitais especialmente desenhado para possibilitar saídas por IPO; e (vii) enquanto o ambiente econômico-institucional brasileiro apresenta obstáculos sérios ao desenvolvimento de

negócios em geral e investimentos de PE/VC em particular, as insuficiências de infraestrutura de transportes, energia e telecomunicações são vistas como oportunidades de investimento sem os quais o tamanho da indústria seria muito menor do que é hoje. O Brasil necessita de grandes investimentos em infra-estrutura e o governo não possui recursos suficientes para fazê-lo sozinho. Além disso, negócios de infra-estrutura e transportes já se revelaram como propícios para o aporte de PE/VC (e.g. ALL, CPFL, Gol e TAM). Analogia pode ser feita com a questão da criminalidade nas metrópoles brasileiras, que geram oportunidades de investimento em soluções de segurança e sistemas anti-fraude.

A pesquisa também revela que o modelo brasileiro de PE/VC guarda similaridades e diferenças com o modelo norte-americano. As similaridades eram esperadas, uma vez que a atividade de PE/VC é importada dos EUA. Além do que, as indústrias de PE/VC desses dois países se relacionam bastante entre si. Após as organizações nacionais independentes, organizações gestoras norte-americanas predominam no Brasil. Entre as principais similaridades, destacam-se: (i) o setor é basicamente composto por organizações independentes que gerenciam recursos provindos, em sua maior parte, de fundos de pensão e demais investidores institucionais; (ii) a indústria é bastante concentrada regionalmente e a maior parte dos recursos é controlada por poucos gestores; (iii) os investimentos são feitos, em geral, em empresas localizadas perto das organizações gestoras; (iv) os setores de *software* e TI são os que mais recebem aportes; e (v) os gestores são tão qualificados quanto seus pares internacionais.

A existência de diferenças sugere que o modelo brasileiro de PE/VC tenha sofrido adaptações para atuar no ambiente econômico-institucional que se caracteriza por: (i) poder judiciário ineficiente; (ii) pouca proteção a investidores e credores; (iii) crédito empresarial escasso e caro; (iv) burocracia e corrupção no poder público; (v) leis e procedimentos fiscais ineficientes; (vi) tributação excessiva sobre a pessoa jurídica; (vii) alto grau de informalidade das empresas; (viii) rigidez no mercado de mão-de-obra; e (ix) baixa representatividade e acessibilidade do mercado acionário. Entre as diferenças identificadas destacam-se: (i) uma tendência de investimentos em setores mais tardios do desenvolvimento empresarial. Em ambiente pouco propício ao empreendedorismo, as oportunidades de investimento em negócios nascentes tendem a ser escassas; (ii) poucas transações de LBO. Devido à escassez de crédito, gestores não conseguem se alavancar; (iii) baixo grau de especialização setorial. Isso é indicativo da escassez de número suficiente de boas oportunidades de investimento em

um mesmo setor; (iv) ao invés de se concentrarem em *clusters* tecnológicos (e.g. Vale do Silício), os gestores preferem o centro financeiro (como em Mumbai na Índia). Isto sugere que os maiores desafios estão relacionados à estruturação de parcerias comerciais e a busca de compradores estratégicos que viabilizem a saída; (v) embora seja derivada de regulamentação estrangeira, as normativas para a gestão de PE/VC no Brasil foram criadas especificamente para a realidade brasileira. Trata-se de uma resposta clara a um ambiente institucional onde os interesses de investidores são pouco protegidos. A regulamentação mais recente (CVM 391) inclusive determina a utilização de arbitragem para a solução de conflitos entre gestores e empreendedores; (vi) os mecanismos de saída usualmente utilizados são os *trade-sales* (venda estratégica) e os *buybacks* (recompra de participação pelo empreendedor). Com um mercado acionário pequeno e pouco acessível, a realização de um IPO é fato raro. Mesmo quando ocorrem, são superados, em número, pelos *trade-sales*. Além de impactar o tamanho da indústria, a possibilidade e o mecanismo de saída tende a determinar as características das empresas que recebem aporte de PE/VC.

Tendo em vista que a indústria de PE/VC é relativamente recente no Brasil, pode-se argumentar que muitas das diferenças encontradas sejam passageiras. O modelo não teve o tempo necessário para atingir sua forma final. Assim, a regulamentação do setor ainda se mostra bastante preocupada com a boa governança corporativa entre as partes envolvidas. Investidores ainda interferem bastante na gestão dos veículos de investimento e dão relativamente pouca liberdade para o gestor. Para atrair recursos de investidores, gestores brasileiros ainda precisam investir parcelas significativas dos veículos que gerenciam. Enquanto o gestor norte-americano investe cerca de 1% do capital, gestores dos fundos atuantes no Brasil são responsáveis por 5% do capital. Essa participação chega a 14% no subconjunto de veículos que contam com recursos de investidores e dos sócios simultaneamente. Conforme constroem um histórico de atuação, os gestores brasileiros encontrarão menos dificuldade para atrair capital. O sucesso alcançado em fundos anteriores tende a se reverter na atração de investidores que, naturalmente, tentarão impor menos restrições aos bons gestores. Outro traço que tende a mudar ao longo do tempo é o baixo nível de colaboração entre os gestores.

Muita pesquisa ainda precisa ser feita para compreender o modelo brasileiro de PE/VC. Ainda que o montante de recursos sob gestão seja pequeno se comparado com o que existe no mercado financeiro como um todo, a atividade de PE/VC tem seus benefícios. Conforme

ilustra a literatura, seu impacto na economia pode ser significativo. Assim, este trabalho se encerra com uma mensagem para que aqueles preocupados com o desenvolvimento brasileiro atentem para este segmento promissor do mercado de capitais.

O governo tem tido papel positivo, possibilitando a entrada de novos gestores no mercado e mantendo gestores experientes no setor. Entretanto, dados do ambiente econômico-institucional brasileiro sugerem que as verdadeiras melhorias que o país deve implementar estão relacionadas à proteção dos interesses dos investidores, simplificação dos processos burocráticos, diminuição dos tributos que oneram a empresa formal e uma profunda reforma no Judiciário para aumentar a eficiência da coerção de leis e contratos no país. Conforme a literatura evidencia, quanto melhor o sistema legal: (i) maior a parcela de investimentos em empresas pequenas e de alta tecnologia; (ii) mais rápido o processo de originação e seleção de oportunidades de investimento; (iii) maior a probabilidade de co-investimento entre gestores (iv) menor a probabilidade de que investidores requeiram fluxos de caixa intermediários antes da realização da saída; (v) maior a probabilidade de que saídas ocorram por IPO e menor a probabilidade de saída por meio de revenda da participação ao empreendedor (buyback). (vi) finalmente, maior a taxa de retorno obtida.

7.1 Limitações

O estudo da atividade de PE/VC é bastante recente neste país. Até 2004, dados sobre o setor consistiam de estimativas, muitas vezes imprecisas e, invariavelmente, incompletas. Era praticamente impossível traçar uma comparação internacional. Embora esta pesquisa tenha conseguido obter dados completos, confiáveis e atuais para a indústria de PE/VC no Brasil, faltam dados semelhantes para outros países. A não homogeneidade dos dados (i.e. mesmas variáveis para períodos iguais) para os países incluídos neste estudos acabou por definir o recorte dado a esta pesquisa. Aspectos como a governança e a remuneração não foram comparados. A escassez de dados também impediu a utilização de técnicas estatísticas mais robustas.

A comparação do modelo brasileiro de PE/VC presente neste trabalho baseia-se, em grande parte, nos dados e descrições apresentados por Sahlman (1990) para a indústria norte-americana, tal como estudada no final dos anos 1980. Embora a literatura apresente sinais de

que os principais aspectos da atividade não tenham se alteraram muito nos últimos 15 anos, é possível, e bastante esperado, que o modelo norte-americano tenha evoluído em diversos aspectos (e.g. perfil dos gestores, foco dos investimentos). Em geral, os resultados apenas sugerem diferenças entre os países. Tais diferenças podem não ter comprovação empírica caso dados de um mesmo período sejam utilizados ou caso variáveis de controle sejam aplicadas.

As comparações realizadas têm caráter estático. Ou seja, ignoram a evolução do modelo de PE/VC ao longo do tempo. Além disso, ignoram a existência de diferenças entre os subgrupos da indústria de PE/VC de cada país (e.g. organizações gestoras tradicionais *versus* jovens, organizações nacionais *versus* internacionais, organizações com foco de atuação diferente e organizações com veículos estabelecidos sob diferentes estruturas legais).

7.2 Sugestões de pesquisas futuras

Este trabalho teve como foco a comparação do modelo brasileiro de PE/VC com aquele existente em outros países, em especial nos EUA. Foram levantadas diversas hipóteses explicativas para as diferenças observadas. Tais hipóteses sugerem a existência de um processo de adaptação da tecnologia de PE/VC ao ambiente institucional. Aparentemente, o processo ocorre de forma contínua e certos autores (e.g. KAPLAN *et al*, 2003) sugerem que exista convergência com práticas norte-americanas. O estudo deste fenômeno é campo fértil para pesquisas futuras.

Este estudo enfoca as organizações gestoras e os veículos de investimento. Poucas informações foram obtidas sobre as empresas investidas e os investidores dos veículos. Com dados individuais sobre as empresas investidas, o pesquisador poderia responder a diversas perguntas para as quais não existem repostas definitivas. Entre elas: (i) o elevado custo do financiamento de PE/VC se justifica pelo valor que os gestores agregam ao negócio?; (ii) quais os fatores determinantes da escolha dos instrumentos financeiros?; (iii) laços sociais pré-existentes entre gestores e empreendedores alteram a probabilidade de que o aporte seja realizado, o valor do investimento, a escolha do instrumento financeiro ou o grau de

governança que o gestor aplicará na empresa?; (iii) existe um perfil típico do empreendedor⁵³ que recebe aporte de PE/VC?

A realização de pesquisa em PE/VC é uma atividade repleta de obstáculos. A obtenção de dados é o principal deles. Tendo em vista o caráter privado das transações que realizam, gestores são avessos a divulgação de informação. Obter respostas deles a questionários de pesquisa pode ser um processo extremamente trabalhoso. Entretanto, existem alternativas para o pesquisador interessado em pesquisar o setor. A alternativa mais acessível consiste na obtenção de informações públicas. Por exemplo, os prospectos de oferta pública de ações na BOVESPA. Com base nos prospectos e no valor de mercado das ações é possível testar o impacto da presença de gestores de PE/VC no IPO da empresa investida. Outra fonte de dados que se mostrou bastante rica é o CADE. Todas as operações de fusão e aquisição realizadas por organizações estrangeiras com determinado porte devem ser aprovadas pelo CADE. Para isso, os interessados devem completar um ato de concentração que traz detalhes sobre a transação.

Caso o pesquisador deseje obter uma base mais rica de informações, e não se importa em investir tempo para consegui-la, pode fazer uso de abordagens criativas tais como: (i) estabelecer uma parceria com um ou mais investidores que tenham cotas de diversos veículos de PE/VC. Foi assim que Gompers e Lerner (2002) e Kaplan e Strömberg (2003) obtiveram dados para suas pesquisas; (ii) obter planos de negócios de empresas analisadas pelo gestores; (iii) levantar *term-sheets* (cartas de intenções).

⁵³ O leitor interessado na relação entre PE/VC e empreendedorismo poderá se beneficiar da leitura de artigos publicados no *Journal of Business Venturing* e no *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Instituições que podem se interessar na realização de estudos sobre este tema inclui: Endeavor, SEBRAE, Anprotec e Gávea Angels, entre outras.

8 REFERÊNCIAS

- AVNIMELECH, G.; KENNEY, M.; TEUBAL, M. (em andamento). *Building Venture Capital Industries: Understanding the US and Israeli Experiences*, 2004.
- AYYAGARI, M; DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. (em andamento). *How Important are Financing Constraints? The Role of Finance in the Business Environment*, 2005.
- BARRY, C.B.; MUSCARELLA, C.J.; PEAVY III, J.W.; VETSUYPENS, M.R. The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence from the Going Public Process. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v.27, n.2, p.447-471, Oct. 1990.
- BASCHA, A.; WALZ, U. *Financing Practices in the German Venture Capital Industry: An Empirical Assessment*. University of Tübingen, 2001.
- BATJARGAL, B.; LIU, M. Entrepreneurs' Access to Private Equity in China: The Role of Social Capital. *Organization Science*, v.15, n.2, p.159-173, Mar.-Apr. 2004.
- BECKER, R.; HELLMAN, T. (em andamento). *The Genesis of Venture Capital – Lessons From The German Experience*. Anais CESIFO Conference on Venture Capital, Entrepreneurship and Public Policy, March 2003.
- BLACK, B.; GILSON, R. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock markets. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v.47, n.3, p.243-277, Mar. 1998.
- BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO – BOVESPA. Abertura: O Problema não é o Custo. *Revista BOVESPA*, São Paulo, out./dez. 2003.
- BOTELHO, A.; HARCKBART, G.; LANGE, J. Do Brazilian Venture Capitalists Add Value to Their Portfolio Companies? *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 2003.
- BOTTAZZI, L.; DA RIN, M. Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies. *Economic Policy*, v.17, n.34, p.229-270, April 2002.
- BOTTAZZI, L.; DA RIN, M.; HELLMAN, T. (em andamento). *What Role of Legal Systems in Financial Intermediation? Theory and Evidence*. ECGI, 2005.
- _____. The Changing Face of the European Venture Capital Industry: Facts and Analysis. *Journal of Private Equity*, v.8, n.1, Winter, 2004.
- BRUTON, G.; AHLSTROM, D. YEH, K. Understanding Venture Capital in East Asia: The Impact of Institutions on the Industry Today and Tomorrow. *Journal of World Business*, v.39, n.1, p.72-88, February 2004.
- CANADIAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION – CVCA. *2004 Review of Venture Capital Investment Activity in Canada*. Feb. 2004.

CARVALHO, A.; RIBEIRO, L...; FURTADO, C. (em andamento). *1º Censo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital: O Perfil da Indústria*. Fundação Getúlio Vargas, 2005.

CHECA, G.; LEME, E.; SCHREIER, C. The Venture Capital and Private Equity Industry in Brazil. *Journal of Private Equity*, v.4, n.4, p.46-67, Fall 2001.

CHEN, P.; BAIERL, G.; KAPLAN, P. Venture Capital and Its Role in Strategic Asset Allocation: Long-Term Risk-Return Characteristics. *Journal of Portfolio Management*, v.28, n.2, p.83-89, Winter 2002.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DO TRANSPORTE – CNT. *Pesquisa Rodoviária CNT/SEST/SENAT*, 2005.

CONSELHO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DE MEDIAÇÃO E ARBITRAGEM – CONIMA. *Dados Anuais Sobre Mediação e Arbitragem*, 2004.

CORNELIUS, B. The Institutionalisation of Venture Capital. *Technovation*, v.25, p.599-608, 2005.

CUMMING, D. The Convertible Preferred Equity Puzzle in Canadian Venture Capital Finance. University of Alberta, 2000.

CUMMING, D.; FLEMING, G.; SCHWIENBACHER, A. (em andamento). *Legality and Venture Capital Exits*, 2004.

CUMMING, D.; MACINTOSH, J. A Law and Finance Analysis of Venture Capital Exits in Emerging Markets. University of Alberta, 2002.

CUMMING, D.; SCHMIDT, D.; WALZ, U. (em andamento). *Legality and Venture Governance Around the World*. 2004.

DERMIRGÜÇ-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Law, Finance and Firm Growth. *Journal of Finance*, v.53, n.6, Dec. 1998.

DOSSANI, R.; KENNEY, M. Creating an Environment for Venture Capital in India. *World Development*, v.30, n.2, p.227-253, 2002.

ERNST & YOUNG – E&Y. *Renewal and New Frontiers - Global Private Equity: Venture Capital Insights Report 2004–2005*, 2005.

EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION - EVCA . *Final Activity Figures for 2004*. Brussels, 2005.

_____. *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*. Brussels, 2002.

FEDERAÇÃO DA AGRICULTURA DO ESTADO DO PARANÁ – FAEP. *Relatório de Atividades 2004*, 2005.

FLEMING, G. *Exit strategies in Australian Venture Capital: How Important Are IPOs*. Australian National University, 2002.

_____. Venture Capital in Austrália. *Venture Capital*, v.6, n.1, p.23-45, 2004.

FLORIDA, R.; SMITH, D. Keep the Government out of Venture Capital. *Issues in Science and Technology*, p.61-68, June, 1993.

FURTADO, C.; LOPES, A. *Private Equity e Venture Capital na Carteira de Investimentos na das Entidades de Previdência Complementar*. Fundação Getúlio Vargas: Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital, 2005.

GLOBAL INSIGHT. *Venture Impact 2004: Venture Capital Benefits to the U.S. Economy*. 2004.

GOMPERS, P.; LERNER, J. *The Venture Capital Cycle*. Cambridge, MA: The MIT Press, 2002.

GOMPERS, P.; LERNER, J.; BLAIR, M.; HELLMANN, T. What Drives Venture Capital Fundraising? *Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics*, v.1998, p.149-204, 1998.

GORMAN, M.; SAHLMAN, W. What Do Venture Capitalists Do? *Journal of Business Venturing*, v.4, n.4, p.231-248, July 1989.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. *Financial Markets and Corporate Strategy*. Boston, MA: McGraw-Hill, 1998. 866 p.

HEGE, U.; PALOMINO, F.; SCHWIENBACHER, A. *Determinants of venture capital performance: Europe and the United States*. HEC School of Management, 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. *Economia Informal Urbana*, 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. *Pequisa industrial de inovação tecnológica – PINTEC 2003*. Rio de Janeiro, 2005.

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION – IFC. *Doing Business em 2006: As economias Latino-americanas e Caribenhas Aceleram o Ritmo das Reformas*, 2005.

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

ISAKSSON, A.; CORNELIUS, B.; LANDSTROM, H.; JUNGHAGEN, S. Institutional theory and contracting in venture capital: the Swedish experience. *Venture Capital*, v.6, n.1, p. 47-71, 2004.

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.

JENSEN, M. Corporate Control and the Politics of Finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, New York, v.4, n.2, p.13-33, Summer 1991.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, n.4, p.305-360, October 1976.

JOHNSON, H.; PEASE, R. *Latin American Private Equity Review & Outlook*, Wellesley, MA: AssetAlertnatives, 2001.

KAPLAN, S.; MARTEL, F.; STRÖMBERG, P. (em andamento). *How do Legal Differences and Learning Affect Financial Contracts?* National Bureau of Economic Research, 2003.

KAPLAN, S.; STRÖMBERG, P. Financial Contracting Theory Meets the Real World: Evidence From Venture Capital Contracts. *Review of Economic Studies*, v.70, n.2, p.281-316, 2003.

KARAOMERLIOGLU, D.; JACOBSSON, S. The Swedish venture capital industry: an infant, adolescent or grown-up? *Venture Capital*, v.2, n.1, p.61-88, Jan. 2000.

KAUFFMANN, D.; KRAAY, A.; MASTRUZZI, M. *Governance Matters III: Governance Indicators for 1996-2002*. Washington, World Bank Policy Research Report Series 3106, 2003.

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

KORTUM, S.; LERNER, J. Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation. *RAND Journal of Economics*, v.31, n.4, p.674-692, 2000.

KPMG; Southern African Venture Capital and Private Equity Association – SAVCA. *Venture Capital and Private Equity Industry Performance: Survey of South Africa – 2004, 2005*.

KUEMMERLE, W. *Comparing Catalysts of Change: Evolution and Institutional Differences in the Venture Capital Industry in the U.S., Japan and Germany*. Harvard Business School, 2001.

KUROKI, M.; RICE, M.; ABETTI, P. Emerging Trends in the Japanese Venture Capital Industry. *Journal of Private Equity*, v.4, n.1, p.39-49, Winter 2000.

LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, v.58, n.1-2, p.3-27, 2000.

_____. Law and finance. *Journal of Political Economy*, v.106, n.6, p.1113-1155, 1998.

_____. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, v.52, n.3, Jul. 1997.

LAMBSDORFF, J. *Corruption Perception Index*. Transparency International, 2005.

LAUPER, S. *Structuring and Monitoring of Venture Capital Investments in Switzerland*. London, 2000. Dissertação (Mestrado em Finanças) London Business School.

LEE, P.; WAHAL, S. Grandstanding, Certification and the Underpricing of Venture Capital Backed IPOs. *Journal of Financial Economics*, v.73, n.2, p.375-407, August 2004.

LEEDS, R.; SUNDERLAND, J. Private Equity Investing in Emerging Markets. *Journal of Applied Corporate Finance*, v.15, n.4, p.8-16, Spring 2003.

LERNER, J.; GOMPERS, P. *A Note on Private Equity Partnership Agreements*. Harvard Business School, 2001.

LERNER, J.; SCHOAR, A. Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity. *Quarterly Journal of Economics*, v.120, n.1, February 2005.

MACINTOSH, J. *Legal and Institutional Barriers to Financing Innovative Enterprise in Canada*. Queen's University, School of Policy Studies, Kingston, n.94-10, 1994.

MAYER, C.; SCHOORS, K.; YAFEH, Y. *Sources of Funds and Investment Strategies of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel, Japan, and the UK*. *Journal of Corporate Finance*, v.11, n.3, p.586-608, June 2005.

MEGGINSON, W. Toward a Global Model of Venture Capital? *Journal of Applied Corporate Finance*, v.16, n.1, p.8-26, Winter 2004.

MEGGINSON, W.; WEISS, K. Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, v.46, n.3, p. 879-903, July 1991.

MILHAUPT, C. The Market for Innovation in the United States and Japan: Venture Capital and the Comparative Governance Debate. *Northwestern University Law Review*, V.91 865-898. 1997.

NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION – NVCA. *Year in Review: 2004-2005*, 2005.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT - OECD. *Venture Capital: Trends and Policy Recommendations*. Paris, 2002.

_____. *Developments in Venture Capital and Private Equity Since the end of "Tech Bubble"*. 2005.

PAVANI, C. *O Capital de Risco no Brasil: Conceito, Evolução e Perspectivas*. Rio de Janeiro, E-papers, 2003.

PINHEIRO, A. (em andamento). *Judiciário, Reforma e Economia: A Visão dos Magistrados*. Instituto de Pesquisas Econômicas e Aplicadas, 2004.

_____. *Economia e Justiça: Conceitos e Evidência Empírica*, 2001.

PORTER, M.; SCHWAB, K.; SALA-I-MARTIN, X.; LOPEZ-CLAROS, A. *The Global Competitiveness Report 2004-2005*. World Economic Forum, Geneva, 2005.

POTERBA, J. *Venture Capital and Capital Gain Taxation*. Cambridge, NBER, 1989.

PRICEWATERHOUSECOOPERS; VENTURE ECONOMICS; NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. *Moneytree Survey: Full Year and Q4 2004 Results – US Report*. 2005.

PRICEWATERHOUSECOOPERS - PWC. *Global Private Equity 2004*, 2004.

REIS, A.; PAIXÃO, L. Private Pensions in Brazil. Secretaria de Previdência Complementar, 2004.

REYNOLDS, P.; HAY, M.; BYGRAVE, W.; CAMP, S.; AUTIO, E. *Global Entrepreneurship Monitor: 2000 Executive Report*. 2000.

RIBEIRO, L.; ALMEIDA, M. Estratégia de Saída em Capital de Risco. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP)*, v. 40, n.1, p.55-67, Jan.-Mar. 2005.

ROMAIN, A.; VAN POTTELSBERGHE, B. *The Determinants of Venture Capital: Additional Evidence*. Deutsche Bundesbank, Discussion Paper Series 1: Studies of the Economic Research Centre, n.19, 2004.

RUHNKA, J.; FELDMAN, H.; DEAN, T. The "Living Dead" Phenomena in Venture Capital investments. *Journal of Business Venturing*, v.7, n.2, p.137-155, Mar. 1992

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

SCHERTLER, A. *Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe: a Dynamic Panel Data Analysis*. United Nations University, European Integration, Financial Systems and Corporate Performance (EIFC), Working Paper n°03-27, 2003.

SCHOFER, P.; LEITINGER, R. *Framework for Venture Capital in the Accession Countries to the European Union*. Viena, University of Applied Sciences, 2002.

WANG, C.; SIM, V. Exit Strategies of Venture Capital-Backed Companies in Singapore. *Venture Capital*, v.3, n.4, p.337-358, October 2001.

WILLIAMSON, O. *Examining Economic Organization Through the Lens of Contract*. Berkeley, University of California, 2002.

WRIGHT, M.; LOCKETT, A.; PRUTHI, S. Internationalization of Western Venture Capitalists into Emerging Markets: Risk Assessment and Information in India. *Small Business Economics* v.19, n.1, p.13-29, August 2002.

YOSHIKAWA, T.; PHAN, P.; LINTON, J. The Relationship Between Governance Structure and Risk Management Approaches in Japanese Venture Capital Firms. *Journal of Business Venturing*, v.19, p.831-849, 2004.

9 GLOSSÁRIO

ABVCAP: Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*. Antiga Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR). Reúne parte das empresas gestoras de PE/VC no Brasil, bem como algumas empresas de consultoria, auditoria e advocacia, além de pessoas físicas envolvidas no setor.

Ação ordinária: Ação que confere direito de voto em assembléia de acionistas da empresa. Em troca do direito de voto, os acionistas detentores dessas ações são os últimos na ordem de preferência em caso de liquidação.

Ação preferencial: Ação sem direito a voto. Seus detentores possuem direito de preferência sobre acionistas ordinários no recebimento de dividendos e em caso de liquidação da empresa.

Acionista majoritário: Detentor de ações ordinárias em quantidade suficiente para garantir o controle da empresa.

Acordo de acionistas: Documento legal que determina a participação acionária, os direitos e deveres de cada acionista.

Acquisition finance: Aporte de capital para que a empresa adquira uma terceira companhia. Inclui-se nesta categoria o financiamento do tipo mezanino, que utiliza uma combinação de dívida e empréstimo.

Adição de valor (*value-adding*): Etapa do ciclo de investimento em PE/VC em que o gestor fornece apoio estratégico-gerencial à empresa investida com o objetivo de reduzir riscos e aumentar o valor da empresa.

Advisor: Empresa que provê serviços de consultoria para empreendedores em busca de capital ou investidores em busca de alternativas de investimento em PE/VC. No exterior, alguns os *advisors* chegam a lançar fundos de fundos e passam a gerenciar recursos para um grupo de investidores.

Alavancagem: Grau de endividamento em uma operação com vistas a aumentar as possibilidades de ganho ou perda (volatilidade).

Alocação orçamentária: Recursos financeiros alocados para organizações afiliadas a grupos industriais, instituições financeiras ou ao setor público. Tais recursos são alocados exclusivamente pelo grupo ao qual essas organizações pertencem (organização-mãe).

Amortização: pagamento de parcela ou totalidade do principal em um empréstimo.

Angel (ou *Business Angel*): Investidor pessoas físicas que aporta recursos pessoais em empresas de capital fechado e de alto potencial de crescimento. Devido ao relativamente pequeno valor dos investimentos, as empresas alvo encontram-se normalmente na fase anterior do seu desenvolvimento (*seed* ou *start-up*).

Anti-diluição: Cláusula contratual que protege o investidor de eventuais reduções no percentual que detém da empresa caso a empresa emita novas ações. O mecanismo pelo qual o ajuste é realizado chama-se *Ratchet*.

Associate: Empregado da empresa gestora de PE/VC que ainda não é sócio (*partner*).

Ativos Alternativos: Classe de ativos que inclui PE/VC, investimentos imobiliários e *hedge funds*. É visto como uma classe de ativos com perfil de risco-retorno elevado ideal para a diversificação das carteira de grandes investidores, tais como fundos de pensão e seguradoras.

Blind-pool: Tipo de veículo de investimento onde o gestor tem total autonomia para escolher os investimentos que irá realizar, desde que respeite os limites e condições impostos no regulamento. Quando os investimentos são realizados, os investidores são obrigados a integralizar a parcela que lhes cabe. Em alguns casos, o termo *blind-pool* pode significar o comitê de investimentos onde a decisão de investir é tomada pela maioria e todos devem segui-la.

Board of Directors: Usualmente chamado de *board*. Trata-se do conselho de administração de uma empresa. Em geral, é composto por membros fundadores, diretores da empresa, membros externos e representantes de investidores externos. Os membros são eleitos pelos acionistas. Em geral, gestores de PE/VC costumam ocupar assentos no *board* das empresas investidas.

Bônus de Subscrição: Opção de compra que acompanham ações de determinada empresa. Pode ser exercida dentro de um prazo estabelecido, a um preço pré-determinado.

Bridge Finance: Aporte feito quando a empresa planeja uma introdução em bolsa de valores em prazo de até um ano. Também pode envolver a reestruturação de posições acionárias de grandes acionistas.

Business Angel: Ver *angel*.

Business Plan: Documento completo, porém objetivo que descreve um projeto de negócio ou de uma empresa. Contém as seguintes seções: sumário executivo, perfil da equipe de gestão, detalhamento do produto/serviço proposto, aspectos de demanda, análise de forças competitivas, detalhamento das operações, plano estratégico de marketing, plano estratégico financeiro, orçamento e necessidade de capital.

Buyout: Aquisição de controle de empresas já estabelecidas. Usualmente envolve alguma alavancagem, ou seja, endividamento para aquisição das ações, em transações denominadas *leverage buyouts* (LBO). Outras vezes, a aquisição é realizada pelos próprios diretores da empresa, em transação denominada *Management buyouts* (MBO). Em determinados países, *buyout* é considerado como um segmento que junto com o *venture capital* compõe o setor de Private Equity.

Buy-sell agreement: Acordo entre acionistas que determina que para vender suas ações a terceiros, um acionista deve primeiro oferece-las aos acionistas atuais.

Call: Opção de compra de ação ou chamada de capital.

Capital comprometido: Refere-se ao montante de capital que um investidor se propõe a investir caso a empresa gestora de PE/VC selecione investimentos interessantes. Nem sempre a totalidade do capital comprometido é investido. Outras vezes, dependendo das oportunidades de investimento que aparecem para o gestor, o capital investido pode superar o capital inicialmente comprometido.

Capital de giro: Capital utilizado pela empresa para financiar obrigações de curto prazo.

Capital de risco: Sinônimo de *Private Equity* e *Venture Capital*. A antiga Associação Brasileira de Capital de Risco teve seu nome alterado para Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital justamente para afastar a conotação negativa que a palavra *risco* confere à atividade de PE/VC.

Capital integralizado: Parcela do capital comprometido que é colocado à disposição do fundo e já pode ser investido.

Capital investido: Capital colocado à disposição de uma empresa em troca de participação na estrutura acionária.

Captive: Organizações gestoras de PE/VC que são vinculadas a instituições financeiras ou grupos empresariais privados. Os últimos também são chamados de *Corporate Ventures*.

Carried interests: Também chamado de *performance fee*, taxa de performance, taxa de rentabilidade, taxa de sucesso ou *carry*. É a parcela de aproximadamente 20% dos lucros obtidos com as saídas, que é revertida, na forma de remuneração, para a empresa gestora de PE/VC.

Catch-up: Regra de correção da taxa de performance (*carried-interest*), aplicada no momento em que o gestor já devolveu, aos investidores, um valor pré-determinado do capital investido, sem ter recebido nada como taxa de performance (t). Pela regra do *catch-up*, após esse momento, o gestor passa a receber 100% dos recursos obtidos com as saídas, até que tenha recebido a taxa de performance x capital devolvido aos investidores, quando, então, as saídas subsequentes passam a ser divididas na proporção t, para o gestor, e 1-t, para os investidores.

CDI: Certificado de Depósito Interbancário. Empréstimo efetuado entre bancos que pode render tanto uma taxa de juros fixa ou variável. Sua taxa média indica o custo do dinheiro no tempo (juros).

Chamada de capital (ver *call*): Solicitações para que os investidores integralizem parcela do capital que comprometeram para os investimentos em PE/VC.

Ciclo de investimento em PE/VC: O ciclo que se inicia com a atividade de originação, passa por seleção, *due-diligence*, avaliação, negociação, investimento, acompanhamento e monitoramento e, finalmente, saída (*exit*).

Closing: Conclusão de uma transação, após negociações, assinatura de documentação legal e transferência de capital. Sinaliza a conclusão da fases de captação de um fundo ou a conclusão do acordo de investimentos em uma empresa.

Coerção: Equivalente a *Enforcement*. Força que induz as partes a respeitar as leis e contratos. Pode se dar por meio do desincentivo à ação oportunista ou através da punição pelo descumprimento de acordos formais ou informais. Normalmente distingue-se entre a coerção de âmbito privado e a coerção externa, que geralmente toma a forma de arbitragens e julgamentos.

Co-investimento: Investimentos realizados por dois ou mais organizações gestoras de em uma mesma empresa. Trata-se de uma forma de diminuir a exposição do fundo de PE/VC ao risco específico de uma empresa do portfólio e de aumentar a capacidade de seleção de boas oportunidades de investimento.

Colateral: Ativos da empresa que são colocados como garantia para obtenção de crédito.

Comitê de Investimentos: Comitê responsável por tomar as principais decisões de investimento e saída em uma organização de PE/VC. Em geral, reúne tanto representantes da organização gestora quanto dos investidores do fundo de PE/VC.

Comparable: Empresa cujas ações são negociadas em bolsa de valores e que tem atuação semelhante à empresa privada que está sendo avaliada. Seus dados, publicamente disponíveis, são utilizados para que se calcule o valor da empresas. Em geral, compara-se a relação entre valor de mercado e EBITDA e dá-se um desconto pelo prêmio de liquidez do investidor.

Comprador estratégico (*strategic buyer*): Empresa ou grupo empresarial que adquire o controle sobre uma empresa com vistas a integrá-la verticalmente ou horizontalmente em sua estrutura organizacional e atingir objetivos estratégicos como a entrada em um novo mercado ou ganhos de sinergia.

Consolidação: Uma tese/estratégia de investimento em PE/VC que envolve a fusão de duas ou mais empresas para aproveitar economias de escala ou escopo.

Controle: Situação em que um acionista, ou bloco de acionistas signatários de um acordo de acionistas detém mais de 50% do capital votante.

Corporate Venture: Empresa gestora de PE/VC ou departamento ligado a um grupo industrial, com o objetivo de investir em empresas externas ao grupo ou empresas que se formaram a partir de um *spin-off* do próprio grupo. Em geral são organizações que funcionam como subsidiárias do grupo industrial (organização mãe), gerindo alocações orçamentárias colocadas à disposição pelo grupo.

Debênture conversível em ação: Título de dívida de longo-prazo emitido por empresa que confere ao investidor juros fixos ou variáveis sobre o valor de face. São acompanhadas de opção de conversão por ações, em épocas e condições pré-determinadas.

Dividendo: Parcela do lucro que é distribuída aos acionistas.

Drag-along: cláusula inserida em acordos de acionistas, pela qual o investidor vendedor de sua participação tem o direito de obrigar os outros acionistas a venderem suas participações.

Due diligence: Auditoria completa da oportunidade de investimento com vistas a verificar a consistência do plano de negócios, dos balanços, dos demonstrativos de resultados. Também

envolve o levantamento de todos os passivos tributários, trabalhistas, ambientais, bem como as contingências contratuais. Através deste processo o gestor de PE/VC diminui o risco de que as informações fornecidas não reflitam a realidade da empresa em que pretende investir.

Endeavor: Instituto voltado ao empreendedorismo. Entre outras atividades, realiza rodadas de negócios, onde empreendedores são apresentados a potenciais investidores.

Empresa de capital aberto: Sociedade Anônima registrada na CVM que é obrigada a divulgar balanços e demonstrativos publicamente. Pode ter ações listadas em bolsa de valores.

Endowment: Espécie de fundo de pensão de instituições acadêmicas nos EUA.

Expansion: Aporte de capital, em geral de giro, para a expansão de empresa que já vende seus produtos/serviços comercialmente. O aporte também pode ser destinado à expansão da planta, da rede de distribuição ou ainda para ser investido em comunicação e marketing.

Fechamento do fundo (closing): A assinatura de um contrato por um grupo de investidores que obriga-os a aportar capital para um veículo de PE/VC. Em geral, uma parcela deste capital é integralizada imediatamente no ato do fechamento.

Finep: Financiadora de Estudos e Projetos. Braço do Ministério da Ciência e Tecnologia (MCT). Participa do setor de PE/VC através do Projeto Inovar, que, entre outras atividades, mantém a incubadora de fundos, voltada a investir nos fundos de PE/VC.

FIP: Fundo de Investimento em Participações, cujas regras foram instituídas pela instrução 391/2003 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). É considerado mais versátil que o FMIEE, por não ter tantas restrições quanto ao tamanho da empresa que recebe o investimento. Pela instrução 406, os FIPs que tiverem como investidor uma organização multilateral ou banco de desenvolvimento poderá emitir cotas diferenciadas e alavancar-se.

FMIEE: Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, cujas regras foram instituídas pela instrução 209/1994 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Follow-on fund: Um dos fundos levantados pela organização gestora subsequente ao primeiro fund.

Fundo de Fundos: Fundo voltado prioritariamente a investir em outros fundos de PE/VC, utilizando-se de uma abordagem de diversificação de carteira. Por isso mesmo, tendem a oferecer uma alternativa menos arriscada e mais acessível para os investidores interessados em PE/VC.

Fundo de PE/VC: Veículo de investimento que serve para agrupar investidores interessados em alocar parcela de seu capital para investimentos do tipo PE/VC. O fundo é gerido pela empresa gestora de PE/VC, que pode ter mais de um fundo de PE/VC sob gestão. Em geral os fundos têm 10 anos de duração, extensíveis por mais 2 ou 3 anos, findo qual a totalidade dos ativos deve ser liquidada e o capital deve ser devolvido aos investidores.

Fundraising: Etapa de levantamento de recursos junto a investidores, com vistas a estruturar um novo fundo de PE/VC.

Gatekeeper: Veja *advisor*.

General Partner: Designa a empresa gestora de PE/VC nos contratos de *Limited Partnership* estabelecidos nos países que reconhecem esta instituição jurídica. É a empresa responsável pela gestão do fundo de PE/VC. O *General Partner* é responsável pela gestão dos investimentos.

Gestor: Profissional da organização de PE/VC que dirige pelo menos um dos processos a seguir: *fundraising*, originação e seleção de negócios, negociação e estruturação de investimentos, monitoramento e acompanhamento das empresas do portfólio e saída.

Governança: Ordenamento de uma relação econômica onde conflitos em potencial ameaçam as oportunidades de ganho mútuo para os envolvidos. Compreende o conjunto de contratos formais ou informais, implícitos ou explícitos, que regem transações (WILLIAMSON, 2002).

Grandstanding: Estratégia empregada por organizações gestoras novatas com o objetivo de melhorar seu *track-record* perante o mercado. Consiste na realização de IPOs de empresas jovens, que podem não estar completamente prontas para serem introduzidas em bolsa.

Holdings: Empresa de participação cujo objeto é deter participações acionárias em outras empresas.

IGPM: Índice Geral de Preços do Mercado, calculado pela FGV, que reflete a inflação em um determinado período.

Initial Public Offering (IPO): Primeira emissão de ações de uma empresa na bolsa de valores. Exemplos recentes deste tipo de operação foram as empresas Gol Linhas Aéreas (GOL), América Latina Logística (ALL) e Diagnósticos da América (DASA). Em geral, essas operações são consideradas saídas parciais até que o período de *lockup* tenha expirado e o investidor tenha revendido a totalidade das suas ações para investidores do mercado acionário.

Instituições: Conjunto de regras formais e informais assim como os instrumentos para fazê-las valer. São as regras do jogo que fazem com que os agentes se comportem de uma determinada maneira. Inclui as leis, cultura, governo, empresa, usos e costumes.

International Finance Corporation (IFC): Braço de investimentos privados do Banco Mundial.

Jeton: Uma das formas de remuneração dos membros do *board* de uma empresa. Trata-se de um pagamento fixo por participação, que, na maioria dos casos, cobre apenas os custos de transporte.

Lançamento do fundo: Etapa do processo de *fundraising*, quando o gestor de PE/VC anuncia à comunidade de investidores ou investidores selecionados, a existência de um novo fundo de PE/VC aberto a receber seus comprometimentos de capital.

Later Stage: Neste estágio, a empresa já atingiu uma taxa de crescimento relativamente estável e já apresenta fluxo de caixa positivo.

Lead investor (ou investidor líder): Co-investidor responsável pelo investimento e monitoramento dos investimentos sindicalizados. Em geral, é aquele com maior participação na empresa investida.

Leveraged buyout (LBO): Aquisição de uma empresa utilizando-se de expressiva alavancagem financeira (dívida).

Limited Partner: Investidores de fundo de PE/VC estruturado sob a regulamentação de *Limited Partnership*. O termo "limited" se refere à responsabilidade limitada que esses investidores têm sobre os passivos do fundo.

Limited Partnership: Veículo de investimento, com prazo determinado, usualmente utilizado nos EUA. Os investidores são chamados de *Limited Partners* e os gestores assumem a posição de *General Partners*.

Lockup: Período, que segue a data do IPO, durante o qual o gestor de PE/VC fica proibido de vender parte ou totalidade de sua participação. Trata-se de um mecanismo de alinhamento de interesses entre novos e atuais acionistas.

Management Buy-out (MBO): Aquisição de uma empresa por parte de um grupo de empregados da própria empresa. Em geral é realizado através da técnica de LBO.

Management Buyout/in: Aporte para que uma equipe de gestores externos adquira o controle.

Mandato unificado: Regra pela qual todos os membros do conselho de administração (*board*) de uma empresa precisam ser eleitos ou reeleitos simultaneamente.

Monitoramento: Parte das atividades do gestor de PE/VC, na qual o gestor analisa relatórios feitos pelos diretores da empresa investida e pelos auditores independentes. Realiza visitas freqüentes e toma todos os cuidados para garantir a boa utilização dos recursos investidos.

Non-disclosure agreement: Termo de confidencialidade, que, em geral, é assinado por gestores de PE/VC e empreendedores, antes que o projeto de negócio, ou informações estratégicas da empresa, sejam apresentados.

Oportunismo: Tem sua origem na ambição humana, quando o homem procura, de forma individual, obter vantagens adicionais para si mesmo. O conceito diferencia-se de desonestidade, pois muitas vezes o comportamento oportunista surge quando uma contingência contratual não foi prevista e uma parte percebe a oportunidade de explorar a brecha em seu favor. Na formação do contrato, o oportunismo pode influenciar o comportamento das partes, que tentarão obter para si vantagens oriundas da assimetria de informação. Por exemplo, quando um candidato a emprego exagera suas competências e/ou omite seus defeitos para impressionar o recrutador logo de uma entrevista de seleção. Também pode ocorrer em uma fase pós-contratual, por exemplo, quando o recém contratado chega atrasado e não se esforça suficientemente para exercer a atividade para a qual foi contratado.

Organização gestora de PE/VC: São organizações voltadas a gerenciar o ciclo de investimento em PE/VC. São responsáveis por originar negócios, selecioná-los, negociar e

realizar os investimentos, monitorar e acompanhar os investimentos e realizar as saídas (desinvestimentos). Em geral são empresas que gerenciam fundos de PE/VC. Porém, algumas empresas gestoras de PE/VC, como no caso de *Corporate Ventures*, organizações ligadas a instituições financeiras e *family-offices*, não fazem uso de fundos, pois investem recursos proprietários da organização mãe.

Organização-mãe: Empresa ou instituição financeira à qual a organização de PE/VC é vinculada.

Originação: Atividade realizada pelo gestor de PE/VC, com o objetivo de encontrar oportunidades de investimento. Essas oportunidades chegam ao gestor por meio de uma ou mais das seguintes formas: candidaturas espontâneas, indicação ou prospecção própria.

Partner: Sócio da empresa gestora de PE/VC ou do fundo de PE/VC. Em geral, recebe, como remuneração variável, parcela do *carried interest*.

Pledge fund: Tipo de fundo onde cada investidor tem a opção de participar, ou não, das oportunidades de investimento propostas pelo gestor.

Portfólio: O mesmo que carteira de investimentos. Refere-se às empresas que receberam capital de um determinado fundo ou empresa gestora de PE/VC e que ainda não foram vendidas ou liquidadas.

PPP: Parceria público-privada.

Prazo de duração: Prazo, pré-estabelecido, findo o qual o fundo de PE/VC deverá ser liquidado e os recursos deverão ser devolvidos aos investidores, descontadas as eventuais taxas e comissões. Em geral, esse prazo é de dez anos, podendo ser estendido, com consentimento dos investidores, por mais dois ou três anos.

Prazo de investimento (ou período de investimento): Prazo, findo qual o gestor deve encerrar a atividade de investimento.

Private Equity (PE): A definição é controversa. Alguns profissionais do setor entendem *Private Equity* como o investimento privado, em ações de empresas de médio e grande porte, enquanto *Venture Capital* seria o investimento privado, em ações de micro e pequenas empresas. Em ambos os casos tratam-se de investimentos de longo-prazo e com objetivo de saída. Outros profissionais e grande parte dos acadêmicos, entendem *Private Equity* como investimento privado em ações de empresas em geral, sendo *Venture Capital* um subgrupo, voltado a micro e pequenas empresas.

Public to Private (P2P): investimento em empresas listadas na bolsa de valores, com posterior retirada, das ações da empresa, da bolsa de valores, tornando-se assim um investimento do tipo privado.

Put: Opção de venda de ação.

Replacement capital: Capital investido na recompra da totalidade da participação de um ou mais dos acionistas da empresa.

Saída: Etapa final do ciclo de investimento em PE/VC, quando a participação detida em uma empresa é revendida. A saída se dá por um dos seguintes mecanismos: IPO, Venda estratégica (*trade-sale*), Recompra pelo empreendedor ou pela equipe gestora (*Buyback*), venda para outro investidor (*secondary-sale*) e liquidação (*write-off*). As saídas podem ser parciais, como no caso de IPOs, ou totais, como no caso da venda estratégica e da liquidação. Nos casos de *buyback* e *secondary sale*, as saídas podem ser tanto totais quanto parciais.

Seed Capital (ou capital semente): Pequeno aporte, feito em fase pré-operacional, para desenvolvimento de uma idéia de um projeto ou ainda para testes de mercado ou registro de patentes.

Sindicalização: Ver co-investimento.

Spin-off: Cisão de um departamento, filial ou subsidiária de uma grande empresa, ou de um grupo empresarial, que torna-se uma empresa independente.

Start-Up: Para a indústria de PE/VC é o aporte de capital para empresa em fase de estruturação, em geral no primeiro ano de funcionamento, quando ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente. Nesta fase a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para se colocar em prática o plano de negócios.

Tag-along: Clausula do acordo de acionistas, pela qual o acionista minoritário tem o direito de vender sua participação sob as mesmas condições e preço do acionista majoritário.

Taxa de administração: Taxa paga pelo investidor, visando a manutenção da empresa gestora.

Track-record: Histórico de saídas, bem sucedidas, realizadas por um gestor de PE/VC.

Trust: Espécie de fundo, onde o *trustee*, proprietário dos recursos financeiros, designa um gestor, o *truster*, para representá-lo em seus interesses.

Turnaround: Investimento do tipo PE/VC feito em empresas com dificuldade financeira e/ou operacional. Os investimentos podem ser feitos através de debêntures conversíveis em ações, o que permite ao gestor de PE/VC se envolver ativamente na gestão da empresa.

Underwriters: Instituições financeiras que lideram lançamentos de ações no mercado. Aconselham as empresas quanto ao melhor momento para lançamento de ações, preço da emissão e público-alvo.

Venture Capital (VC): Investimento privado, em ações de micro e pequenas empresas de grande potencial de crescimento. Diferente dos investimentos feitos por *business angels*, o *venture capital* é gerenciado por organizações voltadas especificamente para este fim. Ver *Private Equity* (PE) para compreender a diferença entre VC e PE.

(página deixada em branco intencionalmente)

10 APÊNDICES

10.1 Instrumento de Pesquisa

A seguir são apresentados os dois questionários utilizados para obtenção de dados junto às 65 organizações gestoras de PE/VC atuantes no Brasil. O levantamento foi realizado por meio de questionário eletrônico que pode ser obtido no site *www.gv.br/dta/instalarv314.exe* (senha de acesso r4100J).

QUESTIONÁRIO 1
INFORMAÇÕES SOBRE A ORGANIZAÇÃO DE PE/VC

Dados Cadastrais

Nome da organização:

Endereço completo da organização no Brasil:

Logradouro:

Número:

Complemento:

Cidade:

Estado:

CEP:

Telefone:

Fax:

Web site:

Responsável pelo preenchimento do questionário:

Nome:

Cargo:

Telefone:

Fax:

E-mail:

Parte 1 – Informações Gerais sobre a Organização gestora de PE/VC

ATENÇÃO: As respostas deverão ser fornecidas por um profissional que tenha conhecimento sobre a totalidade das atividades de PE/VC, desenvolvidas pela organização, no Brasil.

- 1- Qual o país de origem da organização?
- 2- Além da sede, a organização possui escritórios secundários no Brasil?
 - Sim, informar cidades:
 - Não.
- 3- Quando a organização iniciou suas atividades de PE/VC no Brasil? (mês/ano)
- 4- A organização está ativa na busca de oportunidades de investimento?
 - Sim Não
- 5- A organização tem a intenção de continuar (ou voltar) a investir em PE/VC no Brasil?
 - Sim Não
- 6- A organização se insere em qual das categorias a seguir?
 - Organização de PE/VC independente
 - Organização ligada a instituição financeira
 - Corporate Venture* de grupo industrial
 - Organização de propriedade do setor público
 - Outra. Explícite:

Parte 2 – Dados sobre o conjunto de fundos ou alocação orçamentária

Para efeito deste Censo, uma empresa de participação (holding) é considerada como fundo

7- A organização se insere em qual das categorias a seguir:

- Administradora de recursos de terceiros através de fundo(s)
- Administradora de recursos de terceiros e recursos proprietários através de fundo(s)
- Administradora de recursos proprietários através de alocação orçamentária. Pule para a questão 9
- Outra. Explícite:

8- Quantos são os fundos de PE/VC geridos pela organização?

9- Complete o quadro a seguir, relativo ao conjunto dos fundos sob gestão:

Indique a moeda utilizada para preenchimento dos dados. Se a organização trabalha com mais de uma moeda, converta os valores para apenas uma moeda, utilizando as taxas de câmbio que você julgar mais adequadas.

- US dólar Reais Euros Outra. Explícite:

Utilização dos recursos (dados agregados m milhões de unidades monetárias)	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Total de fundos sob gestão						
Total de investidores nos fundos						
Total de capital comprometido*** para o Brasil						
Capital investido no ano						
Capital desinvestido no ano (através de saídas)						
Número de empresas no portfólio em 01/01/1999						
Número de empresas inseridas no portfólio no ano						
Qual o número de saídas totais**, realizadas através de cada um dos mecanismos a seguir?						
Venda-estratégica (<i>trade-sale</i>)						
Liquidação (<i>Write-off/down</i>)						
Venda para investidor temporário (<i>secondary-sale</i>)						
Recompra pelo empreendedor/gestores (<i>Buyback</i>)						
Qual o número de saídas parciais realizadas através de cada um dos mecanismos a seguir?						
Venda para investidor temporário (<i>secondary-sale</i>)						
Oferta primária de ações (<i>IPO</i>)						
Outra. Explícite:						
Outra. Explícite:						
Quantas empresas do portfólio foram incorporadas por outra empresa que também já estava no portfólio?						
Número de empresas incorporadas* no ano						

* Entendemos por empresa incorporada, aquela que, mediante injeção de capital da organização gestora de PE/VC, sofre fusão com outra das empresas do portfólio. Normalmente, este tipo de transação ocorre quando a estratégia da organização de PE/VC é a consolidação. Considere a data da incorporação como o dia em que a empresa incorporada passou a se subordinar à empresa incorporadora.

** Entendemos por saída total, a venda da totalidade da participação detida pelos fundos geridos pela organização de PE/VC, bem como uma liquidação total dos ativos da empresa do portfólio. Caso a saída tenha ocorrido através de várias saídas parciais, considere a última transação como uma saída total e as anteriores como saídas parciais.

*** No caso de gestores de recurso proprietários, tais como *Corporate Ventures* e subsidiárias de instituição financeira, considere o orçamento anual alocado para as atividades de PE/VC no Brasil. Caso os fundos, ou alocação orçamentária, tenham objetivo de investimento global, ou pan-americano, considere apenas a parcela que se refere ao país Brasil.

Parte 3 – Acompanhamento e monitoramento das empresas do portfólio

Para responder às questões de número 10 a 20, considere apenas as empresas nas quais a organização ocupa pelo menos 1 assento no conselho de administração (board)

10- Com relação à distância entre os escritórios da organização de PE/VC e as sedes das empresas do portfólio,

- a. qual a distância máxima (em quilômetros)?
- b. qual a distância média (em quilômetros)?

11- Em geral, qual proporção dos assentos dos conselho de administração das empresas do portfólio é ocupada por:

- a. Sua organização de PE/VC: _____ %
- b. Pela totalidade de investidores do tipo PE/VC (inclusive sua organização):
_____ %

12- Indique a forma de remuneração que, em geral, é aplicada aos participantes dos conselhos de administração das empresas do portfólio:

Tipo de membro	Remunerado	Forma de remuneração
Gestor da organização de PE/VC	<input type="checkbox"/> Sim, <input type="checkbox"/> Não	
Membros externos*	<input type="checkbox"/> Sim, <input type="checkbox"/> Não	

Em formas de remuneração aparecem: Jeton fixo por participação, Jeton e participação nos resultados, ações, opções, outra

*Entendemos por membro externo aqueles que não são investidores nem participam da gestão.

13- Em geral, com que frequência se reúnem os conselhos de administração das empresas do portfólio? (vezes ao ano)

14- Em geral, qual a duração do mandato dos membros dos conselhos de administração das empresas do portfólio? (meses)

15- Quando das eleições dos membros dos conselhos de administração das empresas do portfólio, qual proporção do conselho é, em geral, passível de ser substituída?

- 100% (Mandato unificado)
- _____ % (Mandato não unificado)

16- Os conselhos de administração das empresas do portfólio utilizam-se de comitês responsáveis por assuntos específicos?

Não.

Sim. Em quais áreas? Com que frequência se reúnem?

Planejamento Estratégico Se reúne _____ vezes ao ano

Monitoramento Tecnológico Se reúne _____ vezes ao ano

Marketing Estratégico Se reúne _____ vezes ao ano

Planejamento Tributário Se reúne _____ vezes ao ano

Auditoria Financeira Se reúne _____ vezes ao ano

Remuneração Se reúne _____ vezes ao ano

Outra. Explícite: Se reúne _____ vezes ao ano

Outra. Explícite: Se reúne _____ vezes ao ano

Outra. Explícite: Se reúne _____ vezes ao ano

17- Sem levar em conta as reuniões dos conselhos de administração, quão frequentes são as interações com cada uma das empresas do portfólio?

Forma de contato	Número médio de contatos por empresa	Duração média do contato
Visitas pessoais e reuniões	por mês	horas
Contatos telefônicos e teleconferências	por mês	minutos
Mensagens eletrônicas	por mês	

18- A organização de PE/VC promove conferências entre os CEOs das diversas empresas do portfólio?

Sim. Com qual frequência?

_____ vezes ao ano.

Não.

19- A organização de PE/VC promove encontro entre investidores dos fundos (ou seus representantes) e empresas do portfólio?

Sim. Com qual frequência?

_____ vezes ao ano.

Não. Pule para a questão 21

20- Os encontros entre CEOs e investidores do fundo também ocorrem durante a fase de negociação do investimento?

Sim, obrigatoriamente

Sim, ocasionalmente

Não

Parte 4 – Recursos Humanos

21- Qual o número de gestores (*venture capitalists*) da organização de PE/VC?

Entendemos por gestor o profissional da organização de PE/VC que dirige pelo menos um dos processos a seguir: fundraising, originação e seleção de negócios, negociação e estruturação de investimentos, monitoramento e acompanhamento das empresas do portfólio e saída. Profissionais de apoio, tais como analistas, serão considerados em questão subsequente.

22- Complete a tabela a seguir com os dados referentes aos gestores da organização de PE/VC. Use uma linha para cada um dos gestores contabilizados na questão anterior.

Gerais			Situação		Formação		Experiência anterior	
Gestor	Sexo	Idade	É Sócio (Partner)?	Presente no board de quantas das empresas investidas?	Maior titulação obtida	Principal área de conhecimento / atuação	Anos de experiência em PE/VC	Cargo ou profissão, ocupado anteriormente, que mais contribui para a atividade de PE/VC
1			<input type="checkbox"/>					
2			<input type="checkbox"/>					
3			<input type="checkbox"/>					
4			<input type="checkbox"/>					
5			<input type="checkbox"/>					
6			<input type="checkbox"/>					
7			<input type="checkbox"/>					
8			<input type="checkbox"/>					
9			<input type="checkbox"/>					
10			<input type="checkbox"/>					

m Titulação aparecaparece a seguinte lista de múltipla escolha: 2º Grau completo, Superior Incompleto, Superior Completo, Especialização, Mestrado, Doutorado, MBA, LLM, Pós-Doutorado.

Em área de conhecimento / atuação aparece a seguinte lista de múltipla escolha: Administração, Agronomia, Arquitetura, Biologia, Computação, Contabilidade, Direito, Economia, Engenharia, Estatística, Física, Hotelaria, Jornalismo, Matemática, Medicina, Odontologia, Outra ciência exata, Outra ciência social aplicada, Psicologia, Publicidade e Propaganda, Química, Turismo, Outra ciência biológica.

Em cargos e profissões ocupados anteriormente aparece a seguinte lista de múltipla escolha: Advogado, Auditor, *Business Angel*, CEO, Consultor em empresa de consultoria/Auditoria, Consultor Independente, Empreendedor, Gestor de banco de atacado, Gestor de banco de varejo, Diretor de empresa não financeira por mais de 5 anos, Diretor de empresa não financeira por período inferior a 5 anos, Membro do governo, Pesquisador científico, Professor universitário.

23- Além dos gestores, quantos profissionais de apoio trabalham na organização de PE/VC?

Cargo	Número de funcionários nesta posição	Porcentagem do "carried interest" dos fundos que é alocada a cada nível
Analista Sênior ou superior		%
Analista Júnior		%
Estagiários / Trainees		%
Outros		%
TOTAL	Soma	Soma%

24- Qual percentual da taxa de performance (*carried interests*) é alocada para os gestores?

Entendemos carried interest como sinônimo de taxa de performance, taxa de sucesso, taxa de rentabilidade, performance fee ou carry.

25- Em média, qual a faixa de remuneração fixa anual dos principais gestores de sua organização no Brasil?

Indique a moeda utilizada para preenchimento dos dados

US dólar Reais Euros Outra. Explícite:

- Abaixo de 50.000,00
- Entre 50.000,00 e 100.000,00
- Entre 100.001,00 e 150.000,00
- Entre 150.001,00 e 200.000,00
- Entre 200.001,00 e 250.000,00
- Entre 250.001,00 e 300.000,00
- Entre 300.001,00 e 400.000,00
- Entre 400.001,00 e 500.000,00
- Acima de 500.000,00

26- Em média, qual a faixa de bônus anual recebida individualmente pelos principais gestores de sua organização no Brasil?

- Não se aplica
- Abaixo de 20.000,00
- Entre 20.001,00 e 30.000,00
- Entre 30.001,00 e 40.000,00
- Entre 40.001,00 e 50.000,00
- Entre 50.001,00 e 60.000,00
- Entre 60.001,00 e 70.000,00
- Entre 70.000,00 e 80.000,00
- Entre 80.001,00 e 100.000,00
- Acima de 100.000,00

Parte 5 – Originação de negócios e formação do portfólio

27- Existe um valor **mínimo** para o total a ser investido, abaixo do qual uma oportunidade de investimento deixa de ser considerada?

- Sim. Qual? (em milhões)
- Não

28- Existe um valor **máximo** para o total a ser investido, acima do qual uma oportunidade de investimento deixa de ser considerada?

- Sim. Qual? (em milhões)
- Não

29- Acerca dos investimentos realizados pela organização:

- i. Quanto tempo decorre, em média, entre o recebimento das propostas (ou plano de negócios) e o investimento?

Mínimo de _____ meses

Máximo de _____ meses

Mais freqüentemente _____ meses

- ii. Quantas vezes cada proposta foi analisada pelo comitê responsável pelos investimentos?

Mais freqüentemente _____ vezes

Máximo de _____ vezes

30- Sobre a originação de negócios, complete a tabela a seguir:

Meio pelo qual as propostas de investimento (ou <i>business plans</i>) chegaram à organização de PE/VC	Número de propostas recebidas, em 2003, por cada meio	Número de propostas recebidas, em 2004, por cada meio	Sobre as propostas recebidas em 2004		
			Quantas foram analisadas por completo?	Quantas geraram processo de <i>due-dilligence</i> ?	Quantas se tornaram investimento?
Candidatura espontânea: Contato originado pela empresa que necessita de recursos. Em geral chega à organização de PE/VC através de correio, e-mail, telefonema etc.					
Indicação: Oportunidades que chegaram por meio de intermediários	Investidores dos fundos geridos pela organização de PE/VC				
	de outras organizações de PE/VC				
	de consultores e <i>advisors</i>				
	Outros meios. Explícite-os:				
Prospecção: Contato originado pela organização gestora de PE/VC	Visitas a centros incubadores				
	Rodadas de negócios (e.g. Endeavor, Venture Forum, Softex, ITS etc.)				
	Outros meios. Explícite-os:				
TOTAL	Soma	Soma	Soma	Soma	Soma

31- Complete o quadro a seguir com sua concordância quanto às características necessárias ou impeditivas à realização de um investimento. Caso a assertiva não faça sentido para o tipo de negócio que sua organização realiza, deixe-a em branco.

Assertivas	Concordo totalmente	Concordo parcialmente	Neutro	Discordo parcialmente	Discordo totalmente
Não investimos quando...					
... o empresário exige que assinemos termo de confidencialidade (<i>non-disclosure agreement</i>) antes de nos mostrar detalhes do projeto	<input type="checkbox"/>				
... a empresa tem um grande número de investidores minoritários	<input type="checkbox"/>				
... parte ou a totalidade dos negócios está na informalidade	<input type="checkbox"/>				
... trata-se de empresa familiar	<input type="checkbox"/>				
... não se chega a um acordo prévio sobre os termos básicos do acordo de acionistas	<input type="checkbox"/>				
... temos poucos elementos para calcular o valor da empresa	<input type="checkbox"/>				
... não se chega a um acordo prévio quanto à estratégia de saída	<input type="checkbox"/>				
Para investirmos é essencial que...					
... possamos adquirir o controle	<input type="checkbox"/>				
... os outros acionistas nos concedam direito de arraste (<i>drag along</i>)	<input type="checkbox"/>				
... os balanços e demonstrativos existentes sejam auditados	<input type="checkbox"/>				
... os principais executivos da empresa assinem cláusula de não-competição	<input type="checkbox"/>				
... a empresa já tenha recebido algum capital de <i>business angels</i> ou do governo	<input type="checkbox"/>				
... tenhamos uma idéia clara da saída que teremos no futuro	<input type="checkbox"/>				
... os principais gestores tenham estudado em boas escolas	<input type="checkbox"/>				
... os principais gestores tenham sólida experiência profissional	<input type="checkbox"/>				
... o CFO seja substituído/indicado por nós	<input type="checkbox"/>				
... os auditores independentes sejam escolhidos por nós	<input type="checkbox"/>				

QUESTIONÁRIO 2

INFORMAÇÕES SOBRE OS FUNDOS INDIVIDUALMENTE

As perguntas deste questionário são específicas a cada um dos fundos geridos por sua organização de Private Equity / Venture Capital. Pede-se para que seja preenchido um questionário para cada fundo. O questionário deve ser respondido, de preferência, pelo principal executivo do fundo. Caso a organização trabalhe somente com recursos proprietários, como é o caso de alguns *corporate ventures* e organizações ligadas a instituições financeiras, considere “fundo” como sinônimo de alocação orçamentária.

Parte 1 – Características do fundo

Caso sua organização trabalhe apenas com recursos proprietários, através de estruturas que não se assemelham a um fundo fechado (e.g. *corporate ventures* e *captives* de instituições financeiras), pule para a Parte 3.

1 - Nome do fundo

2 - Em que data...

- a) ... ocorreu o lançamento do fundo (início da prospecção de investidores)?
- b) ... ocorreu a constituição do fundo (encerramento da captação)?

3 - Em que país o fundo tem sua sede fiscal?

4 - O fundo funciona através de qual dos seguintes esquemas de aprovação de investimento?

- Blind pool* (o gestor escolhe e realiza os investimentos. Todos os investidores integralizam a parcela que lhes cabe)
- Comitê de investimentos participativo com aprovação por maioria simples (as propostas de investimento são aprovadas pela maioria dos investidores presentes e, mesmo os investidores que votaram contra, devem integralizar a parcela que lhes cabe)
- Comitê de investimentos participativo com aprovação por maioria qualificada (idem à alternativa anterior, porém a aprovação depende do voto de uma parcela pré-determinada dos investidores)
- Comitê de investimentos participativo com aprovação por unanimidade (as propostas de investimento só são aprovadas através de voto favorável de todos os investidores)
- Pledge fund* (Os investidores têm a opção de participar, ou não, de cada investimento proposto pelo gestor)
- Outro*: explique

5 - Sob qual das seguintes estruturas o fundo está instituído?

- Limited Partnership
- CVM 209 (FMIEE)
- CVM 302 (FITVM)
- CVM 391 (FIP)
- CVM 406 (FIP / Fomento)
- Empresa de participações (*Holding*)
- Fundo/holding cotado em bolsa de valores
- Fundo de Fundos
- Outra. Explícite:

6 - Qual o prazo de duração do fundo? (anos)

7 - Há possibilidade de extensão do prazo de duração?

- Sim. Em até quantos anos?
- Não.

8 - Existe ou existia um prazo, após o fechamento do fundo, para a realização de todos os investimentos (período de investimento)?

- Sim. Qual o prazo acordado? (anos)
- Não.

Parte 2 – Taxas e comissões

9 - O fundo cobra taxa de administração?

- Sim. Qual é a taxa aplicada? (%)
- Não. Pule para a questão 12

10 - Qual é a base de cálculo da taxa de administração?

- Capital comprometido
- Capital integralizado
- Capital investido
- Outra. Explícite

11 - Qual porcentagem da taxa de administração obtida em 2003 foi utilizada para a cobertura das despesas operacionais do fundo (sem se considerar remuneração de profissionais)? (%)

12 - O fundo cobra taxa de performance? (*Entendemos taxa de performance como sinônimo de taxa de rentabilidade, taxa de sucesso, performance fee, carried interests ou “carry”*)

Sim. Qual a taxa cobrada?

Não. Pule para a questão 17

13 - Como é calculado o valor da taxa de performance?

Percentual sobre ganho de capital

Percentual sobre ganho de capital, corrigido por taxa de retorno *benchmark*. Qual é o *benchmark*?

Outra. Explícite:

14 - O montante cobrado a título de taxa de administração é deduzido do valor sobre o qual incide a taxa de performance (*carried interests*)?

Sim, apenas o valor nominal utilizado

Sim, valor atualizado. Qual o índice de correção?

Não

15 - Existe um mínimo de capital que deve ser recuperado pelos investidores antes que os gestores comecem a receber a taxa de performance (*carried interests*)?

Sim. Antes de recebermos a taxa de performance os investidores devem ter recuperado _____% do capital comprometido investido utilizado (investido + taxa de administração).

Não. Pule para a questão 17.

16 - Uma vez devolvido aos investidores o valor necessário para que o gestor possa iniciar a cobrança da taxa de performance, qual a destinação dos recursos adicionais, obtidos através das saídas?

Passa a ser integralmente revertido para o gestor, até que o gestor tenha recebido valor equivalente à taxa de performance \times capital devolvido aos investidores (*com catch-up*).

Passa a ser dividido proporcionalmente entre o gestor e os investidores, de acordo com a taxa de performance (*sem catch-up*).

Outra regra. Explícite-a:

Parte 3 – Dos investidores do fundo

17 - Sobre os investidores participantes deste fundo, preencha a tabela a seguir referente à posição em dezembro de 2004.

Indique a moeda utilizada para preenchimento dos dados: US dólar; Reais; Euros; Outra. Explícite:

Classe de investidor@	Número de investidores nessa classe	Montante comprometido (em milhões)	Porcentagem dos recursos que tem origem estrangeira
Organização-mãe (casos de <i>Corporate Venture e Captives</i>)*			
Sócios da Firma de PE/VC			
Pessoas físicas externas à organização			
Endowments / Academia			
Fundos de Pensão			
Seguradoras			
Bancos			
Fundos de Fundos e <i>gatekeepers</i>			
Organizações gestoras de PE/VC			
Trusts			
Empresas e grupos industriais privados			
Empresas e grupos industriais públicos			
ONGs/Fundações			
Órgãos Governamentais			
Instituições Multilaterais			
Outros. Explícite:			
Valor total comprometido			

* Entendemos por organização-mãe, o grupo privado ao qual a organização de PE/VC é filiada. Ao reconhecê-la na primeira linha, não a reconsidere novamente em outras.

18 - Segundo o acordo com os investidores, qual percentual do capital comprometido deveria ser disponibilizado logo da assinatura do acordo de investimento? (%)

19 - De que forma se dá a integralização de parcelas do capital comprometido:

- Aportes periódicos de tamanho fixo
- Conforme a organização de PE/VC o solicita
- À medida que o comitê de investimentos aprova os investimentos.
- À medida que o investidor decide participar dos investimentos em empresas escolhidas pelos gestores
- Outra. Qual?

20 - Existe penalidade caso o investidor não possa, por quaisquer razões, disponibilizar sua parcela do capital para integralização:

- Não
- Sim, sua participação é diminuída drasticamente
- Sim, o investidor sofrerá desconto no ganho de capital ao qual tem direito
- Sim, outra. Qual?

21 - Das restrições a seguir, quais estão definidas em contrato com os investidores do fundo?

- Restrição quanto à zona geográfica dos investimentos.
- Restrição quanto ao setor de atividade econômica dos investimentos.
- Restrição quanto ao estágio dos investimentos.
- Restrição de valor máximo a ser investido em uma só empresa. Qual o limite estabelecido em % do capital comprometido?
- Gestores não podem investir recursos pessoais, diretamente, em empresas do portfólio.
- Recursos deste fundo não podem ser investidos em empresas do portfólio de outro fundo desta organização de PE/VC.
- Nenhum novo fundo pode ser lançado pelos gestores antes que uma parcela do valor comprometido neste fundo tenha sido investida. Qual é a parcela (%)?

22 - Investidores do fundo têm o direito de co-investir, diretamente, nas empresas do portfólio?

- Sim, esse é um direito garantido em contrato
- Sim, apenas sob certas condições. Explícite-as:
- Não. É proibido o co-investimento por qualquer dos investidores.
- Outra regra. Explícite:

23 - Quem determina o meio pelo qual uma saída (inclusive liquidação) será realizada?

- Gestores de PE/VC
- Gestores de PE/VC e investidores conjuntamente
- Investidores, via comitê de investimentos
- Outra. Explícite:

- 24 - Qual deve ser a destinação dos recursos obtidos através de saídas?
- Obrigatoriamente distribuído aos investidores (subtraído da eventual taxa de performance)
 - A critério dos gestores, é reinvestido em novas empresas que não estavam no portfólio
 - A critério dos gestores, é reinvestido em empresas que já estavam no portfólio
 - Sua destinação fica a critério dos investidores
 - Outra. Explique:
- 25 - Existe a possibilidade de um ou mais investidores convocarem uma assembleia extraordinária?
- Não se aplica.
 - Sim. Qual o percentual de quotas necessário?
 - Não
- 26 - Os investidores têm o poder de destituir o gestor ou membros da equipe do gestor deste fundo? (permitido a escolha de mais de uma alternativa)
- Sim, apenas por justa causa. Quais?
 - Negligência
 - Fraude
 - Não cumprimento de cláusulas contratuais
 - Outra. Explícite:
 - Sim, mesmo sem justa causa, por maioria qualificada com quorum de pelo menos _____% dos quotistas
 - Sim, por outro mecanismo. Explícite:
 - Não.
- 27 - Está previsto o uso de câmara de arbitragem para resolver eventuais impasses entre a organização de PE/VC e investidores?
- Sim. Qual?
 - Não

Parte 4 – Foco

28 - Indique o número de empresas do portfólio onde os investimentos foram feitos apenas por seu fundo e onde houve co-investimento com outros fundos de PE/VC:

- ___ Investimentos feitos de forma independente
 ___ Investimentos sindicalizados na qualidade de líder (*lead investor*)
 ___ Investimentos sindicalizados na qualidade de co-investidor não líder

Atenção: Responda às questões de número 29 a 33 tendo em mente apenas as empresas do portfólio onde o fundo investiu de forma independente ou co-investiu com outros fundos de PE/VC na qualidade de líder (*lead investor*).

29 - Indique o número de empresas do portfólio de acordo com o estágio em que se encontravam quando receberam o primeiro aporte de capital do fundo:

- ___ ***Seed Capital*** (Pequeno aporte, feito em fase pré-operacional, para desenvolvimento de uma idéia de um projeto ou ainda para testes de mercado ou registro de patentes)
- ___ ***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. Nesta fase a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para se colocar em prática o plano de negócios)
- ___ ***Expansion*** (Aporte de capital, em geral de giro, para a expansão de empresa que já vende seus produtos/serviços comercialmente. O aporte também pode ser destinado à expansão da planta, da rede de distribuição ou ainda para ser investido em comunicação e marketing)
- ___ ***Later Stage*** (Neste estágio, a empresa já atingiu uma taxa de crescimento relativamente estável e já apresenta fluxo de caixa positivo)
- ___ ***Acquisition Finance*** (Aporte de capital para que a empresa adquira uma terceira companhia. Inclui-se nesta categoria o financiamento do tipo mezanino, que utiliza uma combinação de dívida e empréstimo)
- ___ ***Management Buyout/in*** (Aporte para que uma equipe de gestores, da própria empresa ou externos, adquira o controle)
- ___ ***Bridge Finance*** (Aporte feito quando a empresa planeja uma introdução em bolsa de valores em prazo de até um ano. Também pode envolver a reestruturação de posições acionárias de grandes acionistas)
- ___ ***Turnaround*** (Financiamento para empresa com dificuldade operacional e/ou financeira)

30 - Indique o número de empresas do portfólio de acordo com a tese/estratégia de investimento adotada no momento em que receberam o primeiro aporte de capital:

- Criação e/ou desenvolvimento de um negócio
- Public to Private* (investimento em empresas listadas com vistas a retirá-la da bolsa de valores)
- Spin-off* de grupo empresarial nacional
- Spin-off* de grupo empresarial estrangeiro
- Privatização
- Sucessão familiar
- Consolidação de setores fragmentados
- Secondary purchase / Replacement Capital*
- Outros. Explícite-os:

31 - Relacione o número de empresas do portfólio segundo a localização em cada uma das regiões a seguir:

Região Sudeste		Região Sul	
<input type="checkbox"/>	Grande São Paulo*	<input type="checkbox"/>	Grande Porto Alegre****
<input type="checkbox"/>	Interior/litoral de São Paulo	<input type="checkbox"/>	Interior/litoral do Rio Grande do Sul
<input type="checkbox"/>	Grande Rio de Janeiro**	<input type="checkbox"/>	Grande Curitiba*****
<input type="checkbox"/>	Interior/litoral do Rio de Janeiro	<input type="checkbox"/>	Interior/litoral do Paraná
<input type="checkbox"/>	Grande Belo Horizonte***	<input type="checkbox"/>	Grande Florianópolis
<input type="checkbox"/>	Interior de Minas	<input type="checkbox"/>	Demais cidades de Santa Catarina
<input type="checkbox"/>	Espírito Santo		
		Outras regiões	
<input type="checkbox"/>	Centro-Oeste ^{oo}		Nordeste ^o
<input type="checkbox"/>	Norte ^o	<input type="checkbox"/>	

*: São Paulo, Arujá, Barueri, Biritiba-Mirim, Caieiras, Cajamar, Carapicuíba, Cotia, Diadema, Embu, Embu-Guaçu, Ferraz de Vasconcelos, Francisco Morato, Franco da Rocha, Guararema, Guarulhos, Itapeirica da Serra, Itapeví, Itaquaquecetuba, Jandira, Juquitiba, Mairiporã, Mauá, Mogi das Cruzes, Osasco, Pirapora do Bom Jesus, Poá, Ribeirão Pires, Rio Grande da Serra, Salesópolis, Santa Isabel, Santana de Parnaíba, Santo André, São Bernardo do Campo, São Caetano do Sul, São Lourenço da Serra, Suzano, Taboão da Serra e Vargem Grande Paulista.

** : Rio de Janeiro, Belford Roxo, Duque de Caxias, Magé, Mesquita, Nilópolis, Niterói, Nova Iguaçu, Queimados, São Gonçalo e São João de Meriti

***: Belo Horizonte, Betim, Contagem, Ibirité, Nova Lima, Ribeirão das Neves, Sabará, Santa Luzia e Vespasiano.

****: Porto Alegre, Alvorada, Barra do Ribeiro, Cachoeirinha, Campo Bom, Canoas, Dois Irmãos, Eldorado do Sul, Estância Velha, Esteio, Gravataí, Guaíba, Ivoti, Novo Hamburgo, Portão, São Leopoldo, Sapiranga, Sapucaia do Sul e Viamão.

*****: Curitiba, Almirante Tamandaré, Araucária, Campo Largo, Campo Magro, Colombo, Fazenda Rio Grande, Pinhais, Piraquara e São José dos Pinhais.

^o: Acre, Amapá, Amazonas, Pará, Rondônia, Roraima e Tocantins

^{oo}: Alagoas, Bahia, Ceará, Maranhão, Paraíba, Pernambuco (incluindo o Distrito Estadual de Fernando de Noronha), Piauí, Rio Grande do Norte e Sergipe

^{ooo}: Brasília (DF), Goiás, Mato Grosso e Mato Grosso do Sul.

32 - Indique o número de empresas do portfólio segundo seus principais setores de atuação.

	Mineração	Entretenimento/Turismo	
Σ	Energia	Educação	
	-Extração	Comunicação/Mídia	
	-Produção	Transporte e sua infra-estrutura	Σ
	-Distribuição	-Aéreo	
	-Fontes alternativas	-Terrestre	
	-Outra. Explícite:	-Ferroviário	
Σ	Indústria	-Marítimo	
	-Automação industrial	-Fluvial	
	-Indústria de base	Logística/Distribuição	
	-Máquinas e equipamentos industriais	Informática e eletrônica	Σ
	-Engenharia	-Máquinas e equipamentos de TI	
	-Indústria automotiva	-Serviços de suporte em TI	
	-Embalagens	-Outsourcing de processamento de dados	
	-Outra. Explícite:	-Internet	
	Saneamento	-Semicondutores	
Σ	Construção Civil / Negócios imobiliários	-Laser	
	-Materiais para construção	-Softwares	
	-Empreendimentos imobiliários	-Outra. Explícite:	
	-Serviços imobiliários	Telecomunicações	Σ
	-Outra. Explícite:	-Serviços	
Σ	Alimentos, bebidas e fumo	-Equipamentos	
	-Bebidas: produção e/ou engarrafamento	Serviços Financeiros	
	-Processamento de alimentos	Medicina e estética	Σ
	-Tabaco	-Serviços médicos / laboratoriais	
	-Restaurantes, bares e microcervejarias	-Fármacos	
	-Fastfood e franquias alimentícias	-Instrumentos médicos	
	-Outra. Explícite:	-Franquias em estética e saúde	
	Têxteis	-Outra. Explícite:	
Σ	Agronegócios	Biotecnologia	Σ
	-Agricultura e pecuária	-humana	
	-Reflorestamento	-animal	
	-exportação/importação	-vegetal	
	-Distribuição e logística	-Outra. Explícite:	
	-Outra. Explícite:	Outros. Explícite:	Σ
	Eletrodomésticos		
	Varejo em geral		

33 - Indique o número de empresas do portfólio segundo seus principais setores de atuação.

itário

- Minoritário com poder de veto
 Minoritário com controle
 Controle dividido igualmente
 Majoritário com pleno controle

Atenção: Volte a responder às questões de número 29 a 33 considerando apenas as empresas do portfólio onde o fundo co-investiu com outros fndos de PE/VC na qualidade de não líder.

10.2 Organizações participantes da pesquisa

1. ABN Amro Capital
2. Advent International
3. AIG Capital Partners
4. Angra Partners
5. AxialPar
6. Axxon
7. Banco Brascan
8. Banco do Brasil DTVM
9. Baring Latin America Partners
10. Bassini, Playfair & Wright
11. Bertrati
12. BNDESPar (Private Equity)
13. BNDESPar (Venture Capital)
14. BPE Investimentos
15. Bradespar
16. Bueninvest (antiga BEV)
17. Busato Participações
18. Centerless Competence Network
19. CRP
20. CSFB
21. Darby Overseas
22. Darby Overseas (Mezanino)
23. DGF Gestão de Fundos
24. Dynamo VC
25. Eastman
26. Eccelera
27. Ecoinvest
28. Econergy
29. Econotech
30. Electra Capital Partners
31. e-Platform
32. Fator Recursos
33. Fir Capital Partners
34. GP Investimentos
35. Icatú Equity Partners
36. Idea Capital
37. IdeiasNet
38. Innovate
39. Intel Capital (informações públicas)
40. Investidor Profissional
41. InvestTech
42. Itamby
43. Jardim Botânico Partners
44. JP Morgan Partners
45. K2 Achievements
46. LAEP
47. Latintech
48. Mercatto Venture Partners
49. Merrill Lynch
50. Mi Factory
51. Oliveira Trust
52. Orbe Investimentos
53. Pactual Asset Management
54. Pátria Banco de Negócios
55. Phoenix
56. Plataforma Capital
57. Rio Bravo
58. Rosegarden
59. Santander
60. SP Fundos
61. Stratus Investimentos
62. TMG Capital Partners
63. VentureLabs
64. Verticals Capital
65. Votorantim Novos Negócios