

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

RELAÇÃO ENTRE VOLUME E QUANTIDADE DE FUNDOS *PRIVATE EQUITY* E
IPO'S, NO BRASIL

André Augusto Corrêa Cunha
Nº. de Matrícula: 0411516-0

Professor Orientador: Walter Novaes

Rio de janeiro – RJ
Junho de 2008

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

RELAÇÃO ENTRE VOLUME E QUANTIDADE DE FUNDOS *PRIVATE EQUITY* E
IPO'S, NO BRASIL

André Augusto Corrêa Cunha
Nº. de Matrícula: 0411516-0

Professor Orientador: Walter Novaes

Rio de janeiro – RJ
Junho de 2008

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor"

Agradecimentos

Agradeço aos meus pais, José Augusto e Elza Francisca, por estarem sempre do meu lado, e sempre acreditarem em mim.

Ao Professor Walter Novaes, a quem muito admiro, pela orientação neste trabalho e na iniciação científica.

A todos os meus familiares, especialmente à Mina, Sofia, Vó, Nelzir, Maxwell, Juninho, Dona Felícia, por estarem sempre presentes.

A todos os meus amigos, pela amizade, e às pessoas que de alguma forma fizeram parte da minha história nesses últimos quatro anos, por estarem presentes em meus pensamentos.

Aos professores que tive durante o curso, pelo aprendizado.

Índice:

1. Introdução	6
2. Descrição da indústria de Fundos Private Equity	8
3. Descrição da indústria de IPO's	12
4. Análise dos dados	14
4.1 Fonte de Dados	14
4.2 Hipóteses	14
4.3 Metodologia.....	16
4.4 Resultados.....	17
4.4.1 Dados da indústria de Fundos de <i>Private Equity</i> no Brasil	17
4.4.2 Dados da indústria de IPO's no Brasil	27
4.4.3 Comparação entre os Fundos de Private Equity e IPO's.....	30
5. Considerações Finais	33
6. Referência Bibliográfica.....	35

Índice de tabelas e gráficos:

Gráfico 1: Hipótese 1.....	15
Gráfico 2: Hipótese 2.....	16
Gráfico 3: Hipótese 3.....	16
Gráfico 4: Volume de Fundos de Private Equity.....	19
Gráfico 5: Novos comprometimentos de capital da indústria de Private Equity.....	20
Gráfico 6: Número de novos comprometimentos de capital na indústria de Private Equity.....	21
Gráfico 7: Capital investido pelo total de organizações de Private Equity.....	22
Gráfico 8: Número de organizações responsáveis por esses investimentos.....	22
Gráfico 9: Evolução do patrimônio líquido dos FIP's.....	24
Gráfico 10: Número de registro de FIP's.....	25
Gráfico 11: Média de Volume por FIP.....	26
Gráfico 12: Período de Investimento.....	27
Tabela 1: Maiores prazos de investimento.....	27
Gráfico 13: Volume de IPO's.....	28
Gráfico 14: Total de IPO's.....	29
Gráfico 15: Média de Volume por IPO.....	29
Gráfico 16: Volume de FIP's e IPO's agregados.....	32

1. Introdução

É recente, no Brasil, o aumento do número de fundos de investimento e dos *IPO's*, assim como seu crescimento em volume de capital. Existem várias possíveis explicações para isso, por exemplo, a inflação controlada, e a estabilidade econômica, assim como a firmiação de órgãos e normas que regulam o mercado, que mantém a atratividade dessas duas indústrias.

A indústria de Fundos de Investimento *Private Equity* tem por finalidade conseguir retorno sobre o capital comprometido, através do investimento em empresas que já tenham um certo grau de desenvolvimento. De uma maneira geral, como iremos abordar mais a frente, veremos que se tratam de investimentos de logo prazo (por volta de 10 anos), e com uma baixa liquidez (os papéis das empresas na maioria das vezes não estão cotados em bolsa). Por isso, A questão do tipo de mecanismo de saída do investimento, se torna de fundamental importância para todos os participantes (gestores, investidores e empresas investidas) do mercado desse tipo de fundo.

Assim, é importante conhecer os mecanismos de saída e os fundos, para que possamos saber como esses mecanismos podem impactar no retorno desses fundos. Dando um enfoque nos *IPO's*, podemos não apenas avaliar o mercado de abertura de capital das empresas, que vem se expandindo fortemente a partir de 2004, mas também nos aprofundar na melhor e mais lucrativa forma de saída de um fundo de *Private Equity*.

Nesse sentido, esta monografia tem por objetivo estudar os Fundos *Private Equity* e a abertura de capital das empresas na bolsa, de modo, a que possamos chegar à relação sobre a relação de ambos. Dessa forma, desenvolver conhecimentos tanto do mercado desses fundos, quanto do mercado de *IPO's*.

Podemos definir Fundos de *Private Equity*, como algo próximo da definição dos Fundos de Investimento em Participações, dada pela instrução da CVM número 391, de 16 de julho de 2003. Dessa maneira, entende-se por Fundos de *Private Equity* como sendo: “(...) uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis

em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão(...)”.

O retorno financeiro dos Fundos de *Private Equity* é diretamente influenciado pelo mecanismo de saída pela qual o gestor decidiu optar, sendo que, os principais mecanismos são a abertura de capital da empresa investida, venda estratégica, venda para outro investidor, recompra pelo empreendedor e liquidação total dos ativos. De modo que as três primeiras representam as formas mais lucrativas de se sair do investimento.

A abertura de capital da empresa (*IPO*) é considerada por muitos estudos, como sendo a maneira mais lucrativa de se sair de um investimento e de uma forma geral, esse mecanismo é normalmente usado para a venda parcial da empresa, já que existem evidências que as ações das empresas se valorizam após o *IPO*. Porém os *IPO's* são usados por outros motivos, e não apenas como instrumento de saída de fundos *Private Equity*.

Nos últimos anos, o Brasil tem visto o volume e a quantidade dos fundos de *Private Equity* aumentar consideravelmente. Paralelamente a isso, a quantidade de *IPO's* também tem crescido muito. É sabido, de acordo com Eduardo Madureira Rodrigues Siqueira (2007), em sua dissertação “Determinantes do Desempenho dos Veículos de Investimento de *Private Equity* e *Venture Capital*: Evidências do Caso Brasileiro”, que os *IPO's* são uma forma bem sucedida de saída de um fundo *Private Equity*.

Dessa maneira, o crescimento de ambos no mercado brasileiro está diretamente ligada. A partir disso, o objetivo dessa monografia é em seus primeiros capítulos fazer um panorama geral da indústria de fundos *Private Equity*. Apresentar posteriormente as principais características dos *IPO's* no Brasil, e por fim determinar a como os dois mercados evoluem em termos de volume historicamente.

2. Descrição da indústria de Fundos Private Equity

Para a compreensão deste trabalho, é importante que inicialmente comentemos as principais características dos fundos *Private Equity*, assim como os estudos já feitos nessa área. Por isso, descreveremos essas características de uma maneira genérica, e também aplicaremos isto ao caso brasileiro.

Cabe aqui também falarmos dos estágios de desenvolvimento das empresas, o aporte de capital nos fundos *Private Equity* pode ser qualificado de acordo com o grau de desenvolvimento da empresa que o recebe esse investimento. O termo *Venture Capital* é em geral usado para caracterizar o investimento em empresas que estejam em seus primeiros anos ou de funcionamento, empresas em fase de estruturação, ou em fase pré-peracional. Já o termo *Private Equity* é mais comumente usado para refletir o investimento em empresas que estejam em estágios mais avançados de desenvolvimento, de modo que a empresa já esteja mais amadurecida. No entanto, as empresas de *Venture Capital* não deixam de estar contidas nos fundos de *Private Equity*, de modo que neste trabalho entenderemos que o termo *Private Equity* incluirá também *Venture Capital*.

De acordo com o definido anteriormente, os fundos *Private Equity*, são fundos que através da aquisição de ações (direta ou indiretamente), visam à participação no processo decisório das empresas investidas. Dessa maneira, o retorno do capital investido se dá exatamente na hora da saída do investimento, que é a hora em que o fundo sai da empresa. Em geral, os fundos *Private Equity* compartilham as seguintes características: a) investimento em empresas ou setores; b) perspectiva de saída no longo prazo; c) baixa liquidez do investimento, de modo que, muitas das empresas investidas não são, nem ao menos, cotadas em bolsas; d) o fundo participa do processo decisório das empresas investidas; e) saída do investimento como forma de realização de lucros ou prejuízos.

Devemos ressaltar também nesta indústria podemos perceber três principais agentes, as gestoras, os investidores e as empresas investidas. De maneira que, o capital aportado no fundo é dos investidores. O fundo é estruturado e gerido pelos gestores, que tomam todas as decisões estratégicas do fundo (como escolher as empresas a serem

investidas, o mecanismo de saída, veículo de investimento, etc.)¹. As empresas investidas, como o próprio nome diz, são as que recebem o investimento, e que mais tarde serão vendidas com o intuito de que o fundo performe seus resultados.

Apesar de ser uma indústria inserida ao redor do mundo, a maior parte dela está nos Estados Unidos, e é de lá que vem a maior parte dos estudos sobre esse assunto. Os modelos estudados se referem, portanto, ao mercado americano. Porém, grande parte dessa literatura pode ser aplicada ao caso brasileiro, é claro que devemos adaptá-las de forma a se enquadrar ao nosso mercado. Essas adaptações devem ser principalmente nos âmbitos das leis e das políticas regulatórias, que regem o Brasil.

Estudos mostram que o volume da indústria de fundos *Private Equity* se alterou bastante entre países e ao longo do tempo. Particularmente, o renome do gestor do fundo, medida pela idade, tamanho e reputação (retornos obtidos no passado) da organização, são os principais fatores de atração de capital novo para investimentos por parte do gestor. Assim como o grau de empreendedorismo da população, imposto sobre ganhos de capital, expectativa de taxa de juros de longo prazo e de curto prazo, mobilidade do capital, são os principais fatores de atração para a indústria por parte dos investidores. No Brasil, o papel governamental, e dos órgãos reguladores, é de fundamental importância para o fomento dessa atividade.

Dessa maneira, de acordo com a literatura, para lidar um alto grau de insegurança, e retornos incertos, foram gradativamente evoluindo mecanismos de controle, e princípios de governança dos fundos, de forma a aumentar a segurança desse mercado. Os estudos de Gorman e Sahlman (1989) e Sahlman (1990), que tratam do mercado americano, descrevem esses mecanismos da seguinte forma: investimento por etapas, remuneração por resultado, mecanismos de liquidez e garantias futuras, participação ativa e monitoramento constante, restrições contratuais e exigências dos investidores. De uma maneira geral, esses mecanismos servem para criar os incentivos certos, de modo que, os investidores se sintam mais confortáveis com o risco tomado, e os gestores tenham estímulo para que o fundo seja rentável.

¹ Vale ressaltar, que em muitos casos, os investidores têm total poder para destituir o gestor.

Cada veículo de investimento possui características e regulações diferentes, que fazem o gestor e o investidor optarem pelas características que melhor atenderem a suas demandas. De acordo com Eduardo Siqueira (2007), podemos distinguir os principais veículos de investimento praticados no Brasil: *Limited Partnership*, FIP – Fundos de Investimento em Participações ou CVM 391, Empresas de Participações ou *holdings*, CVM 302 e 409, divisão de empresa não financeira e FMIEE – Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes ou CVM 209.

O tipo de saída do investimento impacta diretamente na rentabilidade do fundo de acordo com Cumming e MacIntosh (2002), pois influencia no preço, que a ação da empresa investida, é negociada dessa maneira vemos a importância da escolha do tipo de saída, como forma de sucesso no fim dos ciclos de investimento dos fundos Private Equity. Pois apenas no período de desinvestimento que é de fato realizado o lucro ou o prejuízo do fundo, de modo que é liquidada a posição de ações dos investidores.

Existe, porém uma assimetria de informação entre os vendedores e compradores das participações das empresas investidas dos fundos Private Equity, que influencia o preço a ser pago pelas ações dessas companhias e também o mecanismo de saída utilizado (que visa um maior retorno para o investidor, já que é escolhido pelo gestor). Segundo Cumming e MacIntosh (2002), as cinco principais formas de saída do investimento são:

- Abertura de capital (IPO): esta forma de saída se dá através do ingresso da empresa investida na bolsa de valores, fazendo-se uma oferta pública primária das ações desta empresa.
- Venda estratégica: este mecanismo de saída do investimento se dá através da fusão ou compra da empresa por outra empresa que exerça atividade semelhante.
- Venda para outro investidor: trata-se da venda para um outro investidor. Podendo ser um investidor temporário (no caso de um fundo Private Equity) ou um co-investidor.

- Recompra pelo empreendedor: é quando acontece a recompra das ações do fundo, por parte dos proprietários da empresa investida.

- Liquidação total dos ativos: acontece quando a empresa investida é desconstituída e seus ativos são liquidados e vendidos entre os acionistas e credores. Normalmente é quando a empresa investida entra em falência. Em geral, traz prejuízos aos investidores.

Siqueira (2007) expõe que o melhor mecanismo de saída de um Fundo de Private Equity é através da emissão primária de ações. Ele cita ainda as principais vantagens das saídas via IPO, que podemos considerar que são: maior liquidez das ações, possibilidade de diversificação por parte dos acionistas, indicam que as empresas foram mais bem estruturadas, mais transparentes e com maior nível de governança corporativa e por não dependerem de apenas um comprador, tornam-se mais sustentáveis.

Por isso, muitos estudos falam que o volume dos IPO's como o fator preponderante do tamanho do mercado dos Fundos de Private Equity. Por exemplo, Freitas e Passoni (2006), que atentam para o fato de que um mercado de capitais desenvolvido, com muita ocorrência de IPO's, fomentam o aumento da atividade de fundos Private Equity. Os autores ainda chegam a conclusão que essa indústria ainda tem muito que crescer no Brasil, através de um estudo com gestoras de fundos, comparando o Brasil e o exterior.

Surge então, a necessidade de estudarmos o mercado de oferta pública primária (IPO's) no Brasil, de maneira que, possamos combinar mais a frente nossos estudos dos mercados de fundos de Private Equity e o mercado de IPO's.

3. Descrição da indústria de IPO's

A abertura de capital de uma empresa se dá quando os valores mobiliários desta empresa são admitidos à transação em bolsa ou mercado de balcão, tais como as ações, as debêntures, os bônus de subscrição, as notas promissórias para distribuição pública. Essas ações são assim, emitidas para o público em geral, as quais poderão ser então negociadas em bolsas de valores e nos mercados organizados. Dessa forma a empresa tem seu capital social dividido e sendo regulamentada pela Lei das Sociedades Anônimas (lei n.º 6.404/76).

A emissão de ações no mercado acontece tanto pela emissão de novas ações, quanto por oferta pública de ações detidas por um investidor. O processo pelo qual a empresa emite novas ações é conhecido como *underwriting*. Através da emissão pública de suas ações, a empresa capta recursos, que são direcionados para financiar seu crescimento.

Podemos notar também que através da abertura de capital a empresa deve submeter-se a regras de governança estipuladas pela bolsa e pela CVM, fazendo com que sua administração fique mais transparente. De acordo com isto, os recursos que a empresa consegue com a emissão de ações não são de fato baratos, contudo são recursos sustentáveis, isto porque são amortizados aos investidores através da distribuição de dividendos e da retenção dos lucros que, se forem bem reaplicados farão o preço das ações da empresa subir.

Além disso, acontece a melhora da imagem institucional da empresa, junto ao mercado. A empresa se torna mais visível (através da implantação do departamento de relações com investidores), com o cumprimento e a implantação das requisições para se abrir o capital. Dessa maneira, suas informações e registros contábeis ganham maior credibilidade junto ao mercado.

Podemos perceber ainda outros benefícios do lançamento do IPO, por exemplo, o tempo que se leva para a reposição dos recursos captados, o risco deste meio de captação é menor do que de outra forma de capitalização, parte dos novos sócios absorvem o risco do negócio, aumento da capacidade da empresa frente a obtenção de

outras fontes de captação de recursos, o patrimônio dos acionistas fica mais líquido, aumenta a capacidade e o volume de endividamento da empresa e melhoria da imagem institucional da empresa junto ao mercado.

Porém temos do outro lado, os obstáculos para a adoção da emissão primária de ações como forma de captação de recursos. Alguns dos obstáculos podemos apontar como sendo, porte da empresa (a empresa deve ter um tamanho mínimo que toda a implementação das normas exigidas se torne viável), mercado atrativo (mercado deve estar passando por um bom momento). Casagrande Neto (2000) argumentou que os principais obstáculos para a abertura de capital de uma empresa são que o sigilo empresarial ficará comprometido, há possibilidade de perder o controle acionário, a concorrência poderá se aproveitar da transparência exigida as companhias abertas, entre outras.

De fato, a emissão primária de ações pode ser a melhor maneira para se sair do investimento, no caso de um fundo de Private Equity, no entanto mostra-se também custosa. O que significa porém, é que os fundos que obtam por este tipo de saída, podem sair de empresas que tenham um certo tamanho, devido a este custo. De acordo com Aline Lex (2007), este custo é recompensado, de maneira que as empresas que optam por uma maior transparência na emissão de seu IPO, aderindo ao grupo de empresas de maior nível de governança corporativa (Novo Mercado), têm o preço maior, na largada.

4. Análise dos dados

4.1 Fonte de Dados

Para o levantamento de dados necessário sobre a pesquisa dos fundos de *Private Equity*, deverão ser usados dados do Primeiro censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital*, essa base de dados abrange uma população de organizações *Private Equity* e *Venture Capital* no país até 2004. Outro levantamento deverá ser feito através da CVM que dispõe de uma base de dados sobre os FIP (fundos de investimento em participações), que também deverá ser considerada nessa pesquisa.

Para o levantamento sobre a abertura de capital na bolsa, deverão ser considerados os diversos prospectos das emissões que aconteceram. Além de todo o material que estiver disponível na CVM sobre essas emissões.

4.2 Hipóteses

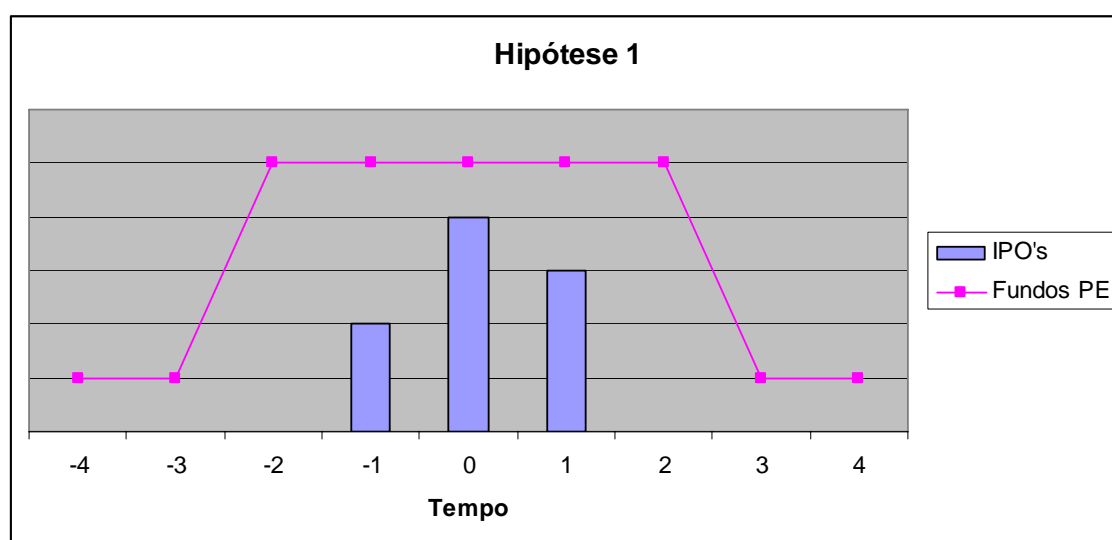
De fato, esse trabalho tem por objetivo principal comparar três principais hipóteses sobre o aumento do número de fundos. Essas hipóteses tentam explicar de uma maneira comparativa o período do início de boom IPO's, com o início do período de boom dos fundos de *Private Equity*. Assim como tentam relacionar o fim dos dois períodos.

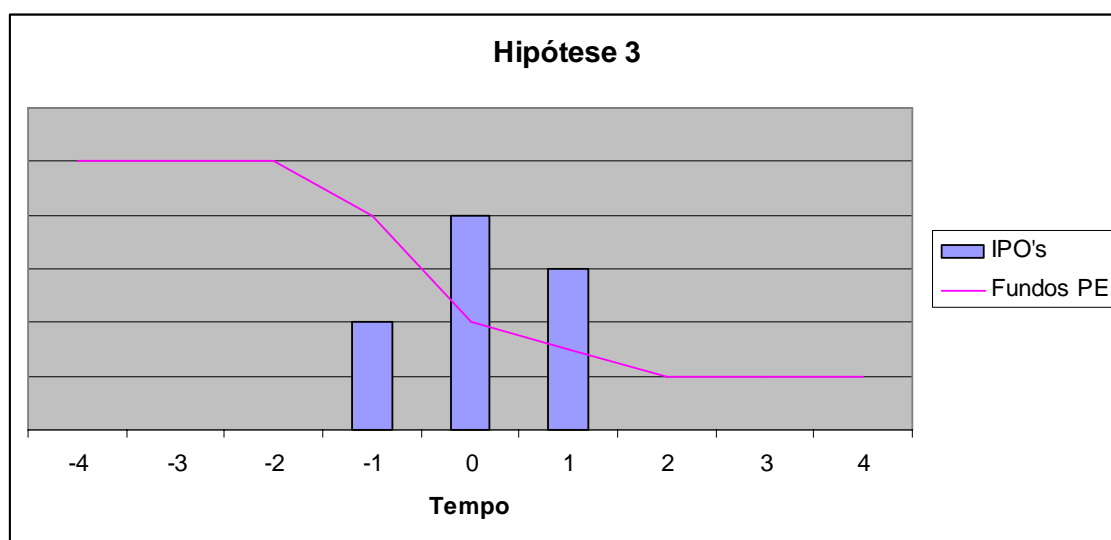
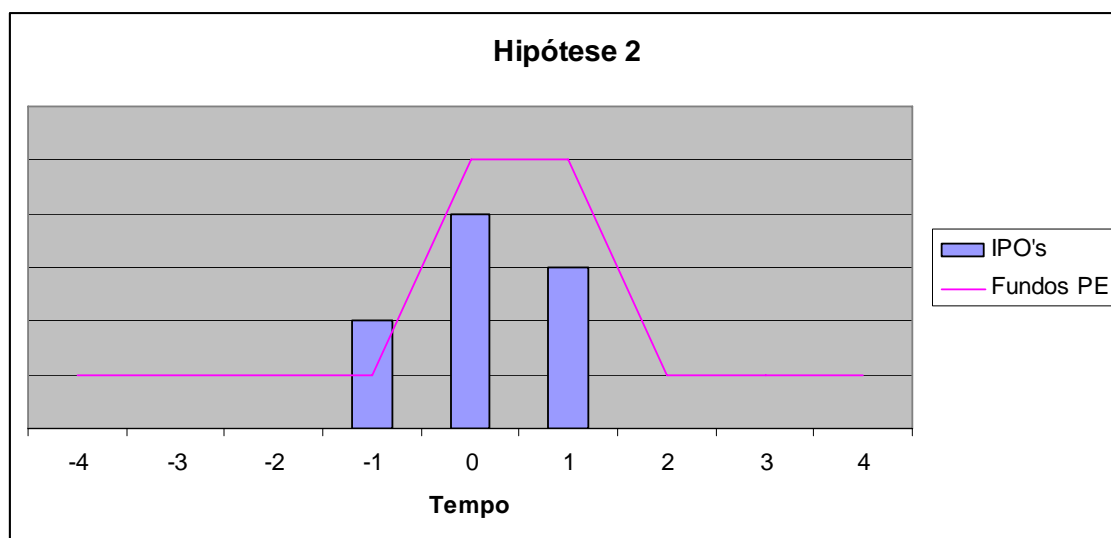
A primeira é de que anos antes do período de boom de IPO's, haveria um súbito aumento do número de fundos, aumento esse que iria diminuir poucos anos após o término desse boom. Esse cenário leva em consideração uma possível expectativa dos agentes do mercado, que algum ano mais na frente, fosse ser favorável para a emissão de IPO's. Sendo assim, os agentes do mercado criariam naquele momento os fundos de *Private Equity*, de modo que aproveitem a liquidez do mercado mais à frente. Com o fim desse período de boom de IPO's, acabariam os fundos.

Outra hipótese seria que o aumento desse número de fundos seria desencadeado após o início do período de boom de IPO's e terminaria assim que o mercado percebesse que esse período de boom estivesse acabando. Esta suposição leva em conta que o mercado não cria expectativas sobre o período de boom de IPO's, ou mesmo se cria essas expectativas, não as leva em consideração para criar os fundos. De maneira que o início do período de boom dos fundos se dá ao mesmo instante do período de boom dos IPO's.

A última hipótese é que o número de fundos diminuiria com o aumento do número de IPO's, de maneira que com início do período de boom dos IPO's o número desses fundos diminuiria. Esta suposição leva em consideração que o período de boom dos IPO's acontece no mesmo tempo que o vencimento dos fundos, e que esse boom ocorre exatamente devido a esse vencimento.

Vale ressaltar que pretendemos analisar essas suposições tanto verificando o número de fundos, quanto verificando o seu volume. Essa caracterização é importante, pois poderemos ver o quanto se diferencia em ambos os aspectos os fundos em questão e os IPO's. Temos abaixo os gráficos que se relacionam das hipóteses anteriormente mencionadas, sendo o período zero, o período de boom dos IPO's:





4.3 Metodologia

Para saber a correspondência entre os fundos *Private Equity* e o crescimento do número de empresas que abriu o capital na bolsa, deveremos criar gráficos entre o número e o volume dos fundos e o número de *IPO's*, de modo a verificar a concentração das aberturas de capital estudadas, a partir dos dados levantados.

Criando gráficos comparativos entre os fundos e os *IPO's*, poderemos ver a evolução de ambos através dos anos. E através dos projectos dos *IPO's* veremos quais tiveram participação dos fundos, assim analisaremos essa evolução ano a ano. Desta

forma veremos as características dos IPO's que têm capital de fundos Private Equity, e poderemos também comparar as peculiaridades destes IPO's.

Com essa monografia, pretendemos entender a evolução ano a ano que temos entre o número de fundos de *Private Equity* e *IPO's*, essa relação deverá ser positiva, de modo, que uma maior quantidade de fundos deve resultar em uma maior quantidade de *IPO's*, essa mesma relação também deverá ser verificada com o volume de capital dos fundos.

4.4 Resultados

Em um primeiro momento iremos analisar as especificidades da indústria de fundos Private Equity no Brasil, de modo que possamos chegar a algumas conclusões sobre esses fundos. Da mesma forma, iremos analisar o mercado de emissões primárias no país, e da mesma forma traçaremos um perfil desse mercado.

4.4.1 Dados da indústria de Fundos de *Private Equity* no Brasil

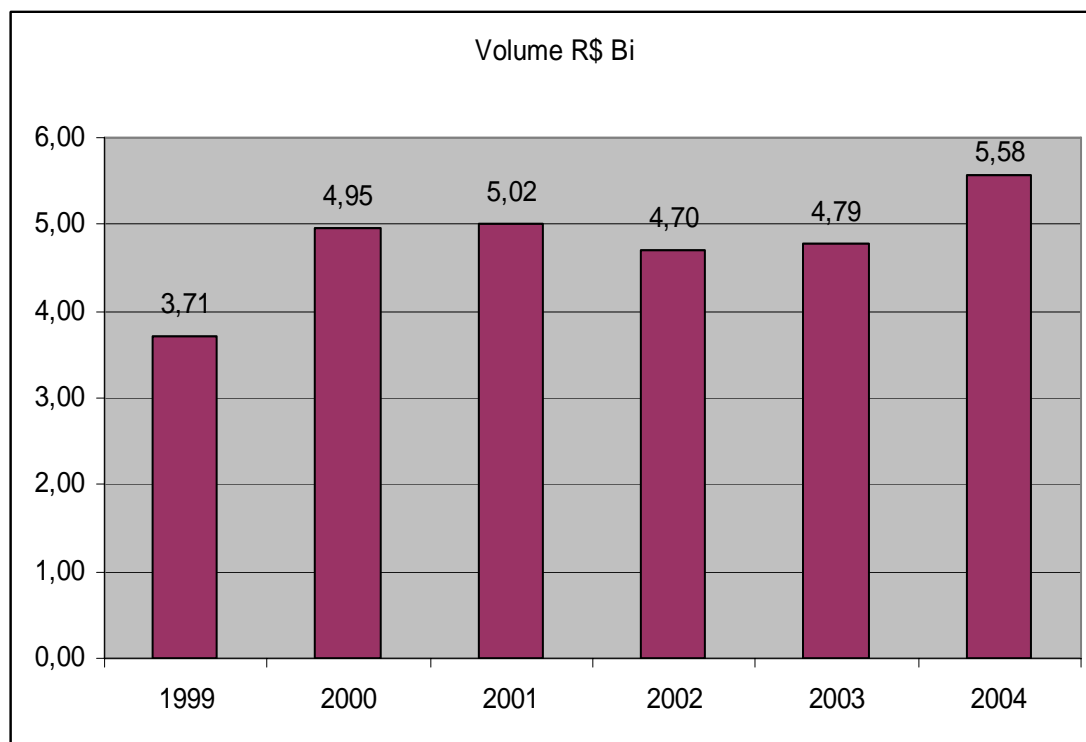
Para que possamos ter uma noção de como funcionam, o tamanho, as especificidades desta indústria no Brasil, veremos aqui os principais dados desta indústria no Brasil. Assim, poderemos analisar esses dados e chegar a essas conclusões. Para isso utilizaremos os dados expostos no Primeiro Censo Brasileiro de Private Equity, usaremos também dados coletados na Comissão de Valores Imobiliários (CVM), para obtermos uma melhor visualização dos períodos posteriores ao do Censo.

Através dos dados do Primeiro Censo Brasileiro de Private Equity, descreveremos alguns dos principais dados da indústria desses fundos no Brasil. Esses dados mostram a evolução dessa indústria no Brasil, nos anos de 2000 até 2004. Coletando dados através de gestores tanto nacionais quanto internacionais que mantêm no Brasil investimentos típicos ou que se assemelham aos de Private Equity, que operavam no país em dezembro de 2004 (não considerando os gestores que atuaram no período, mas que encerraram suas atividades antes desta).

É importante falarmos que quando o comprometimento de capital é definido contratualmente, isto é, os investidores se comprometem a fornecer um montante pré estabelecido de largada (de maneira que os aportes de capital são solicitados pelo gestor), e este é dedicado exclusivamente a investimentos no Brasil não se tem dúvida do que vem a ser comprometido no Brasil. Porém existe alguma dúvida quanto ao comprometimento do capital, caso o veículo não definida contratualmente isso, ou caso o fundo realize investimentos fora do próprio Brasil. Dessa maneira os dados mostrados pelo censo, podem ser diferentes do montante que foi de fato investido país.

No caso dos dados coletados na CVM, tratam se dos FIP's do período que abrange de 2003 (quando foi instituída a Instrução nº. 391 da CVM, que regulamenta a criação desses tipos de fundo), até 2006. Neste caso, temos que todos os fundos têm capital comprometido no próprio Brasil (mesmo que tenham participação indireta de capital estrangeiro), pois se trata se um veículo brasileiro.

Inicialmente vamos apresentar os dados agregados dos Fundos Private Equity. Dessa maneira segue o gráfico que mostra a evolução do volume comprometido, nos anos de 1999 até 2004, em bilhões (lembrando que este número pode estar subestimado devido ao número de fundos que acabaram antes de dezembro de 2004 e por isso, não foram contabilizados):



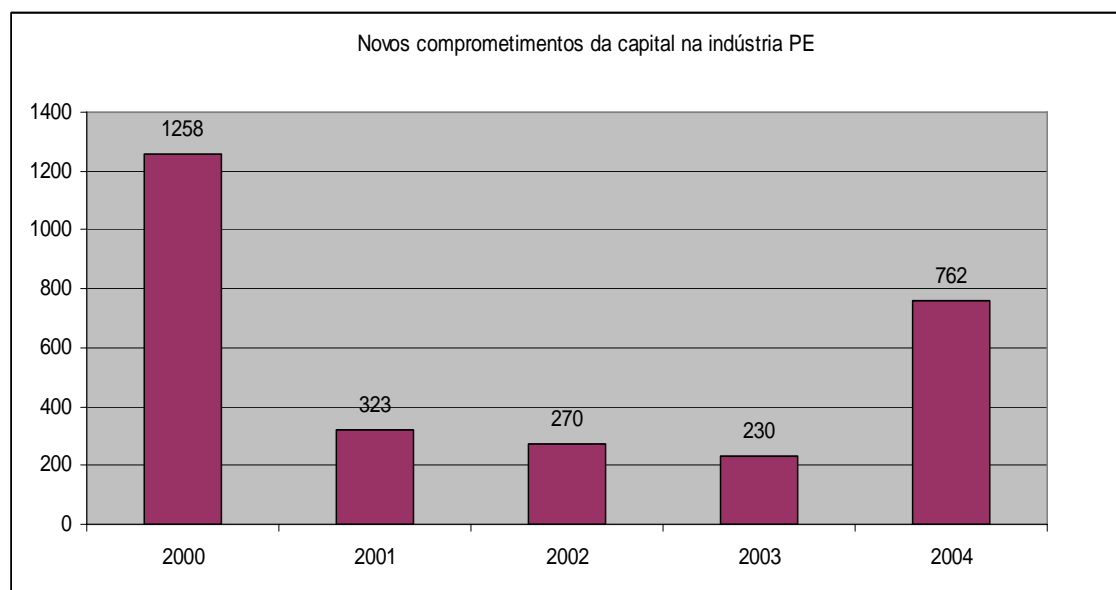
2

Analisando o crescimento do mostrado no gráfico, podemos perceber um lento crescimento do volume total dos fundos. Em termos de variação percentual ano a ano, a maior variação foi a de 1999 para 2000, que foi por volta de 33,4%. Logo depois o volume permaneceu praticamente estável crescendo aproximadamente 1,4% de 2000 para 2001. Quando temos uma queda de 6,4% para 2002. Em 2003, a variação percentual foi de 1,9% para cima. Quando novamente o volume de fundos cresce aumenta de forma significativa em 16,5%.

Dessa forma, apesar deste lento crescimento ano a ano, temos que o aumento total do volume de fundos Private Equity no período é de aproximadamente 50,4%, isso mostra que esse tipo de veículo de investimento ganhou força no período como um todo.

O gráfico que segue, relata os comprometimentos de novos recursos de maneira que vemos o quanto esse valor oscila:

² O gráfico tem os anos no eixo das ordenadas os anos de 1999 até 2004, e no eixo das abscissas o volume em reais, dividido por 1.000.000.000. Fonte: A Indústria de Private Equity e Venture Capital: Primeiro Censo Brasileiro.

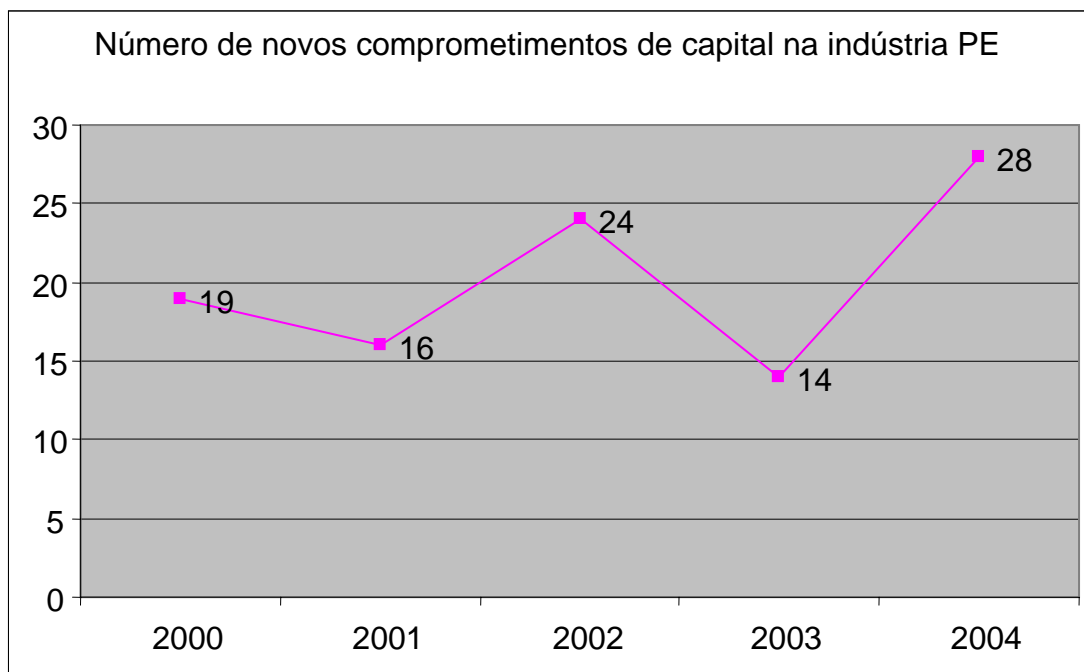


3

Analisando esse volume, temos três quedas significativas, dos anos de 2000 até 2003. Essas quedas são respectivamente: 74,3%, 16,4% e 14,8%. Mostrando o quanto o volume captado se reduziu, caindo de US\$ 1.258 milhões para US\$ 230 milhões. Em 2004, porém, esse volume cresceu para US\$ 762 milhões, um aumento de 231,3%. Mesmo com essa disparada final, a redução no período como um todo ficou em 39,4%. Vemos que as variações ano a ano foram bem extremas (sendo a menor variação em módulo 14,8%), ressaltando a volatilidade de captação dos fundos de investimento em Private Equity.

Quando verificamos os novos comprometimentos de capital na indústria, em termos de números de novos veículos, continuamos verificando uma alta oscilação, de modo que períodos de crescimento do número de veículos se alternam com os de diminuição desse número. O gráfico a seguir mostra essa variação durante o período de tempo entre os anos de 2000 e 2004:

³ O gráfico tem os anos no eixo das ordenadas os anos de 1999 até 2004, e no eixo das abscissas o volume em reais, dividido por 1.000.000. Fonte: A Indústria de Private Equity e Venture Capital: Primeiro Censo Brasileiro.

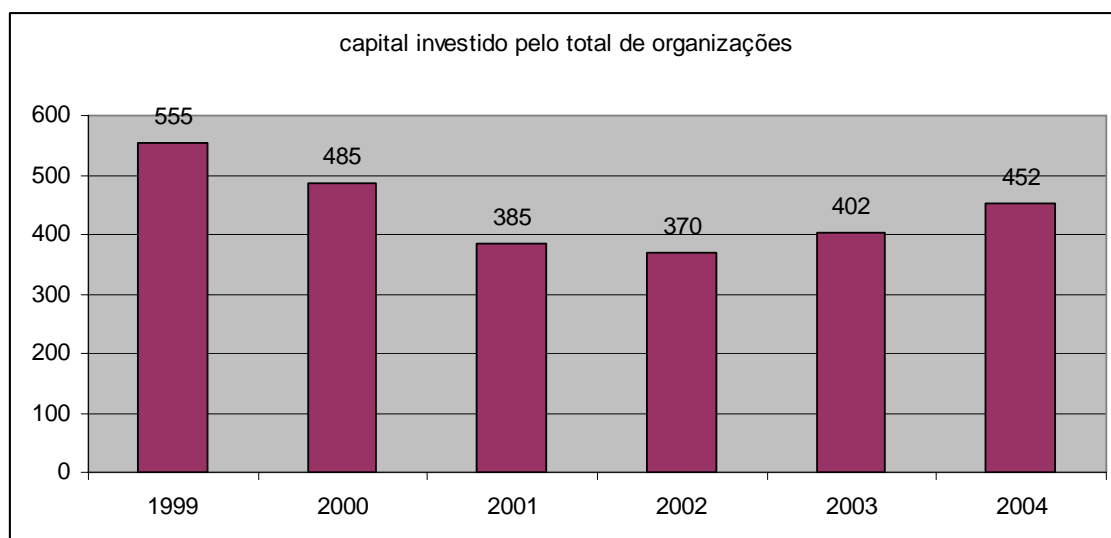


4

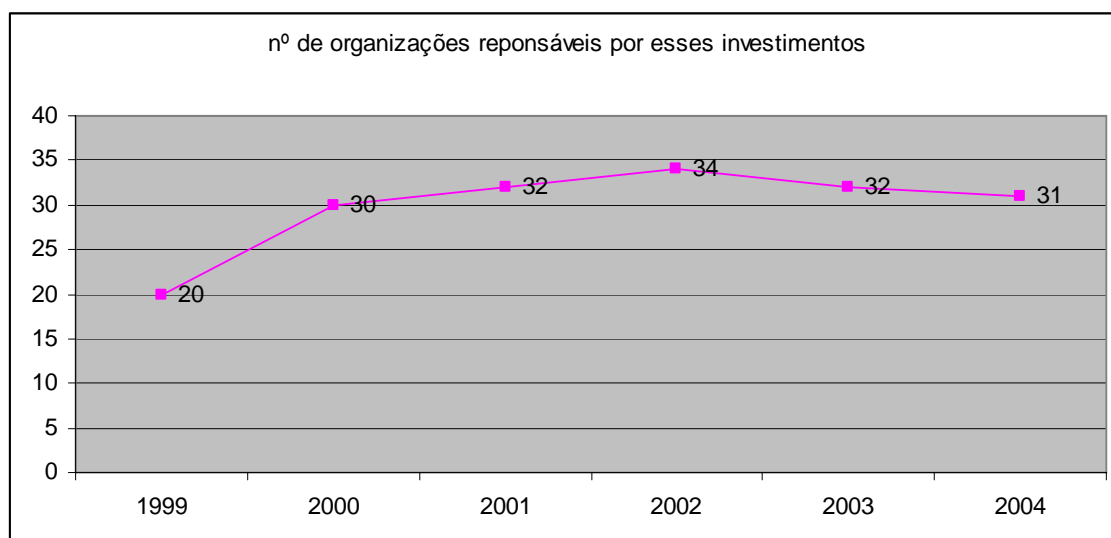
Analisando a evolução do número de novos comprometimentos de capital na indústria de Private Equity. Temos que de 2000 para 2001, o número de veículos caiu de 19 para 16, uma queda de aproximadamente 15,8%, de 2001 para 2002, esse número saltou para 24, que significa um aumento de 50%. De 2002 para 2003, o número de veículos tornou a cair, chegando a 14 (queda de 41,67%). E finalmente em 2004, esse número dobrou, indo a 28.

Os próximos dois gráficos mostram o capital investido pelo total de organizações entre os anos de 1999 até 2004, e o número de organizações que realizou este investimento. Assim, podemos ver que o volume de capital investido oscilou entre R\$ 370 milhões e R\$ 555 milhões. E o número de organizações que realizaram esses investimentos ficou em torno dos 30.

⁴ O gráfico tem os anos no eixo das ordenadas os anos de 1999 até 2004, e no eixo das abscissas a quantidade de novos comprometimentos. Fonte: A Indústria de Private Equity e Venture Capital: Primeiro Censo Brasileiro.



5



6

Os gráficos anteriores serviram para nos mostrar de uma maneira geral, o tamanho da indústria de fundos de Private Equity no Brasil, no período entre 1999 e 2005. Através dessa análise podemos ver que a evolução do volume de capital comprometido se deu de uma maneira lenta, porém comparando especificadamente o ano de 1999 ao ano de 2004, vemos que essa indústria cresceu bastante.

⁵ O gráfico tem os anos no eixo das ordenadas os anos de 1999 até 2004, e no eixo das abscissas o volume em reais, dividido por 1.000.000. Fonte: A Indústria de Private Equity e Venture Capital: Primeiro Censo Brasileiro.

⁶ O gráfico tem os anos no eixo das ordenadas os anos de 1999 até 2004, e no eixo das abscissas a quantidade organizações gestoras de fundos de Private Equity. Fonte: A Indústria de Private Equity e Venture Capital: Primeiro Censo Brasileiro.

Outra questão que podemos apontar através da visualização desses gráficos, é que o ano de 2002 e 2003, se destacam de maneira negativa, sendo que em termos de volume são os dois anos que em todos os gráficos apresentam os piores resultados. Vemos que no gráfico de volume agregado de capital, 2002 foi o único ano que apresentou uma queda no volume. Sendo que em 2003, esse volume permaneceu praticamente estável. Em termos de novos comprometimentos, os dois anos também foram os que apresentaram os piores resultados. 2002 também foi o pior ano quando olhamos para o volume de capital investido pelas organizações gestoras de fundos de Private Equity.

Por outro lado, podemos apontar principalmente o ano de 2004 como um ano de recuperação e crescimento dos fundos. O volume de capital comprometido nesse ano recuperou significativamente a perda de 2002, e apresentou um aumento de aproximadamente 16,5% em relação ao ano de 2003. Ainda nesse ano, o volume de novos comprometimentos também cresceu bastante se comparado com o ano de 2003, aumentando em termos percentuais, 231,3%. O volume de capital investido também revela esta tendência de alta do ano de 2004, como vimos, sua variação para 2003 foi de 12,44%.

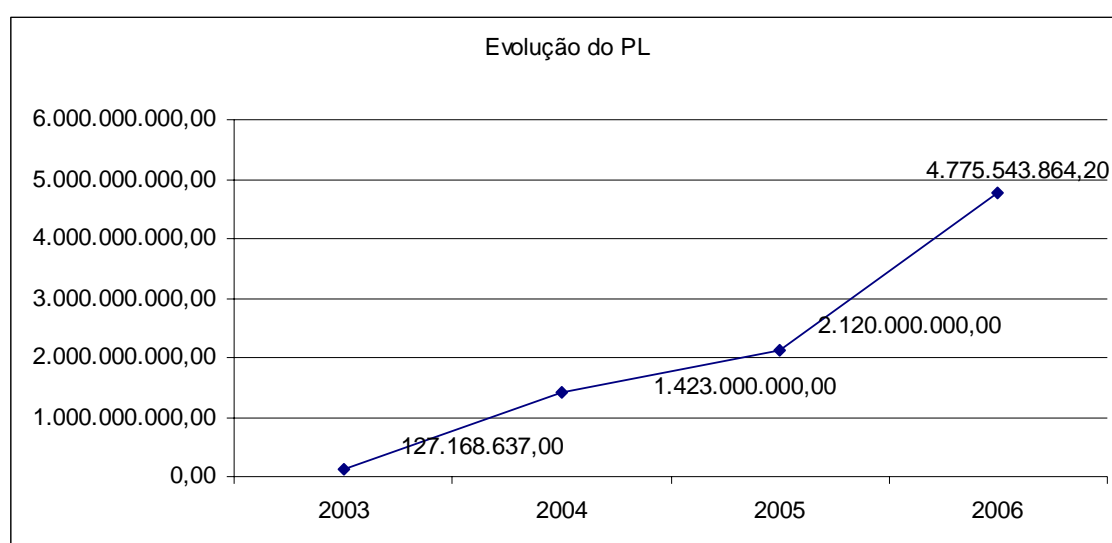
Nossa análise a partir de agora se voltará para os Fundos de Investimento em Participação (FIP), que são fundos regulados pela CVM, que têm como objetivo ganhar retornos sobre capital, investindo em empresas fechadas ou não, de modo que os investidores participem do processo decisório da empresa, em outras palavras, é um instrumento da CVM para regular o mercado de fundos Private Equity. De acordo com o regulamento do fundo, a participação do fundo no processo decisório da empresa deverá ocorrer da seguinte maneira:

“§2º A participação do fundo no processo decisório da companhia investida pode ocorrer:

- I – pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle,
- II – pela celebração de acordo de acionistas ou, ainda,
- III – pela celebração de ajuste de natureza diversa ou adoção de procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.”

A partir dessa análise dos FIP's, poderemos expandir o período do nosso estudo. Como a instrução que regulamenta esse tipo de fundo foi instituída em 16 de julho de 2003, esse trabalho irá abranger os fundos iniciados a partir desta data, até dezembro de 2006.

Primeiramente, iniciaremos nossa análise dos FIP's com o gráfico do volume agregado do patrimônio líquido de todos os fundos no período de 2003 até 2006, como podemos observar a seguir. O patrimônio líquido que falamos aqui, se trata do capital a integralizar do fundo, a partir do momento em que ele se tornou operacional.



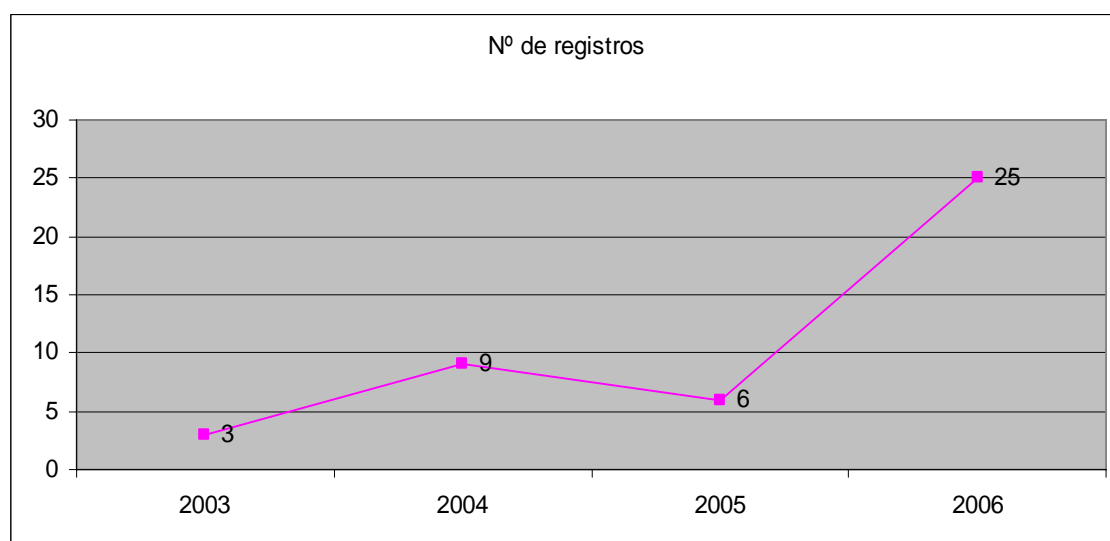
7

O volume total cresce anualmente de forma significativa. De 2003 para 2004, acontece a maior variação anual vista, aproximadamente 1019%, saltando de R\$ 127.168.637,00 para R\$ 1.423.000,00. Podemos apontar algumas causas para esse crescimento, o primeiro é uma melhora do crescimento dos fundos Private Equity, já apontada na análise anterior. Outra causa, é que por se tratar de um instrumento novo, o mercado acaba por optar por outros veículos. Além disso, devemos lembrar que a instrução que regula os FIP's foi criada apenas em julho de 2003, o que fez com que os dados desse ano não fossem contabilizados com os 12 meses.

⁷ O gráfico tem os anos no eixo das ordenadas os anos de 2003 até 2006, e no eixo das abscissas o volume em reais. Fonte: CVM

O crescimento do patrimônio líquido agregado dos FIP's, continua em ritmo acelerado nos anos seguintes. De 2004 para 2005, ocorreu um aumento de aproximadamente 49%. De 2005 para 2006, a variação percentual foi de 125,26%. Isso mostra que a indústria de fundos Private Equity vem se aquecendo fortemente nos últimos anos, e que além disso, os FIP's tem sido cada vez mais usado como veículo de investimento.

O próximo gráfico nos mostra a evolução do número de fundos registrados na CVM:



8

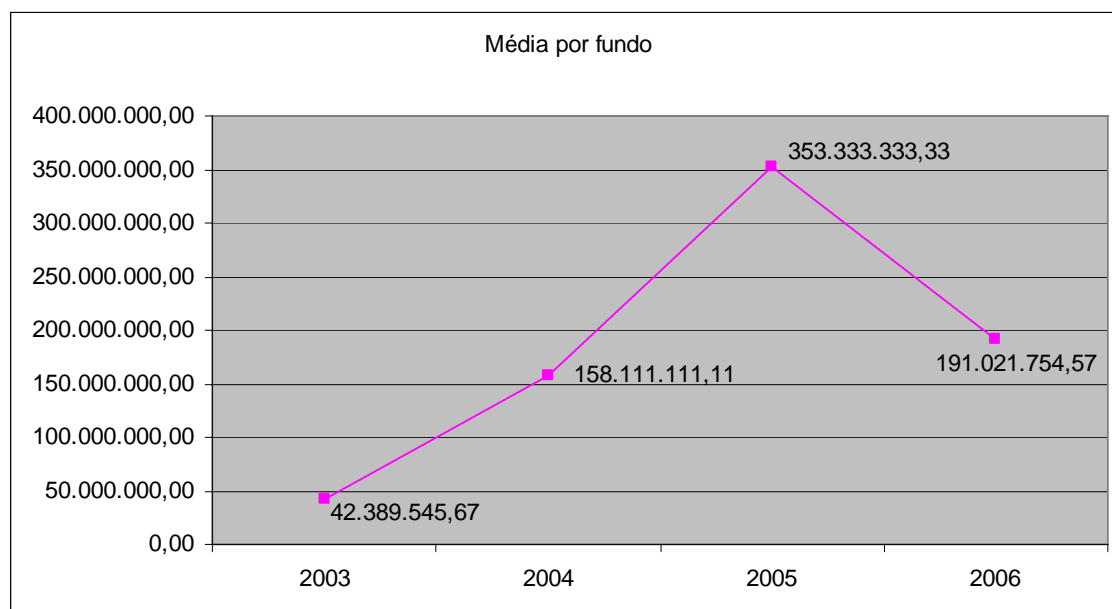
Podemos ver que nos três primeiros anos, o número de registros na CVM dos FIP's, foi bem pequeno. Apesar de 2003 para 2004, esse número ter subido de 3 para 9, em 2005 houve uma redução, ficando em 6. Porém vemos que em 2006 o número de registros disparou para 25, uma elevação de 316,67%.

Como podemos perceber, o gráfico do número de registros na CVM, contrasta com o gráfico do patrimônio líquido registrado dos fundos, pois apesar do número de fundos registrados ter caído de 2004 para 2005, o volume dos fundos registrados aumentou em 49%.

⁸ O gráfico tem os anos no eixo das ordenadas os anos de 2003 até 2006, e no eixo das abscissas a quantidade de registro de FIP's na CVM. Fonte: CVM.

Uma característica presente nos dois gráficos é a grande evolução apresentada na CVM pelos fundos, do ano de 2005 ao ano de 2006. Em ambos os gráficos, é a transição entre os dois anos que apresenta a maior variação percentual positiva, constatando assim, o crescimento de 2006.

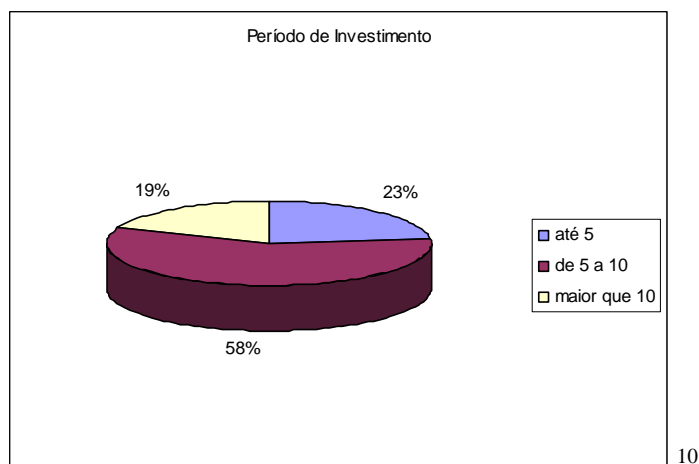
Quando observamos a média de volume registrado por número de fundos registrados, vemos que a média cresce bastante nos três primeiros anos, (273% de 2003 para 2004, e 123,47% de 2004 para 2005), porém em 2006 esse valor cai de maneira significativa, representando uma redução de quase 46%. Através do gráfico a seguir conseguimos visualizar isto:



9

Temos agora uma análise do prazo dos fundos, vemos que a maioria está na faixa de mais que 5 anos e menos que 10 anos, sendo que dos fundos que se enquadram nesta categoria, mais de 50% tem prazo de duração de 10 anos, e representam aproximadamente 30,7% do total de todos os fundos. Podemos observar o gráfico e a tabela que mostra o percentual sobre o total de fundos dos prazos mais usados:

⁹ O gráfico tem os anos no eixo das ordenadas os anos de 2003 até 2006, e no eixo das abscissas o volume em reais. Fonte: CVM



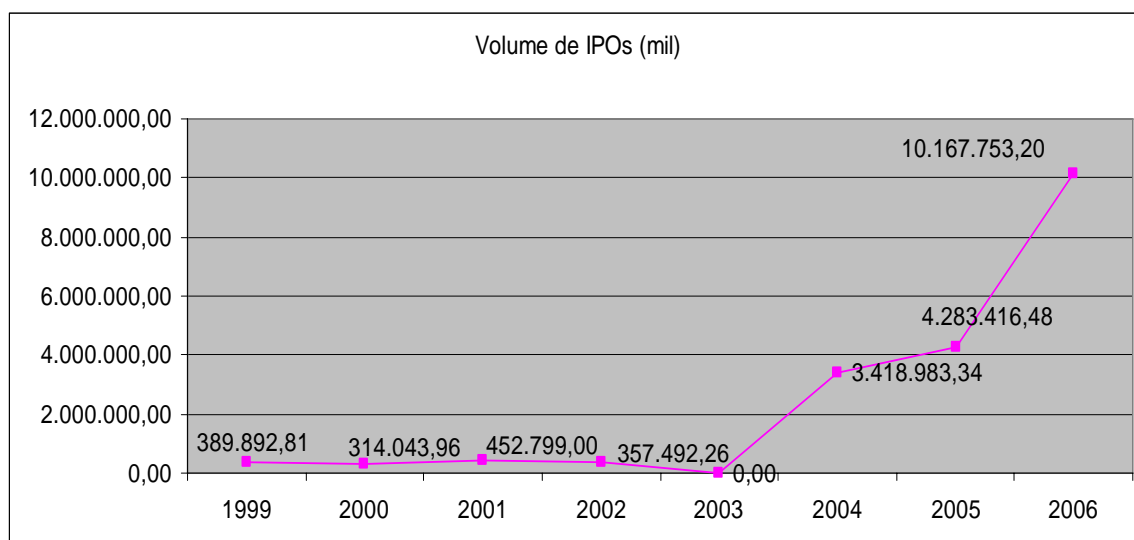
Prazo anos	% de fundos
10	30,77%
5	19,23%
8	19,23%
15	11,54%

4.4.2 Dados da indústria de IPO's no Brasil

A partir de agora, iremos mostrar os principais dados da indústria de emissão de ações primária no Brasil, no período de 1999 até 2006. Com esses dados, esperamos chegar às principais características dessa indústria no Brasil. Essa primeira avaliação nos ajudará mais a frente, quando formos comparar os IPO's e os fundos de investimento em fundos de Private Equity.

O gráfico a seguir mostra o volume captado total pelas empresas que emitiram ações primárias ano a ano:

¹⁰ Fonte: Regulamento dos FIP's

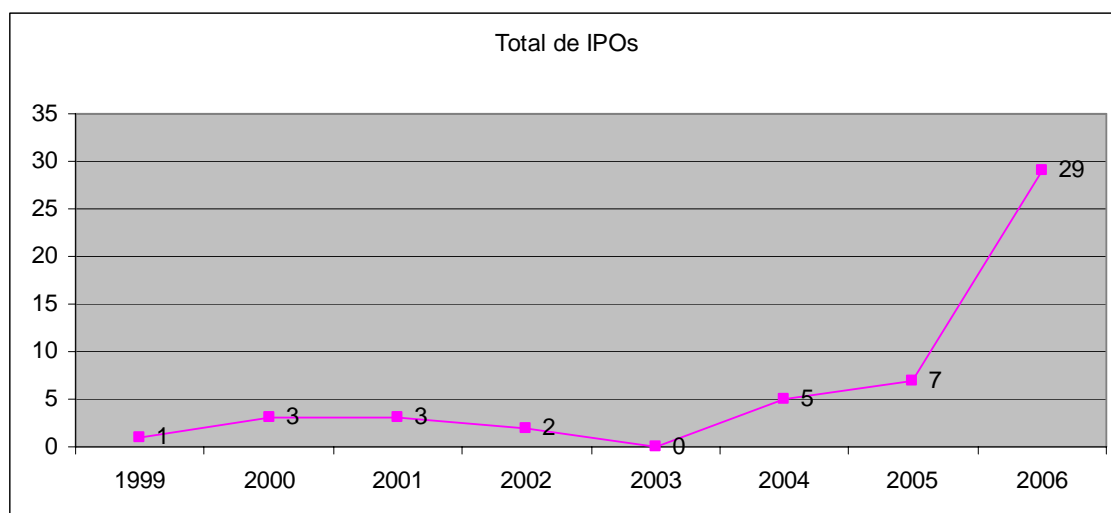


11

O que podemos ver, é que em termos de volume, a indústria de IPO's opera de uma maneira bem fraca até o ano de 2003, sendo que o volume médio dos anos de 1999 até 2002, é de R\$ 378.557,01. No ano de 2003 como podemos perceber desde já, não ocorre nenhuma emissão. Já nos anos seguintes ocorre o boom dos IPO's, sendo que em 2004, o volume captado supera em 803,16% a média dos quatro primeiros anos. Em 2005, o volume cresce 25,28%. E em 2006, ocorre mais uma disparada, com o volume crescendo 137,37%.

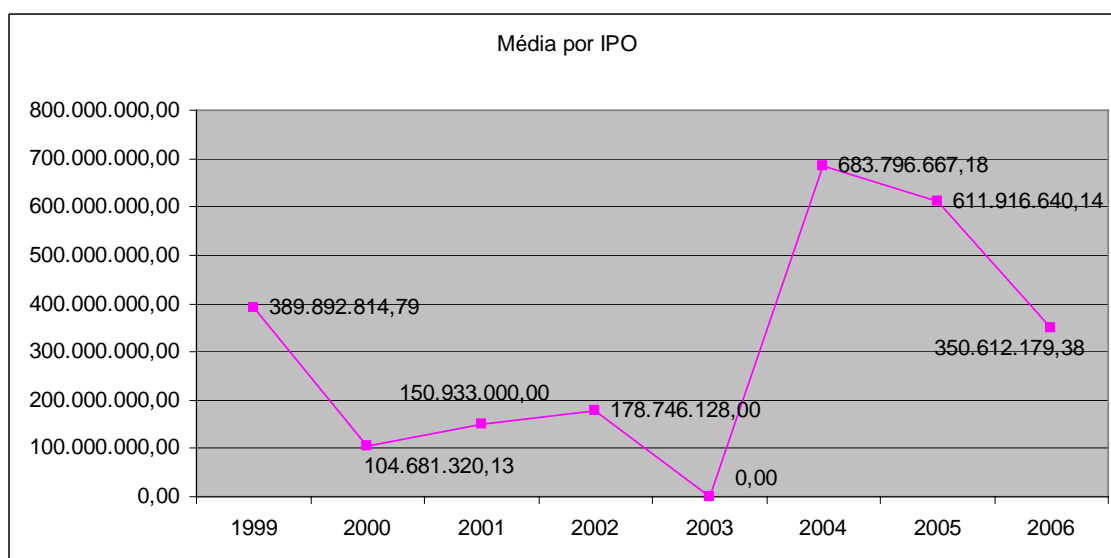
O gráfico do número de IPO's, revela uma tendência semelhante ao do gráfico do volume. Com uma pequena diferença, que ocorre nos quatro primeiros anos. Enquanto, o ano de 1999 revela-se o segundo melhor ano de captação entre esses quatro anos, nele ocorreu apenas um IPO, sendo, portanto o pior dos quatros primeiros anos em termos de quantidade. Em compensação, no ano de 2000 que revela a menor captação entre esses anos, ocorreram três IPO's. Sendo que no período de 1999 até 2002, esse foi o ano de maior número de emissões primárias, junto do ano de 2001. Podemos ver esse gráfico a seguir:

¹¹ O gráfico tem os anos no eixo das ordenadas os anos de 1999 até 2006, e no eixo das abscissas o volume em reais, dividido por 1.000. Fonte: CVM



12

A seguir, mostraremos um gráfico que mostra a média de volume captado por empresa que lançou IPO. Dessa maneira podemos ver que no decorrer dos anos que esse volume médio não apresenta uma tendência exata. E que mesmo no ano de maior boom, o volume médio foi abaixo de outros anos.



13

¹² O gráfico tem os anos no eixo das ordenadas os anos de 1999 até 2006, e no eixo das abscissas a quantidade de registro de IPO's na CVM. Fonte: CVM

¹³ O gráfico tem os anos no eixo das ordenadas os anos de 1999 até 2006, e no eixo das abscissas o volume em reais. Fonte: CVM

4.4.3 Comparação entre os Fundos de Private Equity e IPO's

Como utilizaremos em nosso estudo tanto dados agregados dos fundos de Private Equity, como dos FIP's. Todas as nossas análises serão feitas separadas em dois períodos distintos, o primeiro abrangerá os anos de 1999 até 2004, e usará os dados do Censo brasileiro de Private Equity. O segundo período abrangerá os anos de 2003 até 2006, e utilizará os dados coletados na CVM dos FIP's.

Como vimos anteriormente em termos de volume de fundos ocorreu um lento crescimento de 1999 até 2003, sendo que o ano de 2000 foi o que apresentou maior crescimento do volume até 2003. O volume de IPO's também ficou bem estagnado de até 2003, registrando um volume pequeno como vimos anteriormente (R\$ 378.557,01). Porém as variações percentuais realizadas pelos IPO's ano a ano, se mostraram bem mais voláteis.

Quando chegamos ao ano de 2004, percebemos que tanto os fundos quanto as emissões primárias de ações aumentam significativamente de 2003 para 2004, no caso dos fundos esse aumento foi de aproximadamente 16,5%, ou 20,41% levando em consideração a média dos anos anteriores, e no caso dos IPO's 803,16% em relação à média dos anos anteriores, neste caso não consideramos o ano de 2003, já não ocorreram IPO's em tal ano. Mais uma vez, vemos o mesmo padrão de comportamento entre as duas indústrias, e vemos também a maior volatilidade dos IPO's.

Em termos de captação, vemos que os anos de 2000 e 2004 foram particularmente bons, por um outro lado os anos intermediários foram os que apresentaram os piores resultados, principalmente 2003, que foi o pior ano em termos de volume de novos capitais comprometidos, registrando uma queda de 81,72% de comparado com o ano de 2000. Da mesma forma, no que diz respeito ao número de IPO's, os anos de 2000 e 2004, foram os que apresentaram o maior número registros no período de 1999 até 2004, esses anos registraram respectivamente três, e cinco emissões primárias de ações. Temos ainda que o ano de 2003, foi o que apresentou o pior resultado, não registrando nenhum IPO. Comportamento parecido com o apresentado pelos fundos.

De uma maneira geral, todos os números nos mostram que no ano de 2004 ocorreu um aumento significativo dos fundos Private Equity. Através da análise dos IPO's constatamos o mesmo fato de modo que a mudança no ritmo de uma indústria se deu ao mesmo tempo em que na outra.

Partindo para a análise do período de 2003 até 2006, de início percebemos que as conclusões que chegamos dos anos de 2003 e 2004, continuam se aplicando, de maneira que quando vemos a evolução dos FIP's, ainda temos uma grande elevação tanto de volume e da quantidade dos fundos, quanto da média de volume por fundo, isto é, o volume aumentou mais do que proporcionalmente o número dos fundos registrados na CVM.

A partir de 2004 vemos uma continua expansão do patrimônio líquido dos fundos até que em 2006 ocorre a maior expansão de um ano em termos de volume, expansão esta de R\$ 2.655.543.864,20, uma variação de 125,26%. Essa, porém não é a maior variação percentual, que acontece em 2004. Esse mesmo padrão acontece com o volume de IPO's, a maior variação percentual do crescimento do volume acontece em 2004, o volume cresce ano a ano, até 2006, quando acontece o maior crescimento em termos de volume R\$ 5.884.336,72, e um crescimento de 137,37%, em relação ao ano de 2005. Um dos motivos que podem explicar o melhor resultado do ano de 2004 em termos percentuais, é que em 2004 se dá o início do boom, e dessa forma se destaca dos fracos anos anteriores, e o auge desse boom (até a data de coleta dos dados) é em 2006.

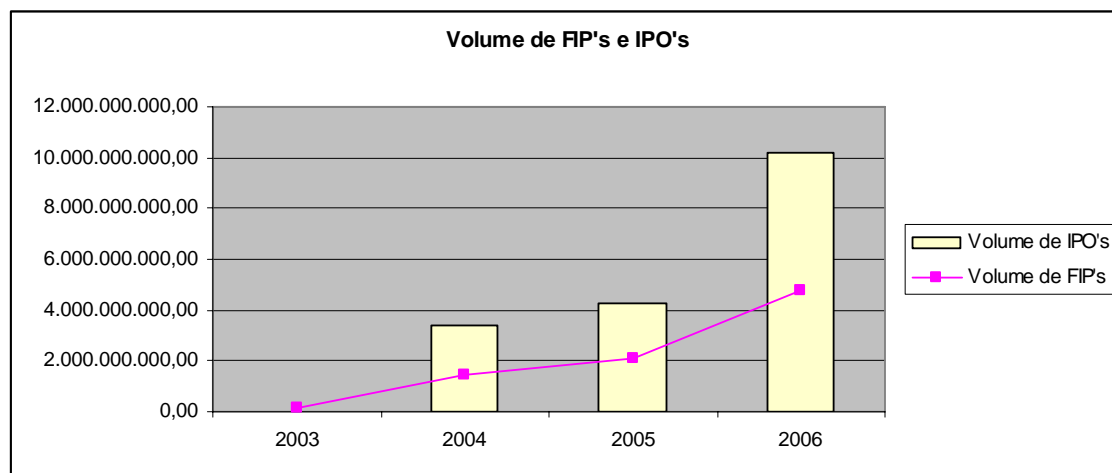
Quando comparamos o número de registro de fundos ao número de registro de IPO's, temos uma relação parecida. Com exceção do ano de 2005, quando ocorre uma redução no número de registro de fundos. Mais uma vez, o ano que se destaca em termos de crescimento tanto do número de fundos, como do número de IPO's, é o ano de 2006. Neste ano, o crescimento de fundos é de, 316,67% e o número de IPO's é de 314,29%.

Quando olhamos a média de volume por fundos registrados, de 2003 até 2005 ocorre em todos os anos um crescimento em relação ao ano anterior, com exceção de 2006, quando ocorre uma redução dessa média, isso se deve porque em 2005, ocorreu um grande aumento do volume, e uma redução do número de fundos. No caso da média

de volume por IPO registrado. Temos que o único ano que ocorreu um aumento foi de 2003 para 2004. Sendo que de 2004 para 2005 ocorreu uma redução de aproximadamente 10,5% e de 2005 para 2006 a queda foi maior, sendo 42,7% em termos percentuais.

Todas essas análises, nos levem à conclusão de que tanto o volume quanto o número de fundos de Private Equity, se move ao mesmo tempo que o volume e a quantidade de emissões primárias. Vemos isso, especialmente no ano de 2003, quando ambas as indústrias tiveram resultados ruins, e na recuperação de 2004 e na explosão dessas indústrias no ano de 2006.

Como podemos ver, no gráfico a seguir, essa características entre essas duas empresas, nos leva a concluir que a hipótese dois, é a que melhor explica a relação entre esses mercados. Como falamos anteriormente, essa hipótese supõe que a criação dos fundos se dê ao mesmo tempo do boom de IPO's.



14

¹⁴ O gráfico tem os anos no eixo das ordenadas os anos de 2003 até 2006, e no eixo das abscissas o volume em reais. Fonte: CVM

5. Considerações Finais

Com o passar dos anos a indústria de fundos de Private Equity, se desenvolveu muito. Ao longo deste trabalho, estudamos as principais características desses fundos e vimos que a forma mais lucrativa de se sair desses fundos, é através da emissão primária de ações na bolsa. Por isso, surgiu a necessidade de estudarmos também esse mercado, de maneira a poder relacionar essas duas indústrias. E através da análise dos números dos dois mercados, chegamos a conclusão de que esses mercados se relacionam de acordo com uma das hipóteses elaboradas durante o trabalho.

Através do estudo das características dos fundos de investimento em Private Equity, nós vimos que os principais agentes dessa indústria são os investidores, os gestores, e as empresas investidas, e que os principais veículos de investimento são, as *Limited Partnership*, os FIP's, as Empresas de Participações, CVM 302 e 409, divisão de empresa não financeira e FMIEE. Além disso, vimos as principais formas de saída do investimento, que dentre elas se destacam a abertura de capital da empresa, a venda estratégica e a venda para outro investidor, que são as três formas lucrativas de se sair do investimento. Sendo que todos os estudos mostram que dessas, os IPO's, são ainda as que geram maior retorno.

Analisando os IPO's vimos seus principais benefícios, como melhoria da imagem institucional da empresa, ganho de visibilidade, maior credibilidade frente ao mercado, entre outros. Porém vimos também, que essa é uma forma relativamente cara de se vender uma empresa, por isso, a empresas para se utilizar desse recurso, deve já ter um certo grau de maturação.

A partir deste ponto, iniciamos uma análise dos dados desses dois mercados. Para isso contamos com os dados do Primeiro Censo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital, usamos esses dados para o período de 1999 até 2004, e com os dados da CVM, sobre os FIP's para o período de 2003 até 2006. Os dados sobre os IPO's, também usamos dados coletados na CVM, do período de 1999 até 2006. Através de gráficos, mostramos como se deu o comportamento tanto dos fundos como dos IPO's neste período. De maneira que foi possível observar como as duas indústrias cresceram no período estudado.

Finalmente concluimos através da análise dos dados, que a evolução histórica do volume dos fundos e dos IPO's, se enquadra na segunda hipótese que levantamos sobre essa relação. Essa hipótese, nos diz que a evolução de fundos e dos IPO's, se dá no mesmo período. Dessa forma, o boom de IPO's acontece, no mesmo instante que o boom dos fundos de Private Equity.

6. Referência Bibliográfica

- LEX, Aline Carli. IPOs no Novo Mercado: Estratégias de Capitalização ou de Saída? Dissertação de Mestrado – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2007, 49 p.
- SIQUEIRA, Eduardo Madureira Rodrigues. Determinantes do Desempenho dos Veículos de Investimento de *Private Equity* e *Venture Capital*: Evidências do Caso Brasileiro. Dissertação de Mestrado – Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2008.
- FREITAS, R.; PASSONI, P. Brazilian Capital Markets and Private Equity: a new reality or just a fad? Harvard Business School, May 2006.
- CUMMING, D.; MACINTOSH, J. A Law and Finance Analysis of Venture Capital Exits in Emerging Markets. University of Alberta, 2002.
- GORMAN, M.; SAHLMAN, W. What Do Venture Capitalists Do? *Journal of Business Venturing*, v.4, n.4, p.231-248, Jul. 1989.
- SAHLMAN, W. The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations. *Journal of Financial Economics*, v.27, n.2, p.473-521, Oct. 1990.
- CASAGRANDE NETO, Humberto; Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.
- <http://www.cvm.gov.br/>