

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**A INDÚSTRIA DE FUNDOS DE PE/VC NO BRASIL E O DESEMPENHO DAS  
EMPRESAS QUE RECEBERAM ESTA MODALIDADE DE FINANCIAMENTO  
APÓS O IPO**

Aluno: **Daniel Pedrosa de Albuquerque Sousa**

**No. de Matrícula – 0115187-9**

Professor Orientador: **Maria de Nazareth Maciel**

**Junho, 2006**

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.

**Aos meus amigos e familiares,  
que me deram motivação para realizar o trabalho.**

## SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS/GRÁFICOS –	página 5
CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO –	página 6
1.1 – Ciclos de Investimento –	página 6
1.2 – Princípios de Governança –	página 7
1.3 – Introdução ao modelo de PE/VC no Brasil –	página 8
CAPÍTULO 2 - REVISÃO DA LITERATURA –	página 10
CAPÍTULO 3 - PANORAMA DA INDÚSTRIA DE PE/VC NO BRASIL –	página 14
3.1 – Fatores conjunturais e macro-economicos que afetam a indústria de PE/VC no Brasil –	página 14
3.2 – Organizações Gestoras de PE/VC no país –	página 15
3.3 – Portfolio das gestoras de PE/VC no Brasil –	página 17
3.4 – Histórico de Saídas –	página 20
3.5 – Perfil dos investidores em PE/VC no Brasil –	página 21
3.6 – Estrutura dos veículos de investimento em PE/VC –	página 23
CAPÍTULO 4 - OS DIFERENTES MECANISMOS DE SAÍDA EM PE/VC, E A IMPORTÂNCIA DO IPO –	página 28
4.1 – Introdução aos diferentes mecanismos de saída em PE/VC –	página 28
4.2 – A importância do IPO –	página 30
4.3 – Estratégias de saída em PE/VC –	página 31
CAPÍTULO 5 - TESTE DE DESEMPENHO DAS CARTEIRAS -	página 29
5.1.1 – Introdução ao teste de desempenho das carteiras –	página 34
5.1.2 – Restrição –	página 35
5.1.3 – Metodologia –	página 35
5.2 – Teste de Desempenho das duas carteiras –	página 37
CAPÍTULO 6 – CONCLUSÃO –	página 41
BIBLIOGRAFIA –	página 43

## **Lista de Tabelas**

- Tabela 1 - Estágio das Empresas de Portfolio - página 19  
Tabela 2 - Histórico de Saídas - página 21  
Tabela 3 - Comparação do desempenho das duas carteiras – página 38

## **Lista de Gráficos**

- Gráfico 1 - Fund Raising (2000-2004) – página 16  
Gráfico 2 - Capital investido em 2004 como % do PIB de diferentes países – página 17  
Gráfico 3 - Carteira 1 – página 37  
Gráfico 4 - Carteira 2 – página 38  
Gráfico 5 - Séries em Índice – página 39

## Capítulo 1 - Introdução

No último biênio, 23 empresas abriram seu capital na Bovespa, sendo que 13 haviam recebido financiamento do tipo private Equity ou Venture Capital (PE/VC). Juntas estas 13 empresas levantaram mais de R\$ 7,8 bilhões de reais em suas ofertas públicas iniciais (IPO). Este dado nos sugere que a indústria de PE/VC no Brasil gera um impacto inegável no mercado de ações brasileiro, entretanto ainda é em um setor em plena expansão. A atividade de intermediação financeira denominada Venture Capital ou Private Equity surgiu nos EUA na década de 1940. Esta consiste na reunião de recursos de diferentes investidores para aplicar em empresas visando retornos de longo prazo, sendo que em geral tais recursos são captados por um gestor, que por sua vez realiza investimentos em firmas em desenvolvimento, que ainda não abriram seu capital. Os aportes são feitos nas empresas na forma de ações (ordinárias ou preferenciais), quotas de participação, 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.

A atividade de PE/VC tem se apresentado para os empreendedores como uma alternativa viável ao financiamento tradicional por meio de empréstimos, principalmente nos países mais desenvolvidos onde a indústria se encontra em uma fase mais madura em relação a atividade no Brasil. Os gestores de fundos de PE/VC são profissionais mais qualificados para mensurar o risco envolvendo o investimento em firmas com pouco ou nenhum histórico financeiro, já que estudam os setores onde as empresas atuam e trabalham com projeções para estes setores. Além disso, os empreendedores possuem projetos com elevada expectativa de risco e retorno, o que os torna opções não muito atrativas para receberem financiamentos de bancos.

### 1.1 – Ciclos de Investimento

O aporte de PE/VC pode ser caracterizado segundo o estágio de desenvolvimento da empresa que o recebe, no momento que o recebe. Na literatura, o termo Venture Capital é empregado como sinônimo de investimento em empresa que se encontra em fase anterior do desenvolvimento. Nestes tipos de investimentos, o gestor tende a se envolver mais intensamente na fase de monitoração e adição de valor para o novo negócio. Já o termo buyout é comumente empregado como sinônimo de investimento em fase posterior do desenvolvimento, quando a empresa já está mais

amadurecida, mas não quer dizer que o gestor se envolva menos. Tanto venture capital quanto buyout podem ser incluídos em um grupo mais abrangente, geralmente chamado de Private Equity. Ao longo deste trabalho estará se fazendo menção a sigla PE/VC para denominar o modelo de Private Equity ou Venture Capital.

O modelo de Venture Capital apresenta uma grande diversidade de ciclos. Normalmente, uma estrutura típica desta indústria pode ser classificada da seguinte maneira: Investimento em “Capital Semente” (Seed Capital) e Startups, Investimento nos Estágios Iniciais, Investimento nos Estágios de Expansão, e Desinvestimento ou Saída (Exit). Os dois primeiros estágios englobam desde investimentos para o desenvolvimento do conceito do negócio e desenvolvimento inicial do produto como para a realização de pesquisas de mercado, contratação de recursos humanos, aquisição de equipamentos e atividade de marketing. Geralmente a maioria dos recursos investidos no novo negócio vem dos sócios fundadores ou de familiares e amigos. Além disso, nestas duas fases é que os empreendedores costumam ter acesso ao mercado informal de capital de risco, também chamado de Angel Investors, que é baseado em uma relação pessoal desenvolvida entre o investidor e o empreendedor. A medida que a empresa avança na cadeia de inovação, as necessidades de capital são crescentes, e assim se atinge o Estágio de Expansão. Nesta fase os empreendedores e empresas necessitam de formalizar as suas estruturas e planos, de modo a atrair o capital profissional e institucional do Venture Capital, já que neste estágio as necessidades de capital da empresa são muito maiores do que um Angel Investor pode oferecer. Este estágio pode durar muitos anos à medida que a empresa cresce e desenvolve uma linha de produtos, aumenta suas estruturas de marketing e vendas, e em alguns casos torna-se necessário a expansão da planta. Este processo de crescimento da empresa visa atingir um único objetivo por parte do investidor que é o último estágio do ciclo de investimento de Venture Capital, o desinvestimento através da venda da participação do investidor na empresa, realizando um lucro. No capítulo 3 será abordado com maior riqueza de detalhes os diferentes estágios das empresas quando recebem financiamento de PE/VC.

## 1.2 – Princípios de Governança

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.

Segundo Williamson (2002), governança é o ordenamento de uma relação econômica onde conflitos em potencial ameaçam as oportunidades de ganho mútuo para os envolvidos. Logo governança compreende o conjunto de contratos formais ou informais, implícitos ou explícitos, que regem transações.

Com base nos trabalhos de Gorman e Sahlman (1989) e Sahlman (1990), pode-se agrupar os princípios de governança utilizados pela indústria de PE/VC em cinco: realização de investimento por etapas, preservando a opção de abandono; remuneração do agente <sup>1</sup> ligada ao resultado; possibilidade de impor ao agente a devolução do capital; acompanhamento frequente do desempenho pelo principal e influência sobre a gestão e a governança corporativa, logo os principais são investidores ativos, conforme descrito por Jensen (1991); e demais medidas são tomadas para garantir que o agente represente os interesses do principal, evitando situações de conflitos de interesse.

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

### 1.3 – Introdução ao modelo de PE/VC no Brasil

O modelo brasileiro de PE/VC possui certas diferenças quando comparado com o modelo norte-americano, pioneiro para o resto do mundo, o que sugere que o modelo se adaptou as realidades social, econômica e institucional brasileira. Comparativamente ao tamanho da economia brasileira, a indústria de PE/VC ainda é pequena. Entre 1999 e 2004 o investimento médio da indústria foi de apenas 0,06% do PIB, enquanto em países com a atividade de PE/VC mais desenvolvida o montante investido anualmente equivale a 1% do PIB (OECD,2002). Mas o setor tem perspectivas de crescimento, já que 90% dos atuais gestores em atividade no Brasil pretendem continuar investindo em PE/VC no Brasil, segundo Ribeiro (2005).

Os gestores de PE/VC possuem práticas sofisticadas de seleção, governança e monitoramento, e costumam participar da gestão das empresas em que investem, muitas vezes com assentos nos conselhos das empresas e até mesmo indicando membros da diretoria das empresas de portfólio. E essas práticas de governança corporativa são um diferencial para estas empresas em relação ao resto do mercado quando são lançadas em bolsa.

---

<sup>1</sup> O agente é a parte subordinada aos interesses do principal. Usualmente a literatura trata o agente como sendo o gestor de PE/VC, e o principal como o Investidor, ou então o agente como o empreendedor, e o principal como o gestor.



Este estudo procura traçar um panorama geral sobre a indústria de PE/VC no Brasil, e seu papel no processo de desenvolvimento econômico do país. Além disso, a pesquisa se propõe a mostrar a importância da abertura de capital das empresas em mercado de ações como instrumento de fomento à indústria, avaliando o desempenho das ações das empresas de PE/VC na bolsa de valores após o IPO nos últimos 2 anos. O trabalho está dividido da seguinte forma: o Capítulo 2 faz uma revisão da literatura sobre fatores determinantes do tamanho e da macroestrutura da indústria de Private Equity e Venture Capital. O capítulo 3 traz um panorama geral sobre a indústria de PE/VC no Brasil, mostrando suas semelhanças e diferenças com a indústria dos EUA. O capítulo 4 traz um relato sobre os diferentes mecanismos de saída em PE/VC, analisando a importância do IPO no fomento à indústria. O capítulo 5 faz o teste de desempenho de duas carteiras formadas por ações que abriram seu capital nos últimos 2 anos, sendo uma formada por ações de empresas que receberam financiamento do tipo PE/VC, e a outra não. O capítulo 6 conclui o trabalho, apresenta novas perspectivas de crescimento para indústria no país, e sugere pesquisas futuras para a compreensão do modelo de PE/VC no Brasil.

## Capítulo 2 – Revisão da Literatura

A atividade de PE/VC está inserida em diversas economias ao redor do mundo, entretanto a maioria dos recursos da indústria no mundo está concentrado nos EUA, onde nasceu a atividade. Logo, a maior parte dos trabalhos já realizados sobre PE/VC são provenientes dos Estados Unidos. Mas o modelo norte-americano bem sucedido não necessariamente poderá ser usado no Brasil, sem antes ocorrer algumas adaptações, já que diferentes países possuem diferentes leis, instituições, políticas macroeconômicas, cultura empreendedora. Gompers e Lerner (1999) questionam a adaptabilidade do modelo de PE/VC nos EUA à realidade econômico-institucional de outros países. Diversos estudos procuraram explicar por que o tamanho da indústria varia tanto entre países e no tempo. Esta revisão bibliográfica é baseada na revisão de literatura de Ribeiro (2005). Este define que em geral as abordagens utilizadas podem ser classificadas como *Macroeconômicas* ou *Institucionalistas*.

Os estudos *macroeconômicos* 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.

Já 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* (2005) 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).

Embora o enfoque seja diferente, os resultados de estudos *institucionalistas* e

*macroeconômicos* não se contradizem. Na realidade, os *institucionalistas* oferecem uma visão mais ampla sobre o que afeta o tamanho e a macroestrutura da indústria em cada país, enquanto 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 *entre países* trazem resultados que, embora importantes, abordam a realidade de cada mercado com limitações naturais, pois incluem poucas variáveis explicativas, e em geral, a amostra de cada país é pequena. Para que se detalhe e se comprovem os resultados, torna-se necessário estudar as peculiaridades de cada região ou país. A abordagem de pesquisa aprofundada em âmbito local tem ganhado a atenção da comunidade científica. Macintosh (1994), Karaomerlioglu e Jacobsson (2000) e Isaksson *et al* (2004) analisam a Suécia. Cumming (2000) e Cumming e MacIntosh (2003) pesquisam o mercado canadense sobre diversos aspectos e o comparam com os EUA. Milhaupt (1997) contrasta Japão e EUA.

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) mostram 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. 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 portfólio, ao invés de exercerem um efetivo monitoramento das empresas investidas. Avnimelech *et al* (2004) fazem relato do histórico da indústria nos EUA e em Israel.

A literatura evidencia que o tamanho da indústria varia bastante entre países e ao longo do tempo. Os principais fatores determinantes disso são: disponibilidade e receptividade do mercado acionário aos IPOs de empresas investidas, gastos de 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. Individualmente, a reputação de um gestor, medida pela idade e tamanho da organização, é o principal fator de atração de capital novo para investimentos.

Em países onde a indústria é relativamente nova, como no Brasil, a atuação governamental<sup>2</sup> e de agências multilaterais (como por exemplo IFC ou BID) mostra-se importante catalisador da criação e do desenvolvimento desta indústria. Além disso, o governo pode exercer efeito amortecedor em momentos de baixa da atividade de captação e de investimento. Reconhecendo a importância estratégica do PE/VC, a OECD (2002) recomenda a todos os países forneçam suporte adequado ao desenvolvimento desta atividade.

As instituições também tem papel importante na determinação do tamanho e da macroestrutura da indústria. 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. A origem e a qualidade do ambiente institucional afetam o comportamento dos gestores. Bottazzi *et al* (2005) estudam amostra de 1.430 investimentos, realizados entre 1998 e 2001, por 124 organizações gestoras de 17 países membros da EVCA<sup>3</sup>. 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 variam 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). Vale destacar que evidências da literatura apontam para a existência de um *fator origem*: gestores tendem a atuar em países com instituições diferentes da mesma forma com que atuam em seus países de origem, o que é bastante comum no Brasil já que muitas empresas gestoras de fundos PE/VC são estrangeiras. 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. Os autores sugerem que a a transferência de tecnologia falhe com mais frequência. Entretanto, o sucesso da transferência pode estar relacionada a uma combinação entre a

---

<sup>2</sup> No caso brasileiro, seja através do BNDES ou pela aprovação de leis que beneficiem a indústria de PE/VC, como por exemplo a MP 281/06.

<sup>3</sup> EVCA – European Venture Capital Association

tecnologia sofrer modificações para se adaptar ao novo ambiente, e a tecnologia modificar o novo ambiente. Segundo os mesmos autores, 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 iniciativa privada (e.g. Israel e Brasil). No entanto, existem relatos de tentativas governamentais que fracassaram (BECKER e HELLMAN, 2003; DOSSANI e KENNEY, 2002). De qualquer forma, devido ao importante impacto econômico-social do investimento em empreendedorismo e inovação, os governos sempre acabam tendo papel ativo no fomento da indústria de PE/VC ou na criação de condições necessárias para que a mesma floresça.

Jeng e wells (2000) identificam os IPOs como o fator preponderante do tamanho do mercado. Já Freitas e Passoni (2006) reforçam que um mercado de capitais desenvolvido, com bastante incidência de IPOs, estimulam o desenvolvimento da atividade de PE/VC. Eles também fazem uma pesquisa de campo com gestoras de PE/VC com escritório no Brasil e no exterior e concluem que a indústria ainda tem muito espaço para crescer no país, se compararmos o tamanho relativo da indústria em outros países emergentes, como por exemplo China e Índia.

Ribeiro (2005) traça um perfil da indústria de PE/VC brasileira, através de uma pesquisa de campo com as 65 instituições gestoras com sede no Brasil, e verifica que grande parte dos gestores pretendem continuar investindo no Brasil, o que traz perspectivas positivas para o desenvolvimento do setor.

### Capítulo 3 – Panorama da indústria de PE/VC no Brasil

#### 3.1 – Fatores conjunturais e macro-econômicos que afetam a indústria de PE/VC no Brasil

O Brasil possui um ambiente econômico-institucional diferente daquele dos países onde a indústria de PE/VC nasceu e se desenvolveu, como é caso dos EUA.

O Brasil é classificado como a 9ª economia do mundo (PIB calculado pelo método da paridade do poder de compra, ppc). Apesar do relevante tamanho da economia, a renda per capita é baixa, de apenas US\$ 4,3 mil, o que faz do país uma economia emergente.

No período compreendido entre 1997 e 2005, o crescimento médio da economia brasileira foi de apenas 2,2% ao ano, muito aquém da média de 3,9% para o mundo. Neste período, Índia e China cresceram 6,1% e 10,1% ao ano, respectivamente.

Além de baixa, a renda é extremamente concentrada. 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. A 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.

O aumento da competitividade no mercado brasileiro ocorrido no início da década de 90, com a abertura comercial, gerou na classe empresária uma necessidade de obter auxílio externo de consultores e/ou investidores com perfil ativo, tais como os investidores de PE/VC.

Segundo dados do Global Entrepreneurship Monitor (2004), o Brasil tem alta taxa de empreendedorismo, com 13,5% da população envolvida na criação de um negócio ou em negócios recém criados, entretanto Ribeiro (2005) percebe que o tipo de empreendedorismo vigente no Brasil é melhor caracterizado como de subsistência do que de alto crescimento, este último mais comum em economias mais desenvolvidas como a norte-americana. Apenas o empreendedorismo de alto crescimento é capaz de suportar os custos envolvidos nesta modalidade de investimentos de PE/VC.

Porter et al (2005) identifica uma série de fatores macro-econômicos e conjunturais que prejudicam a atividade empresarial em geral e, conseqüentemente, a indústria de PE/VC no Brasil. São estes: Dificuldade de acesso ao financiamento

empresarial; corrupção; leis e os procedimentos fiscais ineficientes; Burocracia; Excessiva carga tributária; Infra-estrutura inadequada; Crime; Instabilidade das políticas públicas; e Restrições impostas pelas leis trabalhistas. Ribeiro (2005) traça um panorama sobre cada um destes fatores, e compara a realidade Brasileira a de outros países. De fato o Brasil se encontra em uma posição atrasada em termos de um ambiente propício para o desenvolvimento de empresas, principalmente se compararmos com os EUA, onde nasceu a indústria de PE/VC.

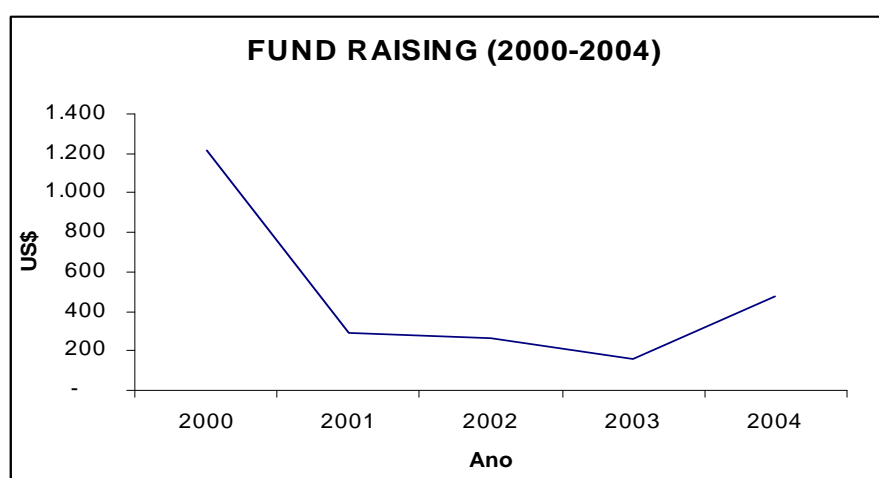
Dentre os fatores que prejudicam a atividade empresarial em geral, vale destacar que a corrupção, as leis e procedimentos fiscais ineficientes, e a excessiva burocracia tornam o ambiente de negócios no Brasil muito pouco transparente. Este é um ponto fundamental para as empresas brasileiras que desejam entrar no mercado de capitais, já que para atrair investidores, as firmas precisam mostrar que possuem técnicas de gestão muito transparentes, além do exigido pelas instituições reguladoras de mercado. Este é o caso das empresas listadas no Novo Mercado da Bovespa, que possuem técnicas de governança corporativa mais transparentes do que a maioria das empresas do mercado de ações brasileiro. Este aspecto será abordando mais a frente no trabalho (capítulo 5).

Já a elevada rigidez do mercado de trabalho brasileiro prejudica bastante a atividade empreendedora. Para o empresário de uma empresa recém formada, cada nova contratação se traduz em aumento de riscos inerentes à redução de atividade econômica, que poderá gerar eventual demissão de funcionários. Para o funcionário de uma grande empresa, que pensa em largar seu emprego para iniciar seu próprio negócio, a rigidez do mercado de trabalho acaba o demovendo da idéia devido a dificuldade para obter novo posto de trabalho caso a experiência empreendedora seja mal sucedida. A combinação destes dois aspectos (do funcionário de uma grande empresa e do empreendedor) tende a refrear a atividade empreendedora, logo a rigidez do mercado de trabalho no Brasil afeta negativamente a demanda por capital, o que por sua vez inibe o desenvolvimento da atividade de PE/VC.

### 3.2 – Organizações Gestoras de PE/VC no país

Apesar de todas as dificuldades do cenário brasileiro, o número de organizações gestoras de fundos de PE/VC no Brasil vem aumentando na última década, mesmo que em ritmo desacelerado desde o ano 2000. Em dezembro de 2004 haviam 65 organizações gestoras existentes no país, responsáveis por 94 veículos de investimentos, segundo Ribeiro (2005). Entre 1999 e 2004, o capital comprometido em PE/VC 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, no auge da “bolha especulativa” das empresas de tecnologia e internet no mercado de ações norte-americano, quando mais de US\$ 1,2 bilhão foi comprometido em veículos novos ou existentes (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, como mostra o gráfico 1.

Gráfico 1<sup>4</sup>

No final de 2004, o total de capital comprometido da indústria de PE/VC no Brasil totalizava US\$ 5 bilhões, mas apenas US\$ 253 milhões foram de fato investidos em PE neste mesmo ano, o que representa 0,4% do PIB. Como mostra o gráfico 2, a penetração da indústria de PE/VC no Brasil ainda é baixa, se compararmos com outros países em desenvolvimento como a Índia e a China, e mais baixa ainda se compararmos com países desenvolvidos.

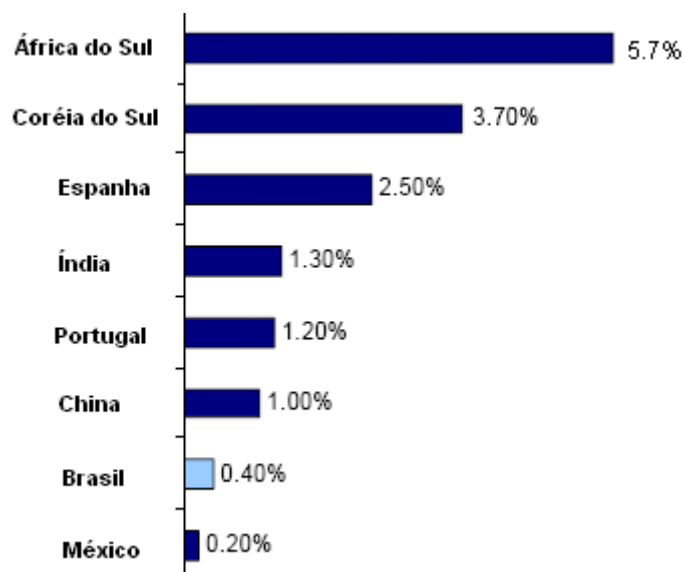
Em termos de rentabilidade, Lerner e Schoar (2005) deixam claro que é prematuro a análise de retornos em países emergentes onde grande parte dos veículos ainda não chegou ao fim do ciclo de investimentos. No caso do Brasil, cerca de 80% das organizações tem menos de 9 anos. Quase 60% do capital comprometido está em veículos com duração igual ou superior a isso.

<sup>4</sup> Dados retirados de Carvalho, Antonio; Ribeiro, Leonardo; Furtado, Cláudio – *Indústria de PE/VC – Censo - 2006*



Gráfico 2<sup>5</sup>

## Capital investido em 2004 como % do PIB de diferentes países



Com relação à gestão, a indústria de PE/VC no Brasil possui profissionais com sólida experiência. Além de bem titulados, a maioria dos gestores é oriunda do setor industrial ou de consultoria. Cornelius (2005) mostra que a predominância de profissionais com experiência no setor não financeiro (indústria) varia de país para país. Assim como no Brasil, este perfil também predomina nos EUA. Na Europa, predominam os gestores oriundos do setor financeiro.

### 3.3 – Portfolio das gestoras em PE/VC no Brasil

O portfolio da indústria de PE/VC no Brasil se mostra bastante equilibrado entre setores intensivos em alta tecnologia e aqueles tradicionais. Segundo Ribeiro (2005), entre os setores onde a tecnologia costuma ser intensiva, *informática e eletrônica* é o setor que mais atraiu a atenção de gestores em 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*. Os

<sup>5</sup> Dados coletados de Ribeiro, Leonardo - *O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital* – 2005.

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<sup>6</sup>. 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 se mostram 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. Freitas e Passoni (2006) constatam que os setores de agricultura/commodities e imobiliário são os preferidos para realização de novos investimentos pelos gestores de PE/VC.

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. 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*).

A Tabela 1 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.

---

<sup>6</sup> 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 1 – Estágio das Empresas do Portfolio<sup>7</sup>**

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.

<b>Estágio</b>	<b>Nº de Empresas</b>	<b>Porcentagem</b>
<b>Capital semente (<i>Seed capital</i>)</b>	36	13,7
<b>Estruturação inicial (<i>Start-Up</i>)</b>	72	27,4
<b>Expansão (<i>Expansion</i>)*</b>	98	37,3
<b>Estágio avançado (<i>Later stage</i>)</b>	42	16,0
<b>Financiamento para aquisição (<i>Acquisition finance</i>)</b>	5	1,9
<b>Tomada de controle pelos executivos (<i>Management buyout/in</i>)</b>	3	1,1
<b>Capital pré-emissão (<i>Bridge finance</i>)</b>	1	0,4
<b>Recuperação empresarial (<i>Turnaround</i>)</b>	6	2,3
<b>não identificado</b>	2	-
<b>Total</b>	<b>265</b>	<b>100,0</b>

\*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. Já nos EUA, em levantamento feito junto a seus associados, a NVCA<sup>8</sup> (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.

<sup>7</sup> Dados coletados de Ribeiro, Leonardo - *O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital* – 2005.

<sup>8</sup> National Venture Capital Association (norte-americana).

### 3.4 – Histórico de Saídas

A Tabela 2 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 uma média de 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 todo 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.

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 inicial. O ano de 2004 foi um ponto de inflexão no período analisado, já que foi extremamente positivo para o setor, em contraste com o período de 2001 a 2003. 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 2 – Saídas<sup>9</sup>**

Número de desinvestimentos realizados anualmente e 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 *Secondarysales*, *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
<b>Saídas Totais</b>						
<b>IPO</b>	-	-	-	-	-	9
	-	-	-	-	-	(29,0)
<b>Trade-sale</b>	4	13	8	6	6	15
	(57,1)	(39,4)	(21,6)	(24,0)	(27,3)	(48,4)
<b>Secondary-Sale</b>	-	16	1	1	4	2
	-	(48,5)	(27,0)	(4,0)	(18,2)	(6,5)
<b>Buyback</b>	3	1	8	3	9	8
	(42,9)	(3,0)	(21,6)	(12,0)	(40,9)	(25,8)
<b>Write-off/down</b>	-	3	20	15	3	4
	-	(9,1)	(54,1)	(60,0)	(13,6)	(12,9)
<b>Total</b>	<b>7</b>	<b>33</b>	<b>37</b>	<b>25</b>	<b>22</b>	<b>31</b>
<b>Saídas Parciais</b>						
<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>4</b>
<b>Capital Desinvestido por meio de Saídas (em milhões de US)</b>						
Desinvestimento	<b>25,4</b>	<b>8,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>6,9</b>
Médio						
<b>Total</b>	<b>203</b>	<b>282</b>	<b>65</b>	<b>41</b>	<b>52</b>	<b>261</b>

Mesmo em um ano favorável para a realização de IPOs no Brasil como em 2004, 48% das saídas foram realizadas por venda estratégica. Já os gestores de PE/VC norte-americanos costumam utilizar IPOs com mais frequência do que *trade-sales*. No próximo capítulo será analisado com mais detalhes as diferentes formas de saída para os fundos de PE/VC.

### 3.5 – Perfil dos investidores em PE/VC no Brasil

<sup>9</sup> Dados coletados de Ribeiro, Leonardo - *O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital* – 2005.

Devido as características de baixa liquidez, alto risco e elevada expectativa de retorno, os veículos de PE/VC são especialmente atrativos para investidores com muitos recursos disponíveis 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 grandes fomentadores e investidores deste setor.

Segundo Ribeiro (2005), 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.

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. No Brasil, onde a indústria ainda é relativamente jovem e grande parte dos gestores não teve tempo suficiente para se distinguir de seus competidores, o montante investido pelos sócios gestores chega a 5%, superando o aporte das instituições multilaterais. Ainda 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 contribuía 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%. Assim como nos EUA, fundos de pensão são os principais investidores no Brasil. Entretanto, ainda contribuem com muito menos que os fundos de pensão nos EUA. Furtado e Lopes (2005) sugerem que os fundos de pensão nacionais deveriam investir maior parcelas de suas carteiras em ativos de PE/VC. Espera-se aumento gradativo com a maturação da indústria e queda dos juros. 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.

### 3.6 – Estrutura dos veículos de investimento em PE/VC

Ribeiro (2005) observa que a estrutura usualmente utilizada é a *Limited Partnership* (LP). Dos 90 veículos de investimento em PE/VC existentes no Brasil, 29 (32%) são LPs<sup>10</sup>. 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. 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<sup>11</sup> com 170 milhões (3% do capital); seis veículos instituídos sob a Instrução CVM 409, com comprometimentos de US\$ 200 milhões (4% do capital); e dez FIPs, com comprometimentos de US\$ 410 milhões (8,2% do capital). Dos fundos CVM, dois são listados em bolsa de valores. Ribeiro (2005) observa que a tendência é que os FIPs<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> 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.

<sup>11</sup> Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), regulados pela Instrução CVM 209/1994. A Instrução CVM 209 foi posteriormente alterada pelas instruções CVM 225/94, 236/96, 253/96, 363/2002 e 368/2002.

<sup>12</sup> Fundos de Investimento em Participação (FIPs), regulados pela Instrução CVM 391/2003.

venham a ocupar o lugar das LPs como estrutura de preferência para os investimentos em PE/VC no Brasil. Já nos EUA, a maior parte dos veículos de PE/VC 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.

Ribeiro (2005) observa que as Ilhas Cayman são sede de 13 veículos (12 LPs e uma *holding*) que representam nada menos que 52% de todo o capital comprometido para o país. 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. 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.

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, 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. No Brasil, 70 dos 90 veículos em atuação 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. No Brasil, os prazos maiores são usualmente aplicados aos veículos com foco de investimento em projetos de infra-estrutura, que maturam em mais longo prazo. Os resultados de Ribeiro (2005) 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 vulnerabilidades do mercado nacional.

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. Nos EUA, a maior parte dos veículos pesquisados por Gompers e Sahlman exigia a integralização de 25% a 33% no início. A comparação sugere que, no Brasil, os investidores procuram exercer mais controle sobre o veículo. Exigem que o capital tenha destino certo e pré-determinado. Conforme levantado por Ribeiro (2005), 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. No caso dos EUA, Sahlman (1990) notou que a chamada de capital ficava mais a cargo do gestor. Portanto, há uma clara 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 investidores norte-americanos mantenham-se completamente afastados da gestão dos veículos. Participam de seu conselho de administração 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).

Para evitar desalinhamento de interesses, Sahlman (1990) também relata a existência de impedimentos para que uma organização gestora lance um novo veículo. A limitação costuma se aplicar aos gestores que já possuem um veículo em atividade que ainda não devolveu 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. 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, de que os gestores podem ser punidos. 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. Segue abaixo o relato de um caso recente da indústria de PE/VC brasileira, no qual o gestor foi demitido pelos investidores.

Em setembro de 1997, foi criado um fundo de investimento organizado pelo Banco Opportunity, denominado Citibank Venture Capital Equity Partners – Fundo de Investimento em ações, para participar dos leilões de privatizações de empresas estatais que ocorreram no final da década de 1990. Este fundo recebeu de fundos de pensão (entres eles destaque para Previ, Petros e Funcef) e do BNDES (através do BNDESPar) investimentos de R\$ 645 milhões, o que equivale à época a cerca de US\$ 470 milhões. O dinheiro do fundo foi aplicado em ações do bloco de controle das seguintes empresas: Brasil Telecom, Telemig Celular, Amazônia Celular, Metrô Rio, e no terminal de contêineres do porto de Santos (Santos Brasil). Além disso, o fundo CVC também adquiriu junto com outros investidores uma participação na Companhia de Saneamento do Paraná (Sanepar). Entretanto desde de 1999, acumularam-se problemas entre os principais cotistas do CVC, os fundos de pensão, e o Banco Opportunity, gestor original de tais investimentos. Em 23 de outubro de 2000, os cotistas do fundo nacional rejeitaram as contas apresentadas pelo gestor, decisão endossada inclusive pelo BNDESPar. Foi a primeira vez, na história do país, em que as contas de um gestor de fundos de investimentos não foi aceita pelos cotistas. A CVM reconheceu as

irregularidades e determinou que a contabilidade fosse refeita. Nos anos seguintes os fundos de pensão alegaram estarem sendo vítimas de novos abusos pelo gestor do fundo CVC, o que terminou por levar os cotistas a destituir o Opportunity da gestão do fundo em 6 de outubro de 2003, data em que o antigo fundo CVC Opportunity passou a se chamar Fundo de Investidores Institucionais (FIA). Depois de longo processo de seleção, em abril de 2004, os cotistas do FIA escolheram a Angra Partners como nova gestora do fundo. O Opportunity tentou derrubar essa decisão na justiça, mas não conseguiu. Em 8 de agosto de 2005, a assembléia dos cotistas do FIA ratificou a destituição do antigo gestor e confirmou a Angra Partners como a nova gestora.

## Capítulo 4 – Os diferentes mecanismos de saída em PE/VC, e a importância do IPO

### 4.1 – Introdução aos diferentes mecanismos de saída em PE/VC

Em maio de 2004, o mercado de capitais brasileiro assistiu um fenômeno chamado “Natura” na Bolsa de Valores de São Paulo. A empresa abriu seu capital através do IPO (sigla em inglês que significa oferta pública inicial), após anos sem nenhuma empresa abrir seu capital em bolsa no Brasil, e obteve uma espantosa demanda por parte dos investidores, tanto na oferta do bloco de ações, como posteriormente após a estréia das ações da empresa na bolsa. Mais do que um fenômeno no mercado de ações, a abertura de capital da Natura representou a volta do IPO como mecanismo de financiamento para as empresas, abrindo a porta para várias outras grandes empresas brasileiras também realizarem ofertas de ações, tanto primárias quanto secundárias, no mercado. E mais especificamente para este trabalho, o IPO também representa uma forma de saída para os investidores de PE/VC, geralmente com mais segurança e retornos maiores devido a melhor transparência do mercado de ações e a grande demanda recente dos investidores pelas empresas que estão abrindo seu capital em bolsa. No próximo capítulo analisaremos o desempenho das empresas que receberam aporte de investidores de PE/VC, e fizeram o IPO, na bolsa de valores. Este capítulo procura tratar dos mecanismos de saída para o PE/VC, e a importância do IPO.

Gladstone (1998) acredita que o principal papel do VC seja investir por um período de tempo, e sair no momento adequado, quando finalmente os gestores são recompensados financeiramente pelo resultado obtido. Logo, sob este aspecto a saída acaba dominando a forma com que as outras atividades do ciclo de investimentos são realizadas. Conforme já apresentado na Tabela 2 no capítulo anterior, existem 5 meios de saída distintos (Macintosh, 1997): venda estratégica (trade-sale), venda para outro investidor (secondary sale), recompra pelo empreendedor (buyback), liquidação (write-off), e o IPO.

Na venda estratégica, a totalidade das ações é oferecida a um comprador, em geral um grande grupo empresarial com atividade semelhante ou complementar à do empreendimento em questão. Na maioria das vezes, o comprador já se relacionava contratualmente com a empresa adquirida e busca atingir objetivos estratégicos, como a entrada em um novo mercado. Schwienbacher (2002) destacou uma grande vantagem do trade-sale frente aos outros mecanismos: baixa exposição à volatilidade dos mercados financeiros. Logo, por este aspecto os trade-sales serão preferíveis quanto maior for a

volatilidade do mercado em questão. A venda para outro investidor (*secondary sale*) ocorre quando parte, ou totalidade, das ações detidas pelo fundo de capital de risco são vendidas a um terceiro investidor, em geral outro fundo de Private Equity (Cumming e Macintosh, 2003). A recompra pelo empreendedor (*buyback*) consiste na recompra pelo empreendedor da participação do PE/VC na empresa em questão. Segundo Ribeiro e Almeida (2005), essas transações são raras no Brasil pois altas taxas de juros encarecem seu financiamento por meio de dívida (*Leveraged Buy-out – LBO*). Já a liquidação (*write-off*) ocorre quando a empresa é descontinuada, e todos os ativos são liquidados e divididos entre os acionistas e credores. Eventualmente, o VC pode liquidar uma empresa morta-viva. Essas são empresas que ainda não perderam seus gestores e, embora economicamente viáveis, não possuem expectativa de crescimento que cobriria o custo de oportunidade do capital do tipo VC (Ruhnka, Feldman e Dean, 1992).

Na introdução em bolsa de valores (IPO), as ações da empresa são oferecidas ao mercado pela bolsa de valores. A maioria das empresas que receberam financiamento do tipo *Private Equity* obtiveram sucesso em seus respectivos IPOs nos últimos dois anos, demonstrando que, após longo período de tempo, esse tipo de saída voltou a ser factível no Brasil. Entretanto, nem toda empresa é elegível ao IPO. Gompers (1995), Cumming e Macintosh (2003) e Schwienbacher (2004) constataram que, devido à existência de elevados custos fixos, apenas empresas acima de um determinado tamanho são introduzidas em bolsa. Entre os custos estão: comissão para os bancos (incluindo o *underwriter*); honorários advocatícios; emolumentos pagos à bolsa de valores; contadores e auditores. Somando tudo, os custos podem chegar a 25% da capitalização obtida (GRINBLATT e TITMAN, 1998). Embora no Brasil os custos diretos sejam considerados inferiores aos praticados nos Estados Unidos (BOVESPA, 2003), deve-se levar em conta que o elevado desconto exigido pelos investidores (*underpricing*) amplia significativamente o custo do IPO. 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). Empresas cotadas em bolsa também incorrem em custos de manutenção, que incluem auditoria independente, divulgação de informação, pressão de acionistas etc. Segundo Schwienbacher (2002), o IPO é especialmente atraente para empreendedores que desejem manter o controle da empresa após a saída do VC, permitindo que diversifiquem parte de seu patrimônio (GLADSTONE, 1998). Para Schwienbacher (2002), esses benefícios podem fazer com

que os empreendedores optem por estratégias, que, embora ineficientes, os aproximem de um possível IPO.

Gompers (1995) aborda a questão pelo lado da rentabilidade. Nos Estados Unidos, VCs obtêm em média 60% de retorno com as transações feitas por meio de IPOs, enquanto as transações de *trade-sale* geram em média 15%. Não se pode concluir dessa comparação que o IPO seja a saída ideal. O resultado sofre o chamado viés de seleção, pois os IPOs são justamente feitos por empresas mais lucrativas, que atingiram um determinado tamanho e, por isso, puderam ser oferecidas em bolsa de valores. A simples comparação de taxas de retorno também ignora diferenças no risco associado a cada um dos mecanismos de saída. Além das considerações sobre taxa de retorno, outro aspecto levado em consideração na formulação da estratégia de saída é a reputação que um IPO bem-sucedido pode gerar. Em alguns casos, VCs jovens tentam realizar, prematuramente, o IPO de pequenas e médias empresas de seus *portfolios* com o objetivo de construir um histórico de sucesso que permitirá atrair mais recursos financeiros e profissionais qualificados. Gompers e Lerner (1999) denominam esse fenômeno de *grandstanding*.

#### 4.2 – A importância do IPO

Na literatura, há debate quanto à existência de efeitos positivos da participação de VCs em IPO de empresas. Enquanto Westin (1994) não conseguiu verificar a existência desses efeitos no mercado sueco, Barry *et al.* (1990) demonstraram que, nos Estados Unidos, os IPOs realizados por VCs apresentam desempenho superior à média. Para Isaksson (1998), o debate sugere que, em mercados onde o setor ainda é recente, a presença de VCs em IPOs pode ser de pouco ou nenhum conforto para os investidores do mercado. Os autores concordam, no entanto, em um ponto: VCs realmente conseguem reduzir o requisito de tamanho mínimo, realizando IPO de empresas mais jovens e menores. Tanto Westin (1994) quanto Barry *et al.* (1990) encontraram custos inferiores em IPOs realizados por VCs, sem prejuízo à qualidade dos profissionais envolvidos na emissão. Megginson e Weiss (1991) demonstraram que os *underwriters* parceiros de VCs são mais experientes do que o *underwriter* médio.

Devido ao papel de certificador da qualidade das empresas que oferecem, VCs também conseguem reduzir o *underpricing* (MEGGINSON e WEISS, 1991). E esse efeito é tão maior quanto a experiência do VC (BARRY *et al.*, 1990). A explicação para

isso está na confiança que investidores depositam em VCs que realizam, ou pretendem realizar, IPOs de forma recorrente no mercado e que, por isso, não têm incentivo para agir oportunisticamente. De qualquer forma, o VC não se beneficiaria diretamente de uma superestimação do preço, uma vez que o período de *lockup* o impediria de vender suas ações no curto prazo. O *lockup*, período entre o início do IPO e o momento em que o VC inicia sua saída total, é importante tanto para cumprir determinações legais quanto para evitar reações adversas do mercado, devido à existência de assimetria informacional entre o novo e o antigo investidor. Saídas rápidas poderiam gerar suspeita de má qualidade do empreendimento, sinalizando superestimação do preço da ação. Dado que oportunidades de realização de IPOs são cíclicas e dependem do ânimo do mercado acionário, esse período representa risco adicional para o VC.

#### 4.3 – Estratégias de saída em PE/VC

Os gestores de PE/VC formulam suas estratégias de saída em função do ambiente em que a organização está inserida. Como o Brasil tem características peculiares em relação a outros países, como por exemplo taxa de juro elevada, regulamentações específicas, mercado de capitais ainda pouco expressivos, a empresa de capital de risco deve considerar estes fatores para traçar sua estratégia de forma distinta. As possíveis estratégias utilizadas por VCs fazem com que essas empresas sejam caracterizadas em duas categorias distintas (RELANDER, SYRJÄNEN E MIETTINEN, 1994):

- **Planejadores (*path-sketchers*)** — objetivam o *trade-sale* como forma de maximizar a probabilidade de saída. Trabalham, constantemente, com foco na saída e isso influencia sobremaneira o processo de investimento e a fase de acompanhamento. A percepção de oportunidades de saída se dá ainda na fase de negociação com os empreendedores, quando os gestores de VC são capazes de, ao avaliar o plano de negócios, citar nomes de potenciais compradores que poderiam beneficiar-se da futura aquisição da empresa e/ou da tecnologia em questão.

- **Oportunistas (*opportunists*)** — não se preocupam tanto com a questão da saída. Acreditam que a oportunidade de saída decorrerá da boa qualidade dos profissionais e do negócio das empresas em que investem. Embora o objetivo desses PEVCs seja o IPO, outras saídas acabam sendo utilizadas oportunamente. Durante a análise de projetos, chegam a rascunhar alguma estratégia de saída, porém isso pouco influencia a decisão de investir.

PE/VCS com preferência por IPOs tendem a investir em modelos de negócios que se sustentarão independentemente da aquisição por outra empresa. Esses negócios, chamados de *standalone business*, são os verdadeiros candidatos a IPOs. Esses VCs investem maiores volumes de recurso e maior parcela de seu tempo em menor número de empresas. Outros VCs preferem construir carteiras mais diversificadas, apostando na realização de mais transações por *trade-sale*. Esse argumento sugere que o risco assumido pelo VC depende de sua estratégia de saída, e que a comparação de desempenho desses tipos distintos de VC seria incorreta sem a correção pela diferença de risco. No caso brasileiro, a opção pela estratégia de IPO encontra dificuldade pelas características da bolsa de valores. Por outro lado, por meio de seus órgãos (BNDES, Finep etc.), o governo oferece grande quantidade de recursos a serem investidos em **empresas emergentes** e **empresas inovadoras**. Isso, certamente, direcionará a estratégia desses fundos a repassarem esses recursos para grande número de empresas. Segundo a literatura consultada, essa estratégia seria baseada na seleção de um maior número de investimentos, resultando, principalmente, em muitos trade-sales e poucos IPOs.

Ribeiro e Almeida (2005) em estudo concluem que ainda não existem exemplos de grandes empresas brasileiras que surgiram graças ao papel de PEVCs, embora os casos de saídas por meio de IPO recentes sejam vistos como sucesso produzido pelo setor de Private Equity. Em relação a estratégia de saída, no caso brasileiro predomina o trade sale, embora muitas das empresas que se intalaram nos últimos 10 anos tenham optado pelo IPO, sugerindo que a escolha da estratégia seja mais ligada à conjuntura do momento em que os investimentos começaram a ser feitos do que a outros fatores. As razões pela preferência do mecanismo de trade-sale são as vantagens na obtenção de prêmio por estratégia e sinergia, a rapidez na saída, é mais adequado às saídas de menor porte, além de representar menor risco em mercado volátil. Logo, em relação a preferência por saída, o mercado brasileiro de PE/VC se assemelha mais a realidade européia, do que a norte-americana.

Freitas e Passoni (2006) também constatam que o trade-sale é preferível pelos gestores de PE/VC, tanto os de presença local como as gestoras que operam no Brasil com escritório no exterior. Entretanto, o IPO vem ganhando força e foi muito citado na



pesquisa. Para eles, a maioria dos fundos não é grande o suficiente para atingir os pré-requisitos de um IPO<sup>13</sup>, portanto preferem o trade-sale como forma de saída.

---

<sup>13</sup> De acordo com a pesquisa de Freitas e Passoni (2006), maioria dos bancos de investimentos esperam que o valor mínimo de um IPO seja de US\$ 85 milhões, o que é considerado um valor elevado para os fundos de PE/VC que possuem participações minoritárias nas empresas.

## Capítulo 5 – Teste de desempenho das carteiras

### 5.1 – Introdução ao teste de desempenho das carteiras

Conforme verificado por Barry et al (1990), as empresas que receberam financiamento do tipo PE/VC possuem baixo nível de *underpricing* quando realizam o IPO, e acabam tendo desempenhos menos voláteis no mercado de ações nos primeiros dias de negociação, se compararmos ao desempenho das ações de empresas que não receberam aporte de PE/VC em bolsa após o IPO. Neste capítulo 5, será analisado o desempenho de 13 empresas que receberam recursos de PE/VC e abriram seu capital através de IPO nos últimos 2 anos. Será medido a volatilidade da carteira, e seu desempenho será comparado ao de uma segunda carteira com ações de 10 empresas que não receberam financiamento da PE/VC e realizaram o IPO nos últimos 2 anos.

Cabe notar que Barry et al (1990) compararam os desempenhos de mais de 1400 empresas durante a década de 1980 nos EUA, nos 20 dias após o IPO para medir a sua volatilidade, entretanto não há tamanha disposição de dados no mercado brasileiro para realizar este tipo de estudo. Portanto, este trabalho propõe a análise de uma carteira de ações de empresas que realizaram sua abertura de capital em bolsa nos últimos 2 anos, desde o IPO de Natura em maio de 2004, até maio de 2006, utilizando a metodologia do IGC-Índice de Governança Corporativa Diferenciada- calculado pela Bovespa, para formar a carteira. Espera-se que esta carteira formada pelas empresas que receberam aporte de PE/VC antes do IPO apresente um desempenho menos volátil em relação à outra carteira formada por empresas que não receberam recursos de PE/VC.

As 13 empresas que abriram seu capital no último biênio e receberam recursos provenientes de veículos de PE/VC são as seguintes: Natura Cosméticos S.A, IPO realizado em 25/05/2004; Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A., IPO realizado em 23/06/2004; América Latina Logística S.A., IPO realizado em 24/06/2004; CPFL Energia S.A., IPO realizado em 28/09/2004; Diagnósticos da América S.A., IPO realizado em 18/11/2004; Submarino S.A., IPO realizado em 29/03/2005; Localiza Rent a Car S.A., IPO realizado em 20/05/2005; TAM S.A.<sup>14</sup>, IPO realizado em 13/06/2005; Universo Online S.A., IPO realizado em 15/12/2005; Vivax S.A., IPO realizado em 7/02/2006; Gafisa S.A., IPO realizado em 16/02/2006; TOTVS S.A., IPO realizado em 08/03/2006; e Equatorial Energia S.A., IPO realizado em 31/03/2006.

---

<sup>14</sup> Como as ações de TAM anteriormente negociadas na Bovespa representavam menos de 1% do capital social da empresa, pode se considerar a emissão realizada em 2004 como se fosse um IPO.

Já as 10 empresas que abriram seu capital nos últimos e não receberam aporte de recursos do tipo PE/VC são as seguintes: Grendene S.A., IPO realizado em 28/10/2004; Porto Seguro S.A., IPO realizado em 19/11/2004; Renar Maças S.A., IPO realizado em 25/02/2005; Energias do Brasil S.A., IPO realizado dia 12/07/2005; Obrascon Huarte Lain Brasil S.A., IPO realizado em 14/07/2005; Banco Nossa Caixa S.A., IPO realizado em 27/10/2005; Cosan S.A., IPO realizado em 17/11/2005; Copasa S.A., IPO realizado em 07/02/2006; Rossi Residencial S.A.<sup>15</sup>, IPO realizado em 14/02/2006; e Company S.A., IPO realizado em 01/03/2006.

Os IPOs realizados de abril até a presente data foram desconsiderados do trabalho, devido às poucas observações disponíveis para montar uma série histórica relevante. Além disso, no período de até 30 dias após o IPO o papel ainda se encontra em período de estabilização<sup>16</sup>, logo o underwriter pode estar interferindo na compra do papel, e assim o preço da ação não estaria flutuando livremente no mercado.

### 5.1.2 – Restrição

Muitos autores de trabalhos sobre a abertura do capital de empresas em bolsa de valores trata do tema do underpricing, como é o caso de Barry et al (1990), que constatou que as empresas de PE/VC possuem em média menor underpricing em seus IPO do que a média das empresas que não receberam recurso de PE/VC. A literatura considera que o underpricing, que consiste no desconto exigido pelos investidores para colocação das ações da empresa na bolsa de valores, está muito ligado a qualidade dos underwriters<sup>17</sup>. Como o autor deste trabalho presta serviços a um dos principais underwriters do mercado brasileiro, o trabalho possui esta restrição de não poder analisar o underpricing dos IPOs brasileiros.

### 5.1.3 – Metodologia

---

<sup>15</sup> Como as ações de Rossi anteriormente negociadas na Bovespa representavam menos de 5% do capital social da empresa, considerou-se a emissão realizada em fevereiro deste ano como um IPO.

<sup>16</sup> Período de Estabilização – Quando o underwriter líder de uma operação de IPO fecha o “livro de ofertas”, ele vende a descoberto uma parte das ações ofertadas, e a empresa que está abrindo o capital reserva esta parte de suas ações como uma opção de compra do underwriter líder, que pode ser exercida em até 30 dias. Logo, neste período de até 30 dias o underwriter líder pode recomprar as ações no mercado ou exercer esta opção de compra na sua totalidade. Esta opção de compra das ações da empresa que está abrindo o seu capital é também chamada de “Green Shoe”.

<sup>17</sup> Underwriter – Instituição contratada pela empresa que está abrindo o capital para intermediar o IPO junto ao mercado. Pode ser um Banco de Investimento, uma Corretora de Valores Mobiliários ou uma Distribuidora de Valores Mobiliários.

A primeira carteira das 13 empresas que receberam recursos de PE/VC começou a ser calculada no dia 26 de maio de 2004, dia da estréia de Natura na Bolsa de Valores de São Paulo. Apesar do IPO deste papel ter sido realizado um dia anterior, a metodologia do IGC calculado pela Ibovespa considera que o papel só entra de fato na carteira após o primeiro dia de negociação, com o preço de fechamento. Esta regra do IGC se aplica para todos os papéis componentes das duas carteiras montadas neste trabalho. Entretanto, a segunda carteira com as 10 empresas que receberam recursos começou a ser calculada no dia 29 de outubro de 2004, com o IPO de Grendene. As séries históricas de ambas carteiras foram calculadas, com os pesos dos papéis variando a medida que ocorria um novo IPO e esta nova ação entrava em uma das duas carteiras. Os valores históricos das ações foram coletados até o dia 26 de maio deste ano.

A quantidade de cada papel nas carteiras foi calculado seguindo a metodologia do IGC, que consiste no free-float<sup>18</sup> de cada papel vezes um multiplicador do nível de governança da empresa<sup>19</sup>. Elegem-se à inclusão na carteira teórica do IGC todas as ações emitidas por empresas negociadas no Novo Mercado ou classificadas nos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa da Bovespa. O IGC é calculado da seguinte maneira:

$$IGC_{(t)} = IGC_{(t-1)} * \frac{\sum_{i=1}^n Qi_{t-1} * Pi_t}{\sum_{i=1}^n Qi_{t-1} * Pi_{t-1}}$$

onde:

**IGC<sub>(t)</sub>** = valor do índice no dia t

**IGC<sub>(t-1)</sub>\*** = valor do índice no dia t-1

**n** = número de ações integrantes da carteira teórica do índice

**Qi<sub>t-1</sub>** = quantidade teórica da ação i disponível à negociação no dia t-1.

**Pi<sub>t</sub>** = preço da ação i no fechamento do dia t

**Pi<sub>t-1</sub>** = preço de fechamento da ação i no dia t-1, ou seu preço ex-teórico, no caso da distribuição de proventos nesse dia.

O IGC considera que um papel não pode ter um peso maior que 20% na composição de sua carteira, entretanto devido a quantidade pequena de papéis em ambas as carteiras, este parâmetro do IGC foi desconsiderado. Para facilitar os cálculos, ambas as carteiras começaram a ser calculadas a partir do valor base de R\$ 1.000,00.

<sup>18</sup> Free-float: ações de uma empresa disponíveis para negociação na bolsa de valores, ou seja, ações não pertencentes ao bloco de controle da empresa.

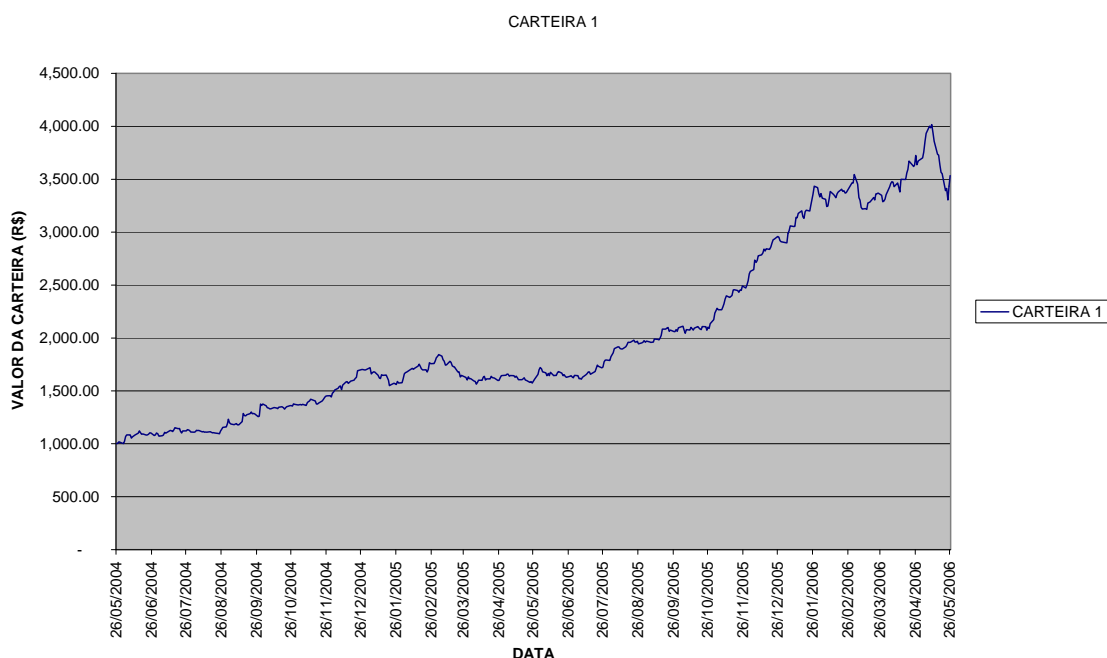
<sup>19</sup> Este multiplicar possui valor 1 se a empresa faz parte do Nível 1 de governança corporativa da Bovespa, 1,5 se a empresa faz parte do nível 2 de governança corporativa, e 2 se a empresa faz parte do Novo Mercado.

Optou-se por comparar o desempenho das duas carteiras apenas entre o período que compreende do dia 3 de abril deste ano até 25 de maio, pois apenas a partir de abril que ambas as carteiras estavam com sua composição de papéis completa.

## 5.2 – Teste de Desempenho das duas carteiras<sup>20</sup>

A primeira carteira formada pelas empresas que receberam recursos de PE/VC apresentou uma rentabilidade de 253,40% desde 26 de maio de 2004 até 26 de maio de 2006, como mostrado no gráfico 3.

**Gráfico 3<sup>21</sup>**



Já a segunda carteira formada pelas empresas que não receberam recursos de PE/VC apresentou uma variação positiva de 80,68% desde 29 de outubro de 2004 até 26 de maio de 2006, como mostra o gráfico 4.

Como foi dito anteriormente, as carteiras não começaram a ser calculadas na mesma data e cada uma foi mudando de valor a medida que iam entrando novos papéis nas suas composições, logo optou-se por comparar o desempenho das carteiras a partir

<sup>20</sup> Vale destacar que as séries históricas de todos os papéis componentes das duas carteiras criadas neste trabalho foram descontadas de qualquer tipo de provento que as ações pagaram nos últimos 2 anos.

<sup>21</sup> Os dados usados na montagem da carteira teórica foram coletados no difusor de informações Bloomberg, no Economática e no site da Bovespa.

do dia 3 de abril deste ano, quando ambas já estavam com suas respectivas composições completas. A Tabela 3 compara os resultados.

### Gráfico 4<sup>22</sup>

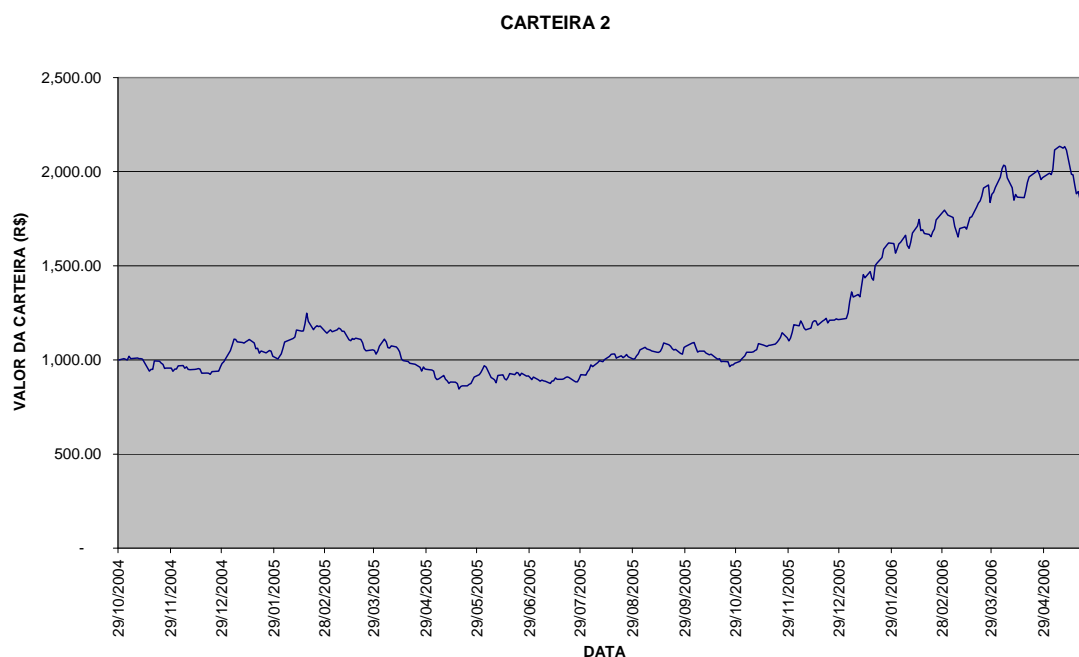


Tabela 3 – Comparação dos desempenhos das duas carteiras

Dados referentes ao período compreendido entre os dias 3 de abril e 26 de maio de 2006.

TABELA	MÉDIA	DEVIO-PADRÃO	COEFICIENTE DE VARIAÇÃO	RENTABILIDADE
CARTEIRA 1	3,620.95	194.06	5.36%	3.09%
CARTEIRA 2	1,951.21	120.75	6.19%	-8.31%
IBOVESPA	39,274.73	1,524.87	3.88%	-0.23%
IGC	4,348.62	170.70	3.93%	-1.76%

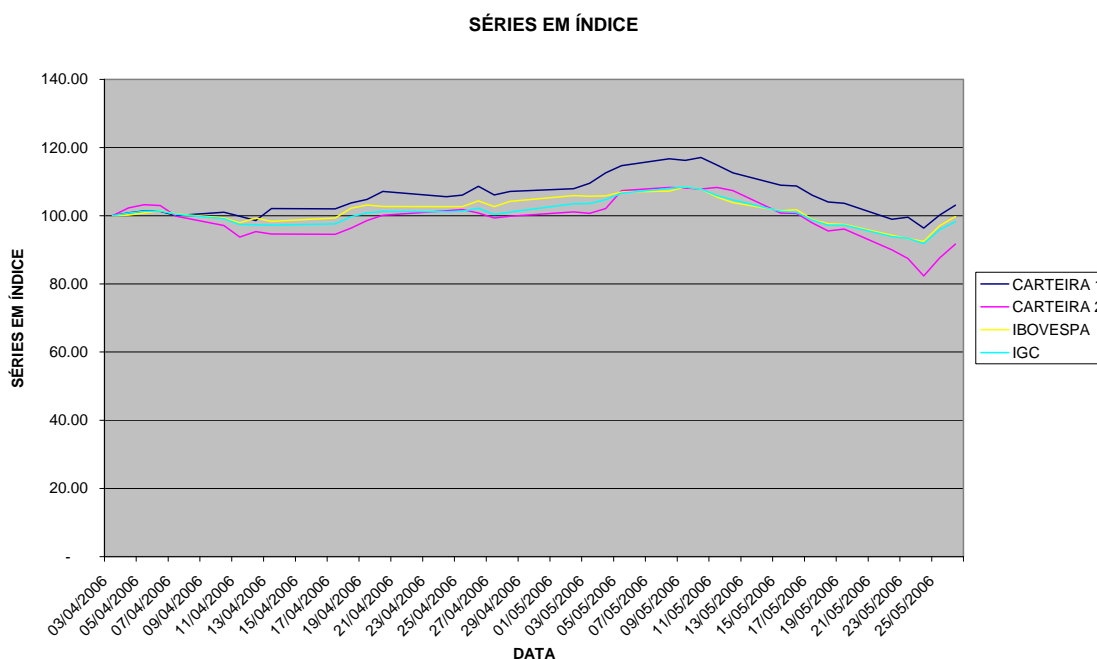
A comparação do desempenho das duas carteiras mostrou que a carteira 1, formada por ações de empresas que receberam recursos de PE/VC, apresentou um coeficiente de variação de 5,36%, menor que o coeficiente de variação da carteira 2. Além disso, a rentabilidade da carteira 1 foi maior que a da carteira 2 no período analisado. Logo foram confirmadas as expectativas de que a carteira formada por empresas que receberam recursos de PE/VC possuem menor volatilidade, e melhor rentabilidade. Este resultado está de acordo com o que foi constatado no trabalho de Barry et al (1990), que as empresas que receberam financiamentos do tipo de PE/VC

<sup>22</sup> Os dados usados na montagem da carteira teórica foram coletados no difusor de informações Bloomberg, no Economática e no site da Bovespa.

tem desempenhos menos voláteis em bolsa do que as ações que não receberam recursos de PE/VC, embora tenha sido usada uma metodologia diferente.

Vale destacar que no período analisado, o Ibovespa, principal bechmark do mercado de ações no Brasil, registrou um coeficiente de variação de 3,88%, logo teve um desempenho menos volátil que ambas as carteiras analisadas. Entretanto, o índice da Bovespa teve uma variação negativa de 0,23% no mesmo período, acima do desempenho da carteira 2, mas abaixo da carteira 1. Já o próprio IGC teve um desempenho mais volátil que o Ibovespa, mas menos volátil em relação as duas carteiras compostas por ações de PE/VC. Em termos de rentabilidade, o IGC apresentou retorno negativo de 1,76% no período analisado, superando apenas a Carteira 2.

Gráfico 5<sup>23</sup>



O gráfico 5 mostra as variações das séries em índice no período, com todas as séries partindo do valor 100 no dia 3 de abril deste ano. O fato da carteira 1 ter um desempenho melhor que o Ibovespa e o IGC pode ser explicado pela razão de que as empresas que receberam recursos de PE/VC possuem melhores práticas de gestão e governança corporativa do que a média das empresas que compõem o Índice Bovespa, apesar das metodologias para se calcular o Ibovespa e a carteira 1 serem diferentes. As

<sup>23</sup> Os dados históricos do Ibovespa e do IGC foram coletados no difusor de informações Bloomberg, no Economática e no site da Bovespa.

empresas com melhores práticas de gestão e governança corporativa são mais respeitadas e valorizadas no mercado, logo são mais demandadas pelos investidores.



## Capítulo 6 - Conclusão

Devido a escassez de dados, este trabalho procurou traçar um panorama descritivo do modelo brasileiro de PE/VC, e mostrou que a indústria de PE/VC no Brasil possui similaridades com o modelo norte-americano, o que de fato faz sentido já que atividade de PE/VC começou nos EUA. Mas também existem diferenças, o que sugere que o modelo brasileiro de PE/VC tenha sofrido adaptações para atuar no ambiente econômico-institucional doméstico.

Comparativamente ao tamanho da economia brasileira, a indústria de PE/VC ainda é pequena. Nos países com a indústria mais desenvolvida, o montante de investimento anual equivale a 1% do PIB (OECD, 2002). Segundo Ribeiro (2005), no Brasil o investimento médio realizado no período de 1999 a 2004 foi de apenas 0,06% do PIB. Mesmo assim esta indústria ainda tem muito espaço para crescer no país.

Ribeiro (2005) em pesquisa constata que 90% dos atuais gestores de PE/VC no Brasil pretendem continuar investindo no setor, o que revela a existência de condições necessárias para que a atividade possa se desenvolver. Entre elas, destacam-se o número elevado de IPOs nos últimos 2 anos, a crescente participação dos fundos de previdência privada em ativos de PE/VC, a perspectiva de queda das taxas de juros que reduzirá o custo de oportunidade de investimentos em PE/VC, a regulação de veículos de investimentos em PE/VC é atual e dá segurança para os investidores, e o poder judiciário brasileiro reconhece a mediação e a arbitragem como formas de solução de conflitos entre investidores, gestores e empreendedores. Além disso, os gargalos de infra-estrutura como os setores de energia, transportes e telecomunicações são vistas como oportunidades de investimento, que o país necessita e o governo não possui recursos suficientes para fazê-lo sozinho. ALL, CPFL, Gol e TAM são exemplos de investimentos de PE/VC em infra-estrutura e transportes bem sucedidos. Uma alternativa de investimento para os fundos de PE/VC nestes setores são as Parcerias Público-Privadas, que o atual Governo Federal vem tentando estimular.

Além disso, no período compreendido entre 2001 e 2005, as empresas do Ibovespa apresentaram crescimento agregado médio do EBITDA<sup>24</sup> de 20,95% ao ano<sup>25</sup>,

---

<sup>24</sup> EBITDA – Earnings before interest, taxes, depreciation and amortizations. Este é um dado muito usado pelos analistas do mercado de capitais para analisar o lucro operacional das empresas, e a geração de caixa das empresas.

o que se apresenta bastante interessante para investidores, tanto de ações como de PE/VC.

Vale destacar que em 16 de fevereiro de 2006, o Governo Federal editou a Medida Provisória 281, que isenta de imposto de renda na fonte os investimentos estrangeiros em títulos públicos federais e em fundos de capital de risco. Em se tratando de fundos de PE/VC, este benefício tributário é aplicável aos rendimentos decorrentes de investimentos em Fundos de Investimento em Participações (“FIP”), Fundos de Investimentos em Cotas de Fundos de Investimentos em Participações (“FCFIP”), e Fundos de Investimentos em Empresas Emergentes (“FIEE”). Mas para ter acesso a esse benefício o investidor estrangeiro não poderá ser residente ou domiciliado em país considerado como paraíso fiscal segundo a legislação. De qualquer maneira esta é uma medida que estimula os investimentos em PE/VC, e mostra que o Governo Federal simpatiza com o setor.

O trabalho também demonstrou através de evidências empíricas, que de fato as empresas que recebem recursos de PE/VC são mais valorizadas que a média do mercado na bolsa de valores. Além disso, as empresas que receberam recursos de PE/VC e abriram seu capital nos últimos 2 anos tiveram desempenhos menos voláteis do que as ações de empresas que abriram seu capital também nos últimos 2 anos, mas não receberam financiamentos do tipo PE/VC. Barry et al (1990) chegou a um resultado similar para o mercado norte-americano, entretanto neste trabalho não foi possível analisar o underpricing das ações nos IPOs brasileiros, portanto esta é uma sugestão para uma eventual continuação deste trabalho.

---

<sup>25</sup> Este dado desconsidera os bancos que fazem parte da carteira teórica do Ibovespa, pois os bancos não utilizam o EBITDA para analisar seus resultados. Este dado foi coletado do banco de dados do UBS Investment Bank.

## BIBLIOGRAFIA

- AVNIMELECH, G.; KENNEY, M.; TEUBAL, M. (em andamento). *Building Venture Capital Industries: Understanding the US and Israeli Experiences*, 2004.
- 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*. Proceedings... CESIFO Conference on Venture Capital, Entrepreneurship and Public Policy, Mar. 2003.
- BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO – BOVESPA. Abertura: O Problema não é o Custo. *Revista BOVESPA*, São Paulo, out./dez. 2003.
- BOTTAZZI, L.; DA RIN, M.; HELLMAN, T. (em andamento). *What Role of Legal Systems in Financial Intermediation? Theory and Evidence*. ECGI, 2005.
- 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, Feb. 2004.
- CARVALHO, A.; RIBEIRO, L.; FURTADO, C. (em andamento). *Io Censo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital: O Perfil da Indústria*. Fundação Getúlio Vargas, 2006.
- 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.; MACINTOSH, J. *A Law and Finance Analysis of Venture Capital Exits in Emerging Markets*. University of Alberta, 2002.
- CUMMING, D.; MACINTOSH, J. A cross-country comparison of full and partial venture capital exits. *Journal of Banking & Finance*, Roma, v.27, n.3, p.511-548, Mar. 2003.
- 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.
- EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION - EVCA . *Final Activity Figures for 2004*. Brussels, 2005.
- FREITAS, R.; PASSONI, P. *Brazilian Capital Markets and Private Equity: a new reality or just a fad?* Harvard Business School, May 2006.

- 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.
- GLADSTONE, D. *Venture capital handbook*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1998. p.215-233.
- GOMPERS, P. Optimal investment, monitoring and the staging of venture capital. *Journal of Finance*, Cambridge, v.1, n.50, p.1461-1489, Dec. 1995.
- GOMPERS, P.; LERNER, J. *The Venture Capital Cycle*. Cambridge: 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, Jul. 1989.
- GRINBLATT, M.; TITMAN, S. *Financial markets and corporate strategy*. Boston, MA: McGraw-Hill, 1998. 866 p.
- ISAKSSON, A. Venture capital exit behavior in Sweden. In: NORDIC CONFERENCE ON SMALL BUSINESS RESEARCH, 10., 1998, Växjö. *Proceedings...* Växjö: Växjö University, 1998.
- 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.
- KAPLAN, S.; MARTEL, F.; STRÖMBERG, P. (em andamento). *How do Legal Differences and Learning Affect Financial Contracts?* National Bureau of Economic Research, 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.
- 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.

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

MACINTOSH, J. Venture capital exits in Canada and the United States. In: HALPERN, P. (Ed.). *Financing growth in Canada*. Calgary: University of Calgary Press, 1997. p.279-356.

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 capital certification in initial public offerings. *Journal of Finance*, Cambridge, v.46, n.3, p.879-893, 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, p.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.

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.

RELANDER, K.; SYRJÄNEN, A.; MIETTINEN, S. Analysis of the trade-sale as a venture capital exit route. In: BYGRAVE, M.; HAY, M.; PETERS, J. *Realizing investment value*. London: Pittman Publishing, 1994. p.132-196.

RIBEIRO, L.; ALMEIDA, M. *Estratégia de saída em capital de risco*. Fundação Getúlio Vargas: Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital, 2005.

RIBEIRO, L. *O modelo de Private Equity e Venture Capital*. Universidade de São Paulo Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Departamento de Administração, 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, Oct. 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.

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

WESTIN, A. *The impact of venture capital backing on IPO's in Sweden*. 1994. Dissertação (Mestrado em Economia) — Stockholm School of Economics and Business Administration, Stockholm, Sweden.

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