



Universidade de Brasília
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Departamento de Administração

Ricardo Alkmim de Souza

A Evolução do Setor de Private Equity no Brasil.

Brasília – DF

2011

Ricardo Alkmim de Souza

A Evolução do Private Equity no Brasil

Monografia apresentada ao Departamento de Administração como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Administração.

Professor Orientador: Professor,
Dr. José Carneiro Cunha

Brasília – DF

2011

Ricardo Alkmim de Souza

A Evolução do Private Equity no Brasil

A Comissão Examinadora, abaixo identificada, aprova o Trabalho de Conclusão do Curso de Administração da Universidade de Brasília do Aluno.

Ricardo Alkmim de Souza

Orientador, Dr. José Carneiro Cunha
Professor Orientador

Examinador, HSC Pedro Albuquerque
Professor-Examinador

Examinador, Aldarir
Professor-Examinador

Brasília, 28 de Novembro de 2011

Agradecimentos

FGV-CEPE, Cláudio Villar, Rodrigo Lara e Leonardo Ribeiro pelo apoio e a disponibilização de estudos nessa área necessários para a comparação do crescimento do setor.

UnB, Professor José Carneiro Pelo apoio prestado na orientação para a elaboração do trabalho.

RESUMO

Este trabalho visa aprofundar a experiência com Private Equity e Venture Capital no Brasil, através de uma análise de trabalhos realizados nas áreas de PE, desde contratos entre investidores até o momento do desinvestimento através de IPO ou Trade – Sales. Tudo isso com foco principal em analisar as mudanças ocorridas nessa indústria do período de 2004 a 2011, buscando verificar o crescimento deste setor no mercado e sua evolução. Desta forma, este trabalho mapeou as mudanças ocorridas em alguns fatores relacionados ao mercado de Private Equity de forma direta ou indireta. Os fatores de forma indireta estão relacionados principalmente com aspectos do governo como burocracia e tributação e os diretos a fatores relacionados com as estruturas do mercado de PE, como o tamanho da indústria e o estágio das empresas do portfólio.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

- ABVCAP: Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital.
- ANBID: Associação Nacional dos Bancos de investimentos.
- BNDES: Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e social.
- BNDESPar: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social Participações
- GV-CEPE: Centro de estudos de Private Equity da Fundação Getúlio Vargas.
- CVM: Comissão de Valores Mobiliários
- FINEP: Financiadora de Estudos e Projetos.
- FUNCEF: Fundação dos Ecomiários Federais.
- IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatísticas
- IPC: Índice de Preços ao Consumidor
- IPO: Initial Public offer.
- PE: Private Equity
- VC: Venture Capital
- PE/VC: Private Equity e Venture Capital.
- PIB: Produto Interno Bruto
- P&D: Pesquisa e desenvolvimento
- SEBRAE: Serviço Brasileiro de Apoio as Micro e pequenas empresas
- TI: Tecnologia da Informação

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	7
1.1	Contextualização do Assunto.....	8
1.2	Formulação do problema.....	11
1.3	Objetivo Geral.....	11
1.4	Objetivos Específicos.....	12
1.5	Justificativa.....	12
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	13
3	MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA.....	35
3.1	Tipo e descrição geral da pesquisa.....	35
3.2	Caracterização do Setor.....	35
3.3	População e amostra.....	36
3.4	Caracterização do instrumento de pesquisa.....	36
3.5	Procedimentos de coleta e análise de dados.....	37
4	RESULTADO E DISCURSÃO.....	40
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES.....	59
	REFERÊNCIAS.....	63

1 INTRODUÇÃO

O setor de Private Equity e Venture Capital apresentou um crescimento nos últimos anos que não passa mais despercebida na economia Brasileira, que segundo Furtado *et al* (2011), influencia significativamente no fomento empresarial. Alguns resultados já são visíveis como nos cases de empresas como: TAM, GOL, Natura, UOL, COSAN, além de outras grandes empresas que receberam aportes de capitais.

Em virtude do crescimento deste setor na economia Brasileira, esse trabalho possui objetivo central de servir como uma cartilha para quem tem interesse no setor de Private Equity no Brasil e também suas peculiaridades no país.

Segundo a Rocha (2011), o setor de Private Equity surgiu na Roma antiga, cerca de 100 anos A.C, quando Marco Crasso se tornou o primeiro capitalista de risco. Funcionava da seguinte forma, Crasso financiava empreendedores na construção de novas bases, banhos, estradas e prédios e depois recebia parte dos lucros desses empreendimentos, tornando-se assim o homem mais rico da Roma antiga.

Porém essa atividade começou a ser difundida fortemente nos EUA na década de quarenta como uma atividade de intermediação financeira com objetivo de oferecer recursos para a evolução tecnológica principalmente no setor bélico, depois passou a ser utilizado em pequenas empresas de forma mais ampla na década de 80 através de instituições intermediadoras responsáveis por investimentos.

Só como exemplo, no Brasil em 1982 apenas a Brasilpar, a companhia Riograndense de Participações (CRP) e o BNDSPAR realizavam investimentos no país. Nos EUA nesta mesma época segundo SAHLMAN (1990), já possuía cerca de 331 companhias gestoras com um somatório de 7,6 bilhões de dólares comprometidos.

No Brasil, segundo Rocha (2011) as primeiras ações de incentivo para este setor data de 1974 por iniciativa de programas do Banco Nacional de desenvolvimento econômico e social (BNDES) e em 1976 pela financiadora de estudos e projetos (FINEP). E depois com a regulamentação do setor com a

primeira edição da CVM nº 209/94, e com o surgimento das oportunidades no plano real como as privatizações, o setor se consolidou.

Porém foi só em 2003, que a legislação brasileira criou a norma CVM 391/03 que regulou e reconheceu a atividade de Private Equity no Brasil, abrindo espaço para a evolução, isso é uma das explicações para este setor não está mais amplo e desenvolvido no país.

No atual cenário, o país possui grandes avanços e de forma rápida, principalmente pelo seu crescente mercado interno, diminuição do risco país e o recente destaque do Brasil no mercado externo como país exemplo para enfrentar a atual crise.

1.1 Contextualização

Formalmente a indústria de PE/VC surgiu nos EUA em 1946 como uma atividade de intermediação financeira (Ribeiro, 2005), embora se formos aprofundar na história percebemos que houve atividades de PE desde Roma antiga com o imperador Júlio Cesar que fez vários investimentos em participação em infraestrutura visando obter lucro no futuro (Istoé dinheiro, 2010).

Esses fundos embora possuam os mesmos objetivos estão estruturados sob diferentes classificações segundo a CVM, que são eles: Limited Partnership, Holding, CVM 406 (FIP / Fomento), fundo cotado em bolsa de valores, fundo de fundos, CVM 209(FMIEE), CVM 391 (FITVM), e a CVM 391(FIP), além de outros menos usuais.

O Brasil de hoje é uma das rotas de investidores pelo seu crescimento acelerado além de oportunidades nas áreas preferidas por essas organizações, estarem em crescimento acelerado como no setor de energia, infra-estrutura e educação (Santos 2006). Com isso o Brasil se tornou destaque em todo o mundo por causa de dois fatores potenciais de crescimento, copa do mundo e olimpíadas nos próximos anos, tudo isso fez com que o Brasil se tornasse o primeiro lugar em PE. Resultado segundo pesquisa da EMPEA mostra que o país obteve esse resultado por motivos como competição, risco político e altos preços.

Outro fator importante se comparar o Brasil de hoje com o de seis anos atrás, percebe-se o expressivo crescimento desse setor, por exemplo, em 2004 os volumes de recursos dessas companhias eram de seis bilhões, enquanto em 2009 chegaram a 34 bilhões de dólares, segundo pesquisas da GV-CEPE. E espera-se, segundo a ABVCAP que esse que essas empresas terão disponível 10 bilhões para investir em empresas no próximo ano.

Por isso se você possui uma empresa inovadora e busca crescimento, porém não possui recursos financeiros, estas empresas são uma boa estratégia que vem sendo adotadas por empresas Startups principalmente de base tecnológicas. Ao unir a uma organização desse tipo, sua empresa terá vários aspectos benéficos, como os seguintes: Mudança na governança corporativa, a empresas se torna mais robustas e profissionais, além de obter recursos financeiros e estratégicos para expandir e alcançar o público-alvo certo.

Para obter financiamentos de PE/VC, você não precisa inventar um Iphone, embora se tivesse seria bem mais fácil obter financiamento, mais de qualquer forma deve ser inovadora e essa inovação pode ocorrer de diferentes formas. Podendo ser uma inovação de produto, inovação no modo de produzir através de novos métodos de produção, abertura de novos mercados, desenvolvimento de novas fontes de energias e insumos, além da criação de novas estruturas dentro da indústria, (Schumpeter, 1934)

Na América Latina, o Brasil e o México são os que mais recebem investimentos, porém o país com mais conhecimento sobre o setor é o Chile. De acordo com as expectativas sobre o crescimento deste setor segundo os gestores que controlam empresas na América Latina, cerca de 90% acreditam que irá ocorrer aumento dos investimentos, para 7% ficará constante e para 3% irá diminuir. Quanto à geografia, o país escolhido mais otimista para crescimento do setor foi o Brasil com 28% de escolha entre os gestores entrevistados (Deloitte, 2009).

É evidente que a primeira coisa que a organização de PE faz após a realização de um aporte de capital em uma empresa é influenciar na governança corporativa, muitas vezes diretamente no modo de gestão dentro da empresa. Por isso há várias análises no que se referem aos contratos entre gestores e os administradores das empresas que irão receber o aporte de capital.

Segundo Santos (2006), os grandes volumes de dinheiro requerido hoje em dia necessitam de especializações de intermediários que organizem e que tenha uma gestão qualificada para ligar investidores individuais às respectivas empresas que receberam investimentos, chamados de fundo de investimentos. O setor de Private Equity traz grande desenvolvimento para um país, já que atua como alternativa de financiamento para empresas principalmente de base tecnológica, que é fundamental para ganho de capital em um país. E no Brasil onde as primeiras atividades de PE começaram a surgir na década de 80 de forma tímida devido à instabilidade do governo naquela época o capital comprometido era muito pouco, isso durou até 1993, quando a economia e a política brasileira conseguiram se estabilizar. A primeira grande rodada ocorreu na segunda metade da década de 90 e seu grande salto em 2010 com a crise econômica que abalou a economia de muitos países e na qual o Brasil se destacou e se tornou uma ótima oportunidade para grandes investidores.

Percebe-se a proporção do crescimento dessa indústria quando comparamos que em apenas três anos essa indústria cresceu 50% de 2005 a 2008, o capital comprometido seguiu a mesma tendência e cresceu 55% em um ano, (Furtado, 2008).

O Brasil também tem seus problemas que afeta o desenvolvimento desse setor no país. Segundo Ribeiro, 2004 o país apresenta profissionais com falta de qualificação devida principalmente a falta de educação, outro problema que afeta diretamente a inovação em um país, além disso, podemos citar a alta atividade de corrupção do governo Brasileiro que afeta a confiança dos investidores estrangeiros.

O Brasil apresenta uma das maiores taxas de empreendedorismo entre todos os países do mundo, isso seria muito bom se não fosse pelo fato da maioria dos negócios foram criados por necessidades e não por oportunidades muitas dessas empresas na ilegalidade dificilmente criam mecanismos de inovação que é de apenas 33,4 % segundo pesquisa da PINTEC do IBGE, 2010.

Mesmo com todos esses problemas, o Brasil ainda possui muitas oportunidades de crescer e é isso que vamos explorar ao longo desse trabalho, como forma de dar uma visão geral e também servir como base de

conhecimento sobre o setor para empreendedores e pessoas iniciantes na área de PE/VC.

Reforçando o crescimento desse tema no ano de 2008 é possível verificar uma mudança nos padrões, já que em 2000, os investimentos eram concentrados em tecnologia/internet, passando agora a estarem mais diversificados, (PWC, 2008)

Outro fator de destaque é a recente parceria entre a APEX e a ABVCAP, com propósito de atrair mais investimentos no país, além de criar mecanismos e meios de integração entre as empresas e os fundos de investimentos. Além dessas iniciativas, algumas outras vêm sendo desenvolvidas no Brasil com intuito de promover o fomento nesse setor, como a FINEP e ABDI, que fazem esse papel de promover investimentos em empresas inovadoras, (GV-CEPE, 2008).

Ao longo do trabalho iremos ver quais os métodos que uma instituição de PE/VC utiliza para escolher uma empresa para investir, evolução histórica desse setor em diferentes países e como funciona esse setor, desde o investimento, passando pela governança corporativa até chegar ao desinvestimento. E o mais importante poderá comparar o crescimento desta indústria entre o período de 2004 até 2011, identificando as mudanças e crescimento deste setor.

1.2 Formulação do problema

O Setor de Private Equity no Brasil é muito recente e também muito pouco explorado. Isso ocorreu principalmente pela instabilidade política e econômica Brasileira durante as últimas décadas, com a ditadura militar, os vários planos econômicos fracassados e a falta de incentivo do governo, fizeram com que o setor de PE/VC, não obtivesse sucesso no país, (Ribeiro, 2005).

Atualmente, essa situação está bem diferente, segundo relatório da ABVCAP (2011), o Brasil se tornou o país com maior crescimento em investimentos do tipo PE/VC no mundo, ultrapassando China e Índia. Isso ocorreu pelo fato do país obter uma estabilidade política, um crescimento econômico muito elevado em relação aos outros países.

Embora esse setor esteja em tamanho crescimento, poucas pessoas o conhecem, há muito pouco profissionais que tenha qualificação e conhecimento nesse setor e também poucos trabalhos feitos nessa área. É a maioria dos trabalhos foca em censos sobre o setor e praticamente nenhum foca no crescimento do setor nos últimos anos. Por isso esse trabalho estuda o crescimento desse setor, se baseando em censos feitos nos últimos anos, por organizações especialistas nesse setor.

1.3 Objetivo Geral

Este trabalho visou proporcionar uma visão sobre o setor de Private Equity no Brasil, bastante importante e em franca expansão, porém pouco conhecido e explorado pela população em geral. Por isso esse trabalho analisou de forma minuciosa as mudanças ocorridas neste setor, proporcionando um conhecimento sobre o crescimento desta área de 2004 há 2011, baseando-se em trabalhos da FGV-CEPE e em outros de grande impacto. Para isso, foram analisados vários fatores que envolvem a indústria de PE que vão desde fatores macros a micros e a evolução dessa área da economia de 2004 a 2011.

1.4 Objetivo Específico

O Objetivo do trabalho visa fazer uma análise minuciosa das mudanças ocorridas em fatores que estão ligados diretamente ao mercado de PE e aqueles que não estão relacionados, mas que afetam esse mercado. Para isso foi feito uma busca por dados obtidos em pesquisas sobre esses diferentes fatores, retirando-os de censos realizados ao longo dos anos. Depois dos dados coletados, foi feito uma comparação entre os dados obtidos em censos realizados de 2004 até 2011 e com isso foi possível delimitar as mudanças ocorridas nesse setor no Brasil.

1.5 Justificativa

No Brasil há muito poucos estudos sobre o setor de Private Equity e os que existem são focados em censos. Por isso a justificativa de fazer uma comparação sobre o crescimento deste setor , com a intenção de fazer uma análise sobre as melhorias em aspectos relacionados diretamente ou indiretamente com o mercado de PE.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Segundo Gompers e Lerner (2001), a indústria de PE/VC é composta por quatro agentes: As organizações gestoras, os veículos de investimentos que são os fundos de PE/VC criados para captar recursos necessários para os investimentos, os investidores e as empresas que recebem investimentos.

Para Gorman e Sahlman (1989), esses investimentos são basicamente de longo prazo e investidos em ações de empresas de capital fechado ou também de forma menos usual, investidas em debêntures conversíveis em ações. Isso com a intenção de abrir o capital da empresa na bolsa em forma de IPO principalmente.

O Setor de Private Equity no Brasil teve início tardio em relação há outros países. Segundo Canalini (2007), o mercado americano evoluiu lentamente até o final da década de 70, quando o governo em 1978 permitiu que as empresas e investidores institucionais através do ERISA, colocassem recursos em empresas privadas, o que provocou um aquecimento na economia. Nos EUA, os fundos de pensão são os grandes investidores deste setor e mais de 80% dos investimentos são feitos através de *Limited Partnership* e muito pouco através de investimentos diretos.

Já no Brasil, o início desta atividade ocorreu de uma forma totalmente distinta, os fundos de pensão faziam boa parte dos investimentos de forma direta, ou seja, esses fundos eram formados como forma de consórcio a fim de comprar empresas públicas a fim de privatizá-las, situação que só foi mudada em 1994, com os Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE).

Apesar dos investimentos de Private Equity ocorrer em todo o mundo, a grande maioria ainda se concentra nos EUA, em uma pesquisa realizada pela PWC em 2004, mostrou que 70% do capital levantado no mundo estavam nos Estados Unidos.

No mundo dos investimentos de PE, há também uma grande sazonalidade quanto a busca e a mudança na oferta de capital de um país para outro, segundo Gompers e Lerner *et al* (1998), isso ocorre devido a fatores Macroeconômicos ou institucionalistas. No caso de fatores Macroeconômicos,

há uma busca em identificar no mercado financeiro, a atividade empreendedora e inovadora no mercado de trabalho. Outro fator apontado em vários estudos e por vários autores que influenciam diretamente no mercado de Private Equity são os investimentos em P&D por parte das empresas, universidades e também instituições de apoio do governo.

Segundo Jeng e Wells (2000), outros importantes fatores que influenciam a presença de Private Equity em um país são as taxas de juros, o nível de empreendedorismo, a existência de oportunidades em inovações tecnológicas, crescimento com gastos na área de P&D, com isso a efetivo número de patentes em um país. Baseando-se nisso, os autores fizeram um estudo sobre essa área em cerca de 16 países entre 1990-2000 e chegaram a conclusão de que o conhecimento e investimentos em P&D, produção da inovação e a taxa de juros são os fatores decisivos para investimentos do tipo de PE.

Segundo Romain (2004), quanto maior as taxas de juros, maior é a procura por capital através de PE. Isso porque com as altas taxas de juros torna-se difícil para o empresário obter crédito no mercado o que faz com que estes, necessitem buscar outros métodos de financiamento.

Vários outros estudos também apontam para uma correlação entre o crescimento do PIB e o crescimento do setor de PE, isso porque quando há um crescimento do PIB, há também um crescimento econômico e com isso o aparecimento de oportunidades.

Da mesma forma que há fatores que influenciam de forma positiva no mercado, também há outros fatores que influenciam de forma negativa. Segundo Ribeiro (2005), os fatores que mais influenciam de forma negativa no Brasil é a educação, a burocracia, corrupção e as taxas de juros e o alto grau de informalidade de empresas no Brasil que geralmente inovam muito pouco, leis e procedimentos ineficientes, tudo isso acaba impedindo o crescimento mais amplo deste setor.

O Brasil só criou benefícios fiscais e melhorias na lei, há pouco tempo com o novo código regulador (2011), que desburocratizou a estrutura judiciária para investimentos em empresas emergentes ou com um grau de amadurecimento.

Os setores que mais recebem investimentos são: Software e TI, seguidos por telecomunicações, energia e transportes; Ribeiro (2005). Esses setores são as

preferências não só no Brasil mais em praticamente todos os outros países, pois como uma das principais exigências das organizações para realização de um investimento é que a empresa seja inovadora, e isto está presente principalmente em empresas de tecnologia. Embora outras empresas também possam ser inovadoras, já que o conceito de inovação como forma de competitividade não está restrito apenas ao setor de tecnologia, pois as empresas também podem inovar na parte das vendas, no método de produção diferenciada, como exemplifica (Shumpeter, 1934).

Quando analisamos a escassez de financiamento para as áreas de inovação e as poucas iniciativas e gastos do governo com o setor de P&D, é possível perceber que há o setor de PE se torna um importante aliado às empresas de base tecnológica como destaca em seu estudo Meirelles (2008). Essas empresas são classificadas como EBT e ao contrário de empresas de setores tradicionais que utilizam em seus processos tecnologias já existentes e consolidadas no mercado, as EBT utilizam em suas atividades produtivas, novos processos e novos produtos, o que aumenta o risco, mas por outro lado aumenta a possibilidade de ganhos.

Esse risco dificulta ainda mais a possibilidade de financiamento para estas empresas, ainda mais pelo fato Brasil ser um país extremamente baseado no mercado de commodities, a porcentagem deste setor chega até a 51 % da parcela das exportações brasileiras.

Christrsen (1992) enfatiza que investimentos em inovação tecnológica trazem consigo grandes incertezas quanto ao resultado dos investimentos, isso porque a empresa sofre riscos técnicos, além dos de mercado que podem ser por motivos de insucesso quando um produto é lançado.

No mercado de Private Equity os tipos de investidores são bem restritos, segundo Ribeiro (2005), a indústria é composta principalmente por organizações independentes, organizações afiliadas a instituições financeiras e grupos industriais que funcionam corporate ventures, embora essas representem em menor numero de capital comprometido em relação às outras. O Governo Brasileiro também possui sua instituição de PE que na verdade são divididas em duas, o BNDESPar Private Equity e o BNDESPar Venture Capital, embora a participação desta instituição seja extremamente limitado

representando apenas 3% do capital desta indústria no país, por outro lado o número de empresas do portfólio destas instituições são de 15%, um número bastante significativo.

O governo também possui grande participação no mercado e transações envolvendo PE, como no caso da FINEP Venture Capital, que serve como uma intermediação entre investidores institucionais e empreendedores.

Recentemente o governo lançou através do BNDES mais uma importante auxílio para o desenvolvimento do setor no país que se chama Criatec, que conta com 80% de participação do BNDES e 20% do Banco do Nordeste e terá o objetivo de investir em empresas emergentes inovadoras no país, o ciclo de investimento ocorre de 2 até 10 anos e os investimentos podem chegar até 1,5 milhões de reais. O fundo investe em empresas que fatura 6 milhões e em pesquisadores institucionais que buscam desenvolver, aperfeiçoar e lançar uma nova tecnologia no mercado.

Nos últimos anos, o Brasil passou a ser destaque no mercado de PE, segundo Furtado (2008), isso ocorreu principalmente por um ambiente de liquidez financeira mundial e pela forte expansão dos indicadores econômicos nacionais, o que tornou mais fácil a possibilidade de captação de fundo por parte das organizações de PE, tanto no Brasil quanto no mundo. Desde 2004 o capital comprometido cresceu a taxa média de 53,4%, nos últimos 12 meses de 2008 o crescimento foi de 68%, passando de 15,91 Bilhões para 26,65 bilhões. (Furtado et al, 2008).

Segundo Rochman, 2007, o setor de PE pode ser considerado como uma fonte de investimentos tais como empréstimos feitos em bancos comerciais, que são bem mais comuns e bem mais conhecidos. O diferencial é que no caso de financiamentos através do modelo de VC/PE é que nesses casos há uma participação da organização que financiou, seja pela criação de estrutura de governança corporativa ou também através de contratos de troca de tecnologia com empresas do mesmo setor localizadas no exterior.

A indústria de PE/VC pode ser considerada ainda como um grande fomentador de inovações no Brasil e no mundo, podendo ser considerada como responsável pelo rápido desenvolvimento de setores como internet, tecnologia e biotecnologia. (Rochman, 2007).

Segundo pesquisa da (PWC, 2007) mostra a grande concentração de investimentos em algumas áreas econômicas. Nesse caso os 8 principais setores de investimento de PE foram responsáveis por 66 das 110 transações, um número bem elevado já que corresponde a 60% dos investimentos de VC/PE. Esses setores foram shop. Centers, construção, alimentos, informática, educação, varejo, bancos e mineração.

No Brasil há duas formas dos fundos de Private Equity se registrarem perante a CVM, uma delas é a FMIEE e a outra são as FIP, que fazem parte de códigos reguladores que devem ser seguidos pelas organizações, (Ribeiro,2005).

Para Ribeiro (2005), tanto os fundos de FIPs quanto as FMIEEs possuem estruturas definidas e suas limitações:

- a) No caso de FMIEE é limitado pelo prazo de 10 anos, podendo ser prorrogado uma única vez por mais 5 anos caso dois terço da comissão aprove, pelo menos 75% dos investimentos devem ser investidos em valores mobiliários (ações, debêntures ou bônus de subscrição). Elas se diferenciam do que ocorre com as Limited partnerships dos EUA pelo fato que no caso das FMIEE, depois de integralizada poderão ser admitidas à negociação nos mercados de balcão e bolsas, caso tiverem aprovação da CVM.
- b) No caso dos FIP, há uma grande flexibilização em relação aos FMIEE, já que há uma maior liberdade para que os investidores e gestores definam as políticas de investimentos, governança corporativa e as durações dos contratos firmados. Quanto suas características, os FIPs são menos burocráticos na regularização junto a CVM, obriga uma maior transparência de informação para os cotistas, o critério para qualificação do investidor é de pelo menos 100 mil reais e é permitido a negociação de cotas do investidor na bolsa de valores. Quanto ao ciclo de investimentos, não há limites no tamanho da empresa investida ou se ela é ou não listada na bolsa de valores

A indústria de Private Equity está inserida em um ciclo de longo prazo que possui vários agentes, entre eles os principais são: A instituição de PE/VC, o fundo ou veículo de investimentos, os gestores, os investidores e as empresas investidas.

Segundo Furtado et. al (2011), a indústria de Private Equite possui um ciclo assim como as empresas. Abaixo está uma figura abaixo mostra o ciclo de vida de uma empresa.



Fonte: FGV-CEPE; 2º censo sobre a indústria de Private Equity

Nesse ciclo de vida da empresa também estão presente os tipos de investimentos e seus ciclos, que se dividem basicamente em três estágios: Seed Capital, Venture Capital e Private Equity, dependendo do estágio em que a empresa se encontra.

Os investimentos de Private Equity podem ser feito em empresas de diferentes níveis de estágio, porém todos possuem uma característica em comum, possuem um ciclo que vai desde investimentos até aos desinvestimentos que na extrema maioria das vezes é de longo prazo, (Furtado *et al*, 2004).

E dentro destes estágios há a divisão do tipo de aporte que pode ser por aporte inicial, desenvolvimento, expansão e maturação (Furtado, 2011). A seguir veremos a como é feito cada tipo de investimento e como eles se encaixam com o ciclo de vida das empresas.

Estágio Inicial:

Seed: É também chamado de capital semente, esse tipo de investimento é um pequeno aporte feito na fase pré-operacional para o desenvolvimento de uma Idéia ou projeto, mas também pode ser feitos para testes ou registros de patente.

Startup: Esse tipo de investimento é feito em empresas que estão em fase inicial, geralmente no primeiro ou segundo ano de funcionamento, quando ainda não começaram a comercializar seus produtos e serviços. Esse aporte possui o objetivo principal de ser utilizado para desenvolvimento do produto e também para o marketing inicial.

Desenvolvimento / Venture Capital

Early Stage: Está é a fase em que as empresas já apresentaram produtos ou serviços que já foram testados no mercado. Nesta fase as empresas, geralmente possuem no máximo quatro anos de operação e faturamento médio que não ultrapassam oito milhões de reais.

Later Stage: As empresas que recebem este tipo de investimento normalmente já atingiram a fase de comercialização dos seus produtos e estão agora na fase expansão, para ampliar a comercialização dos seus produtos ou suas instalações, da melhoria do produto, do aumento nos canais de distribuição, além de outros.

Expansão:

Private Equity – Growth: Esse aporte tem objetivo de expansão ou crescimento de um negocio já consolidado no mercado, e esse investimento serve para a empresa expandir sua planta e/ou sua rede de distribuição e ainda para capital de giro.

Maturidade:

Private Equity – Later Stage: Nesse estágio a empresa apresenta as seguintes características: Já atingiu uma taxa de crescimento alta e estável, fluxo de caixa expressivo, marca consolidada e pode ser caracterizada como plataforma de expansão e aquisição de novas empresas do mesmo setor.

Distressed: Esses investimentos são feitos em empresas já consolidadas no mercado, porém estão em dificuldade financeiras. Dessa forma esse investimento é feito com objetivo de reestruturar uma empresa.

Além destes investimentos ainda existem os considerados investimentos privados em PE (Furtado, 2011). Que são os seguintes tipos:

Greenfield:

São investimentos feitos em uma nova planta que geralmente possui pouca ou nenhuma estrutura física. Investimentos deste tipo geralmente são feitos em empreendimentos relacionados a negócios imobiliários, florestais, energia e infra-estrutura.

- a) Imobiliário: Investimento neste setor possui foco principalmente em shopping Center, loteamentos residenciais, imóveis comerciais e industriais.
- b) Florestal: São utilizados com o objetivo de explorar de forma sustentável, o manejo e a ampliação de florestas para uso comercial ou industrial.
- c) Infra-Estrutura: Está relacionado principalmente em financiar obras de construção civil, como construção de pontes, túneis, rodovias, aeroportos, saneamento e distribuição de água e malhas rodoviárias.

Além desses ainda há mais duas formas de investimentos que também podem ser considerados como investimentos, que são elas a Mezanino e as PIPE.

Mezanino: Esses investimentos são feitos através da compra de debêntures conversíveis em ações ou de outras modalidades e direitos de subscrição de empresas que possuem um potencial alto de geração de caixa.

Fonte: 2º Censo de Private Equity.

Private Investment in Public Equity (PIPE): Aquisição de participação acionária relevante em empresas já listadas em bolsa e que geralmente possuam baixa liquidez. Nesse tipo de investimento há uma maior participação dos investidores nas empresas investidas, para o aprimoramento da governança corporativa, na gestão estratégica e no relacionamento com os demais acionistas.

Para que haja os investimentos nas empresas é essencial que haja as organizações intermediárias que fazem a gestão dos recursos e escolhem empresas para investir. Essas organizações podem ser formadas de diferentes formas e usar recursos próprios ou de terceiros (Ribeiro, 2005).

Para Furtado et al.(2011), essas organizações são divididas e criadas sob as seguintes estruturas:

Limited Parteneship: As organizações que realizam investimentos nessa área assumem a posição de sócio-administrador, que na linguagem do Private Equity são denominadas General Partner (GP) e os demais investidores são chamados de Limited Partner (LP). Nessa modalidade, os investidores não participam no veículo de investimento. Esse é a principal forma no EUA e bastante utiliza também aqui no Brasil.

CVM-FIPs: Esses são considerados e chamados de condomínios de investimentos, essas instruções da CVM foram criadas para suprir a falta de regulamento para as empresa. Dentre elas podemos destacar a CVM 209, que instituiu os fundos mútuos de investimentos em empresas emergentes (FMIEE) em 1994 e a instrução CVM 391 que instituiu os fundos de investimentos em participação em 2003.

Investimentos diretos: Nesse caso não há a segregação entre investidor e empresa investida. O gestor atua de forma como é definida na constituição de uma companhia de PE/VC, porém não administra recursos de terceiros.

Empresa de participação (Holding): É bastante semelhante aos investimentos diretos, porém quem investe são as empresas de participação que pode ter suas cotas com acionistas.

Corporate Venture: Nesse caso há investimento de uma empresa subsidiária de PE/VC responsável pelos investimentos.

Outros: Há também algumas estruturas enquadradas anteriormente que podem também realizar investimentos de PE/VC como os *club delas* ou estruturas híbridas, mas que não administram recursos de terceiros.

Segundo Rodrigues *et al* (2007), a origem dos investimentos pode ocorrer de forma passiva ou ativa, da seguinte maneira: Na maneira passiva, os empresários/empreendedores procuram os administradores do fundo para propor uma oportunidade de investimento. Já na ativa, os controladores dos fundos de investimentos, entram em contato diretamente com a empresa para propor uma participação.

No Brasil prevalece à indústria passiva, devido às atividades de private equity ainda ser desconhecidas por muitos empreendedores. Por isso, as organizações de PE/VC procuram apresentar as empresas que normalmente não procurariam esse tipo de financiamento pelo desconhecimento ou até mesmo pela resistência à captação de recursos com a venda de participações e em alguns casos até mesmo pelas tradições familiares dentro das empresas, (Rodrigues, 2007).

Para o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança corporativa) (2006), a governança corporativa é um sistema pelo qual as organizações são dirigidas e monitoradas, dentro da qual, possui diferentes relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente, conselho fiscal, entre outros.

Segundo Gioielli (2008), outro fator que diferencia os investimentos de Venture Capital e Private Equity de outros são as participações dos órgãos de administração na gestão da empresa, isso porque as organizações de Private Equity na maioria das vezes participam ativamente da gestão das empresas investidas, entrando nesta fase as características e os problemas da governança corporativa entre empresas de PE/VC e as empresas investidas.

Por isso, muitas empresas mudam a forma de gerir e se tornam mais profissionais, com empresas de auditoria atuando na organização, situação essencial para que as organizações de PE/VC invistam na empresa, outra é a troca do cargo de CFO da empresa por uma pessoa indicada pela organização de PE/VC, como explicita Gioielli (2008).

Segundo Salhman (1990), existem quatro tipos de governança corporativa que são normalmente os mais utilizados pela indústria de Private Equity, que são os exemplos a seguir:

- a) **Investimentos por etapa:** Esse é um dos mais importantes e usuais métodos de controle sobre as empresas investidas. Esse investimento ocorre da seguinte forma: Dificilmente uma empresa investe todo o capital necessário na organização do seu portfólio para realizar seu plano de negócio, isso ocorre para diminuir o risco. Por isso as empresas de PE/VC investem em diferentes estágios de desenvolvimento da companhia. Nessa etapa também as organizações de PE/VC se preserva no direito de abandonar um projeto, caso ele não pareça lucrativo ou que não esteja dando resultado. Com isso, os outros aportes de capital só serão realizados caso as empresas cumpram as metas instituídas pelas organizações de PE/VC já determinadas anteriormente, o que serve de incentivo para os empreendedores.
- b) **Remuneração por resultados:** Nesse tipo de gestão de investimento, os profissionais e empreendedores recebem um salário menor em comparação ao mercado de trabalho, porém eles possuem direito a ações da empresa como também

subseqüentes opções de compra de ações. Mas estes ativos só trarão rendimentos se o negócio prosperar, o que resulta em uma convergência de interesses entre as organizações de VC e as empresas investidas.

- c) Participação ativa e monitoramento constante:** Segundo o Autor, muitas vezes os gestores de VC fazem parte do conselho de administração das empresas de seu portfólio e com isso participam de todo o processo organizacional da companhia, tal como no recrutamento de funcionários, lidam com os fornecedores e clientes, contribuem na elaboração das estratégias e são fundamentais para a obtenção de capital adicional. Outra vantagem para os empreendedores é que esses profissionais escolhidos para participar ativamente da gestão, é o fato destes serem altamente capacitados e com larga experiência no mercado em que a empresa está inserida, aumentando a probabilidade do sucesso do negócio e os retornos e diminuindo os riscos.
- d) Mecanismos relacionados à liquidez:** Neste caso os investimentos são instrumentos que dão maior liquidez futura para o gestor, tais como opção de venda, direito de liquidação, regras para pagamento de dividendos, entre outros menos usuais.

Uma das situações inconvenientes que podem ocorrer entre instituições de PE/VC e empresas investidas são os conflitos entre os dois, principalmente pelo confronto de interesse entre as partes ou de governança corporativa, (Gioielli, 2008).

Para mitigar esses problemas, Kaplan e Stromberg (2001), propõe alguns cuidados essenciais na hora de se escolher uma empresa para se investir, que são basicamente três: A elaboração de contratos sofisticados, a seleção pré-investimento e o monitoramento e aconselhamento pós-investimentos.

Em relação aos contratos Coelho (2007), estudou características dos contratos firmados entre empreendedores e gestores de fundos de Private Equity, porém

não é nada fácil obter informações sobre esses contratos, já que são confidenciais.

Esses contratos se diferenciam bastante de um fundo para o outro. Gompers e Lerner (2005) dividem os tipos de contratos em fases diferentes, como as seguir:

- a) Captação de recursos, que nesse caso é a fase em que ocorre o contrato entre os investidores e os gestores.
- b) A Fase de investimentos, que são contratos firmados entre os gestores de Private Equity e empreendedores.
- c) E por último a fase dos desinvestimentos, em que ocorrem principalmente as ofertas das ações da companhia por IPO.

Para Coelho (2007), muitas organizações utilizam várias restrições em seus contratos, além das exigências propostas. As restrições que pode haver são:

- a) Restrições quanto à zona geográfica dos investimentos;
- b) Restrições quanto ao setor de atividade econômica;
- c) Restrições quanto ao estágio dos investimentos, isso é bastante definido nas organizações, ainda quando o fundo está sendo levantado as organizações já definem se eles são FIP ou FMIEE.
- d) Restrições quanto ao valor máximo investido em uma única empresa.
- e) Restrições quanto ao investimento com recursos pessoais em empresas do portfólio.
- f) Restrições para investir recursos deste fundo em empresas de outros fundos da mesma organização gestora de PE/VC.
- g) E por ultimo, existe a possibilidade de restrição ao lançamento de outro fundo pelos gestores antes que determinada parcela mínima do capital comprometido neste fundo tenha sido investida.

Uma forma que pode ser delimitada no contrato entre investidores e os fundos de Private Equity é se a organização utiliza a chamada *blind pool*, que é um termo utilizado para definir que os investidores desse fundo não participam com poder decisório nos investimentos em empreendimentos. Nesse modelo o

investidor passa totalmente o direito de controle dos recursos para os gestores. As outras formas são controle total do investidor, diferentes tipos de comitês de investimentos e pledge funds, todas essas com menor poder decisório do gestor.

Segundo Gioielli (2008), há vários estudos nessa área da governança corporativa da empresa que recebeu o aporte de capital, sobre formas de conciliar as divergências entre as organizações que fizeram os investimentos e as empresas investidas.

Admati e Pfleiderer apud Gioielli (2008, pag. 18), desenvolveram um modelo de contrato financeiro com múltiplas decisões de investimentos, para que não houvesse conflitos de interesse e assimetria informacional, no qual definia que as questões relacionadas com a governança corporativa deveriam ser resolvidas pelos investidores internos.

Já Gompers e Lerner (2002), analisaram as restrições contratuais de 140 fundos de VC e constataram que há dois fatores importantíssimos nestas restrições: A necessidade de monitoramento e as condições de oferta e demanda dos serviços de *Venture capitalists*.

Quando uma empresa recebe um aporte de capital é normal que as organizações monitorem seus desempenhos para observar se as metas estão sendo cumpridas, (Rodrigues, 2007).

Segundo Ribeiro (2005), A prática de monitoramento por parte das empresas de PE/VC possui o objetivo de observar o desempenho da empresa investida, após receber o aporte de capital.

Segundo Rodrigues (2007), as instituições de PE/VC levam vantagem em relação às organizações bancárias pelo fato de conseguir controlar o desempenho através do monitoramento do dinheiro investido, já que as organizações bancárias não podem adquirir ações para obter participações nas empresas.

Por isso as instituições de Private Equity possuem maiores benefícios em praticar o monitoramento intensivo, pois diferentemente dos bancos que possuem renda fixa, a remuneração está ligada ao retorno do fundo (Gompers, 2004).

Além do monitoramento externo as empresas de PE/VC também possuem o monitoramento interno, pois necessitam prestar contas aos seus investidores de ganhos ou perdas, (Ribeiro, 2005).

Para Ribeiro (2005), a remuneração das empresas de Private Equity é baseada nas taxas cobradas em relação aos ganhos de capital. As principais são: As taxas de administração que é fixa e a taxa de performance que é baseada normalmente em um Benchmark.

Outro setor importante dentro do mercado de Private Equity é o capital humano que ele emprega, já que estes são responsáveis pela análise de qual a melhor empresa para se investir, monitorar seus resultados, administrar a governança corporativa até a fase dos desinvestimentos, (Ribeiro, 2005).

Para Bottazzi et al. (2004), o perfil do empreendedor determina qual o tipo de empresa que irá receber o investimento e qual o grau de envolvimento na atividade de monitoramento da empresa investida.

Ribeiro (2005) verificou que os funcionários das organizações de PE/VC possuem um perfil demográfico bastante novo e masculino, já que em seus resultados verificou que em 2005, 97% dos funcionários eram homens e que 54% dos gestores possuem idade igual ou inferior a 40 anos.

Porém mesmo com o perfil dos profissionais sendo jovens, Ribeiro (2005) mostrou que esses profissionais possuem um elevado nível de educação, já que 4% dos gestores são doutores e os que possuem títulos de mestres ou MBA chegam a 58%.

Quanto à idade dos profissionais é totalmente diferente em mercados como Europa, onde Salhman (1990) verificou que pouquíssimos gestores possuem menos de 30 anos e aproximadamente 5% possui mais de 60 anos.

Já no quesito educação essa questão já se iguala, onde Bottazzi et al. (2004), destaca que cerca de um terço dos funcionários possuem algum tipo de pós graduação, a situação só é diferente nos casos de PHD, onde no velho continente o número é de 16%.

Quanto aos desinvestimentos o processo brasileiro ainda é muito recente, já que até 2004 poucas saídas eram realizadas através de IPO, isso principalmente pelo fato de poucas empresas Brasileiras, principalmente as

pequenas, terem pouco acesso ao mercado da bolsa de valores, (Canallini, 2007).

Para Ribeiro (2005), há várias modalidades de desinvestimentos, entre elas estão o IPO, Trade-sale, Secondary-Sale, Buyback, Write-off/down. Nos EUA, as empresas costumam utilizar com maior frequência os IPOs, já às organizações Europeias utilizam as vendas estratégicas chamadas de trade-sale, na qual correspondem por 30% das vendas realizadas e apenas 5% são feitos no mercado acionário. Já no Brasil, a maioria dos desinvestimentos foi feito através de vendas estratégicas, o que aproxima o país ao modelo Europeu, embora ao longo dos anos o Brasil tenha aumentado conseqüentemente as vendas no mercado acionário.

Segundo Campos (2008), o IPO é uma sigla inglesa que significa oferta inicial de uma porcentagem do capital social de uma empresa que é oferecido aos interessados por meio do mercado acionário.

Há várias teorias que explicam o motivo pelo qual uma empresa procura o mercado acionário para se capitalizar. Para Brau e Fawcett (2006), existem quatro principais motivos para uma empresa ir a público, que são eles:

- a) Um deles é minimizar o custo de capital que ocorre quando há um oferecimento público, quando isso ocorre, há um levantamento externo de recurso para minimizar o seu custo de capital. Baseado-se na assimetria de informações é possível valorização do preço da ação.
- b) Desinvestimentos: Nesse caso o IPO permite o proprietário sacar dinheiro, ou seja, nesse caso os investidores internos vendem as ações oportunamente buscando ganhos financeiros.
- c) Outra modalidade é o IPO como moeda de troca: Nesse caso o IPO cria ações públicas que podem ser utilizadas, como um meio de capitalização para a aquisição de outras empresas.
- d) Estratégia de movimento: Nesse modelo, é feito afim de rebalancear a estrutura de capital da organização.

Campos (2005) argumenta que as empresas possuem como fonte primária de financiamento o fluxo de caixa operacional e os empréstimos tomados junto ao

mercado financeiro, depois disso há os financiamentos externos que são feitos através da emissão de debêntures ou através das organizações de Venture Capital. Quando se encontram em um estágio de desenvolvimento avançado o IPO pode ser uma boa forma de geração de fluxo financeiro para as empresas. Segundo Fingerl (2009), os países emergentes em relação aos outros se encontram com as seguintes características: Os países emergentes que apresentam um grande mercado interno devem ser menos afetados pela crise internacional do que os países desenvolvidos. Com isso esses países poderão contribuir com uma menor desaceleração da economia mundial e a tendência de aumento na participação das economias em desenvolvimento tende a se manter nos próximos anos.

E nesse contexto de PE que o Brasil se tornou destaque em relação aos países emergentes nos itens como investment grade, elevado nível de reservas, bancos sólidos, investimentos em energia e Infra-Estrutura com níveis menores de sofrer perdas com as possíveis crises internacionais.

Um importante investidor em PE/VC são as companhias de fundos de pensões que no Brasil, ocupa a primeira posição como o maior investidor em Private Equity (Ribeiro, 2005).

Segundo Lopes e Furtado (2006), As entidades de Previdência Privada (EFPP) e as companhias seguradoras são investidores extremamente importantes para o mercado de Private Equity e também para o mercado financeiro. Isso porque essas instituições possuem obrigações de longo prazo de exigibilidade, por isso podem investir em ativos com maturidade mais longa. Diferentemente dos bancos comerciais e bancos de investimentos que não possuem tanta flexibilidade. Tudo isso, acrescido aos volumes de recursos disponíveis, isso faz com que essas entidades sejam as mais importantes investidoras no segmento de PE/VC.

Marco Regulatório

A maioria dos fundos denominados como sendo de Venture Capital e Private Equity estão classificados na CVM segundo as instruções CVM 209 (Fundo Mútuo de investimentos em empresas emergentes) e a CVM 391 (Fundo de investimentos em participações). Além da CVM 406 que é uma adaptação da CVM 391 que podem receber investimentos de empresas de fomento.

Essas instruções vêm sofrendo algumas alterações visando facilitar e atrair mais investimentos nesse setor. A seguir vamos ver as características, as modificações e as vantagens e desvantagens de cada código.

A CVM 209 enquadra as empresas que estão sob a forma de condomínios fechados. Em sua criação em 2005, passou-se a denominar empresas emergentes aquelas com o faturamento de até 30.000.000 no seu faturamento líquido anual, passando para 100.000.000 atualmente com mudanças no código da CVM. Ainda neste tipo de fundo, o prazo máximo de duração é de dez anos, contados a partir da data de aprovação podendo ser entendido para o prazo máximo de cinco anos, caso a 2/3 dos acionistas aprovarem votadas em assembléia Geral convocadas para esta finalidade. Além disso, a CVM ainda define várias normas as quais os fundos devem se enquadrar para que estes sejam enquadrados, que vão dos deveres do administrador, emissão, colocação, negociação e resgate de quotas; tanto para as enquadradas na CVM 209 quanto para a CVM 391.

Fundos enquadrados na CVM 391 são chamados de FIP, nos quais devem ser constituídos na forma de condomínios fechados com os recursos destinados a aquisições de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis em ações de emissão de companhias abertas ou fechadas, influenciando e participando diretamente de sua gestão e sua política estratégica. Além disso, a CVM ainda define todos os componentes ditos anteriormente para que os fundos possam ser aprovados.

Existe ainda a CVM 406, que possui as características da CVM 391 de julho de 2003, mas que recebem o apoio financeiro de organismos de fomento,

podendo ainda contrair empréstimos de bancos de desenvolvimento ou das agências de fomento limitados a 30% do total de ativos do fundo.

Há algumas diferenças entre a criação de um fundo FIP e de um fundo FIEE, umas delas é o fato que as FIP oferecem maior liberdade na escolha das empresas alvos dos investimentos e menor custo de estruturação, segundo (Salles Freire, 2010).

Outro ponto de destaque da FIP é o fato da possibilidade efetiva de participação nos processos decisórios das empresas investidas, isso se expande até uma grande influencia na definição da política estratégica e governança corporativa. É bastante utilizado também em empresas que receberam investimentos em fases de reestruturação, além disso, o fato das FIP também possuírem direito de se investir em empresas emergentes facilita ainda mais esse setor em relação às FMIEE.

Com a análise nas duas instruções criadas pela CVM, percebe-se que a FMIEE foi criada antes como uma forma de regular esse setor no país embora timidamente, enquanto que a FIP foram criadas para complementar e consolidar esse setor no país, sendo mais abrangente em diversos aspectos.

Para facilitar e incentivar a criação de fundos de investimentos em FIP, o governo vem fazendo várias adaptações neste código regulatório, uma delas é a lei 12.249/10, que influencia significativamente a maneira nas quais empresas estrangeiras irão fazer escolhas para investir no Brasil. Segundo (Salles, 2010), a legislação brasileira não exercia muita influência na maneira pela qual investidores estrangeiros escolhiam para investir em empresas Brasileiras, até a criação dessa nova lei.

Na verdade isso muda principalmente o conceito de pessoa vinculada adotada pela legislação tributária Brasileira que é um conceito bastante amplo e até um pouco complicado, que segundo Salles Freitas por ser exemplificada da seguinte forma:

“O Conceito de pessoa vinculada engloba não apenas as pessoas que possuem participação direta nas empresas, mas também aquelas que são parte do mesmo grupo e estão sob a mesma administração societária ou estrutura administrativa ou que mantêm relações contratuais de distribuição e associação em consórcio”

A receita federal divulgou há poucos dias as listas de empresa consideradas “lista negras”, aquelas estabelecidas e as de regimes fiscais privilegiados “lista cinza”. Caso uma pessoa física ou jurídica que reside no Brasil realizem operações com quaisquer pessoas físicas ou jurídicas domiciliadas nestes países sofrem tributação no valor de 25% enquanto que em países fora desta lista a tributação é de 15%.

Devido ao aumento da movimentação deste setor no Brasil, iniciativas públicas e privadas vêm buscando métodos de melhorar os códigos reguladores que se aplicam a essas companhias. A mais recente foi à atualização código realizados através de uma parceria entre a ABVCAP e a ABIMA. Nesse regulamento visa principalmente: Propiciar a transparência, promover padronização de práticas e processos, promover credibilidade e adequado funcionamento, viabilizar compatibilização e integração entre as praticas gradativas do mercado Brasileiro de FIPs/FIEEs, com o mercado internacional de PE/VC na medida do possível.

A adesão do código será obrigatório para as instituições que são membros permanentes na ABVCAP. As atividades que estão sujeitas a este código são as de administração de FIP/FIEE, gestão de carteira de FIP/FIEE e distribuição de cotas de FIP/FIEE. Para aderir ao código, às instituições deverão passar por um processo de análise, devendo apresentar os seguintes documentos como requisitos mínimos.

- a) Uma carta de solicitação assinada pelo diretor estatutário ou representante legal, contendo denominação social; CNPJ/MF; breve histórico e indicação das atividades e áreas.
- b) Cópia da versão atualizada do contrato social ou do estatuto social da instituição e das suas demonstrações financeiras do ultimo exercício;
- c) Organograma da instituição (Informando o numero de funcionários próprios e terceirizados) e biografia dos sócios e diretores responsáveis pelas respectivas áreas/atividades compreendidas no escopo deste código e informadas na carta de solicitação.

(Informando as instituições em que atuaram cargo, ocupado e atividade principal);

- d) Para instituições que não sejam membros efetivos da ABVCAP ou filiados a ANBIMA, três (3) cartas de apresentação de Associados da ABVCAP ou da ANBIMA, as quais devem ser assinadas por membro da diretoria ou pelo respectivo representante de tais associados junto à ABVCAP ou à ANBIMA, observando que:
1. As cartas de apresentação não podem ser concedidas por instituições integrantes do conselho de ética da ANBIMA, ou instituições que pertençam ao mesmo grupo econômico da instituição; e
 2. A instituição que pertença ao mesmo grupo econômico de instituição filiada à ABVCAP ou à ANBIMA poderá optar por substituir as cartas regularmente exigidas por apenas uma (1) carta de apresentação concedida pela instituição filiada.
- e) Termo assinado pelos diretores responsáveis atestando o conhecimento das normas e procedimentos previstos na documentação das Associações e naquela relativa à Regulação e Melhores Práticas de FIP/FIEE, e a concordância da instituição com os mesmos;
- f) Designação do diretor ou administrador responsável pelos controles internos (compliance) da instituição e responsabilidades no exercício dessa função;
- g) Declaração atestando possuir código de ética; política de investimentos pessoais; e política de “conheça o seu cliente” (KYC) e de prevenção à lavagem de dinheiro;
- h) Informação sobre qualquer processo administrativo disciplinar e/ou judicial existente – contra a instituição, qualquer dos sócios ou acionistas participantes do grupo controlador e até o nível de pessoa física e/ou administradores da instituição – junto aos órgãos reguladores e/ou a quaisquer instancias do poder judiciário, bem como as matérias envolvidas em tais processos,

desde que sejam relacionadas às áreas/atividades compreendidas neste código e que a instituição tenha conhecimento e considere relevante informar;

- i) No caso de instituições que exerçam a atividade de administração/gestão de recursos de terceiros, o Questionário Padrão ANBIMA de Due Diligence;
- j) No caso de instituições que exerçam a atividade de administração/gestão de recursos de terceiros, cópia dos Atos Declaratórios CVM que autorizam a instituição e respectivo gestor a exercer a atividade de administração de carteiras;
- k) Ficha cadastral
- l) Apresentação de plano de continuidade de negócios; e
- m) Apresentação de política de segurança da informação.

Depois de todos esses documentos analisados, a instituição será aprovada caso tiver voto a favor da maioria simples dos membros do conselho de regulação e melhor prática de FIP/FIEE, isso com prazo de duração de 45 dias úteis, podendo ser prorrogado por igual período.

Depois de aprovada ao código da ABVCAP junto com a ANBIMA, a empresa ainda deverá cumprir algumas exigências como o fato que deverão se registrar no órgão regulador dentro de 15 dias a contar do início do funcionamento.

O código ainda conta com o compromisso de investimentos, regulamento do FIP/FIEE, prospecto do FIP/FIEE, envio de informações à base de dados da ABVCAP/AMBIMA, publicidade e divulgação de material técnico do FIP/FIEE; caso a empresa passe por todas essas exigências será obrigatória a divulgação do selo ABVCAP/AMBIMA, que deverá ser empresa no regulamento, prospecto e no boletim de subscrição de cotas, além do compromisso de investimento e demais publicações que forem exigidas pela CVM.

Administração: A administração do FIP/FIEE compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e manutenção do fundo.

Gestão: A gestão do FIP/FIEE compreende a gestão dos títulos e valores mobiliários integrantes de sua carteira, desempenhada por pessoa física ou jurídica credenciada como administradora de carteira de valores mobiliários pela CVM, tendo o gestor poderes para negociar, em nome do FIP/FIEE, os referidos títulos e valores mobiliários.

Distribuição: Caracteriza-se como distribuição de FIP/FIE, para os efeitos desse código, a oferta de cotas de FIP/FIEE a investidor ou potencial investidor, de forma individual ou coletiva, resultando ou não em captação de recursos para o FIP/FIEE.

No novo código regulamentador criado pela ABIMA em conjunto com a ABVCAP, classifica os fundos em três tipos 1, 2 e 3 em relação a existência ou não de um comitê de investimento e conselho de supervisão segundo (Freire, 2011).

O comitê de investimento é responsável por analisar as propostas enviadas pelo administrador ou gestor do fundo, além de acompanhar suas atividades, além disso, organiza a composição da carteira, principalmente na aquisição e venda de cotas. Já o conselho de supervisão, é responsável principalmente por resolver situações de conflitos de interesses, principalmente quando um membro possui um interesse direto que pode prejudicar a todos os outros.

Esses fundos possuem a seguintes características:

- a) Tipo 1 : Esse possui obrigatoriamente um comitê de investimentos indicado pelos cotistas e a opção de possuir ou não um conselho de supervisão.
- b) Tipo 2: Esse deverá possuir um comitê de investimentos ocupados pelos membros integrantes da gestão ou da administração do fundo e um conselho de supervisão.
- c) Tipo 3: Nesse não é obrigatório haver um comitê de investimentos e nem um conselho de supervisão.

O fato de haver um comitê é muito discutido no país, porém a maioria dos fundos tem, principalmente pelo fato dos investidores exigirem.

3 MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA

Para compor esse trabalho, foi feita uma pesquisa de dados em outros trabalhos realizados por órgãos confiáveis e respeitados pelos profissionais da área de Private Equity e Venture Capital.

Foram adotados como referências os principais autores de obras e pesquisas feitas sobre o assunto de PE/VC, tanto os nacionais como os internacionais, além de trabalhos realizados por órgãos especializados nesse setor.

3.1 Tipo e descrição geral da pesquisa

O tipo de pesquisa realizada neste trabalho foi descritiva, já que o trabalho descreve a evolução do setor de PE/VC baseando-se em trabalhos realizados ao longo desses anos para obtenção dos dados necessários para a realização do trabalho.

A abordagem é mista, já que aborda tanto fatores quantitativos, como o aumento do número de organizações, de funcionários, de empresas do portfólio, entre outros. E fatores qualitativos, como a melhoria da tributação ao longo dos anos, melhoria na educação, entre outros.

Os dados obtidos são secundários, já que para fazer a análise da evolução da indústria foi necessário retirar dados de censos realizados por organizações de confiança.

3.2 Caracterização do Setor

Segundo Furtado *et al* (2011), o setor de PE/VC no Brasil passa por um momento muito bom com um crescimento acelerado, melhorias nos processos e aumento no surgimento de oportunidades.

Para Santos (2006), as atividades de Private Equity ocorre desde da Roma Antiga, porém só começou a ser regulamentada no século XX, durante a guerra mundial em que o governo Norte-Americano dava recursos para desenvolvedores de armamentos, passando depois para o mercado inteiro.

No Brasil, essa atividade teve um início bastante tardio em relação a países desenvolvidos como EUA e países da Europa Ocidental. A atividade de PE só começou no Brasil na década de 80 com alguns incentivos governamentais do BNDES e FINEP, porém esses incentivos eram muito fracos e não havia um mercado bem especializado nesse setor (Ramos, 2011).

Para a ABVCAP (2011), o ano de 2011 foi especial para o Brasil, foi o ano em que o país mais recebeu investimentos do tipo de PE/VC, passando a China no número de investimento. O número de organizações também aumentou consideravelmente durante esses anos e a experiência Brasileira nesse setor também.

3.3 População e Amostra

A população abordada foi às organizações que realizam investimentos de Private Equity como um todo, incluindo os funcionários e as empresas que compõe o portfólio de investimento.

3.4 Caracterização dos instrumentos de pesquisa

Para obter o resultado da pesquisa, foi feito um destrinchamento dos resultados obtidos em censos realizados pelo departamento de Private Equity da Fundação Getúlio Vargas. A comparação foi feita principalmente entre os anos de 2004 até 2011 e as variáveis utilizadas foram os principais fatores relacionados com o mercado de PE/VC, tais como fatores macros e micros do mercado.

Dentre os fatores macros, foi feita uma comparação das mudanças de variáveis como impostos, educação, burocracia e o governo.

Quanto aos fatores micros, foi feita uma comparação dos resultados dos dois censos sobre a modificação de algumas características do PE/VC, como o tamanho da indústria, os tipos de empresas investidas no Brasil, os tipos de empresas que fazem parte do portfólio, os tipos de investimentos realizados e as empresas que investem no Brasil como um todo.

Tudo isso fazendo uma análise das mudanças ocorridas nesses fatores no país, tendo como base principalmente, os anos de 2004 a 2011.

3.5 Procedimentos de coleta e de análise de dados

Para obter os dados necessários para a realização do trabalho, foi feito a análise de vários censos contendo informações quantitativas e qualitativas sobre vários fatores presentes no mercado de Private Equity.

Para a coleta dos dados, foi feito uma busca em vários trabalhos de autores respeitados nesse setor, com a extração de gráficos resultantes de pesquisas, tabelas, entre outros.

A Análise de dados foi feita através de uma comparação dos resultados ao longo dos anos, para verificar as mudanças ocorridas em atividades relacionadas com o PE/VC que vão desde do momento da captação de recursos até o processo de desinvestimento das empresas do portfólio.

4. RESULTADOS E DISCURSSÃO

Baseando-se nos dois censos realizados pelo Centro de Pesquisa de Private Equity da Fundação Getúlio Vargas é possível verificar o crescimento do setor de PE/VC desde 2004 até 2011.

A análise seguinte baseia-se no crescimento do setor de PE/VC que vai desde da captação de recursos até os desinvestimentos.

As características escolhidas para fazer a análise do crescimento foram fatores que influenciam o setor como os impostos, a educação entre outros e características pertencentes ao mundo do PE/VC.

Os processos que foram comparados estão relacionados ao mundo do Private Equity como o número de funcionários que essas organizações empregam diretamente ou indiretamente, o número de organizações com o seu aumento e o setor em que as empresas que mais receberam investimentos estão localizadas.

Além disso, foi feito uma análise sobre as mudanças ocorridas na estratégia de desinvestimento por parte das empresas de Private Equity e também sobre os tipos de empresas que investem no Brasil.

Análise do Cenário Brasileiro em relação ao mundo.

Os países que possuem um setor bastante desenvolvido de PE/VC são os Estados Unidos e países da Europa como Inglaterra, França, Suíça entre outros.

Segundo Furtado *et al* (2011), até o ano de 2000 os Estados Unidos ocupavam posição de destaque no mercado de PE/VC, principalmente na quantidade de negócios realizados, montante investidos, organizações gestoras e retornos de investimentos. Já a Europa começou no final dos anos 90, um forte investimento no setor, buscando adotar uma cultura mais propícia ao fortalecimento da indústria de PE/VC.

Esse crescimento foi baseado principalmente em dois fatores, maior aceitação desta atividade por parte dos investidores e o aumento do número de organizações gestoras e conseqüentemente o número de investimentos, retornos, além de outros.

Em sua história os EUA possuem um mercado bastante inovador, principalmente por possuir uma economia ampla e unificada que possibilitava a realização de investimentos de alto impacto.

Já o Brasil em relação a esses outros apresenta um mercado ativo muito mais recente, com algumas características similares tanto aos EUA quanto a Europa e por outro lado também algumas particularidades. Segundo Furtado *et al* (2011), o Brasil se beneficia de uma cultura altamente empreendedora e assim como na Europa, de uma ampla quantidade de programas governamentais.

Porém mesmo com os problemas, segundo a ABVCAP (2010), o Brasil deve continuar a apresentar uma média maior de crescimento na área de PE/VC quando comparado com outros países. Devido aos altos índices de liquidez dos em fundos de pensão, a obtenção do grau de investimentos e um mercado de capital bem estruturado e forte.

Quanto as peculiaridades de diferentes países, Furtado *et al* (2011), compara o funcionamento do mercado de Private Equity em três países. Brasil, EUA e Inglaterra e os resultados foram os seguintes:

- a) Brasil: No Brasil a estrutura responsável por regular esta atividade é a comissão de Valores Mobiliários (CVM), que em vista da falta de veículos amplamente ligados ao setor de PE/VC instituiu em 2003 um regulamento que se aproximava das Limited Paterneship. Dessa forma ficou a CVM 209 de 1994 instituindo as FMIEE e a instrução da CVM 391 de 2003(instituindo os fundos mútuos em investimentos-FIPs).
- b) EUA: O mercado Americano é baseado no direito comum (Common Law) e tanto os tribunais locais como os federais possuem ampla credibilidade. As leis federais criaram um quadro geral para regular as atividades financeiras relevantes baseadas em disciplina para comércio de ações, regras de governança corporativa, disciplina para seguros, fundos de pensão e regras gerais para bancos. Nos EUA é impossível encontra uma forma específica de investimentos nessa indústria que podem ser: Fundos de Venture Capital, SBICs, Corporate Venture, fundos de buy outs, bancos e investidores anjos.
- c) Inglaterra: O mercado financeiro no Reino Unido, assim como o americano é regido pela Common Law e as leis tanto federais como locais são consideradas com alta credibilidade. Existe uma grande variedade de investimentos e é impossível encontrar todas as formas de investimentos em Equity. Normalmente eles investem em diferentes formas como as seguintes: Fundos de Venture Capital , SBICs, , Bancos comerciais, investidores anjos, investidores públicos direcionados, VCTs, investimentos próprios entre vários outros.

Análise das mudanças dos fatores macros que influenciam o mercado de Private Equity.

Como foi falado anteriormente, o sucesso do mercado de PE/VC depende de vários fatores externos como burocracia, corrupção, educação, impostos entre outros menos debatidos.

De 2004 até os dias de hoje, não houve uma melhora significativa no ambiente Brasileiro nestes quesitos segundo os Censos realizados pela FGV-Cepe. Mesmo assim, a indústria de Private Equity cresceu no Brasil devido principalmente aos fatores econômicos e a crise em outros países.

A Tabela 1 demonstra a preocupação dos gestores com cada característica que engloba o mercado de PE indiretamente. Esse gráfico foi baseado por 84 organizações gestoras.

Tabela 1- Influência dos fatores Macros no mercado de PE/VC

Obstáculos	Concordo	Indiferente	Discordo	Total Geral
Total Macro	62	18	20	100
Alta Carga Tributária	90	6	5	100
Alta taxa de juros de financiamentos	85	9	6	100
Restrições impostas pelas leis trabalhistas	70	20	10	100
Informalidade	69	15	15	100
Desenvolvimento do mercado de capitais e viabilidade das saídas	58	18	24	100
Disponibilidade de dívida para aquisição de negócios (alavancagem)	58	21	20	100
Infraestrutura inadequada	56	16	27	100
Taxa de câmbio inadequada	41	41	19	100
Ambiente Macroeconômico	29	13	58	100

Fonte : Centro de Estudo da Fundação Getúlio Vargas – FGV CEPE

Análise das mudanças nos Impostos sobre o setor financeiro Brasileiro.

Os impostos no Brasil é uma questão importantíssima no quesito de impedir o desenvolvimento do setor de Private Equity no país. Segundo a (The Economist, 2009) os impostos da nação Brasileira correspondem, aproximadamente, a 33,58 % do PIB. Além disso, o imposto praticado no mercado financeiro é muito alto afetando o mercado de PE/VC, além do imposto sobre operações financeiras (IOF) e o imposto de renda sobre ganhos de capital auferidos por não residentes.

Em relação há 2004 o Brasil vem buscando alternativas mais eficientes, e atualmente a CVM junto com a ABVCAP realizou algumas melhorias nos processos na lei CVM 409 já mostradas anteriormente que facilitam os investimentos.

Análise dos Fatores políticos e Sociais no mercado de PE/VC

Quanto aos fatores políticos, tanto em 2004 como em 2011, os gestores continuam afirmando que a maior preocupação está na parte da corrupção que é amplamente encontrada no Brasil.

Segundo Furtado *et al* (2011) a corrupção é um fator que atinge a estabilidade política e o desenvolvimento socioeconômico, sendo responsável por perdas estimadas entre 1,4% a 2,3% do PIB nacional (FIESP 2009). Setores como infra-estrutura, educação e saúde poderiam ser responsáveis por aporte de capital público ou privado e assim apresentar uma evolução considerável.

A Tabela a 1.1 demonstra os fatores provenientes de fatores macros sociais como burocracia e o nível que estes fatores atingem o mercado de PE segundo os gestores

Tabela 1.1 Obstáculos provenientes de fatores sociais:

Obstáculos	Concordo	Indiferente	Discordo	Total Geral
Total Social	27	34	39	100
Ambiente Social	30	25	45	100
Criminalidade	23	44	33	100

Fonte: FGV-Cepe

Tabela 1.2 Obstáculos provenientes fatores políticos:

Obstáculos	Concordo	Indiferente	Discordo	Total Geral
Total Político	52	23	24	100
Corrupção	66	19	15	100
Instabilidade das políticas públicas	53	28	19	100
Ambiente Político	38	23	39	100

Fonte: FGV-Cepe

Essas tabelas demonstram à grande influencia do governo no desenvolvimento do Private Equity no Brasil, tanto no quesito econômico quanto social. O governo até vem criando vários mecanismos de apoio como a FINEP e o BNDESpar entre outros programas, porém ainda necessita resolver vários problemas macros para que o mercado de PE/ VC chegue ao seu nível de maturação.

Outro problema que se repete desde do censo realizado em 2004 e assim por diante é segundo Furtado *et al* (2011), o arcabouço jurídico e institucional onde as barreiras criadas pela burocracia; qualidade do sistema legal e qualidade de governança corporativa das empresas investidas mostram-se as mais relevantes com 76%, 73% e 57%.

Isso mostra quando comparado a 2004 que esses fatores não obtiveram melhoras, pelo menos na questão da burocracia e na qualidade do sistema legal, quanto à governança corporativa as empresas estão mais maduras e mais consistentes quanto ao mercado brasileiro, além dos órgãos reguladores estarem mais eficientes quanto ao controle dos acionistas.

Tabela 1.3- Influência de Fatores políticos e Sociais no PE/VC

Obstáculos	Concordo	Indiferente	Discordo	Total Geral
Arcabouço jurídico-institucional	58	22	20	100
Burocracia	76	17	7	100
Qualidade do Sistema Legal	73	18	10	100
Qualidade da Governança corporativa	57	24	19	100
Limitação do "enforcement" dos contratos	57	31	12	100
Percepção do valor do negócio pelo empreendedor/empresário	54	25	21	100
Dificuldade do recrutamento de profissionais para o gestor	52	30	18	100
Qualidade das estatísticas da indústria	49	20	31	100
Dispocisão do empreendedor /empresário a ter sócios	44	22	34	100
Qualidade dos negócios recebidos pelas organizações Gestoras	43	33	24	100
Custo de registro e manutenção dos veículos de investimentos	37	34	29	100
Qualidade do empreendedor	37	34	29	100
Restrições a investidores institucionais	33	34	33	100
Regulamentação da constituição e operação de veículos de investimentos	22	34	44	100

Fonte: FGV-Cepe

Nesta tabela podemos perceber os resultados do censo realizado pela FGV-cepe sobre a percepção de gestores de instituições de Private Equity sobre vários fatores macros que o censo de 2004 mostrou um resultado bastante semelhante.

Quanto à educação no Brasil, houve uma melhora significativa devido principalmente a evolução da educação no país com um número cada vez maior de jovens com acesso a universidade e um mercado interno em plena ascensão.

Análise dos fatores Micros e sua evolução durante os anos de 2004 há 2011.

O Brasil mudou muito no setor de Private Equity durante esses anos, passando de uma fase inicial para a sua consolidação, porém ainda se encontra na fase adolescente como se refere a Furtado (2009).

A Atividade de Private Equity segue um ciclo de investimentos e possuem também seus agentes que vão desde dos investidores até os compradores. Nessas fases é que podemos perceber a diferenciação no quesito quantidade e qualidade dos investimentos em Private Equity no país.

Nos fatores micros, está presente o tamanho da indústria, os tipos de empresas que investem que no Brasil que são mais comuns as do tipo FIPs e FMIEEs, os tipos de investimentos realizados e seus resultados, os funcionários dessas organizações indiretos ou diretos e como são feitos os desinvestimentos no Brasil.

Análise do aumento das organizações gestoras e do capital comprometido de 2004 a 2011

O tamanho da indústria brasileira aumentou significativamente de 2004 até 2011. Em 2004 o Brasil possuía apenas 65 organizações gestoras típicas de Private Equity e apenas 06 no formato de PIPE. Enquanto em 2011, contando com as organizações que estão em processo de homologação pela CMV, possuem quase 200 organizações um aumento de quase 300% o que é pouco quando comparamos com outros países mais desenvolvidos no setor, até mesmo com países que possuem este setor em desenvolvimento como a china que possuem quase 3 mil organizações gestoras de Private Equity.

Na tabela 2 podemos verificar o crescimento dos investimentos de 1999 até 2004.

Tabela 2. Média do capital comprometido de PE/VC

Capital (U\$\$ milhões	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Média
Comprometido	3.583	4.778	4.846	4.553	4.577	5.071	4.568
Levantado	-	1.212	290	260	159	473	479
Investido	456	379	281	261	256	253	314
Desinvestido	203	282	65	41	52	261	151
PIB (x 1.000)	536,6	602,2	509,8	459,4	506,8	604,9	536,6

Fonte: FGV-Cepe

Essa tabela mostra o capital comprometido, levantado, investido e desinvestidos desde 1999 até 2004, em 2010 esses números praticamente dobraram.

Análise das mudanças do setor em que as organizações de PE/VC realizaram os investimentos de 2004 a 2011

Os investimentos de Private Equity são mais comuns em empresas inovadoras, por isso os investimentos se concentram nos setores de TI e Software. O número de empresas investidas não modificou ao longo dos anos, o que mudou foi o número de investimentos em empresas desse ramo, devido principalmente ao crescimento do número de instituições, maior apoio governamental e melhoria do conhecimento da equipe empresarial que recebeu o aporte.

Nas tabelas 2.1 e 2.2 podemos ver a comparação dos resultados dos dois censos feitos pelo centro de pesquisa de Private Equity da FGV.

Tabela 2.1 – Setores de Atuação das empresas do portfólio em 2004

Setor	%
Informática e Eletrônica	34.6
Indústrias diversas	11.8
Telecomunicações	11
Transporte, Logística e Dist.	6.1
Varejo	6.1
Alimentos	3.8
Biotecnologia	3.8
Serviços Financeiros	3.8
Entreterimento/ Turismo	3
Medicina/Estética	3
Construção Civil/Imóveis	2.7
Agronegócios	2.7
Comunicação/Mídia	2.7
Energia	2.7
Incubadora/Holding	1.1
Educação	1.1
Equipamentos de Segurança	1.1
Leilão	0.4
Saneamento	0.4
Não informado	-

Fonte: 1º Censo sobre Private Equity da FGV.

Em 2004 podemos perceber a grande concentração de empresas do ramo de informática e eletrônica, com cerca de 34,6% dos investimentos recebidos. Os setores de informática e eletrônica não são preferidos somente no Brasil, mas pelo mundo todo já que o local que mais recebe investimentos do tipo de private Equity foi o vale do silício nos EUA que é uma das mais bem sucedidas experiências de PE/VC no mundo, Sahlman(1991).

Dentre os setores de eletrônicos e informática, estão presente os de software que concentram boa parte dos investimentos. Outro setor que também se destacou em 2004 foram os setores mais tradicionais da economia como telecomunicações, logísticas e infra-estrutura.

Segundo Ribeiro (2005), esse setor recebe muitos investimentos em países que não possuem um setor de Private Equity muito desenvolvidos e com vários problemas estruturais principalmente no setor de infra-estrutura.

Uma diferença encontrada neste censo é que segundo Gompers e Lerner (2005), em países em desenvolvimento os investimentos tendem ser encontrados em maior quantidade em setores com infra-estrutura e muito pouco em tecnologia, embora isso não ocorresse no Brasil, mesmo com os poucos investimentos na área de TI por parte do governo.

Tabela 2.2 – Setores de Atuação das empresas do portfólio em 2011

Setor	%
Entreterimento/Turismo	0,70
Indústrias Extrativas	0,8
Indústrias Químicas	1,1
Serviços de Transportes e Logística	1,5
Comunicação	1,6
Serviços Financeiros	2,6
Indústrias Metalúrgicas, Mecânica e de Material Elétrico	2,8
Biotecnologia	3,2
Educação	3,3
Serviços Diversos	3,5
Construção Civil	3,8
Energia e Combustíveis	6,8
Farmacêutica, Medicina e Estética	6,8
Varejo	6,8
Alimentos e Bebidas	7,1
Infraestrutura	8
Imobiliário	8,7
Agronegócios	10,8
Informática e Eletrônica	19,9
Total	100

Fonte : 2º Censo de Private Equity do Brasil

Em 2011, o setor de informática continua sendo o prioritário na busca de investimentos pelas empresas de Private Equity embora tenha diminuído sua porcentagem em relação ao mesmo período em 2004.

Isso ocorreu não pelo fato de ter diminuído o número de empresas do portfólio, mas pelo aumento dos investimentos em outros setores como o de agronegócio principalmente com as commodities e o setor imobiliário que entrou em franca expansão no país desde de 2008.

Análise dos Tipos de empresas que investem em Private Equity no Brasil e sua evolução ao longo dos anos

No Brasil há vários tipos de empresas que investem em Private Equity tanto privadas como públicas, porém os fundos de investimentos são regulados principalmente pelas instruções da CVM que podem ser por FIPs ou por FMIEE. De 2004 até agora não mudou os tipos de empresas que realizam investimentos, o que mudou realmente foi à quantidade de investimentos realizados com um crescimento muito acima da média mundial.

Como na tabela 2.4, podemos os agentes investidores no Brasil em 2004.

Tabela – 2.4. As empresas que investem no Brasil em 2004.

Afiliação	Número de organizações	Comprometimentos (U\$\$ Bilhões)
Organizações independentes	42	2,73
Instituições Financeiras	17	1,86
Grupos Industriais (Corporate Ventures)	4	0,33
Setor Público	2	0,15
Total	65	5,07

Fonte: FGV-Cepe

Em 2004, as organizações independentes ocupavam posição de destaque com a maioria das instituições, porém mesmo as instituições financeiras possuindo quase metade do número de organizações, o número de recursos levantados foi menor.

Análise das mudanças do estágio de desenvolvimento das empresas os investimentos feitos de 2004 a 2011

Os tipos de investimentos no Brasil são os mais variados e são estruturados de acordo com a fase na qual a empresa que recebeu o aporte de capital se encontrava no momento do investimento.

Segundo Furtado *et al* (2011), os investimentos são divididos principalmente em Venture Capital e Private Equity e dentro destes ainda são divididos em vários estágios, como os seguintes:

1. **Estágio inicial:** Nessa fase a empresa está ainda na fase operacional ou então no máximo no seu primeiro ano. Nessa fase o aporte pode ser feito na forma chamada Seed capital, que é na fase de captação de recursos ou na fase de Startup, que é o aporte de capital feito em empresas que estão em fase de estruturação ou que já desenvolveram seus produtos, mas ainda não os comercializam.
2. **Desenvolvimento:** Nessa fase a empresa já se encontra em desenvolvimento com seus produtos comercializados. Essa fase é chamada de Venture Capital, que pode ser por Early Stage ou por Later Stage, que é a fase em que a empresa já começou a comercializar os produtos e já está estruturada e na fase estruturada e em expansão para outros lugares.
3. **Expansão:** Nessa parte há vários tipos de investimentos, que são chamados de Private Equity-Growth, que o aporte de capital serve para expansão das empresas.
4. **Maturidade:** Nesse estágio há o Later Stage que são empresas que já alcançaram uma maturidade, caixa expressivo e o aporte serve para aquisição de outras empresas do mesmo setor. As Distressed que são investimentos destinados a reestruturação de empresas que estão a caminho ou já se encontram no estado de dificuldade financeira, concordata etc. Greenfield, que são

investimentos em uma planta com pouca ou nenhuma estrutura física. Entre vários outros.

Na tabela 2.5, podemos perceber o número de empresas no portfólio e qual o seu estágio no momento de aporte de capital.

Tabela 2.5 – Estágio das empresas do portfólio

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

Fonte: FGV-Cepe

Em 2004 a maioria dos investimentos foi feito em empresas que estavam em fase de expansão com uma marca mais forte e com um fluxo de caixa já positivo.

Segundo Sahlman(1991), em economias menos desenvolvidas as organizações de PE/VC tendem a investir em empresas mais consolidadas, diferentemente do que em países desenvolvidos como na Europa em que os investimentos são realizados em empresas na fase inicial.

Segundo o censo da GV-Cepe isso ocorre no Brasil, onde grande parte dos investimentos estão localizados na fase de expansão em que as empresas estão já estruturadas e apresentam um menor risco.

Já em 2011, não foi possível identificar todas as empresas do portfólio, mas somente o número de empresas que receberão investimentos.

Tabela 2.6– Estágio inicial das empresas quando receberam os investimentos em 2011.

Estágio	%
Seed	4
Start-up	4
Venture Capital Later Stage	11
Venture Capital Early Stage	14
Private Equity Growth	38
Private Equity	23
Outros	5

Fonte : FGV-Cepe

Os resultados obtidos a partir do gráfico demonstram que os investimentos por Private Equity, continuam ocupando posição de grande destaque principalmente aqueles localizados na parte de expansão.

Quando ao estágio de investimento de 2004 até 2011, não houve uma mudança significativa, já que em 2011 as empresas que estavam em fase de expansão representam 38% e em 2004 representava cerca de 37,3 %. Já as empresas na fase de Start-up também se mantiveram a porcentagem bastante parecida com 27,4 e 23 % em 2004 e 2011 respectivamente.

Análise da evolução das estratégias de saídas realizadas de 2004 a 2011

Segundo Ribeiro (2005), as estratégias de saída são cruciais para o sucesso do fechamento do ciclo de Private Equity. O Brasil apresenta uma experiência nova em desinvestimentos e somente em 2004 o país conseguiu realizar saídas estratégicas segundo a tabela 2.6, resultante do censo feito pela FGV-Cepe em 2004.

Tabela 2.6 – Estratégia de Saída adotada por empresas de PE/VC

Mecanismo de Saída	1999	2000	2001	2002	2003	2004
IPO	-	-	-	-	-	9
Trade-Sale	4	13	8	6	6	15
Secondary-sale	-	16	1	1	4	2
Buyback	3	1	8	3	9	8
Write-off/down	-	3	20	15	3	4
Total	7	33	37	25	22	31

Fonte: FGV-Cepe

Segundo Ribeiro (2005), gestores de PE/VC norte-americanos costumam utilizar IPOs com mais frequência do que Trade-Sales. Já na Europa os desinvestimentos ocorrem com mais frequência na forma de saídas estratégicas, assim como no Brasil.

Em 2011, o Brasil continua tendo as saídas estratégicas como o principal mecanismo de desinvestimento, embora o IPO tenha se tornado mais acessíveis e também realizado com mais qualidade.

Na Tabela 2.7, baseados em dados do Censo da FGV-Cepe feito em 2011, nota-se que os investimentos do tipo de IPO cresceram assim como o número de desinvestimentos, porém a estratégia de desinvestimentos por saídas estratégicas continuam sendo o principal mecanismo de desinvestimento.

Tabela 2.7 – Estratégia de Saída de 2005 até 2009

Mecanismo de Saída	2005	2006	2007	2008	2009
IPO	-	380	130	-	273
Secondary Public Sale	180	484	336	228	772
Trade Sale	2	9	104	338	1.825
Secondary Private Sale	-	-	4	3	13
Buyback/Amortização	13	14	2	97	20
Write-off	-	1	-	-	59
TOTAL	194	888	576	666	2.961

Fonte : FGV-Cepe

Dessa forma, pode-se perceber que o Brasil continua tendo como principal mecanismo de saída as Trade-Sales. A diferença é que o IPO se tornou mais comum e acessível aos empreendedores e, além disso, houve um aumento do número de IPO no Brasil.

O Aumento do número de Saídas aumentou significativamente, principalmente a partir de 2009, onde o número de desinvestimentos praticamente ficou dez vezes maior em comparação a 2004.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Esse trabalho fez uma comparação do setor de PE/VC no Brasil e o seu crescimento nos últimos anos tanto quantitativo como qualitativos. Além disso, verificou as melhorias dos fatores macros que influenciam drasticamente no sucesso ou fracasso do setor de Private Equity e Venture Capital.

De acordo com a análise e a comparação entre os dois censos de Private Equity realizados pela Fundação Getúlio Vargas, pode-se perceber que a indústria de Private Equity no Brasil modificou no quesito quantidade e qualidade, mais ainda necessita de muitas melhorias, principalmente nos fatores macros.

No aspecto dos fatores micros que fazem parte do mundo do PE/VC, alguns fatores modificarão drasticamente e outros se mantiveram do mesmo modo.

Os resultados obtidos mostram que o setor está em franco crescimento, porém ainda muito carente de incentivos governamentais.

Quanto aos resultados de fatores macros, como impostos, burocracia e educação, a pesquisa apresentou os seguintes resultados:

- a) Impostos: A tributação sobre o setor financeiro ainda é um grande problema principalmente sobre o setor de PE/VC, que não há muitos regulamentos específicos, embora a ABVCAP junto a CVM venha buscando formas para melhorar as leis de regulamentação.
- b) Burocracia: O Brasil vem adotando práticas para melhor e desburocratizar seus serviços, porém ainda está muito abaixo dos padrões de países desenvolvidos. Tanto no censo realizado em 2004 quanto em 2011, os gestores de PE/VC responderam que a burocracia no Brasil ainda atrapalha de forma significativa no sucesso do mercado de Private Equity no Brasil.
- c) Governo: Os programas governamentais cresceram muito pouco desde 2004, as iniciativas para o mercado foram muito

mais por parte do mercado privado do que pelos programas governamentais de apoio ao Private Equity.

Já nos fatores envolvendo o mercado de Private Equity diretamente a melhora foi considerável, o tamanho da indústria aumentou, os gestores estão mais animados com as oportunidades e o número de investimentos cresceram. Os resultados de algumas características foram às seguintes:

- a) O Tamanho da indústria: O aumento do número de organizações gestoras no país cresceu consideravelmente desde 2004, passando de 66 para quase 200 organizações, ainda é pouco comparado com países que possuem o mercado de PE/VC mais desenvolvido ou até mesmo países como a China que possui quase 3.000 organizações gestoras.
- b) Tipos de empresas que recebem investimentos no Brasil: Quanto ao tipo de empresa e setor que mais recebeu investimentos não mudou muito nesses últimos anos. O setor de eletrônica e informática continua sendo o preferido pelos gestores de Private Equity, que é um setor preferido também na maioria dos países desenvolvidos.
- c) Os tipos de investimentos: O número de aportes aumentou significativamente de 2004 a 2011, porém o tipo de investimentos não mudou, o estágio preferido dos investidores de Private Equity continua sendo os dos tipos de Private Equity Growth, que é a fase em que a empresa já está estabelecida no mercado, seus produtos ou serviços já foram aceitos e empresa necessita de recursos para expandir suas operações.
- d) As empresas que investem em Private Equity no Brasil: Assim como nos EUA e na maioria dos outros países, os principais investidores em PE/VC são os fundos de pensão que gerem uma grande quantidade de recursos financeiros. Esses fundos aumentaram os seus investimentos através de Private Equity no Brasil. À maioria das organizações mantém seus

fundos do tipo FIP, devido à vantagem de investir em qualquer tipo de organização, porém os números de fundos do tipo FMIEE aumentaram bastante nesses últimos anos.

- e) As estratégias de desinvestimento adotadas pelas empresas de Private Equity: Até 2004, os tipos de desinvestimentos praticados eram apenas por vendas estratégicas, o IPO foi praticamente inexistente. Nos anos seguintes, as saídas por IPO começou a aparecer de forma mais consistente, porém a maioria das saídas continua sendo por saídas estratégicas. Nesse quesito as empresas de PE/VC do Brasil se aproximam mais das empresas européias do que das companhias norte americana.

Esse trabalho foi realizado a partir de uma análise de vários dados coletados de outros trabalhos, a fim de construir uma pesquisa sobre o crescimento deste setor no território Brasileiro, tanto em quantidade como em qualidade.

Outros trabalhos podem focar mais especificamente em setores do PE como as realizações de IPO e como estes são feitos, além das estratégias utilizadas por meio das organizações de PE/VC para que o resultado seja o mais próximo do esperado.

Além disso, no Brasil não há muitos estudos que fazem uma estimativa de como estará esse setor nos próximos anos, principalmente no Brasil pós-copa e pós-olimpíada e como as empresas devem se preparar para essa nova economia que está surgindo no Brasil.

De acordo com o objetivo proposto os resultados foram alcançados, porém não de forma completa pelo fato de mais dados sobre o setor que ainda é muito pouco explorado no Brasil em comparação a outros países.

O Brasil em relação a outros países apresenta um incentivo muito pequeno a esse setor tão importante para economia de uma nação em relação aos outros países, principalmente pela falta de apoio governamental ao setor.

Este trabalho poderá contribuir para profissionais ou empreendedores entender como o mercado de Private Equity está evoluindo no país e como ele está funcionando atualmente. Bem como entender os processos que ocorre desde

da fase de investimento até a fase dos desinvestimentos. Além disso servirá também como base para verificar o crescimento de fatores políticos e sociais, como educação, burocracia, políticas governamentais, entre outros.

Conclui-se que o setor de Private Equity no Brasil está em franca expansão no país como nunca esteve antes com grandes oportunidades até mesmo pelo ritmo de crescimento do país e a grande expansão da classe C. O principal empecilho para o setor de PE/VC ainda continua sendo o governo, que investe muito pouco no setor e as ações de incentivos ao setor de Private Equity são muito restritas e pouco divulgadas. Quanto aos fatores ligados ao setor houve uma melhoria em relação a 2004, as empresas de PE localizadas no Brasil estão mais experientes, conhecem mais o mercado onde estão agindo e os setores. O que podemos concluir deste trabalho, é que o Brasil melhorou muito no setor de PE/VC nesses anos desde de 2004, porém ainda há muito a melhorar. O setor é muito recente e muito pouco divulgado e além disso, há muito pouco incentivo governamental.

REFERÊNCIAS

BOTTAZZI, L.; DA RIN, M.; HELMAN, T. *What Role of Legal Systems in financial intermediation? Theory and Evidence.* ECGI, 2005.

COELHO, G. *Estudo Sobre Contratos entre Investidores e Gestores de Venture Capital no Brasil.* Fundação Getúlio Vargas, 2007.

CAMPOS, V. *Porque uma Empresa Faz um IPO? Um Estudo de Caso.* 2008.

CANALINI, A. *O Desenvolvimento das Participações Privadas no Mercado Brasileiro.* Dissertação de Mestrado, PUC-Rio, 2007.

CARVALHO, A.; RIBEIRO, L.; FURTADO, C. *A Indústria de Private Equity e Venture Capital: Primeiro Censo Brasileiro.* Fundação Getúlio Vargas – Editora 2006.

DELOITTE. *Latin American Private Equity Confidence Survey: Full Report.* 2009

FGV-CEPE. *A Indústria de Private Equity e Venture Capital: 2º Censo Brasileiro.* 2011.

GIOGIELLI, S. *Os Gestores de Private Equity e Venture Capital Influenciam a Governança Corporativa das Investidas? Evidências das Empresas Estreantes na BOVESPA.* Dissertação de mestrado Fundação Getúlio Vargas, 2008.

FINGERL, E. *A Parceria Fundamental do Estado no Desenvolvimento da indústria de Private Equity e Venture Capital.* Congresso ABVCAP, 2009

FURTADO, C. *Overview of the Brazilian Private Equity and Venture Capital industry.* ABVCAP Conference, 2010.

FURTADO, C. *et al. The Financing Gap of Micro, Small and Medium Business in Brazil.* GV-CEPE, 2005.

FURTADO, C.; RAMALHO, C.. *O Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital.* GV-CEPE, 2008.

GOMPERS P. *The Venture Capital Cycle. 2ª edição.*2004.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Apresenta informações sobre a instituição. Disponível em : www.ibgc.org.br. Acessado em 06 de out. 2011.

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

LETHBRIDGE E. *Governança Corporativa. Economista do Convênio.* PNUD/BNDES, 1997.

LJUNGQVIST, A.; RICHARDSON, M.. *The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity.* New York University, 2003.

LOPES, A.; FURTADO, C.; *Private Equity na Carteira de Investimentos das Entidades de Previdência Privada.* 2006.

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

PRICEWATERCOOPERS-PWC; VENTURE ECONOMICS; NVCA. *Moneytree Survey: Full Year and Q4 2004 Results-US Report.*2005.

RIBEIRO L. *O modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital.* Dissertação de mestrado Universidade de São Paulo, 2005.

SAHLMAN, W. The Structure and Governance of Venture-Capital organizations. *Journal of financial Economists*, V7, n.2, p.473-521, oct. 1990.

SANTOS, L. *Análise de Contratos de Private Equity & Venture Capital: O Alinhamento dos interesses entre fundos investidores de PE/VC e empresários nas empresas investidas no contexto institucional Brasileiro.* USP, 2008.