

Capital de risco. Brasil



1290003777

TCC/UNICAMP
L536i
1290003777/IE

HENRIQUE CONCON LEITE

**A importância do Capital de Risco
para o Recente *Boom* de *IPOs*
(2004-2007) no Brasil**

Orientador: Prof. Dr. André Martins Biancareli

Biancareli, Andre Martins

Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP

CAMPINAS, 2008

TCC/UNICAMP
L536i
1290003777/IE

CEDOC/IE/UNICAMP

10/10/2008

**Aos meus pais, Jesus Leite Filho e Sandra Márcia Concon Leite,
por todo o esforço empenhado na minha educação e de meus irmãos,
por terem dado todas as melhores oportunidades para nossa formação
profissional, pelo incentivo à mudança de cidade para viver em plenitude o
ambiente universitário, pela sabedoria de seus conselhos e
por todo o amor e carinho dedicados à nossa família.**

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer a Deus, pelas virtudes e dons concedidos. Que cada homem saiba usar as suas virtudes e dons como um bem comum, e não apenas para benefício próprio.

Ao Prof. Dr. André Martins Biancareli, orientador deste trabalho, pelos conselhos e dedicação oferecidos ao longo de todo o ano. À Profa. Dra. Maryse Farhi, pela participação na banca examinadora e seus enriquecedores comentários.

Ao Instituto de Economia da UNICAMP e todos os seus professores que tornam possível uma sólida formação profissional e intelectual nas Ciências Econômicas.

À UNICAMP (Universidade Estadual de Campinas) por ser luz acadêmica em termos de ensino, pesquisa e extensão e por criar um ambiente especial de convivência e experiências entre alunos, professores, pesquisadores e sociedade.

Aos meus amigos e colegas de todos esses anos de graduação, em especial meu amigo Bruno Sepúlveda Villela, pela participação indireta na elaboração deste trabalho.

Às empresas que trabalhei, SOFTEX (Associação para Promoção da Excelência do Software Brasileiro), Unilever Brasil e Fertilizantes Heringer S/A, pela visão profissional e amadurecimento que me proporcionaram.

RESUMO

O Brasil viveu recentemente um forte movimento de aberturas de capital na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), que saltou de 7 novas aberturas (R\$ 4,5 bilhões) em 2004 para 64 (R\$ 55,7 bilhões) em 2007. Este fenômeno é o que se denomina como recente *boom* de *IPOs* no Brasil. Paralelamente, também se observa um forte movimento de consolidação das empresas nacionais, com aumento do número de fusões e aquisições (F&A) em diversos setores da economia. Por trás desses dois processos, existe um agente ainda pouco conhecido no Brasil, mas que vem ganhando importância no cenário empresarial desde a década de 1990 e que vem aparentemente dando impulsão a esses dois movimentos, que é o Capital de Risco. O objetivo deste trabalho é compreender a lógica de funcionamento do capital de risco, analisando sua história no Brasil, a radiografia atual da sua indústria, um típico ciclo de investimentos e os agentes envolvidos nesse ciclo, bem como analisar a importância que o capital de risco teve nos dois fenômenos citados, em especial nas recentes aberturas de capital ocorridas no Brasil.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	4
1.1 Introdução e conceituação de Capital de Risco.....	4
1.2 A lógica de funcionamento dos investimentos via Capital de Risco (<i>Private Equity</i>).....	8
1.2.1 A captação de recursos e o perfil dos investidores.....	9
1.2.2 A gestão dos recursos e o perfil das empresas gestoras.....	10
1.2.3 O processo de escolha dos investimentos e o perfil das empresas escolhidas.....	12
1.2.4 Agregação de valor, mudanças na gestão e maturação do investimento.....	14
1.2.5 Estratégias de Saída (<i>Exit</i>).....	15
 2. ENTENDENDO O CAPITAL DE RISCO E O MERCADO DE CAPITAIS.....	 20
2.1 Breve História do Capital de Risco no Brasil.....	20
2.2 A radiografia atual da Indústria de <i>Private Equity</i> no Brasil.....	24
 3. PANORAMA RECENTE DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL E INTERAÇÃO COM O CAPITAL DE RISCO.....	 33
3.1 Processo de consolidação das empresas brasileiras e a inserção do Capital de Risco.....	37
3.2. Participação do Capital de Risco nos IPOs.....	39
 4. CONCLUSÃO.....	 43
 5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	 46

CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO

1.1 Introdução e conceituação de Capital de Risco

O Brasil viveu recentemente um forte movimento de aberturas de capital na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), que aumentou a sua importância no cenário nacional. Uma bolsa de valores mais robusta e um mercado de capitais mais desenvolvido permitem às empresas nacionais e às demais aqui listadas terem acesso a uma importante fonte de captação de recursos, que além de prover capital permite o compartilhamento de riscos empresariais, podendo se traduzir em maiores investimentos e dinamização da economia brasileira, além de ampliar a capacidade competitiva dessas empresas que competem num mundo econômico cada dia mais globalizado e competitivo.

Paralelamente, observa-se também um forte movimento de consolidação das empresas nacionais, com aumento do número de fusões e aquisições (F&A). Parte dessas operações é conduzida por empresas que já estão listadas na bolsa de valores, e que buscam crescer através de crescimento inorgânico. Outra parte dessas operações são conduzidas por empresas que ainda não estão listadas, que estão se consolidando e ganhando robustez financeira, em termos de faturamento e lucros, além de aumentar seu leque de produtos e serviços oferecidos, volume de vendas e atuação geográfica. Cada operação tem um objetivo específico para a companhia, mas todas, se bem sucedidas, resultam no mesmo: o crescimento e maturidade da empresa. E isso são fatores fundamentais para a abertura de capital numa bolsa de valores.

Por trás desses dois processos, de *boom* de *IPOs* e consolidação via fusões e aquisições, existe um agente ainda pouco conhecido no Brasil, mas que vem ganhando importância no cenário empresarial desde a década de 1990 e que vem aparentemente dando impulso a esses dois movimentos, que é o Capital de Risco.

O objetivo deste trabalho é compreender a importância do Capital de Risco nesses dois processos, em especial nas aberturas de capital. Para isso, é preciso primeiro conhecer e entender a lógica de funcionamento desses fundos de Capital de Risco (ou *Private Equity/Venture Capital* em inglês), como se dá seu processo de investimento e desinvestimento. Isso será feito nos dois primeiros capítulos deste trabalho.

Para iniciar, é necessário colocar algumas definições que serão utilizadas ao longo do trabalho de modo a facilitar a compreensão.

Primeiramente, cabe definir o que é Capital de Risco. Capital de Risco é uma atividade de intermediação financeira via participações em empresas, ou seja, um determinado conjunto de recursos financeiros destinados a comprar partes de empresas (**ações**, no caso de empresas do tipo Sociedade Anônimas – S.A. – ou **cotas**, no caso de empresas Limitadas - LTDA). Isso significa na prática que, uma vez que um fundo de capital de risco investe em uma determinada empresa, passa a ser sócio da mesma, e então, a compartilhar com os demais sócios (acionistas ou cotistas) os riscos do negócio.

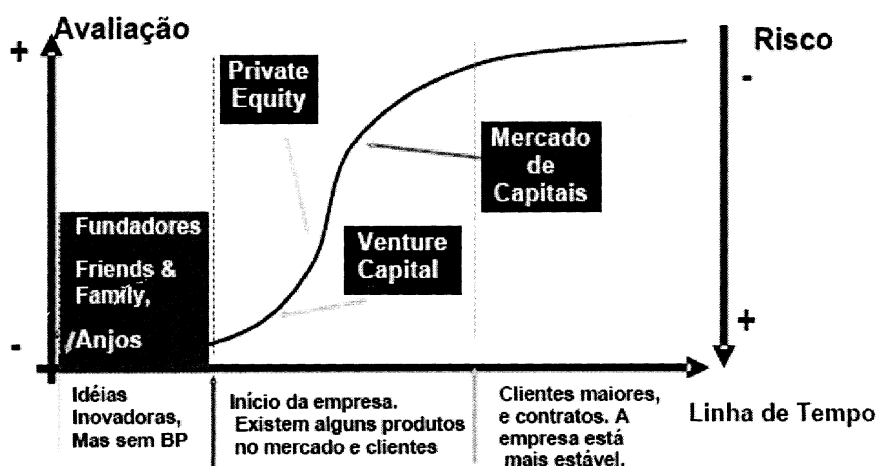
Essa modalidade de intermediação financeira se difere substancialmente do meio tradicional de intermediação, que ocorre fundamentalmente via empréstimos monetários quando falamos em bancos comerciais. Nos empréstimos bancários tradicionais, típica forma de financiamento para empresas e projetos de investimento, os bancos se comprometem a fornecer capital financeiro, que deverá ser devolvido na forma de amortização do empréstimo acrescido dos juros da operação, em pagamentos parcelados, com prazos definidos e estabelecidos em contrato. Os riscos dos financiadores neste caso se resumem ao risco de crédito, isto é, de *default* da empresa para a qual estão emprestando seus recursos, que muitas vezes é coberto judicialmente por garantias reais oferecidas no contrato de financiamento.

No financiamento via Capital de Risco não há garantia de retorno do capital, muito menos em prazos pré-estabelecidos e contratados. Pagamento de juros inexistente. Os riscos dessas operações se resumem no sucesso ou fracasso dos empreendimentos que estão financiando. Caso a empresa não prospere ou mesmo se defronte com uma situação de falência, o recurso colocado pelo Capital de Risco será tratado da mesma maneira como de qualquer outro sócio. Se existirem ativos para serem liquidados, assim serão e o montante financeiro resultante da dissolução será dividido entre os sócios na proporção detida no capital social da empresa. **O retorno do capital** ocorrerá apenas se a empresa obter sucesso em seu empreendimento e **gerar lucros** para os seus acionistas. Adicionalmente, o retorno sobre o capital investido se dará também no momento de **desinvestimento do negócio**, onde se espera alienar a participação societária para terceiro(s). Veremos em detalhes o porquê de promover o desinvestimento e quais as opções para o capitalista de risco na seção 1.2.

Em alguns casos, capital de risco e empréstimo bancário podem ser opções substitutas para financiar determinada empresa/projeto. Todavia, em muito casos, não são modalidades de financiamento substitutas. O capital de risco geralmente é uma alternativa de financiamento para o empreendedor nos casos em que os bancos comerciais não têm interesse, devido ao alto risco potencial da operação. Esse fato é particularmente comum em empresas de menor porte (ou mesmo em fase pré-operacional) e de projetos ligados a alguma inovação tecnológica. Empresas que surgem a partir de pesquisas realizadas em universidades ou da idéia de ousados empreendedores, muitas vezes só se tornam realidade e obtêm sucesso quando há um fundo de capital de risco investindo na empresa/projeto.

Nesse sentido, o capital de risco pode ser um componente essencial para dinamizar inovações tecnológicas de uma determinada região/país e setor da economia, com importante impacto macroeconômico decorrente das inovações geradas pelo seu capital. O caso mundial mais conhecido é o surgimento do Vale do Silício (*Sillicon Valley*) nos EUA, que floresceu a partir da década de 1970 como um pólo de inovação em microeletrônica e tecnologia da informação. Sem a atuação do capital de risco financiando as empresas que ali surgiam e se instalavam, dificilmente esse *cluster* de inovação atingiria a relevância econômica que adquiriu.

O Capital de Risco pode ser subdividido de acordo com o porte da empresa que ele objetiva investir/financiar. Segue abaixo um gráfico que relaciona o tamanho da empresa alvo com a classificação utilizada, associando também com o risco envolvido na operação:



Fonte: Guia para *Term Sheets* de *Venture Capital* e *Private Equity* (LAVCA, 2008) – p.9

Por esta classificação, podemos dividir o Capital de Risco basicamente em 3 segmentos: 1) Estágio inicial, no qual as empresas podem ser financiadas basicamente pelo capital dos sócios-fundadores, parentes e/ou amigos, ou por capitalistas de risco especializados em tal atividade, como os Anjos Investidores (*Angel Investors*) e/ou fundos de Capital Semente (*Seed Money*); 2) Estágios intermediários, ou *Venture Capital*; 3) Estágios avançados, ou *Private Equity*. Alguns autores (RIBEIRO & CARVALHO, 2005) dividem em apenas dois segmentos principais, *Venture Capital* e *Private Equity*, sendo o primeiro um segmento especializado em empresas que estão no estágio inicial do seu desenvolvimento, incluindo os *Angel Investors* e *Seed Money*. No entanto, faremos essa segmentação mais detalhada para evidenciar algumas especificidades entre eles. Por fim, caso a empresa tenha significativo porte em termos de faturamento, ela poderá ser financiada/captar recursos também, via Mercado de Capitais. Quanto maior o porte da empresa, menor o risco para as operações (LAVCA, 2008).

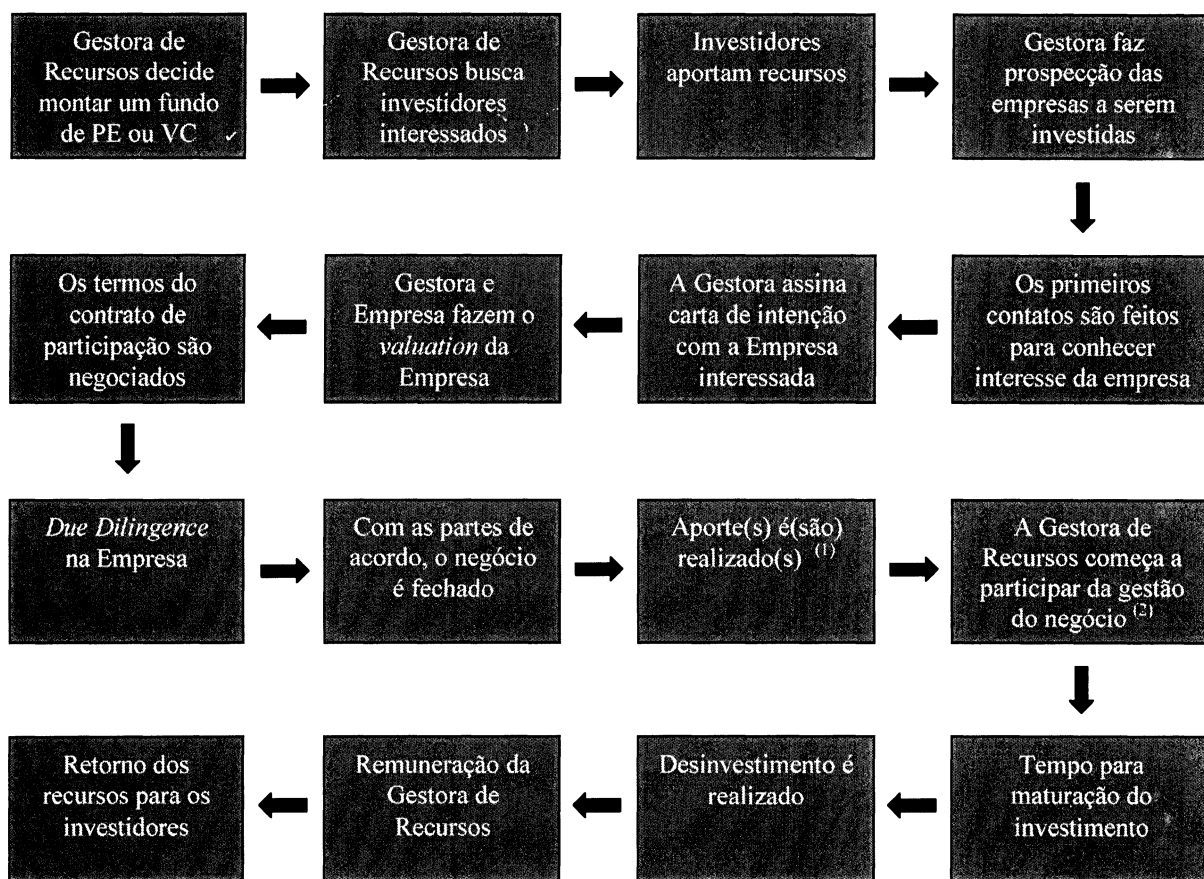
O termo Capital de Risco é uma tradução brasileira que pode significar qualquer uma das denominações acima. Na essência, um *Angel Investor*, *Seed Money*, *Venture Capital* ou *Private Equity*, representam a mesma operação financeira: compra de participação acionária para posterior alienação. Elas podem se diferir no grau de complexidade que a transação exige, com algumas especificidades, mas na essência, representam a mesma operação.

Cabe também definir o conceito de mercado de capitais para efeito deste trabalho. Consideraremos mercado de capitais como o sistema de distribuição de valores mobiliários – ou simplesmente “títulos” – de emissão de Companhias Abertas (Sociedades Anônimas de Capital Aberto – S/A), sejam esses valores mobiliários correspondentes à parcela mínima de propriedade da empresa (ação) ou, valores mobiliários diversos, como *debêntures* e *commercial papers*. O mercado de capitais é um mecanismo eficiente de capitalização para as empresas, que permite, assim como o Capital de Risco, o compartilhamento dos riscos do negócio com diferentes acionistas investidores, especialmente no caso de emissão de títulos que representam as ações das Companhias.

Tendo em vista os conceitos apresentados acima, trataremos de compreender em linhas gerais como se dá o processo de investimento e desinvestimento dos fundos de Capital de Risco.

1.2 A lógica de funcionamento dos investimentos via Capital de Risco (*Private Equity*)

Os investimentos realizados através do modelo capital de risco seguem, geralmente, uma seqüência lógica semelhante, desde a constituição de um fundo de investimento até a sua etapa de saída (desinvestimento), conforme esquematizado abaixo:



Fonte: Elaboração própria

Legenda: PE = *Private Equity* e VC = *Venture Capital*

- (1) O aporte de recursos pode ser feito de uma única vez ou por etapas, de acordo com o cronograma de investimentos da empresa e os termos do contrato celebrado.
- (2) Cada gestora tem seu modelo de atuação e acompanhamento das empresas que receberam aportes; umas atuam diretamente na gestão, outras preferem acompanhar, mas não atuar diretamente. O modelo adotado depende também do tamanho da participação do(s) fundo(s) no capital total da empresa.

Neste capítulo, vamos procurar entender um pouco melhor como funciona cada etapa desse processo, que dura em média, de 4 a 7 anos, desde a constituição do fundo até o seu

desinvestimento e conseqüente remuneração dos investidores. Em função deste prazo médio, o investimento via capital de risco é considerado como sendo de longo prazo.

1.2.1 A captação de recursos e o perfil dos investidores

Na indústria de Capital de Risco, assim como na maioria das atividades de intermediação financeira profissionalizada, há uma distinção entre os donos dos recursos e os administradores dos recursos. Como essa atividade é substancialmente diferente de um modelo de financiamento bancário tradicional, os fundos de capital de risco são geralmente administrados por casas financeiras especializadas neste segmento, em virtude do *know-how* necessário para que as operações realizadas gerem lucros para os seus investidores.

Comumente, é uma gestora de recursos (*fund manager*) que, atenta às oportunidades de investimento num determinado setor da economia, vislumbra possibilidades de montagem de um fundo do tipo de capital de risco. É possível que ocorra o contrário também, um determinado investidor ou grupo de investidores decidam montar um fundo de capital de risco e contratam para isso uma gestora de recursos para execução/operacionalização de seus interesses, embora esse movimento inverso seja menos comum. Via de regra, a gestora de recursos precisa mover algum esforço para atrair investidores interessados, tarefa que muitas vezes não é fácil. Ocorre, algumas vezes, de gestoras tentarem montar um determinado fundo, mas acabam desistindo no meio do caminho, devido a poucos investidores dispostos a financiar a idéia.

Todavia, muitos fundos obtêm sucesso na sua constituição, e as gestoras conseguem efetivamente captar razoável montante financeiro, com capacidade efetiva de realizar significativos investimentos. E qual a idéia que se vende ao investidor? Obviamente, a promessa de alto retorno do capital. Mas, essa promessa só angaria recursos responsáveis (muitos vêm inclusive de fundos de pensão) caso haja credibilidade na gestora (muitas vezes na reputação da pessoa física que ficará como o gestor do fundo) e mais, com um projeto razoavelmente crível de sucesso. Fundos não são montados sem motivos, sem uma idéia que o concebe. São formados geralmente para investir num setor da economia específico (infra-estrutura, telecomunicações, *software*, biotecnologia, eletrônica, agronegócio, etc), ou uma mescla de setores específicos, e ainda num determinado porte de empresa (micro, pequena, média ou grande empresa, ou até mesmo, empresas pré-operacionais). O Instituto Endeavor realizou em 2004 o Guia Endeavor de

Capital de Risco, que evidencia claramente essa segmentação dos fundos (ENDEAVOR, 2004). Antes de sair em busca de recursos, as gestoras montam o que chamam de *profile*, isto é, o perfil de empresas e setores que aquele fundo será destinado a financiar. Um bom histórico de sucesso da gestora em investimentos via capital de risco, sem dúvidas, conta bastante na decisão do investidor de aportar ou não recursos. A idéia de um fundo pode ser boa, com excelente perspectiva de retorno na análise do investidor, mas caso a gestora não tenha um histórico ou credibilidade no mercado, é bem possível que o investidor não aporte seus recursos. Os riscos para o investidor devem se constituir basicamente nos riscos dos negócios a serem investidos, e não naquela pela qual eles estão confiando suas aplicações (*fund managers*).

Entretanto, altos retornos significam também assumir altos riscos. E isso é subjacente na operação. Os investidores sabem exatamente o risco que assumem nesse tipo de aplicação, e por isso, a lógica que os conduz a aportar recursos nesses fundos é basicamente de diversificação dos seus investimentos. Raramente o montante dos recursos financeiros destinados a investimentos em fundos de capital de risco é percentualmente elevado no *portfolio* daqueles que aplicam nesse tipo de fundo. Frequentemente representam apenas uma parcela reduzida no total de sua carteira. Afinal, altos riscos podem se traduzir em um dos dois lados da moeda: altos retornos ou altas perdas, nunca os dois juntos. Por isso, diversificar é saudável, mas arriscar todo o patrimônio não.

1.2.2 A gestão dos recursos e o perfil das empresas gestoras

Segundo o 1º Censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital* da Fundação Getúlio Vargas, realizado em 2005 (CARVALHO & RIBEIRO, 2006), o Brasil conta com 70 gestoras de recursos que trabalham com fundos de investimento do tipo capital de risco, que juntas somavam 102 fundos dessa natureza. Em 2004, segundo levantamento realizado pelo Instituto Endeavor (ENDEAVOR, 2004), haviam aproximadamente 45 gestoras de recursos, sendo que em 1994, haviam apenas 8 que realizam atividades desse tipo, segundo a Monitor Group (MONITOR, 2007). É inegável a evolução positiva que a indústria de PE/VC (*Private Equity* e *Venture Capital*) vivenciou nos últimos 15 anos.

As gestoras de recursos (ou *fund managers*) são responsáveis por fazer a prospecção, estabelecer os primeiros contatos e reuniões, assinar os termos de confidencialidade de

informações, a carta de interesse, a avaliação da empresa (*valuation*), negociar o valor final e a participação no negócio, preparar e assinar o contrato de aquisição, acompanhar a evolução da empresa e, na maioria dos casos, participar da gestão do negócio, através de cargos na Diretoria Executiva ou no Conselho de Administração. Enfim, são as gestoras de recursos que ficam responsáveis pela execução e acompanhamento dos investimentos, bem como de “garantir” a aplicação e rentabilidade do capital do investidor.

Ser uma gestora de recursos de *Private Equity* não é uma tarefa trivial. Geralmente, os investidores exigem algum histórico nesse segmento, e muitas vezes é preciso que a própria gestora comprometa recursos próprios para a constituição do fundo, como sinal de comprometimento com o sucesso do mesmo. A mão-de-obra que compõe o quadro de funcionários das gestoras geralmente é pequena e se constitui de pessoas altamente especializadas e com importante *background* técnico e experiência na área financeira. Uma equipe de 10 ou 15 pessoas é capaz de fazer a gestão de vários milhões de dólares em investimentos de PE/VC.

Talvez o trabalho que se exige mais paciência das gestoras seja o de prospecção das empresas potenciais. É possível dispendir meses procurando empresas-alvo, estabelecer os primeiros contatos, receber algum *feedback* positivo de interesse por parte das empresas, e sem ao menos fechar um único negócio. A partir do momento que uma empresa é prospectada e demonstra interesse pelo aporte de capital, a negociação pode durar apenas 3 meses ou mais de 1 ano. O tempo dependerá muito das informações disponíveis na empresa, da disposição dos empreendedores em negociar, se há muita divergência entre o valor e a participação propostos pelo *fund manager* e o dos donos do negócio, se o momento está adequado para a empresa ou para o mercado, ou mesmo se há mais de um *fund manager* negociando com a empresa, estimulando barganhas comerciais e aumentando o tempo para se negociar. Enfim, negócios podem ser fechados em pouco tempo, ou em tempos razoavelmente demorados.

Mas, nem sempre é a gestora que procura as empresas. Muitas vezes é a empresa que busca um investidor. Nesses casos, o *fund manager* divulga ao mercado que possui um fundo de capital de risco configurado de acordo com certas diretrizes (*profile*), e caso alguma empresa possua o perfil daquele fundo, pode enviar seu Plano de Negócios (*Business Plan*) para o *fund manager*, que será responsável por realizar uma triagem daqueles planos de negócios mais interessantes, para então, iniciar uma investigação mais detalhada e estabelecer contatos mais próximos com a empresa potencial. Uma queixa comum do setor de PE/VC no Brasil, não é que

faltam recursos de investidores, mas sim, que faltam bons projetos de investimentos. A seleção das empresas pode ser, portanto, a etapa mais difícil para as gestoras, pois a análise deve ser extremamente criteriosa, especialmente na avaliação financeira da empresa e dos retornos esperados. É nesse momento que se separa o joio do trigo, e que basicamente se determinará o sucesso do investimento. Somente aqueles que semearam com sabedoria, conhecimento técnico e boa visão de negócio obterão bons retornos nos anos vindouros.

1.2.3 O processo de escolha dos investimentos e o perfil das empresas escolhidas

Nesta seção, retomamos a diferenciação entre os diferentes tipos de empresa que recebem aportes financeiros via capital de risco. Na introdução do capítulo, citamos que pode-se subdividir o investimento de capital de risco em basicamente 3 segmentos específicos, de acordo com o perfil das empresas que investem: investimentos em estágio inicial, também conhecidos como *Seed Money* e *Angel Investors*; estágios intermediários, também chamados de *Venture Capital*; e estágios avançados, também conhecidos como *Private Equity*.

Afinal, qual a diferença de *Private Equity* e *Venture Capital*? A diferença está basicamente no tamanho da empresa que recebe o investimento. Ambos são investimentos de capital de risco, isto é, de participação societária, mas, usualmente, o termo *Private Equity* é usado para designar operações de empresas já amadurecidas, que possuem um tempo razoável de atuação no mercado e um nível de faturamento estabelecido. Para estas empresas, existe muito mais acesso a crédito e interesse bancário para financiar grandes projetos de investimentos e expansão, e por isso, empréstimos convencionais podem ser uma viável opção de financiamento.

Do outro lado, o termo *Venture Capital* é utilizado para compra de participação de empresas menores, com nível de faturamento ainda baixo (pequenas e médias empresas), com aportes de capital que podem variar de R\$ 5 milhões a R\$ 50 milhões. Para estas empresas, o acesso a crédito bancário é mais escasso, caro e sem as condições adequadas de prazo de carência, amortização e exigência de garantias, o que pode inviabilizar vários projetos de investimento e expansão de empresas que tem a características de serem altamente inovadoras. Quanto menor o tamanho da empresa e menos consolidado for o seu faturamento, maior o risco embutido na operação.

Além do *Private Equity* e *Venture Capital*, existem ainda o chamado *Seed Money* (Capital Semente, na tradução para português) e os chamados *Angel Investors*, ou os Investidores Anjos. Essas denominações também estão relacionadas basicamente ao tamanho das empresas que receberam investimentos, pois a operação é semelhante: compra de participação acionária, e portanto, também considerados como capital de risco. Para efeitos de generalização, o termo *Private Equity* é utilizado para designar todas as operações que envolvem investimento via participação societária, e, portanto, ao longo deste trabalho quando nos referirmos a PE estaremos nos referindo de maneira geral, a qualquer uma das operações acima.

No gráfico apresentado na introdução, o eixo X representa uma linha do tempo, que poderia ser também uma linha que representasse o nível de faturamento da empresa. Assim, à medida que caminhamos para a direita no eixo estamos aumentando o tempo de existência da empresa, ou, de outra maneira, o seu nível de faturamento.

No primeiro estágio de evolução da empresa, há, no geral, poucas opções de financiamento via capital de risco. Geralmente, o capital inicial se consiste em capital próprio, do empreendedor em si. Muitas idéias partem de uma idéia inovadora, que pode ser relacionada a um produto, a um serviço, a um processo, ou qualquer fator de competitividade que diferencie a empresa nascente. Além do capital próprio, quais as opções disponíveis ao empreendedor para financiar o capital necessário para investir na concepção do seu negócio? É comum a utilização de capital de parentes e amigos, que muitas vezes torna-se uma alternativa às opções encontradas no “mercado”. Além destas pessoas, existe uma figura, denominada de Investidor Anjo (*Angel Investor*), que é um investidor de risco, disposto a financiar idéias inovadoras que poderiam gerar boas receitas no futuro. Muitas dessas idéias, a princípio, podem parecer “malucas”, “sem sentido”, ou “muito arriscadas”, mas, algumas efetivamente podem ser consideradas como “boas idéias”. Nos EUA essa figura do *Angel Investor* é mais comum, principalmente para negócios associados à tecnologia da informação e biotecnologia. Empresas como Google e Intel receberam aportes de capital nos seus inícios por *Angel Investors* (UPDATE, 2007).

No Brasil a figura do Anjo ainda é incipiente, mas já temos alguns casos de sucesso que encorajam outros investidores a seguir o mesmo modelo. As incubadoras, cada vez mais famosas no Brasil no meio dos empreendedores, são verdadeiros celeiros de geração e desenvolvimento de idéias inovadoras, especialmente ligadas à tecnologia de ponta. Muitas das empresas que estão dentro das incubadoras ou já receberam aportes de *Angels* ou estão

negociando com algum. Claro, que existem mais empresas interessadas em receber aportes dessa natureza do que pessoas dispostas a financiar. No entanto, já existem no Brasil *fund managers* que trabalham essencialmente com fundos voltados para o investimento anjo e/ou o chamado *Seed Money*.

O *Seed Money*, ou capital semente, é muito parecido com o capital anjo, mas em linhas gerais, trabalham com aportes financeiros um pouco superiores. No geral, ambos financiam empresas muito pequenas, muitas vezes em estágio **pré-operacional**, quando a empresa ainda não possui sede social, nem CNPJ, nem funcionários, nem faturamento. Possuem apenas uma idéia e promessas de ganho. Outras, podem até já ter iniciado suas operações, mas ainda estão engatinhando em termos de faturamento e consolidação do mercado (*start-ups*).

É comum na hora de desinvestir, isto é, de vender a sua participação e realizar os lucros da operação, o investidor de risco de um estágio passar a sua participação para outro investidor de um estágio seguinte, por exemplo: uma empresa que começou com *seed money* é vendida uma parte para um *venture capitalist*, que após o ciclo de investimento e maturação, acaba sendo vendida para um fundo de *private equity*. E depois? O que pode ocorrer com a empresa? Uma saída comum para investidores de risco do tipo *private equity* ou passarem sua participação para outro fundo de PE, ou vender sua participação de volta para os empreendedores ou, aquilo que é escopo deste nosso trabalho: a realização do *IPO* (Oferta Pública Inicial).

1.2.4 Agregação de valor, mudanças na gestão e maturação do investimento

Gestoras que investem via capital de risco, geralmente, querem exercer algum tipo de controle sobre a administração e gestão do negócio, e obviamente, sobre as atividades de planejamento estratégico da empresa. Poucas são as gestoras que se comprometem apenas com o capital. Geralmente, usam isso inclusive como argumento para convencer os empreendedores a aceitarem a divisão das responsabilidades de gestão, argumentando que o capital de risco tem muito mais a agregar além de pura e simplesmente o dinheiro. Experiência na área financeira, de planejamento, de geração de valor, de *turnaround*, além de ampla rede de relacionamento com outros *stakeholders*, são argumentos utilizados para que a gestora interfira de maneira positiva na condução associada do negócio.

“Vários trabalhos¹ descrevem essa faceta da atividade de PE/VC nos Estados Unidos, onde os gestores participam do conselho de administração, ajudam na definição de estratégias de negócios, provêem conhecimento sobre a indústria na qual o investimento se insere, ajudam a estruturar operações com fornecedores, clientes e bancos e até se envolvem na contratação de empregados em posições-shave. Além disso, cumprem um papel certificador nas empresas investidas, dando conforto para que certos clientes adquiram seus produtos e/ou serviços, bancos forneçam crédito, etc”. (RIBEIRO & CARVALHO, p. 89, 2006)

Efetivamente, as gestoras de recursos de fundos de capital de risco têm muito além do capital para oferecer ao negócio. Além das vantagens citadas acima, há dois elementos fundamentais de agregação de valor que elas trazem para o centro de discussão nas empresas: a **profissionalização da gestão** e a implementação de um modelo de **governança corporativa**. Ambas conduzem as empresas para um nível de amadurecimento competitivo, e as qualificam como melhores candidatas a ingressarem no mercado de capitais nacional e/ou internacional.

Quando uma empresa de capital fechado decide abrir seu capital, decide na realidade abrir as portas de seu negócio para centenas ou milhares de novos sócios. Cada novo sócio (adquirente de uma ação) passa a ter direito à informação de qualidade, fidedigna, transparente, e equânime para todos do mercado. Estes são os princípios básicos de uma boa governança corporativa, que não se aprendem/praticam da noite para o dia. Os fundos preparam a empresa para essa mudança, criando uma estrutura de governança corporativa adequada ao mercado de capitais.

1.2.5 Estratégias de Saída (*Exit*)

Um investimento em *Private Equity* só se justifica se houver alguma opção para que em um determinado horizonte de tempo – 3, 5 ou 7 anos, por exemplo – se faça o desinvestimento, isto é, a venda da participação do fundo investidor. Os ganhos esperados pelos fundos de capital de risco são basicamente de duas ordens: 1. dividendos; 2. ganhos de capital. Os dois estão intrinsecamente ligados, uma vez que à medida que a empresa cresce - objetivo central

¹ “As referências básicas são: William Sahlman (1990) The structure and governance of venture capital organization, *Journal of Financial Economics*, 27, p. 473-521 e Paul Gompers e Josh Lerner (2001) The venture capital revolution, *Journal of Economics Perspective*, v. 15 (2), p. 145-168”.

do investidor de risco -, a tendência é aumentar seus lucros (e dividendos) e seu *valuation* (valor da empresa), embora isso nem sempre seja verdade.

É possível também fazer um *trade-off* entre a distribuição de lucros por dividendos e os ganhos de capital. A distribuição de dividendos representa ganhos de curto prazo, uma vez que os lucros gerados pelo negócio são distribuídos aos acionistas/quotistas, e portanto, saem da esfera de poder da empresa. Ao invés de distribuir seus lucros, a empresa poderia fazer sua reinversão para fomentar/acelerar o crescimento da empresa. Isso, possivelmente, se traduziria em um maior *valuation* da empresa, uma vez que ela geraria maiores projeções de receitas e lucros futuros, e caso isso se confirme, a empresa teria um valor superior quando fosse vendida posteriormente. Essa opção representaria mais ganhos de capital para o investidor.

Por isso, diferentes estratégias de remuneração podem ser usadas pelos investidores de risco. Podem optar por distribuir menos dividendos por um período para gerar mais capacidade de investimento pelo próprio negócio, para então realizar lucros maiores no momento de saída. Ou, pode-se optar por maiores distribuições de dividendo com vistas a gerar rentabilidade recorrente para os aplicadores.

Seja qual for a estratégia usada durante o período de investimento, a saída do mesmo representa importantes ganhos para o investidor. E existem diferentes maneiras de se fazer essa saída. Em países onde o mercado de capitais é bastante desenvolvido, como EUA, Japão e Inglaterra, a preferência geral dos capitalistas de risco é um *IPO* (*Initial Public Offering*). Por essa modalidade de saída do investimento, faz-se uma oferta secundária no mercado, e os ganhos de capital, geralmente, são bastante atraentes e desejáveis. No entanto, essa nem sempre pode ser a melhor estratégia de saída.

Ribeiro e Almeida (2005), fizeram um estudo empírico abordando este tema no Brasil, em um artigo inovador e de grande valor. Assim como suas conclusões.

“Os resultados apontam para um setor com comportamento altamente planejador que, em geral, adota a estratégia de saída por venda estratégica (trade-sale). Ao contrário do que se imagina, a preferência pela venda estratégica não se deve, apenas, à percepção de falta de oportunidade de oferta de ações em bolsa (Initial Public Offering – IPO), mas denota a compatibilidade dessa com características do mercado local”. (RIBEIRO & ALMEIDA, p. 55, 2005)

Os autores escreveram o artigo em 2003, quando o *boom* de *IPOs* no Brasil ainda não tinha ocorrido. Nesse momento, de fato, as possibilidades de saída por abertura de capital eram limitadas no Brasil. Cenário completamente distinto de um ano como 2007, quando ocorrem 64 *IPOs* na bolsa, sendo que 39 (56%) foram ofertas secundárias e/ou mistas. Sem dúvidas, o mercado brasileiro de capitais se desenvolveu muito de 2003 para os dias atuais.

Existem, basicamente, 5 (cinco) mecanismos de saída para os investimentos de *private equity*. O primeiro, já comentamos acima e é objeto de estudo deste trabalho, é o *IPO*. Por esta modalidade, o investidor oferece publicamente as ações, e os interessados, podem facilmente adquirir uma parcela da sociedade e passar também a serem investidores da empresa. O intermediário neste caso, obviamente, é a bolsa de valores (no Brasil, a Bovespa).

Outro mecanismo de saída bastante utilizado, é o chamado *trade-sale*, ou, venda estratégica. O *trade-sale* se consiste em oferecer a participação acionária para um comprador estratégico, que pode ser uma empresa concorrente do mesmo segmento (consolidação horizontal), fornecedora ou compradora da mesma cadeia produtiva (verticalização para o comprador), um grupo empresarial com atividades complementares ou mesmo uma empresa maior de qualquer segmento que tenha capacidade de investimento e queira diversificar seu *portfolio*. Em qualquer um dos casos, o *trade-sale* busca criar sinergias entre a empresa compradora e aquela que está sendo vendida, de modo que possa alavancar ainda mais o crescimento do empreendimento. Como o fundo de investimento de risco que está vendendo sua participação num *trade-sale* não possui a totalidade das ações da empresa, e possui, portanto, outros sócios (principalmente os fundadores e empreendedores), essas vendas estratégicas geralmente são feitas de comum acordo entre os sócios que estão saindo do negócio e aqueles que continuam com participação. Caso contrário, conflitos societários poderiam surgir com muita força e ruir os negócios da empresa. Essa não é uma opção desejada por ninguém envolvido nesse tipo de transação.

Uma terceira forma de realizar o *exit* do negócio, seria a venda da participação para outro investidor de risco, chamado por *Secondary Sale*. Esse movimento é comum, particularmente, quando a empresa em questão precisa de novo ciclo de investimentos, muitas vezes maior do que o ciclo anterior, e o fundo de capital de risco ou já deseja realizar seus lucros ou não possui o perfil para financiar este novo ciclo. É o caso, por exemplo, quando um fundo de *venture capital* participa de uma empresa, que concretizou seu crescimento após certo tempo, e

agora precisa investir novamente para continuar seu crescimento, mas desta vez, com um porte bem maior, dado seu nível de faturamento já estabelecido. O fundo de *venture capital* pode avaliar que já é hora de sair do empreendimento, dado a boa rentabilidade alcançada e o nível de investimentos necessários adiante. Nesta posição, pode optar por vender sua participação para um outro fundo, desta vez um fundo maior, de *private equity*, que tenha capacidade financeira de realizar esses novos investimentos e tenha um novo ponto de *start* temporal para o retorno de suas aplicações. Os mesmos movimentos podem acontecer na venda da participação de um *Angel Investor* ou Capital Semente (*Seed Money*) para um fundo de *venture capital* ou *private equity*, o que também geralmente garantem um bom ganho de capital para o investidor.

O quarto mecanismo de saída para o capital de risco é a recompra da participação por parte dos empreendedores e/ou demais gestores, chamado por *buyback*. Essa opção pode também se mostrar viável, mas ocorre principalmente nos casos em que os investimentos não foram bem-sucedidos e a empresa não conseguiu crescer aquilo que se esperava, gerando frustração por parte dos investidores de risco. Caso contrário, o valor a ser pago pode ser bastante superior à capacidade de compra por parte dos empreendedores. Segundo Ribeiro e Almeida (2005), essas transações não são comuns no Brasil, dado que geralmente o capital para a recompra é levantado por endividamento dos empreendedores, o que num ambiente de altas taxas de juros como a economia brasileira, inviabilizam sobremaneira tal forma de saída.

A quinta é última maneira de realizar a saída, e última porque realmente não é desejada, é a liquidação dos ativos, chamado também como *write-off*. Nesses casos, a empresa é descontinuada e o empreendimento é desfeito. Esse é um mecanismo para salvar pelo menos uma parte do capital empregado.

Ribeiro e Almeida (2005) fizeram um estudo empírico bastante interessante para observar os mecanismos de saída dos fundos de capital de risco no Brasil. Em seu trabalho, realizaram uma pesquisa com 18 empresas de capital de risco, uma amostra representativa do setor para a época. Através de um questionário objetivo, traçaram o perfil dos gestores do ponto de vista de tempo de atuação no país, origem dos recursos e principal opção de saída (desinvestimento). Os resultados que mais nos interessam neste tópico específico, são os referentes às opções de saída.

Segundo tal estudo, de acordo com a amostra e na época em que foi escrito – 2003 – 61% dos gestores preferiam a saída por *trade-sale*, e 39% por *IPO*. A princípio, dado pesquisas

semelhantes em outros países, esperar-se-ia resultados opostos, isto é, uma predominância da preferência pelo *IPO*, “esse dado é o oposto do que se observa na Suécia, onde Isaksson (1998) aponta preferência pelo *IPO* em 61% dos casos” (RIBEIRO & ALMEIDA, 2005). No entanto, este não foi o resultado observado, e o *trade-sale* foi apontado como a opção preferida. Quais seriam as razões para esse fato? Os próprios gestores respondentes do questionário revelaram os motivos, dos quais se destacam a obtenção de prêmio por sinergia, a relativa agilidade no processo de saída, além de ser mais adequado para operações com empresas de menor porte, cuja entrada na bolsa poderia ainda representar custos demasiados. Outra razão também citada é o fato do *trade-sale* representar ainda menor risco e menos suscetível à volatilidade típica do mercado de capitais (RIBEIRO & ALMEIDA, 2005).

Acrescentaria ainda o fato de nessa época, o mercado bursátil brasileiro não era tão desenvolvido como é nos dias de hoje, o que limitava em certa medida a saída por *IPO*. Essa situação parece ter se modificado nos dias atuais, após uma verdadeira onda de aberturas de capital que vivemos no período 2004-2007. Segundo afirmação de Marcus Regueira (presidente na época da ABVCap - Associação Brasileira de *Venture Capital* e *Private Equity*), na revista internacional FTSE Global Markets de novembro de 2006, “13 dos 20 *IPOs* no mercado brasileiro desde o início de 2005 contaram com participação de *venture capital* ou *private equity* em algum estágio” (FTSE Global Market, 2006, p.36). Realizar o mesmo estudo que Ribeiro e Almeida (2005) fizeram em 2003 seria objeto de pesquisa interessante para efeitos comparativos e captar melhor as mudanças pelas quais a indústria de *private equity* passou nesses anos recentes.

De qualquer maneira, o *trade-sale* é uma opção interessante para os fundos de capital de risco independente das possibilidades de fazer um *IPO*. Prova disso, é que “mesmo nos EUA, onde a bolsa de valores é desenvolvida, 24% dos VCs declararam preferência absoluta pelo *trade-sale*, revelando que o mecanismo tem suas vantagens mesmo onde o *IPO* é viável” (RIBEIRO & ALMEIDA, 2005). Hoje, no Brasil, como já comentando, o *IPO* também é uma opção extremamente factível, no entanto, o *trade-sale* continua sendo uma importante porta de saída para os fundos de capital de risco, independente de hoje ser ou não a saída preferida (o que só poderia ser revelado com uma nova pesquisa).

CAPÍTULO 2

ENTENDENDO O CAPITAL DE RISCO E O MERCADO DE CAPITAIS

2.1 Breve História do Capital de Risco no Brasil

Segundo Lerner (2000), o surgimento do capital de risco no mundo data de meados do século XX, nos EUA, como uma forma de aumentar a remuneração dos detentores de capital e reduzir os riscos para os empreendedores. Disseminou-se para outros países (Europa e Japão) como uma alternativa de viabilizar determinados projetos de investimento (LERNER, 2000).

No Brasil, o termo Capital de Risco ainda é pouco conhecido no mundo acadêmico e empresarial. Mas, essa história está mudando. Os anos 1990 foram fundamentais para essa mudança na história. Segundo a Monitor Group (MONITOR, 2007), consultoria internacional que realizou um estudo específico para a ABVCap – Associação Brasileira de *Venture Capital* e *Private Equity* –, em 1994 haviam apenas 8 fundos de investimento de Capital de Risco no Brasil, que saltaram para 45 no início dos anos 2000. Em 2004, segundo o 1º Censo Brasileiro Sobre a Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*, realizado pela FGV – Fundação Getúlio Vargas, haviam cerca de 102 fundos dessa natureza, através de 70 gestores, que juntos somam geriam US\$ 5,5 bilhões (CARVALHO & RIBEIRO, 2007). E quais as razões para esse salto ao longo dos anos 1990? Segundo a Monitor Group, três elementos principais contribuíram para essa expansão: 1. o Plano Real, que trouxe maior estabilidade para a economia; 2. as privatizações, que foram o foco dos investimentos no período inicial; 3. o fenômeno das “pontocom”, que também geraram no Brasil oportunidades de investimentos com altos retornos, vindo a reboque do que acontecia nos EUA no mesmo período.

Os primeiros investimentos mais relevantes de capital de risco da década de 1990 foram realizados por **bancos de investimentos** nacionais, privados e públicos, em especial o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), seguido por **fundos de pensão nacionais** (como a PETROS e Previ, fundos de pensão da Petrobras e Banco do Brasil, respectivamente) e **fundos internacionais**. As maiores oportunidades do ponto de vista do investidor de risco estavam, a princípio, nas privatizações que o Brasil promovia nesse período. O cenário econômico da época (estabilização da moeda e da inflação) tornou o ambiente de negócios atrativo para os investidores de *private equity*, que elegeram este veículo como

adequado para investimentos nas privatizações. Companhias como Brasil Telecom (na época Tele Centro-Sul), Tele Amazônia e Telemig Celular foram alvo de aportes internacionais de *private equity* nesse período (FTSE Global Markets, 2006, p. 38).

Segundo a Monitor Group, apesar desse impulso nos anos noventa, entre 1999 e 2004 a indústria de Capital de Risco esfriou. Grande parte dos investimentos mais visados já haviam sido realizados, e o momento do ciclo era de maturação desses investimentos. Concomitantemente, ocorreram alguns fatos nacionais e internacionais que elevaram o nível de incerteza em relação à economia, aumentando a aversão ao risco dos investidores nacionais e internacionais. Foi nesse período também que estourou a bolha das “pontocom” nos EUA, que era um símbolo internacional de sucesso dos *venture capitalists*, e, por conseguinte, elemento inspirador para todo o mundo desse modelo de investimento.

Quando a bolha estourou, conduzindo vários fundos a pesados prejuízos financeiros, que observaram seus investimentos (realizados *ex-ante*) não se transformando em receitas e lucros, e que muito do que ocorrera não passava de ilusão e promessas não-realizadas, toda a indústria de capital de risco no mundo acendeu um sinal amarelo. Exigia-se dos gestores dos fundos muito mais cautela e rigidez na hora de selecionar o destino dos recursos dos aplicadores. Erros cometidos na bolha das “pontocom” não poderiam mais ser admitidos. O capital que era de risco, já não estava mais disposto a correr tanto risco assim.

Outros fatos ocorreram no período. A Argentina, em 2002, declarou *default* internacional, e portanto, não havia solvência cambial para suas dívidas internacionais. Obviamente, isso é tudo o que o investidor estrangeiro não deseja. As possibilidades de desinvestimento e realização dos seus lucros ficam extremamente limitadas, ou mesmo, impossibilitadas. E investidores só investem se possuem meios de desinvestir e retornar seu capital (acrescido dos lucros) para seu país de origem. A moratória Argentina limitava (pelo menos temporariamente) esse retorno, e o contágio sobre essa percepção extra de risco nas demais economias emergentes, e especialmente as latino-americanas, foi inevitável. O risco soberano ganhou renovada importância no período.

Do ponto de vista nacional, a desvalorização cambial de 1999 também teve peso relevante na decisão de investimento internacional do tipo de capital de risco. Afinal, a partir do momento que um fundo estrangeiro investe no Brasil, seus ativos passam a ser denominados em reais (R\$), e se o Real perde valor em relação ao dólar, todos os ativos denominados em reais se

desvalorizam. Eram necessários gerar muito mais reais para converter a mesma quantia de dólar, e portanto, aqueles investimentos realizados ou em vistas de serem realizados, deveriam gerar muito mais caixa para o investimento (denominado em dólar) passar a valer a pena. Em outras palavras, a remessa de lucros ao exterior ficava mais cara para as empresas aqui instaladas.

Somado a esse caldeirão de acontecimentos, a crise energética em 2001 e as eleições presidenciais de 2002 também contribuíram para aumentar a percepção de risco por parte dos investidores, principalmente, os internacionais. Nesse cenário nebuloso de *default* argentino, desvalorização cambial (que quase foi um *default* brasileiro), crise energética e ainda a possível eleição de um partido até então considerado como de ideologia “estatizante”, a intenção de investimentos via capital de risco no Brasil recebeu um verdadeiro banho de água fria. Vale ainda ressaltar que, nesse período, a Ásia apresentava oportunidades de investimento e crescimento muito mais atraentes do que a conturbada América Latina, direcionando o interesse dos capitais de risco globais para esses mercados (FTSE Global Markets, 2006, p. 36).

Mas, as páginas viraram e um novo cenário começou a se formar a partir do final de 2003 e início de 2004, e desta vez, extremamente favorável ao retorno do interesse pelos investimentos de PE/VC (*Private Equity e Venture Capital*). A percepção de risco em relação ao Brasil começou a cair, e junto com ela, as taxas de juros da economia e o risco-país. Aprimoramentos institucionais haviam sido promovidos nos últimos 10 anos, na legislação sobre o setor de PE/VC (Instrução CVM nº209/94 – Fundos Mútuos de Empresas Emergentes – e Instrução CVM nº391/03 – Fundos de Investimento em Participações), sobre as práticas de governança corporativa nas empresas, sobre os órgãos e instituições envolvidas no processo de investimento e desinvestimento (CVM e Bovespa, fundamentalmente), além do próprio entendimento sobre a matéria por parte dos empresários, que passaram a se interessar e a buscar mais esse tipo de *funding* para suas empresas.

Tudo isso renovou os interesses dos investidores locais e internacionais pelos investimentos em participações societárias (capital de risco). Houve ainda o início do movimento que sinalizava como uma grande promessa de realização de lucros dos investidores de risco: o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro e o aquecimento das ofertas públicas iniciais (*IPOs*), que começaram a se configurar como uma importante e viável porta de saída para os investimentos de PE/VC no Brasil.

Em 2004 os primeiros *IPOs* da nova onda de abertura de capitais foram feitos. Natura (cosméticos), GOL (aviação civil), ALL (logística e transportes), CPFL Energia (energia elétrica), Grendene (calçados), DASA (saúde) e Porto Seguro (seguros) abriram seu capital na bolsa ao longo de 2004. Dessas 7 (sete) empresas, 5 (cinco) receberam investimentos por pelo menos um fundo de capital de risco *ex-ante* abertura de capital. Esse fenômeno, indiscutivelmente, reanimou o apetite dos investidores.

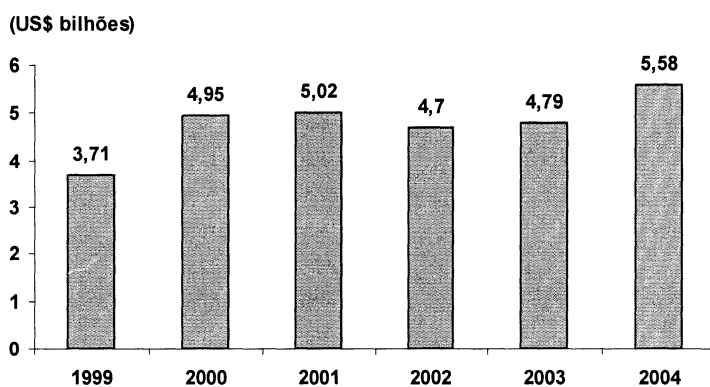
Foi então a partir de 2004 que se inaugurou segundo a Monitor Group uma nova fase de expansão da indústria de PE/VC, que dura até os dias atuais, com um grande número de transações sendo feitas e altos volumes de investimento sendo realizados. Esse fenômeno se confirma com os dados da consultoria PricewaterhouseCoopers (PricewaterhouseCoopers, 2008) que apresentaremos mais adiante neste capítulo, referentes ao número de transações de fusões e aquisições dos últimos três anos que contaram com participação de algum fundo de *Private Equity* ou *Venture Capital*.

2.2 A radiografia atual da Indústria de *Private Equity* no Brasil²

A indústria de *Private Equity* (ou Capital de Risco, que aqui estamos usando como sinônimos) no Brasil, contava no final de 2004 com 71 gestoras de recursos, que administravam 97 veículos de investimento (ou fundos de investimentos), somando cerca de US\$ 5,58 bilhões em capital comprometido³ (RIBEIRO & CARVALHO, 2007). No *portfólio* dessas gestoras, estavam 306 empresas distintas. Como uma mesma empresa pode receber aportes de diferentes gestoras/veículos de investimento (co-investimentos), essas mesmas 306 empresas representavam 357 negócios (*deals*).

Abaixo, nos Gráficos 2.1 e 2.2, apresentamos a evolução do capital comprometido² no Brasil entre 1999 e 2004 e o volume de novos comprometimentos anuais, respectivamente, com o número de novos veículos de investimento:

Gráfico 2.1 – Evolução do Capital Comprometido

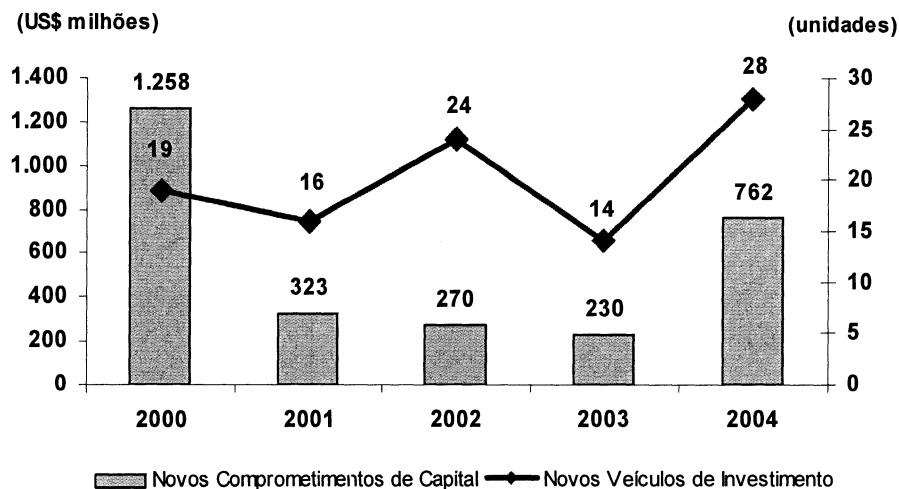


Fonte: 1º Censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital* (RIBEIRO & CARVALHO, 2005)

² O 1º Censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital* foi realizado pelo GVcepe (Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da EAESP/FGV), através dos professores Antonio Gledson de Carvalho, Leonardo de Lima Ribeiro e Cláudio Vilar Furtado. Tal levantamento foi feito em dezembro de 2004, através de dois amplos questionários, um direcionado para os gestores de recursos e outro direcionado para as empresas investidas, que se traduziram em um compêndio de informações sobre a indústria de PE/VC no Brasil. Por isso, nesta seção, quando utilizarmos a expressão “atualmente”, referimo-nos ao período de tal levantamento (dez/2004), salvo caso indicado ao contrário. O 2º Censo já está em andamento, também pelo GVcepe, e deverá ser publicado em 2008/09, com informações mais recentes do que as atualmente disponíveis.

³ Capital comprometido = Capital já aportado em empresas + Capital disponível nos fundos para aportes futuros

Gráfico 2.2 – Novos Comprometimentos de Capital na Indústria e Novos Veículos de Investimento



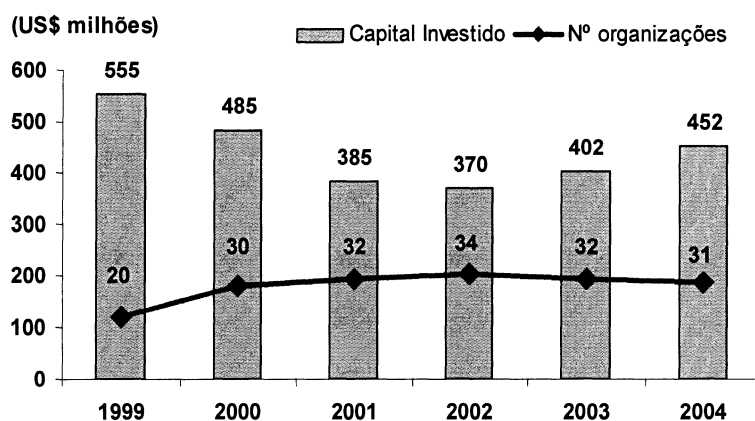
Fonte: 1º Censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital* (RIBEIRO & CARVALHO, 2005)

Observamos que o ano de 2000 representou grande incremento de capital comprometido, e a partir daí, até 2004, houve incrementos apenas marginais, com a indústria mantendo-se praticamente estagnada. Essa informação confirma o “esfriamento” do capital de risco no período, citado no início deste capítulo. O ciclo de aumento do capital comprometido deverá ser verificado após 2004 (inclusive), onde novos fatores internos e externos contribuíram para o recrudescimento do interesse dos investidores por essa aplicação no Brasil. No entanto, será necessário aguardar um 2º Censo Brasileiro de PE/VC para confirmar e quantificar em termos de intensidade este movimento (vide nota 1 da página anterior).

Abaixo, no Gráfico 2.3, apresentamos os dados referentes ao montante financeiro aportado anualmente em empresas por fundos de capital de risco, e o número de organizações gestoras (*fund managers*) responsáveis por esses aportes. O que se verifica é uma relativa estabilidade em termos de número de organizações realizando aportes durante todo o período abordado, ao redor de 30, enquanto houve uma redução no capital total aportado entre os anos de 1999 a 2002, e a retomada dos investimentos a partir de 2003. Como houve, de um lado, estabilidade no número de gestoras realizando aportes e do outro, queda do montante total investido, auferimos redução do aporte médio por *deal*, que em 1999 indicava US\$ 27,75 milhões por *fund manager*, enquanto que em 2002 apontava para US\$ 10,9 milhões. Isso indica que os

investidores buscaram nesse período empresas de menor porte, tipicamente classificadas como de *Venture Capital*.

Gráfico 2.3 – Capital Investido Anualmente pelo Total de Organizações Gestoras



Fonte: 1º Censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital* (RIBEIRO & CARVALHO, 2005)

Em termos de estágio das empresas que receberam aportes de capital, não estão disponíveis os dados anuais, mas sim, os dados que consolidam as 306 empresas mantidas no *portfólio* das gestoras. A tabela 2.1 e o gráfico 2.4 abaixo apresentam os dados. Observamos forte interesse por 5 estágios específicos: *Seed Money*, *Start-up*, empresas em momento de forte expansão (*Expansion*), empresas em estágio mais avançado/consolidada (*Later Stage*), e os chamados *PIPEs* (*Private Investment in Public Equity*). Os demais estágios ainda são pouco procurados no Brasil para investimentos de capital de risco, como os investimentos para *management buyout*, *bridge finance* e *turnarounds*.

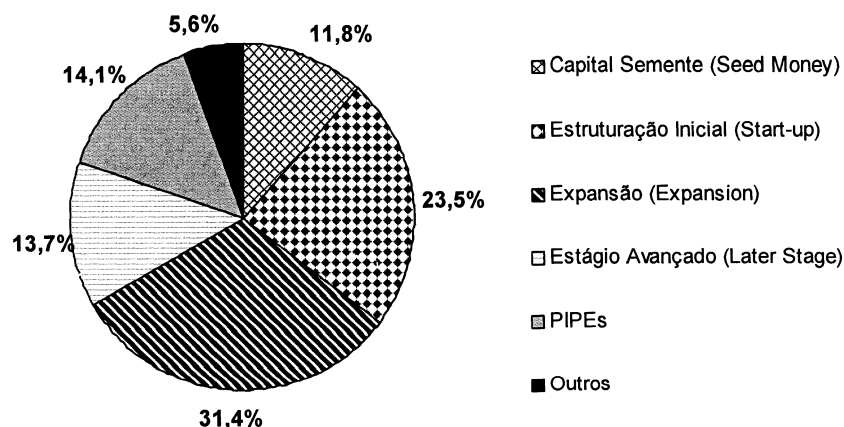
Tabela 2.1 – Estágio das Empresas que receberam Aportes de Capital de Risco

Estágio das Empresas	QTD Empresas Investidas	(%)
Capital Semente (<i>Seed Money</i>)	36	11,8%
Estruturação Inicial (<i>Start-up</i>)	72	23,5%
Expansão (<i>Expansion</i>)	96	31,4%
Estágio Avançado (<i>Later Stage</i>)	42	13,7%
Financiamento para Aquisição (<i>Acquisition finance</i>)	5	1,6%
Tomada de controle p/ executivos (<i>Management buyout</i>)	3	1,0%
Capital pré-emissão (<i>Bridge finance</i>)	1	0,3%
Recuperação empresarial (<i>Turnaround</i>)	6	2,0%
Mezanino	2	0,7%
PIPEs	43	14,1%
Total	306	100,0%

Fonte: 1º Censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital* (RIBEIRO & CARVALHO, 2005)

Em linhas gerais, podemos concluir que há um interesse razoavelmente equilibrado por empresas de pequeno, médio e grande porte, tendendo ligeiramente mais para as duas primeiras. Na realidade, isso dependerá também da classificação adotada para determinar o porte da empresa. Empresas que receberam investimentos na fase classificada como de “Expansão”, por exemplo, que são o maior grupo (31,4%), podem ser consideradas tanto empresas médias como grandes, dependendo da classificação adotada em relação ao nível de faturamento anual, para subdividir este grupo.

Gráfico 2.4 – Estágio das Empresas que receberam Aportes de Capital de Risco



Fonte: 1º Censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital* (RIBEIRO & CARVALHO, 2005)

Vale ressaltar que há um forte interesse por empresas em estágios iniciais (*Seed Money* e/ou *Start-up*), que representam 35,3% do *portfólio* total. Estas empresas geralmente estão ligadas à tecnologia de ponta (*softwares*, *hardwares*, biotecnologia, eletrônica, telecomunicações, etc), e os seus ativos valiosos são intangíveis, como uma idéia, uma tecnologia desenvolvida (patente), uma parceira tecnológica ou simplesmente o conhecimento específico dos empreendedores. São negócios de alto risco, e por isso, alvo de muitos fundos de capital de risco.

Do outro lado, vale também ressaltar a importância de negócios mais consolidados, como as empresas em expansão, em estágio avançado (*later stage*) e PIPEs (empresas que são listadas em bolsa). Nessas empresas o nível de faturamento pode ser bastante elevado, especialmente nas duas últimas. Para as empresas em expansão e em estágio avançado, o *IPO* pode ser considerado como uma realidade concreta de saída (desinvestimento), enquanto que para as empresas de estágios anteriores, a saída por esse mecanismo é muito mais limitada.

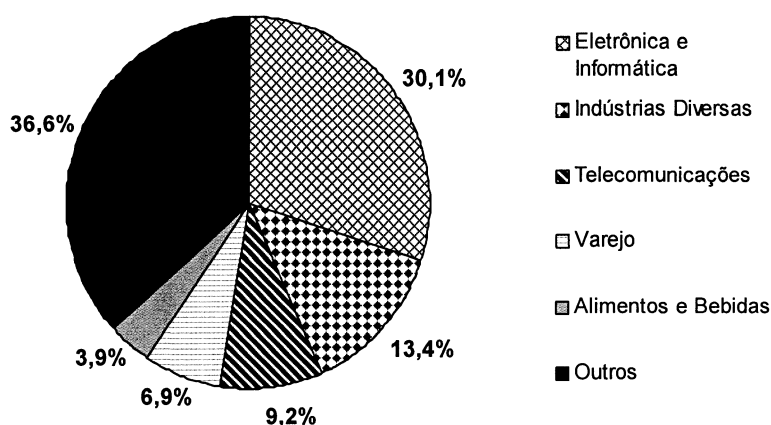
Verificando os setores de atuação que mais atraíram a atenção dos investidores, identifica-se primeiro o setor de “Eletrônica e informática”, que incluem *hardwares* e *softwares*, com presença predominante de mais de 30% da carteira dos investimentos. Em seguida, observa-se uma importância significativa de “Indústrias diversas”, que incluem siderúrgicas, fabricantes de máquinas e equipamentos, indústrias de base, automação industrial, química, móveis, etc. No terceiro grupo principal de aplicação dos recursos, estão as empresas de “Telecomunicações”, que podem incluir desde grandes empresas de telefonia fixa e móvel, até pequenas empresas que desenvolvem sistemas e tecnologias para o setor.

Apesar de existir uma relativa predominância de alguns setores da economia em relação aos demais, o que mais se destaca nessa análise é a enorme variedade de negócios que receberam aportes, induzindo à conclusão de que, a princípio, qualquer ramo de atuação poderia ser alvo de aportes de empresas de PE/VC. O fundamental para atrair esses recursos é possuir um excelente plano de negócios e um enorme potencial de ganhos e crescimento no prazo de 3 a 7 anos.

Tabela 2.2 – Distribuição por Setor de Atuação das Empresas

Setor de Atuação	QTD Empresas Investidas	(%)
Eletrônica e Informática	92	30,1%
Indústrias Diversas	41	13,4%
Telecomunicações	28	9,2%
Varejo	21	6,9%
Alimentos e Bebidas	12	3,9%
Outros	112	36,6%
Total	306	100,0%

Gráfico 2.5 – Distribuição por Setor de Atuação das Empresas



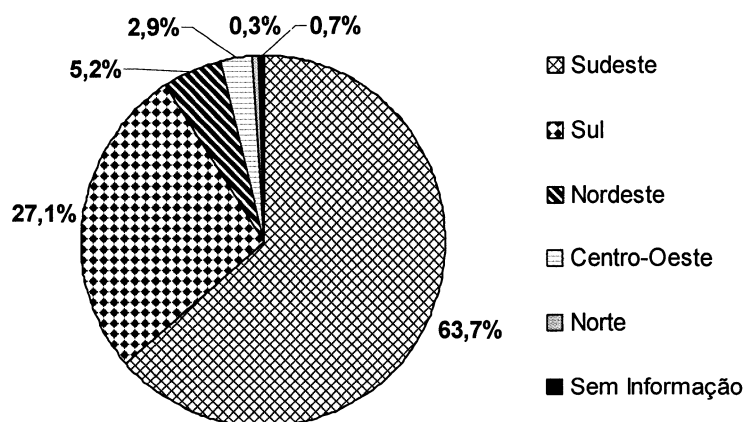
Fonte: 1º Censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital* (RIBEIRO & CARVALHO, 2005)

Em termos de distribuição geográfica observa-se uma enorme concentração regional, primeiro na região Sudeste (63,7% das empresas) e em segundo na região Sul (27,1%). Juntas, essas duas regiões representam mais de 90% do total das empresas que receberam aportes financeiros via fundos de Capital de Risco.

Tabela 2.3 – Distribuição por Região Geográfica

Região	QTD Empresas Investidas	(%)
Sudeste	195	63,7%
Sul	83	27,1%
Nordeste	16	5,2%
Centro-Oeste	9	2,9%
Norte	1	0,3%
Sem Informação	2	0,7%
Total	306	100,0%

Gráfico 2.6 – Distribuição por Região Geográfica



Fonte: 1º Censo Brasileiro de *Private Equity e Venture Capital* (RIBEIRO & CARVALHO, 2005)

Finalmente, analisando a indústria de PE/VC sob a ótica dos mecanismos de saída, obteremos conclusões interessantes. Esta análise foi feita no artigo publicado na revista RAUSP (RIBEIRO & ALMEIDA, 2005), e apresentada no primeiro capítulo deste trabalho. A principal conclusão de Ribeiro e Almeida (2005) é que o *trade-sale* foi até 2004 a principal porta de saída dos investidores de risco, não por falta de oportunidade de realizar abertura de capital na bolsa, mas sim por se revelar como um mecanismo de saída bastante eficiente e rentável, aderente às características e interesses do mercado local.

Observando os dados, vemos que houve entre 1999 e 2004 um equilíbrio entre os mecanismos de saída, com exceção ao *IPO*, que foi praticamente ausente no período, sendo que

entre 1999 e 2003 não houve nenhum desinvestimento por esse meio, somente em 2004 que ele aparece, e com bastante relevância, especialmente para as saídas parciais dos negócios.

É curioso observar que 25% dos negócios terminaram em *write-off*, i.e., em dissolução do negócio e venda dos ativos. Em outras palavras, isso significou fracasso da operação, tendo em vista que o *write-off* costuma ser a última opção dos investidores, quando o presente e o futuro da empresa revelam baixos ganhos ou até mesmo prejuízo. A princípio pode-se considerar esta porcentagem bastante elevada, mas na realidade, nas operações de capital de risco é esperada uma taxa de insucesso elevada, devido ao alto risco que os negócios realizados envolvem. O mote do mercado é “acertar 1 empresa, para mais que compensar o prejuízo de outras 10”. A taxa de fracasso não parece ser assim tão elevada como indicaria esse lema, mas percebemos que ela é de fato, alta.

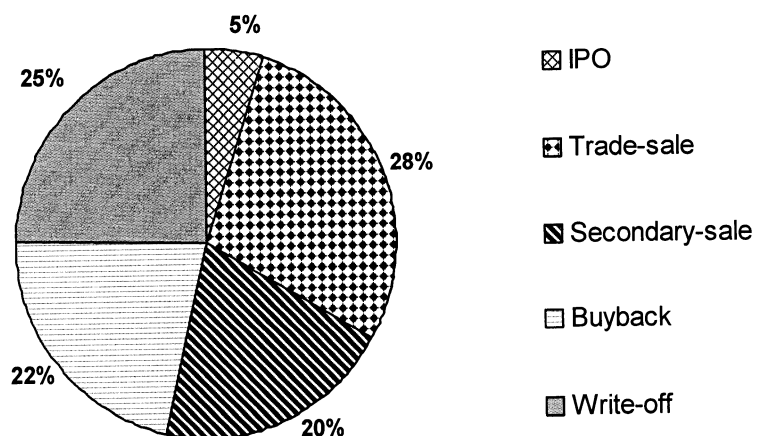
A saída por *buyback* também teve importância significativa para os investimentos de risco no Brasil neste período. Representaram 22% do total de *exits* nos 6 anos em questão.

Tabela 2.4 – Mecanismos de Saída (*Exits*)

Mecanismos de Saída	Ano						Total	(%)
	1999	2000	2001	2002	2003	2004		
Saídas Totais de Negócios								
IPO	-	-	-	-	-	2	2	1,1%
Trade-sale	4	13	8	6	6	15	52	28,4%
Secondary-sale	-	16	1	1	4	2	24	13,1%
Buyback	3	1	8	3	9	8	32	17,5%
Write-off	-	3	20	15	3	4	45	24,6%
Total	7	33	37	25	22	31	155	84,7%
Saídas Parciais de Negócios								
IPO	-	-	-	-	-	7	7	3,8%
Secondary-sale	1	2	4	3	1	2	13	7,1%
Buyback	-	1	2	2	1	2	8	4,4%
Total	1	3	6	5	2	11	28	15,3%
Total Geral	8	36	43	30	24	42	183	100,0%

Fonte: 1º Censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital* (RIBEIRO & CARVALHO, 2005)

Gráfico 2.7 – Mecanismos de Saída (*Exits*)*



Fonte: 1º Censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital* (RIBEIRO & CARVALHO, 2005)

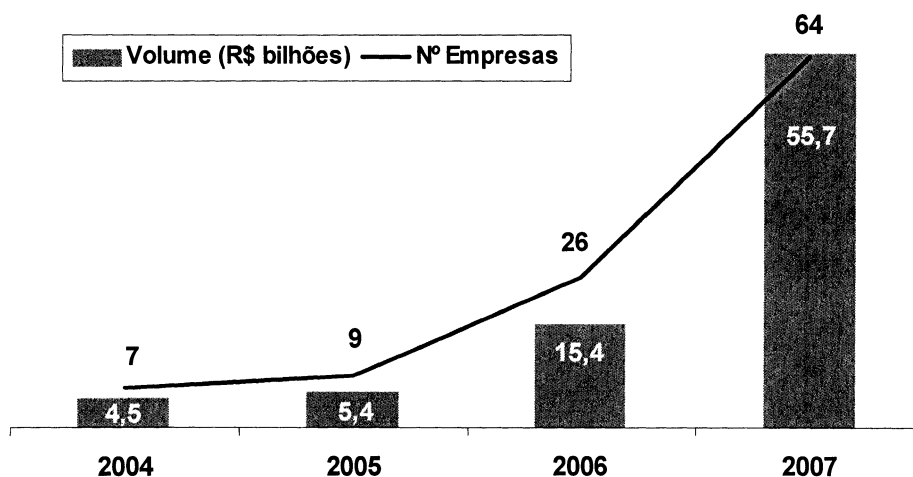
* incluem saídas totais e parciais

CAPÍTULO 3

PANORAMA RECENTE DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL E INTERAÇÃO COM O CAPITAL DE RISCO

Abaixo, no Gráfico 1, temos a evolução do número de empresas que listaram-se na Bovespa no período de 2004 a 2007, e o volume de recursos que suas ofertas públicas movimentaram:

Gráfico 1 – Número de Empresas e Volume (R\$ bilhões) movimentado nas novas aberturas de capital na Bovespa (2004 a 2007)



Fonte: BOVESPA

É notável o crescimento das ofertas públicas nos últimos 4 anos, que saltaram de 7 novas listagens em 2004, para 64 em 2007. Um recorde histórico. O volume de recursos movimentado por essas ofertas também aumentou surpreendentemente, passando de R\$ 4,5 bilhões em 2004 para R\$ 55,7 bilhões em 2007. Este é o chamado *boom* recente de *IPOs* no Brasil.

Entre as 106 ofertas públicas de ações (de 2004 a 2007), é possível classificá-las e subdividi-las entre as ofertas primárias, secundárias ou mistas.

Oferta Pública Primária é aquela em que a empresa aumenta o seu capital social, através da emissão de novas ações, que serão ofertadas publicamente numa bolsa de valores, e

poderão ser adquiridas por qualquer pessoa física e /ou jurídica (bancos, fundos de investimento, fundos de pensão, etc.). Neste tipo de oferta de ações o capital arrecadado vai para o caixa da companhia, que utilizará o dinheiro - em tese - da maneira planejada e anunciada em seu prospecto.

Na **Oferta Pública Secundária**, ocorre uma destinação diferente dos recursos. A oferta pública em questão trata-se de venda de ações já existentes no capital social da companhia, e portanto, já existem proprietários destas ações, que são denominados na Oferta como “acionistas vendedores”. O “bolso” dos acionistas vendedores será o destino dos recursos da oferta pública, e não mais o caixa da companhia. É exatamente desta maneira que muitos fundos de investimento de Capital de Risco fazem para recuperar o capital investido na empresa: vendendo suas ações na oferta pública. Este mecanismo é utilizado por outros agentes também, como fundadores das companhias, sócios minoritários, majoritários, ou qualquer outra pessoa física e/ou jurídica que tenha participação no capital social da companhia em questão.

No caso da **Oferta Mista**, há uma mescla desses dois tipos de ofertas, isto é, há emissão de novas ações (aumentando o capital social da companhia) e venda de ações já existentes, trocando apenas de mãos a propriedade do negócio.

Segue abaixo o quadro com o número de cada tipo de oferta nas listagens ocorridas entre 2004 e 2007 na Bovespa:

É possível constatar que a grande maioria das ofertas públicas recentes foram feitas através de Ofertas Mistas (59,4%), e portanto, houve participação de Oferta Primária e Oferta Secundária. Outros 31,1% foram de apenas Ofertas Primárias, e os restantes 9,4% consistiram apenas em Ofertas Secundárias de ações.

Tabela 1 – N° de Ofertas Primárias, Secundárias e Mistas (2004 a 2007)

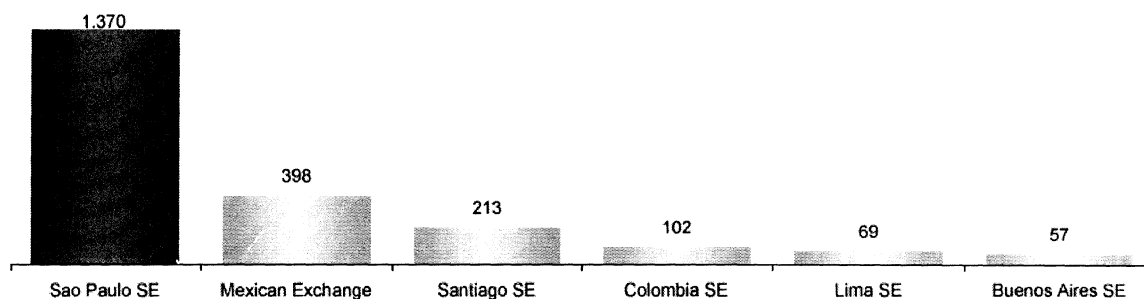
Tipo de Oferta	Total	(%)
Mista	63	59,4%
Primária	33	31,1%
Secundária	10	9,4%
Total geral	106	100,0%

Fonte: BOVESPA

O mercado bursátil brasileiro vive um momento especial na sua consolidação como o principal mercado da América Latina. A Bolsa de Valores onde são negociados os valores mobiliários das empresas brasileiras, a Bovespa, demonstra uma vitalidade bastante superior a dos demais países vizinhos ao Brasil. Basta olhar para a capitalização de mercado – que mostra o valor de mercado de todas as empresas listadas – da Bovespa com as demais bolsas latino-

americanas. Veremos que as companhias brasileiras com ações negociadas publicamente, ao final de 2007, somavam valor de mercado de US\$ 1.370 bilhões, enquanto que a bolsa mexicana (2ª colocada) somava aproximadamente US\$ 396 bilhões, ou seja, quase ¼ da capitalização da bolsa brasileira.

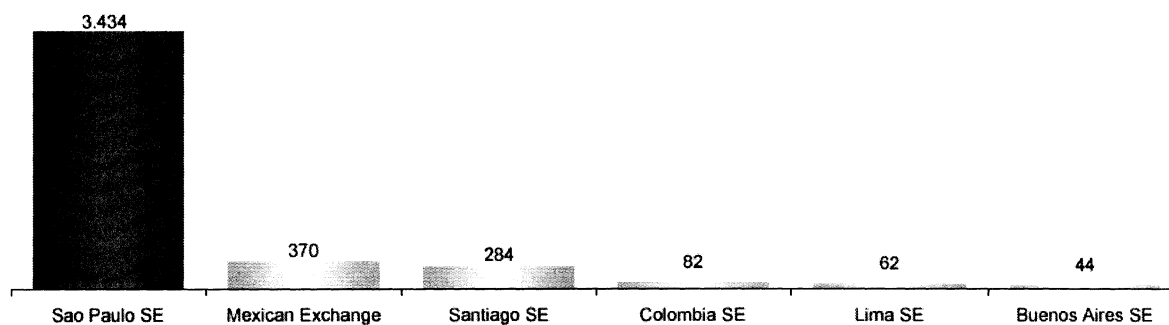
Gráfico 2 – Capitalização de Mercado (em US\$ bilhões) – Bolsas Latino-Americanas dezembro/2007



Fonte: Boletim Informativo Bovespa nº 116 – ano 7 – fev/2008

A média diária de negociação da Bovespa também se destaca em relação a todas as outras bolsas latino-americanas. Enquanto aqui o giro financeiro diário no mês de dezembro de 2007 foi de US\$3,43 bilhões, no México não passou de US\$ 0,37 bilhões.

Gráfico 3 – Média Diária de Negociação (em US\$ milhões) – Bolsas Latino-Americanas – dezembro/2007

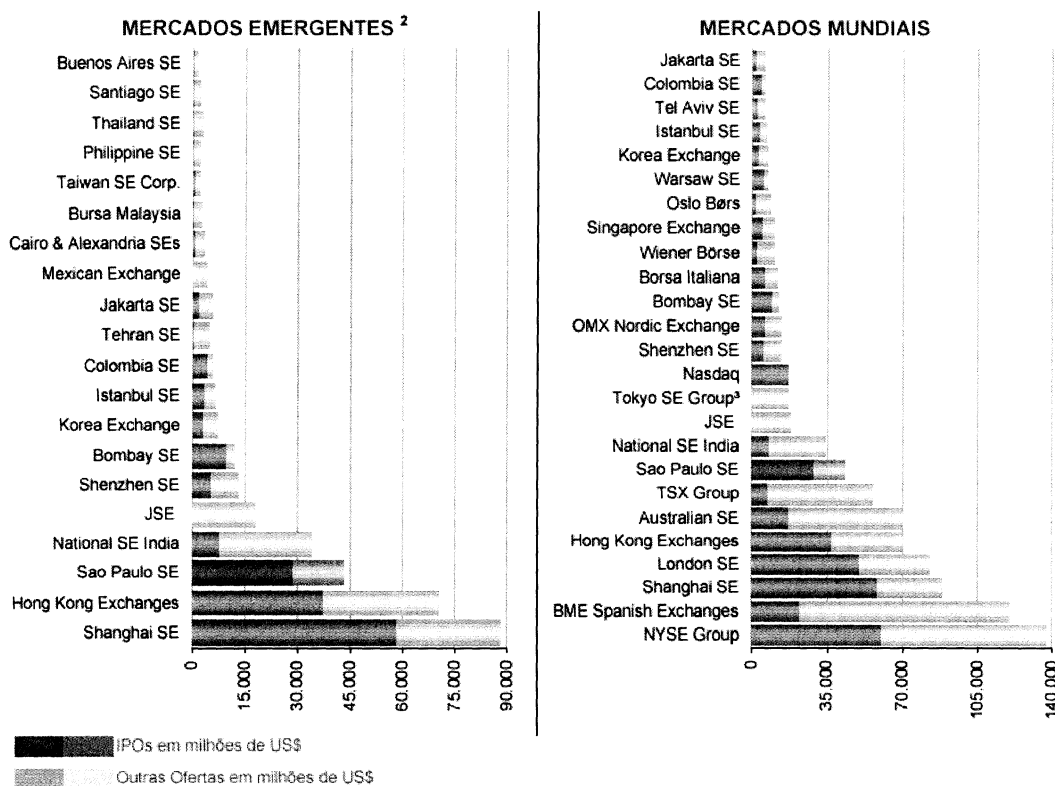


Fonte: Boletim Informativo Bovespa nº 116 – ano 7 – fev/2008

Mas o Brasil vem se destacando nos últimos anos não apenas na América Latina, mas em todo o mundo, e em especial, entre os países em desenvolvimento. Em 2007, o volume de recursos levantados nas Ofertas Públicas de ações, incluindo aqui *IPOs* e demais Ofertas

Primárias e Secundárias, somou quase US\$ 45 bilhões (aproximadamente R\$ 80 bilhões). Entre os mercados emergentes, ficou atrás apenas das bolsas de Honk Kong e Shangai (China). Quando comparada ao mundo, a Bovespa foi uma das mais importantes captadoras de recursos, ficando atrás de bolsas tradicionais como NYSE (EUA) e Londres (Inglaterra), mas na frente de outras bolsas relevantes, como NASDAQ (EUA) e Tokyo (Japão).

Gráfico 4 – Captações por meio de Ações em 2007 (em US\$ milhões)



Fonte: Boletim Informativo Bovespa nº 116 – Ano 7 – fev/2008

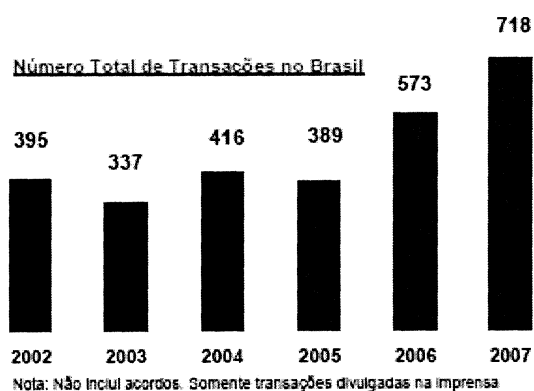
Algumas das empresas que estão fazendo parte dessa história de fortalecimento e consolidação do mercado de capitais no Brasil, dado principalmente através da abertura de capital na bolsa, são empresas que contaram primeiro com o investimento de um fundo de Capital de Risco. Alguns desses casos se tornaram notáveis e conhecidos, como das empresas Gol (aviação civil), Natura (cosméticos) e Submarino (internet), verdadeiros símbolos de sucesso de investimento via Capital de Risco e que estimularam o surgimento de outros *cases* semelhantes.

3.1 Processo de consolidação das empresas brasileiras e a inserção do Capital de Risco

Vale ainda comentar neste capítulo que as empresas brasileiras estão vivendo nos últimos anos um ciclo de consolidação, em setores variados, com respectiva elevação do número de operações de fusões e aquisições, que criam empresas mais robustas e competitivas nacional e internacionalmente. Hoje, já não é tão raro observar uma empresa nacional adquirindo outras no exterior, expandindo suas atividades para outras regiões. Petrobras, Vale (antiga CVRD), Gerdau e Itaú são exemplos de empresas que estão se consolidando, inclusive no exterior.

Segundo a consultoria PricewaterhouseCoopers, que monitora regularmente o mercado de fusões e aquisições no Brasil, 2007 foi um ano de recorde histórico, com 718 transações no total (divulgadas na imprensa), e um crescimento de 25% em relação a 2006. É um crescimento acelerado, considerando que no mundo a média foi de 10% de aumento no número de transações (PricewaterhouseCoopers, 2008).

**Gráfico 5 – Nº de Fusões e Aquisições
(divulgadas na imprensa)**

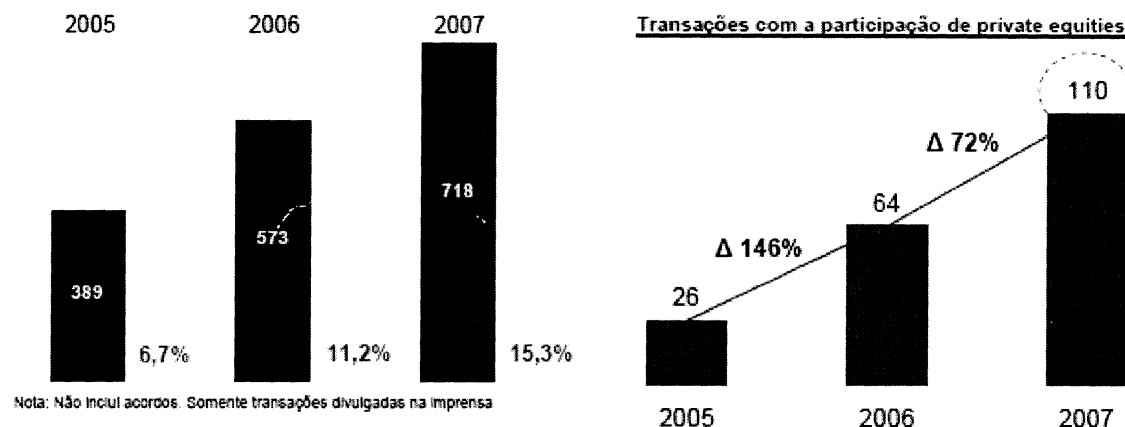


Fonte: PricewaterhouseCoopers

Esse dado é ainda mais interessante quando observamos que essas recentes transações de fusões e aquisições ocorreram em diversos setores, como construção civil, alimentos, bancos, shopping centers, informática e outros. No final dos anos 1990 e início dos anos 2000, havia uma predominância excessiva de consolidação no setor de tecnologia/internet (PricewaterhouseCoopers, 2008).

Dentro dessas operações de fusões e aquisições (F&A), há um subconjunto de transações que foram realizadas com recursos provenientes de fundos de investimento de Capital de Risco. Pelos dados da consultoria, o crescimento de participação desses fundos nas operações foi ainda mais acelerado que o conjunto total a qual pertence, o que evidencia um interesse maior desses fundos (nacionais e/ou internacionais) nas oportunidades de crescimento e consolidação das empresas brasileiras.

Gráfico 6 – Nº de transações com participação de *Private Equity* divulgados na imprensa



Fonte: PricewaterhouseCoopers

Das 718 transações de F&A realizadas no Brasil em 2007, 110 ocorreram com participação de fundos *Private Equity*, seja esta participação direta (compra de uma empresa através do capital do próprio fundo) ou indireta (compra de uma empresa através de uma empresa já investida pelo fundo). Isto representa 15,3% do total de transações, um recorde também, e um crescimento de aproximadamente 72% em relação a 2006 e de 323% em relação a 2005. Parte dessas empresas que contaram com os recursos dos fundos de capital de risco para fomentar seu processo de consolidação e rápido crescimento, poderão ser responsáveis no médio e longo prazo por novas aberturas de capital na bolsa.

3.2. Participação do Capital de Risco nos IPOs

O *IPO* (*Initial Public Offering*) é uma das portas de saída preferidas dos investidores de Capital de Risco (HARMOM, 2000), sejam eles de *Private Equity* (PE) ou *Venture Capital* (VC). Fazer o *IPO* de uma empresa que recebeu aporte de capital de risco é como atingir o objetivo máximo, o símbolo do sucesso do empreendimento, e claro, a que potencialmente oferece maior taxa de retorno para os fundos de investimento. Sendo assim, o *IPO* é extremamente importante para os fundos de Capital de Risco. Mas a pergunta que se faz é da ordem inversa: será que os fundos de Capital de Risco são importantes para a Bolsa de Valores no Brasil? Será que esses fundos são parte da explicação do recente *boom* de IPOs?

Para responder essas perguntas, levantamos as informações referentes à composição acionária das empresas que abriram seu capital no período de 2004 a 2007 no Brasil, através dos prospectos públicos disponíveis na CVM (Comissão de Valores Mobiliários: www.cvm.gov.br). Os dados foram tabulados abaixo, com o objetivo de identificar as empresas que possuíam na época da oferta pública de ações acionistas que se caracterizam como fundos de capital de risco. Através desta informação é possível dimensionar, em partes, a importância que esses fundos tiveram no total de ofertas públicas realizadas recentemente.

O resultado encontrado foi que das 106 ofertas públicas do período analisado, 36 empresas possuíam como acionista um ou mais fundos de capital de risco, ou seja, 34% do total. O montante das ofertas realizadas por estas empresas foram de R\$ 26,7 bilhões, enquanto que o somatório de todas as ofertas foi de R\$ 81,0 bilhões, representando portanto, 33% do volume ofertado.

No conjunto estudado, os fundos de capital de risco possuíam participações bastante diferentes, desde participações individuais muito pequenas, como o Mesirow Capital Partners, que detinha apenas 0,5% do capital social da Springs Global S/A, como participações individuais bastante relevantes, como o fundo Brasil Energia I da GP Investimentos, que detinha 91,5% do capital social da Companhia Equatorial Energia S/A. Mas, de maneira geral, o que se observa é uma participação dos fundos de PE/VC que variam entre 10% a 60% do capital social das Companhias, com exceções fora desse intervalo.

Abaixo, seguem as tabelas com as empresas que realizaram o IPO entre 2004 e 2007:

2007									
Empresa	Oferta	Volume (R\$ milhões)	Investidores do tipo PE/VC	% PE total ⁽¹⁾	Acionista Vendedor ⁽²⁾	Venda integral ⁽²⁾	Qtd ações p/ venda ⁽²⁾	Preço ação	Volume Venda (R\$) ⁽²⁾
Tempo Part	Mista	420	GP Investimentos (Private Equity Partners A LLC; Private Equity Partners B LLC)	31,7%	não				
MPX Energia	Primária	2.035							
BMF	Secundária	5.984	GA Private Equity Group	9,8%	não				
Panamericano	Primária	700							
Laep	Primária	508							
Helbor	Primária	252							
Amil	Mista	1.401							
BR Brokers	Mista	699							
Bovespa Hld	Secundária	6.626							
Agrenco	Primária	666							
Marisa	Primária	506							
SEB	Mista	413							
Tenda	Primária	603	Modal I Fundo de Inv. em Participações	8,0%	não				
Trisul	Primária	330							
BicBanco	Mista	822							
Sul America	Primária	775							
Satipel	Mista	413	Fundo de Inv em Partic. Indl	10,0%	sim	sim	9.205.630	R\$ 13,00	R\$ 119.673.190,00
Cosan Ltd**	Primária	275							
Estacio Part	Mista	447							
Multiplan	Mista	925	1700480 Ontario Inc	30,0%	sim	não	4.374.086	R\$ 25,00	R\$ 109.352.150,00
General Shopping	Primária	287							
Providencia	Primária	469	BSSF II; AIG Brasil Equity II; ASAS; FIP CA; Boreal FIP; GGPARG; Governança e Gestão; Banco Espírito Santo; Espírito Santo Capital	100,0%	não				
Banco ABC Brasil	Mista	609							
Springs	Mista	656	Acionistas Heartland; Acionistas Mesirow; Acionistas AIG	18,7%	sim	não	2.400.000	R\$ 19,00	R\$ 45.600.000,00
Triunfo Part	Mista	513							
Açúcar Guarani	Primária	666							
Kroton	Mista	479							
Patagonia**	Mista	76							
Minerva	Mista	444							
Invest Tur	Primária	945							

2007									
Empresa	Oferta	Volume (R\$ milhões)	Investidores do tipo PE/VC	% PE total ⁽¹⁾	Acionista Vendedor ⁽²⁾	Venda integral ⁽²⁾	Qtd ações p/ venda ⁽²⁾	Preço ação	Volume Venda (R\$) ⁽²⁾
MRV	Mista	1.193	Autonomy Capital Fund	16,7%	não				
Redecard	Mista	4.643							
Banco Indusval	Mista	253							
Tegma	Mista	604							
Marfrig	Mista	1.021							
Banco Daycoval	Mista	1.092							
Banco Cruzeiro Sul	Mista	574							
EZTec	Primária	542							
Log-In	Mista	848							
SLC Agrícola	Mista	490							
Paraná Banco	Primária	529							
Inpar S/A	Primária	756							
CR2	Primária	308	Tiebold Assets LLC	33,0%	não				
Tarpon	Primária	444							
Sofisa	Mista	505							
Wilson Sons	Mista	706							
Cremer	Mista	552	Merril Lynch Global Private Equity Fund; Merrill Lynch Ventures	81,1% ⁽³⁾	sim	não	não é possível saber a % de venda dos fundos de		
Agra Incorporadora	Mista	786							
Bematech	Mista	407	Brasil 21 - Fundo Mútuo de Invest. em Empresas Emergentes	18,0%	sim	não	2.070.000	R\$ 15,00	R\$ 31.050.000,00
Metalfrio	Mista	453							
JHSF Part	Primária	432							
Fert. Heringer	Mista	350	BSSF Fertilizer	20,6%	sim	não	6.411.327	R\$ 17,00	R\$ 108.992.559,00
BR Malls Par	Primária	657	Grupo GP Investments (Private Equity Partners A; Private Equity Partners B); Equity International (EI Brazil Investments)	55,0%	não				
Even	Primária	460	FIP Genoa	41,2%	não				
Banco Pine	Mista	517							
JBS	Mista	1.617							
Anhanguera Edu.	Mista	512	Educational Investments LLP	10,0%	sim	não	não é possível saber a % de venda dos fundos de		
GVT Holding	Primária	1.076							
Sao Martinho	Mista	424							
Iguatemi	Primária	549	Previ (Caixa de Previdência do Banco do Brasil)	12,1% ⁽⁴⁾	emissão de debêntures				
Tecnisa	Mista	791							
CC Des Imob.	Mista	522							
Rodobens	Primária	449							
PDG Realt	Mista	648	FIP PDG I	99,9%	sim	não	15.000.000	R\$ 14,00	R\$ 210.000.000,00

2006									
Empresa	Oferta	Volume (R\$ milhões)	Investidores do tipo PEVC	% PE total ⁽¹⁾	Acionista Vendedor ⁽²⁾	Venda integral ⁽²⁾	Qtd ações p/ venda ⁽²⁾	Preço ação	Volume Venda (R\$) ⁽²⁾
Dufrybras	Secundária	850	Advent (Menifer; Balditur; Garyling; Hasdery)	19,3%	sim	sim	12.550.165	R\$ 26,84	R\$ 336.846.428,60
Lopes Brasil	Secundária	475							
Positivo Inf	Mista	604							
Odontoprev	Mista	522	Fundo TMG (Mariscal; FMO)	62,3%	sim	não	7.832.320	R\$ 28,00	R\$ 219.304.960,00
Brasil Ecodiesel	Primária	379							
Terna Part	Mista	627							
Profarma	Mista	401							
Brascan Residencial	Mista	1.188							
M.Dias Branco	Secundária	411							
Santos Brasil	Mista	933	RK Exclusivo FIA; Opportunity Fund	36,7%	sim	não	366.667 ⁽⁵⁾	R\$ 23,00	R\$ 8.433.341,00
Klabin Segall	Mista	527							
Medial Saude	Mista	742							
Abyara	Primária	164							
MMX Miner	Primária	1.119							
Datasul	Mista	317							
GP Invest	Primária	706							
Lupatech	Mista	453	GP Tecnologia; BNDESPAR	45,1%	sim	não	7.251.943	R\$ 22,00	R\$ 159.542.746,00
BrasilAgro	Primária	583	Tarpon	9,8%	não				
CSU CardSyst	Mista	341	Advent International	26,0%	sim	não	8.751.420 ⁽⁶⁾	R\$ 18,00	R\$ 157.525.560,00
Abnote	Secundária	480							
Equatorial Energia	Mista	540	GP Investimentos (Brasil Energia I; Tordezilhas)	97,0%	sim	não	18.613.813 ⁽⁵⁾	R\$ 14,50	R\$ 269.900.288,50
Totvs	Mista	460	BNDESPAR	16,7%	sim	não	938.017	R\$ 32,00	R\$ 30.016.544,00
Company	Mista	282							
Gafisa	Mista	927	EIP Brazil Holdgins; Brazil Development Equity Investments; Oppenheimer Funds; Marsico Capital Management; Emerging Markets Capital Investments; EI Fund II Brasil	56,9%	sim	não	17.735.300	R\$ 26,00	R\$ 461.117.800,00
Copasa	Primária	813							
Vivax	Mista	529	HTI	45,1%	sim	-	13.600.000 ⁽⁵⁾	R\$ 24,50	R\$ 333.200.000,00

2005									
Empresa	Oferta	Volume (R\$ milhões)	Investidores do tipo PE/VC	% PE total ⁽¹⁾	Acionista Vendedor ⁽²⁾	Venda integral ⁽²⁾	Qtd ações p/ venda ⁽²⁾	Preço ação	Volume Venda (R\$) ⁽²⁾
UOL	Mista	625	Latintech; Globalvest Investment Fund ⁽⁷⁾	.. ⁽⁷⁾					
Cosan	Primária	886							
Banco Nossa Caixa	Secundária	954							
OHL Brasil	Mista	496							
Energias do Brasil	Mista	1.185							
TAM S/A	Mista	548	Brasil Private Equity FIP; Latin America Capital Partners II; Brazilian Equity Investment III; Latin America Capital Partners PIV; Brazilian Equity	52,4% ⁽⁸⁾	sim	não	4.800.210 ⁽⁸⁾	R\$ 18,00	R\$ 86.403.780,00
Localiza	Secundária	265	CSFB Private Equity (MBPIL Brazil)	32,8%	sim	sim	20.480.000	R\$ 11,50	R\$ 235.520.000,00
Submarino	Mista	473	GP Investimentos; TH Lee Putnam	71,5%	sim	não	11.150.070 ⁽⁹⁾	R\$ 21,62	R\$ 241.064.513,40
Renar	Primária	16							
2004									
Empresa	Oferta	Volume (R\$ milhões)	Investidores do tipo PE/VC	% PE total ⁽¹⁾	Acionista Vendedor ⁽²⁾	Venda integral ⁽²⁾	Qtd ações p/ venda ⁽²⁾	Preço ação	Volume Venda (R\$) ⁽²⁾
Porto Seguro	Mista	377							
DASA	Mista	437	JP Morgan Partners; Outros	21,6%	sim	não	9.735.439	R\$ 20,00	R\$ 194.708.780,00
Grendene	Secundária	617							
CPFL Energia	Mista	821	BNDESPAR; Previ; Outros Fundos de Pensão	55,6%	sim	não	4.328.402	R\$ 17,22	R\$ 74.535.082,44
ALL Amer Lat	Mista	588	GP Investimentos; CSFB; Electra; GEF						
Gol	Mista	878	AIG Capital Partners (BSSF Air Holdings)	35,5% ⁽⁸⁾	sim	não	10.900.000	R\$ 26,57	R\$ 289.613.000,00
Natura	Secundária	768	BNDESPAR	2,5%	sim	sim	2.172.550	R\$ 36,50	R\$ 79.298.075,00
(1) Soma a porcentagem dos fundos de Private Equity que detém participação acionária; considera apenas ações ordinárias (ON), salvo em caso indicado ao contrário									
(2) Sem considerar o lote suplementar de ações									
(3) Valor Estimado: Participação indireta através da Cremer Holdgins LLC, onde a Merrill Lynch Global Private Equity Fund detinha 60,83% e Merrill Lynch Ventures LP detinha 20,28% no IPO									
(4) Valor Estimado: Participação indireta através de La Fonte Participações S/A, onde detinha 17,55% das ações no IPO									
(5) Units Ofertadas									
(6) Número de ações estimadas segunda informações contidas no prospecto (p. 115)									
(7) A Latintech não detinha ações na época do Prospecto; A Globalvest detinha apenas ações preferenciais descritas no Prospecto									
(8) Ações Preferenciais									
(9) Número de ações estimadas segundo informações contidas no prospecto (p. 85)									

Algumas observações são interessantes. Em todos os anos houve participação importante de empresas que receberam aportes de fundos de PE/VC *ex-ante*, dando idéia de uma dinâmica renovável desses fundos no Brasil, capazes de investir em empresas continuamente.

A diversidade setorial das empresas também chama atenção. Setores como construção civil, indústria de transformação, energia elétrica, *software*, logística, cosméticos, cartão de crédito, saúde, etc, foram representados nos *IPOs* e com participação de acionistas de capital de risco.

Das 36 empresas identificadas, em apenas 9 os seus acionistas de PE/VC não realizaram oferta secundária no momento do *IPO*⁴. Nas demais empresas, os acionistas de PE/VC realizaram oferta secundária, vendendo suas participações para o mercado. No entanto, dessas 27 empresas que realizaram oferta secundária, apenas em 4 casos os fundos de PE/VC realizaram saída total do investimento. O restante vendeu apenas uma parcela de sua participação, permanecendo no negócio por mais tempo. Em alguns casos, a venda total só foi realizada no exercício do lote suplementar de ações, como no caso da Fertilizantes Heringer S/A, através de seu fundo de capital de risco, o BSSF Fertilizer, do Grupo AIG.

A permanência no negócio para além do *IPO* é utilizada em alguns casos como elemento estratégico para o sucesso da oferta pública. A permanência do fundo de PE/VC no negócio mesmo após o *IPO* é vista pelos investidores como um sinal de que aquele fundo, que já participa do capital social da empresa e tem vasto conhecimento da situação financeira, do mercado de atuação e da estratégia de médio e longo prazo da Companhia, acredita em uma valorização ainda maior do seu investimento, e por isso, prefere esperar mais tempo para realizar a saída (*exit*) do negócio. Funciona também como chancela de transparência da oferta para o investidor, que passa a ter maior confiança nas informações descritas no prospecto da Companhia.

Em relação a valores, constatou-se que foram objeto de oferta secundária exclusivos dos fundos de capital de risco aproximadamente R\$ 3,8 bilhões, em todo o período estudado. No entanto, esse número seria ainda maior caso contemplássemos o exercício dos lotes suplementares de ações, onde grande parte das ações desses fundos foram também colocadas à venda. E seria ainda maior, caso somássemos a participação remanescente desses fundos no capital social das Companhias após o *IPO*.

⁴ Não considerando o Exercício do Lote Suplementar de Ações, que ocorreu em algumas Oferta Públicas.

CAPÍTULO 4 - CONCLUSÃO

O capital de risco e o mercado de capitais foram e continuam sendo importantes mecanismos de financiamento para o desenvolvimento das economias mais ricas do mundo, como EUA e países da Europa Ocidental (CLARK, 1987), tanto no setor industrial como no setor de serviços.

As especificidades do modelo de financiamento via **Capital de Risco** são verdadeiros diferenciais para as empresas que buscam esse tipo de recurso (RIBEIRO, 2005), que diferentemente do modelo tradicional de financiamento via empréstimo bancário, não cobra juros, mas sim crescimento de receita, aumento de lucros e geração de caixa para os acionistas. O risco do financiamento não é sintetizado através de uma taxa sobre o montante do capital, mas pelo “sim” ou “não” dado pelo investidor, que a partir do momento da tomada de decisão de investimento, passa a compartilhar dos mesmos riscos que os empreendedores do negócio. A remuneração é eminentemente variável, e não mais a típica remuneração fixa (independente dos resultados da empresa) dos financiamentos convencionais.

O **Mercado de Capitais** segue uma linha de raciocínio semelhante ao do capital de risco, de compartilhamento de riscos entre investidores e empreendedores, se apresentando como uma robusta forma de financiar o crescimento das empresas que dele participam, além de se revelar como uma importante forma de desinvestimento para os capitalistas de risco. Por essas semelhanças e interações que o Capital de Risco e o Mercado de Capitais guardam entre si uma relação positiva para a dinamização da economia e dos investimentos.

O Brasil vive um momento de consolidação destes dois mecanismos de financiamento. Empreendedores brasileiros e importantes fundos de investimento nacionais e internacionais despertaram há alguns anos para essas recentes oportunidades, e a bolsa de valores mostra uma pujança jamais vista anteriormente.

O *IPO (Initial Public Offering)* é uma das portas de saída preferidas dos investidores de Capital de Risco (HARMOM, 2000), sejam eles de *Private Equity* ou *Venture Capital*. Fazer o *IPO* de uma empresa que recebeu aportes de capital de fundos de PE/VC é como atingir o objetivo máximo, o símbolo do sucesso do empreendimento, e claro, a que potencialmente oferece maior taxa de retorno para os fundos de investimento. Por isso que o *IPO* é extremamente importante para os fundos de Capital de Risco.

É possível também constatar que os fundos de Capital de Risco foram importantes para a Bolsa de Valores no Brasil, especialmente no período analisado. Das 106 empresas que fizeram seu primeiro lançamento de ações na bolsa entre 2004 e 2007, 36 (34%) possuíam em seu quadro de acionistas ao menos um fundo de capital de risco, que como vimos, contribui financeiramente e/ou gerencialmente para a preparação das empresas para essa abertura de capital.

Após o Brasil passar por 6 (seis) anos de gestão pública de um partido político considerado como de “esquerda”, que no início do governo alimentava receios por parte dos investidores (internacionais e nacionais) em relação à política econômica que seria adotada, o país adquiriu maior confiança no cenário internacional, e alcançou em 2008 o almejado *investment grade* das agências de *rating* internacionais⁵. Essa nota de “grau de investimento” é uma chancela para investidores globalizados mais conservadores (dotadores de enormes recursos financeiros) aplicarem ou aumentarem suas aplicações no Brasil, pois em tese, o grau de investimento é um selo de estabilidade política, econômica e social, uma garantia que o país é um porto razoavelmente seguro para investimentos financeiros de longo prazo⁶.

Com esse *rating* concedido, espera-se que no longo prazo (EXAME, 2008) haverá maior atração de recursos financeiros para o Brasil, o que poderá provocar uma valorização dos ativos financeiros brasileiros e transformar os fundos de investimentos (inclusive os de *Private Equity*) mais volumosos, e por conseguinte, mais interessados, dispostos e potencializados, a novos negócios.

Apesar no *rating* conquistado, o ano de 2008 não foi tão promissor no mercado de capitais quanto se esperava no início do ano. O cenário financeiro de profunda incerteza e aversão ao risco, associado agora à realidade de recessão na maioria dos países centrais do capitalismo, retiraram dos países emergentes quantidade substancial de recursos financeiros. O número de *IPOs* no Brasil que havia atingido a marca de 64 novas aberturas de capital e movimento de R\$ 55,7 bilhões em 2007, registrou apenas 4 novas aberturas de capital e R\$ 7,5 bilhões em 2008. Sem os recursos estrangeiros para fomentar novos *IPOs* e um ambiente de

⁵ O grau de investimento foi concedido no dia 30/04/2008 pela Standard & Poor's e em 29/05/2008 pela Fitch Ratings, duas das principais agências de *rating* internacionais.

⁶ Para mais informações sobre a metodologia das agências classificadoras de risco (agências de *rating*) acesse os sites: www.fitchratings.com e www.standardandpoors.com.

apetite ao risco pela renda variável, a bolsa de valores de São Paulo não demonstrou em 2008 a mesma força para captação de recursos das empresas e opção de *exit* para os fundos de PE/VC.

Pode-se supor que uma nova entressafra de investimentos via capital de risco ocorra no Brasil nos próximos períodos, semelhante ao período de 1999-2004 (capítulo 2), agora em função de escassez de recursos para investimentos de renda variável e incertezas acerca do futuro da economia. Entretanto, os impactos da atual crise econômico-financeira mundial ainda não estão claramente quantificados e qualificados para a economia brasileira, e portanto, ainda é cedo para afirmar se tal entressafra de fato ocorrerá. No final de 2008 a economia nacional ainda demonstra dinamismo capaz de estimular novos investimentos em setores e regiões específicas e de incentivar processos de consolidação via fusões e aquisições, que, como vimos, pode contar com participação importante dos fundos de capital de risco, o que sinaliza ainda como oportunidades de investimentos para esses fundos.

De qualquer maneira, esse fenômeno não deverá alterar no longo prazo a evolução positiva do **capital de risco** e do **mercado de capitais** no Brasil, tendo em vista o vasto caminho que ainda temos a percorrer nesses dois importantes mecanismos de financiamento das empresas, para reduzir o *gap* existente entre o Brasil e os países desenvolvidos.

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- **Boletim Informativo Bovespa**. São Paulo: BOVESPA. Nº 116. Fev/2008.
- Carvalho, A. e Ribeiro, L. de Lima. **1º Censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital***. São Paulo, 2007. FGV/SP
- CLARK, R. **Venture Capital in Britain, America and Japan**. Australia: Croom Helm, 1987. 110 p.
- Endeavor. **Guia *Endeavor* Capital de Risco**. 2004. Instituto Endeavor.
- Harmon, S. **Gravidade zero: dirigindo o capital de risco desde o primeiro estágio high-tech até a deflagração do IPO: oferta pública inicial**. Rio de Janeiro: Qualitymark, Ed. 2000. 288p.
- Latin America: Private Equity. **FTSE Global Market**. November/December 2006, p. 36-39.
- Lerner, J. **Venture Capital**. The New Palgrave Dictionary of Economics. Second Edition. Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Palgrave Macmillan, 2008.
- Lerner, J. **Venture Capital and Private Equity: a casebook**. USA: John Wiley and Sons, Inc., 2000. 539p.
- Monitor Group. **Private Equity & Venture Capital Analysis of Brazilian Industry**. 2007. Monitor Group.
- **Private Equity e Venture Capital no Brasil**. São Paulo: PricewaterhouseCoopers, 2008. 9 p.
- **Revista EXAME**. São Paulo: Editora Abril, 2008. Edição 918. Ano 42. Nº 9. 21/05/2008. 154 p.
- **Revista Update**. São Paulo. Publicação Mensal Amcham (Câmara Americana de Comércio para o Brasil). Nº 434. Edição: Janeiro, 2007.
- Ribeiro, L. de Lima. **O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital**. São Paulo: Tese Mestrado Universidade de São Paulo USP, 2005. 139 p.
- Ribeiro, L. de Lima e Almeida, M. Isnard. **Estratégia de saída em capital de risco**. Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP). São Paulo, v.40, n.1, p.55-67, jan/fev/mar 2005.