



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

RICARDO OLIVEIRA TORRES

**CAPITAL DE RISCO – MECANISMO DE MERCADO CONTRAS OS PROBLEMAS
DE ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO: ANÁLISE DA INDÚSTRIA BRASILEIRA DE
PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL**

**SALVADOR
2009**

RICARDO OLIVEIRA TORRES

**CAPITAL DE RISCO – MECANISMO DE MERCADO CONTRAS OS PROBLEMAS
DE ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO: ANÁLISE DA INDÚSTRIA BRASILEIRA DE
PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL**

Trabalho de conclusão de curso apresentado no curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Bouzid Izerrougene

**SALVADOR
2009**

Ficha catalográfica elaborada por Joana Barbosa Guedes CRB 5-707

T693	<p>Torres, Ricardo Oliveira</p> <p>Capital de Risco – mecanismo de mercado contras os problemas Assimetria de informação: análise da indústria brasileira de private equity e venture capital / Ricardo Oliveira Torres. – Salvador, 2009.</p> <p>67 f. il.</p> <p>Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Economia) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal da Bahia.</p> <p>Orientador: Prof^a. Dr^a. Bouzid Izerrougene.</p> <p>1. Capital de Risco. 2. Private Equity. 3. Venture Capital 4. Financiamento. I. Torres, Ricardo Oliveira. II. Izerrougene, Bouzid. III. Título</p> <p>CDD – 332.10981</p>
------	--

Dedico esse trabalho a minha mãe e maior professora, muito sábia. Sempre soube que a educação é o melhor investimento.

AGRADECIMENTOS

Agradecer é dizer obrigado. Palavra mágica! Aos que ajudaram: muito obrigado.

Obrigado a todos que fizeram parte da construção desse trabalho e da minha conquista.

Agradeço muito a meus pais e meu irmão Rafael, minha querida família. Especialmente a minha mãe Eneide e meu Pai Elisio responsáveis pelo meu sucesso. Abdicaram de tudo para me dar o necessário, o suficiente e o mais que suficiente. Obrigado também pelo mimo e pelo amor. A meu irmão Rafael, grande parceiro de brincadeiras e risadas na infância. Que eu sirva de espelho.

Agradeço muito minha queridíssima avó Ana Oliveira e a minha super tia Tina. Donas das minhas mais agradáveis memórias.

A meus irmãos Celso e Magno, mesmo com a distância, pessoas admiráveis. Cada um com seu jeito. Cada um com sua influência. A meu avô Zezito Torres, paladino da família e dos bons costumes. Minha madrinha Janira pelo carinho.

Aos grandes mestres da Faculdade de Economia da UFBA. Obrigado pelo conhecimento e pelo compartilhamento das experiências. Agradeço especialmente Prof. Hamilton Jr. pelas oportunidades e por me fazer muito mais inteligente e ao Prof. Ihering Alcoforado muito dedicado. O grande Prof. Bouzid Izerrougene, merece também um agradecimento especial. Sempre disposto a ajudar e a ouvir. Orientador e amigo. Mais amigo.

Aos participantes da Banca: Prof. André e Marcelo F. do Banco do Nordeste.

Aos amigos que ficaram no Banco do Nordeste.

Aos colegas da Caixa Econômica Federal

Agradeço muito a todos os meus amigos de infância sempre presente.

Ao pessoal da Faculdade de Economia, principais motivadores: obrigado por não me deixar desanimar. Lembranças dos sofridos dias de muito intelecto e das alegres conversas com muitas risadas. Um grande abraço para os meus caros colegas economistas: Diogo Valente, “Luizinho” Gonzaga, Luiz Alberto - “Netinho”, Vitor Silvany, Rodrigo Dória, Victor Dias – “Deli”, Vinicius Mendes, Ricardo Jewkis e Paula Sousa.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Capital Comprometido por ano de criação (safra) dos veículos (US\$ Milhões)	29
Tabela 2 - Origem das Organizações	30
Tabela 3 – Critérios dos veículos para aprovação dos investimentos	37
Tabela 4 – Critérios dos veículos para aprovação dos investimentos	38
Tabela 5 – Taxa de administração	39
Tabela 6 – Câmaras de arbitragem registradas	41
Tabela 7 – Seleção de projetos	42
Tabela 8 – Empresas por setor	45
Tabela 9 – Estágio das empresas investidas após primeiro aporte de PE/VC	46
Tabela 10 – Condicionantes da estruturação dos investimentos	50
Tabela 11 – Decisão de saída	51
Tabela 12 – Grau de propriedade nas empresas em portfólio	52
Tabela 13 – Utilização de comitês técnicos do conselho de administração	55

RESUMO

O objetivo deste trabalho é apresentar a Indústria Brasileira de *Private Equity* (PE) e *Venture Capital* (VC) como uma alternativa eficiente para o financiamento de empresas em um ambiente cercado de assimetrias de informação. A partir da releitura dos dados do Primeiro Censo Brasileiro desse segmento, o trabalho ressalta as características mais importantes da indústria e mostra como o ciclo de investimento de PE/VC atua na quebra das assimetrias de informação.

Palavras-chave: Private equity. Venture capital. Financiamento. Assimétricas de informação.

RICARDO OLIVEIRA TORRES

**CAPITAL DE RISCO – MECANISMO DE MERCADO CONTRAS OS PROBLEMAS
DE ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO: ANÁLISE DA INDÚSTRIA BRASILEIRA DE
PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL**

Trabalho de conclusão de curso apresentado no curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Aprovada em 29 de Junho de 2009.

Orientador: _____

Prof. Dr. Bouzid Izerrougene
Faculdade de Economia da UFBA

Prof. André Luís Mota dos Santos
Faculdade de Economia da UFBA

Marcelo Andrade Ferreira
Economista – Banco do Nordeste

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
2	REFERENCIAL TEÓRICO	11
2.1	TEORIA CLÁSSICA E NEOCLÁSSICA COMO PONTO DE PARTIDA	11
2.2	FALHAS DE MERCADO	12
2.2.1	Assimetrias de informação e seus problemas correlatos	13
2.2.1.1	Relação principal-agente	15
2.2.1.2	Risco moral	16
2.2.1.3	Seleção adversa	17
2.2.1.4	Racionamento de Crédito	18
2.2.1.5	Sinalização	19
3	A INDÚSTRIA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL	20
3.1	DEFINIÇÃO DE CAPITAL DE RISCO	20
3.2	TIPOS DE INVESTIMENTO DE CAPITAL DE RISCO	21
3.2.1	Diferenciando os termos “private equity” e “venture capital”	22
3.3	ATIVIDADES DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL	22
3.3.1	Estágios de Investimento	23
3.3.2	Composição da indústria	25
3.4	BREVE APRESENTAÇÃO DA INDÚSTRIA BRASILEIRA	28
4	O CICLO DE INVESTIMENTO E O TRATO COM A ASSIMETRIA DE FORÇA E SEUS PROBLEMAS CORRELATOS	32
4.1	CAPTAÇÃO DE RECURSOS CONTRA O PROBLEMA DA RELAÇÃO PRINCIPAL-AGENTE (INVESTIDOR – ADMINISTRADOR DOS RECURSOS)	33
4.1.1	Governança entre gestores e investidores	35
4.1.1.1	Duração dos veículos de investimento e liquidez	35
4.1.1.2	Autoridade sobre investimentos e desinvestimentos	36
4.1.1.3	Renumeração dos gestores	38
4.1.1.4	Solução de conflitos	40
4.2	SELEÇÃO DOS INVESTIMENTOS CONTRA OS PROBLEMAS DA SELEÇÃO ADVERSA E O RACIONAMENTO DE CRÉDITO	41
4.2.1	O Processo de seleção	41
4.2.2	Preferências dos investimentos	44
4.2.2.1	Setor das empresas	44
4.2.2.2	Estágio das Empresas	46
4.2.3	Enchimento de crédito	47
4.3	ESTRUTURAÇÃO E MONITORAMENTO CONTRA OS PROBLEMAS DA RELAÇÃO PRINCIPAL-AGENTE (VEÍCULOS DE INVESTIMENTO – EMPRESÁRIO)	49
4.3.1	A estruturação dos investimentos	49
4.3.1.1	Condicionantes contratuais	49
4.3.1.2	Controle da empresa	52
4.3.2	O monitoramento	53
4.3.2.1	Governança entre veículos de investimento e empresas	53

4.3.2.2	Pró-atividade dos Gestores de PE/VC	56
4.4	SAÍDA E O BENEFÍCIO DA SINALIZAÇÃO	56
4.4.1	Formas de Saída	57
4.4.2	Preparação da saída (<i>exit</i>)	58
4.4.3	Retorno sobre investimento	59
4.5	CONCLUSÕES PARCIAIS E O TRATO COM AS ASSIMETRIAS	60
5	CONCLUSÃO	63
	REFERÊNCIAS	65

1 INTRODUÇÃO

Em 2008, a crise dos *subprimes* iniciada nos Estados Unidos afetou os investimentos e a liquidez do sistema financeiro no mundo inteiro. No Brasil não foi diferente. Apesar de o ano anterior ter sido considerado como o melhor ano da história do mercado financeiro brasileiro, com destaque para o mercado de ações que lançou 67 novas empresas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), a fuga de capitais estrangeiros parece ter colocado um freio no desenvolvimento desse mercado. Porém, mesmo diante dessa conjuntura desfavorável existe um segmento do mercado de capitais que parece não ter sentido da mesma forma os efeitos da crise: a Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*. Capitalizados, os veículos de investimento desse segmento estão em busca de boas oportunidades.

Criado para realizar investimentos de risco com participação de longo prazo em empresas emergentes com grande potencial de crescimento, a indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* apresentou em Junho de 2008 (período considerado o ápice da crise) melhor performance de sua história no país. Logicamente, os efeitos da crise estão surtindo efeito também nesse segmento. Refletidos nas dificuldades de novas captações no mercado internacional e o fechamento das bolsas de valores para novas aberturas de capital. É por isso, e por outras características particulares, que a indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* merece uma análise mais detalhada.

No campo teórico, com a nova conjuntura internacional os questionamentos sobre a eficiência dos mercados se tornaram mais fortes no debate acadêmico. As políticas intervencionistas passaram a ser o assunto do momento na discussão econômica. Ao contrário dos argumentos dos defensores do livre mercado.

Apoiado em teorias keynesianas e institucionalistas, as intervenções no mercado financeiro estão sendo revistas em todo o sistema financeiro internacional na tentativa de aperfeiçoar as transações e os movimentos dos capitais na economia. Seja através do simples estabelecimento de direitos e deveres ou através da regulação ativa dos agentes, dos produtos financeiros e de suas formas de negociação. Como o mercado de capital de risco vem se desenvolvendo como uma ferramenta paralela às reformas institucionais e se mostrando uma

nova ferramenta alternativa de mercado para o financiamento empresarial, ele será objeto de estudo desse trabalho.

E é dentro desse contexto que o trabalho se propõe a apresentar a Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* como uma inovação financeira eficiente encontrada pelo mercado para financiar empresas mesmo com a existência de falhas de mercado. O objetivo secundário é mostrar passo a passo o modo como o capital de risco trata as falhas de mercado provenientes de assimetrias informacionais.

Para tanto, o trabalho fará uma releitura, principalmente, de alguns dados do “Primeiro Censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital*” realizado pioneiramente por Carvalho (2006) – equipe de pesquisadores do Centro de *Venture Capital* e de *Private Equity* (Gvcepe) da Fundação Getúlio Vargas (FGV). Atualizado parcialmente pelo Guia Gvcepe-Eandevor, elaborado em parceria da FGV com o Instituto Eandevor.

O estudo será dividido em quatro partes além desta introdução. A primeira parte trará uma revisão teórica, apresentando resumidamente uma evolução do pensamento econômico utilizando a teoria clássica e neoclássica como ponto de partida e indo até o arcabouço das assimetrias de informação e seus problemas correlatos. A segunda fará uma explanação dos conceitos de capital de risco, apresentando ao leitor o significado dos termos *Private Equity* e *Venture Capital*, a sua estrutura institucional e um breve histórico da indústria nacional. A terceira parte mostrará com detalhes o ciclo de investimento de *Private Equity* e *Venture Capital* com dados do censo brasileiro e demonstrará o seu envolvimento com os problemas originados de informações assimétricas. Por último, na conclusão, apresentar-se-á resumidamente os argumentos em defesa do papel do capital de risco.

6 REFERENCIAL TEÓRICO

6.1 TEORIA CLÁSSICA E NEOCLÁSSICA COMO PONTO DE PARTIDA

(...) o princípio central de uma economia de mercado é a cooperação através da troca voluntária. Os indivíduos cooperam entre si porque podem, desta forma, satisfazer suas necessidades de modo mais efetivo (FRIEDMAN, 1977, p.141).

Apesar da defesa do poder das escolhas individuais pelo Nobel de Economia, Milton Friedman, em pleno século XX, foram os economistas clássicos que trouxeram à tona da discussão econômica a atuação dos agentes individuais para o centro do processo, passando a caracterizar o mercado como um ambiente capaz de se regular por meios próprios (criando a imagem da “mão-invisível”). A explicação para o funcionamento do sistema econômico se dava a partir do individualismo econômico, fundamento teórico onde a ação dos agentes (racionais e maximizadores) em busca da satisfação individual conduz a sociedade ao bem comum. A partir dessa base fundamental foi construída toda uma escola econômica, onde o princípio base era a liberdade individual, tendo o mercado como um espaço ideal para a cooperação voluntária.

Usando a teoria clássica como ponto de partida, surge no século XIX a teoria neoclássica. Desafiada por novas realidades, novas interpretações e críticas, a nova escola aparece fundada em avanços matemáticos e estatísticos (instrumentos que legitimaram o novo pensamento em meio ao turbilhão revolucionário do período marcado pela Revolução Industrial e pela valorização do desenvolvimento tecnológico e das ciências exatas). Com a elaboração dos modelos matemáticos marginalistas, criados paralelamente através dos trabalhos do austríaco Karl Menger, do inglês Stanley Jevons e do francês Leon Walras, mesmo com as suas divergências metodológicas, a nova lógica liberal se tornou uma grande evolução em comparação com a teoria clássica. A principal contribuição da moderna modelagem teórica foi à incorporação da “demanda” ao processo de formação dos preços. Para tal feito, fez-se uso dos conceitos de custo e utilidade marginal, e permitiu-se a aplicação do cálculo diferencial e a visualização matemática da atuação das forças de oferta e demanda. A partir daí os neoclássicos substituíram a idéia clássica da “mão-invisível” pelo “equilíbrio de mercado”, afirmando que no mercado há um ponto de equilíbrio, ponto no qual os

fornecedores e consumidores de bens e serviços agindo de sua forma racional, maximizando suas funções de utilidade, tendem a obter o melhor resultado possível (YAZBEK, 2007).

Na teoria neoclássica para que esse “mercado perfeito” fosse enxergado e seus movimentos esquematizados foram necessários à admissão de algumas premissas básicas como a distribuição simétrica das informações, a uniformidade dos produtos e serviços, a racionalidade e a atomicidade dos agentes.

Apesar de seu perfil inovador, a teoria neoclássica mantém a base fundamental da construção do pensamento liberal - o individualismo econômico. As idéias neoclássicas dos mercados equilibrados e auto-regulados pelos agentes econômicos predominaram na discussão econômica durante quase todo o século XIX e ainda parte do século XX, mesmo com as recorrentes revisões dos postulados básicos da teoria e do reconhecimento do excessivo rigor de suas premissas. Em paralelo ou mesmo sem romper com o *mainstream* econômico, autores de cunho “institucionalista” começam a dar espaço maior para análise dos agentes em estruturas complexas como mercados e empresas¹.

6.2 FALHAS DE MERCADO

Nascida em 1919 pela publicação de “*Economics of Welfare*”, de Arthur Cecil Pigou, a análise das falhas de mercados constata que a “economia de mercado” pode apresentar falha mostrando-se ineficiente no sentido paretiano². Com o questionamento das premissas do “mercado equilibrado”, surgem novas abordagens que analisam o mercado a partir de hipóteses menos rígidas, mais reais e menos gerais. Assim, alguns problemas comuns do mercado passam a ser considerado nos estudos dos fenômenos econômicos.

¹ Para parte desses autores alinhados a esses pensamentos, os agentes agem racionalmente, com preferências estáveis, e as interações deles tendem ao equilíbrio. Assim, o pensamento teórico começa a estudar os problemas que afetam a atuação da teoria neoclássica, assumindo a existência de custos de transação, assimetrias informacionais e a ineficiência na distribuição dos direitos de propriedade de um bem. (EGGERTSSON, 1990, p. 06 *apud* YAZBEK, 2007).

² Eficiência (ótimo) de Pareto é um conceito desenvolvido pelo economista Vilfredo Pareto e significa uma situação de equilíbrio onde a situação de um agente não pode melhorar se não piorar a de outro. Este é um conceito que funciona em mercados perfeitos e que foi elaborada para ilustrar de que forma os agentes e o mercado se equalizam.

A análise das falhas de mercado nada mais é que uma tentativa de aproximação da teoria com a realidade. De forma resumida pode-se relacionar as principais falhas. Yazbek (2007) em sua tese de doutoramento lista quatro: **i) a assimetria de informação** que é o problema da distribuição não uniforme das informações entre os agentes econômicos, e que gera outras séries de problemas (foco de análise do próximo ponto); **ii) o problema do monopólio e da concentração dos mercados**, que vai de encontro ao pressuposto neoclássico da “atomização” dos agentes, ou seja, como os agentes ofertantes e demandantes se distribuem em um número, de forma, pelo seu porte, não possam, isoladamente, afetar a dinâmica do mercado determinando os preços praticados e outras condições; **iii) os problemas das externalidades**, que a rigor são todos efeitos externos, positivos ou negativos, de uma atividade produtiva, ou melhor, toda a consequência causada a terceiros fora da relação econômica; e **iv) o problema dos bens públicos ou coletivos**, aqueles envolvidos com bens que beneficiam a todos os agentes e não apenas o responsável pela sua criação³. Além destas citadas pelo pesquisador, deve ser incluído nesta lista um quinto elemento: **v) a racionalidade limitada dos agentes**, que consiste na incapacidade dos agentes de processarem ou analisarem de forma correta e uniforme, ou até em volume adequado, as informações disponíveis pelo mercado (mesmo quando distribuído de forma simétrica).

2.2.2 Assimetrias de informação e seus problemas correlatos

A informação é um aspecto fundamental dentro das relações econômicas, ainda mais em mercados concorrenciais. A existência da informação permite a adoção de estratégias pelas firmas, por exemplo. Incluem-se no grupo de dependentes das informações os consumidores, o governo e todas as outras instituições que utilizam o mercado para suprir suas necessidades e, portanto, das informações para a tomada de suas decisões estratégicas. Estes, por sua vez, são denominados genericamente como agentes econômicos.

³ Neste trabalho serão apresentados apenas os problemas da assimetria da informação e seus problemas correlatos por estarem diretamente ligados aos mercados financeiros e de capitais, causando efeitos muito famosos como o da escassez de crédito postulado por Stiglitz e Weiss (1981).

Segundo o modelo de Arrow⁴, uma das condições para que o equilíbrio competitivo dos mercados garanta a alocação ótima dos recursos é que os participantes do mercado tenham acesso e partilhem das mesmas informações, pois a informação é uma das formas mais seguras de garantir a segurança nas transações entre os agentes econômicos. Embora se presuma que por meio dos sistemas de preços a informação é distribuída de forma igualitária e uniforme, há na verdade uma série de fatores que impedem, limitam ou privilegiam a distribuição da informação. Assim a obtenção de informações no mercado pode envolver custos de transação, onerando os agentes econômicos. A partir daí nascem mercados específicos para a comercialização deste peculiar recurso, permitindo o surgimento de intermediários especializados na compra e venda de informações, como por exemplo, as empresas de contabilidade, auditoria e as agências de *rating* (YAZBEK, 2007). Convém destacar neste trabalho, que as empresas organizadoras dos investimentos de capital de risco também nascem no intuito de oferecer aos agentes superavitários em poupança investimentos relativamente mais rentáveis e mais arriscados da forma mais segura possível.

Sobre os problemas correlatos ao problema da distribuição da informação, Lima (2005) assegura que a não-existência de informações corretas e suficientes limita a capacidade dos agentes econômicos de agir de forma eficiente, sendo fonte de mau funcionamento do mercado e gerador de mal estar social. Essa ineficiência distributiva traz uma série de distorções aos mercados, não apenas por minar a presunção teórica da plena informação, base de sustentação da análise do equilíbrio de mercado, mas também pela capacidade de gerar efeitos mais concretos. Um dos grandes problemas da assimetria de informação afirmando que essa falha impõe ao mercado dificuldades na formulação de contratos completos que busquem minimizar as perdas decorrentes deste tipo de problema. Assim como mostrado limitadamente nas idéias dos autores acima, a literatura econômica relaciona diversos casos sobre os desequilíbrios causados pela informação não simétrica. Entre as mais citadas e estudadas estão os problemas de sinalização, o risco moral (*moral hazard*), relação principal-

⁴ Arrow faz uma longa referência ao funcionamento dos mecanismos de mercado como meio de alocação de riscos. Em seu trabalho "The Organization of Economic Activity: Issues Pertinent to Choice of Market Versus Nonmarket Allocation" (1983), fica claro a sua intenção em demonstrar a eficiência dos instrumentos de transferência via mercado, como os contratos de seguro, o mercado acionário e o contrato a termo. Ele também mostra o papel das inovações financeiras e do papel de instituições especializadas que atuam no âmbito do mercado financeiro e de capitais.

agente, a seleção adversa e o racionamento de crédito. Estes problemas correlatos à assimetria de informação são alvos dos próximos sub-tópicos⁵

2.2.2.1 Relação principal-agente

No mercado real alguns agentes possuem notoriamente mais informações que outros. Os que possuem o privilégio da informação podem se utilizar dessa vantagem em benefício próprio. Assim, além da discussão de cunho mais abstrato da consecução do equilíbrio econômico, quando há uma má distribuição informativa percebe-se a claramente o aparecimento do problema do conflito de interesses entre os envolvidos. De uma forma geral, essas questões se configuram a partir de um paradigma relacional específico: a “relação principal-agente”. Elaborado a partir das relações problemáticas entre os acionistas de uma empresa e os gestores escolhidos para defender os interesses da sociedade; e das questões envolvendo o relacionamento entre patrões e empregados, a relação de agencia é aquela cujos poderes são atribuídos a determinadas pessoas em nome e para benefício de seus representados. Assim constitui-se a relação problemática entre o “principal” (proprietários e beneficiários diretos dos negócios), e o “agente” (encarregado da execução e funcionamento do negócio) (YAZBEK, 2007).

Para a existência de uma relação como essa, pressupõe-se a existência desses dois atores, sendo ambos racionais e maximizadores. Pela própria natureza da atividade, o agente contratado tem privilégio no acesso às informações de interesse do principal, tendo a oportunidade de utilizá-las em benefício próprio, mesmo em prejuízo do principal ou mesmo do desenvolvimento do negócio. Ainda é relevante afirmar que a relativa ignorância do principal se torna um estímulo à utilização das informações privilegiadas, por isso existem mecanismos de proteção e controle (contratuais e hierarquizados).

Exemplo fácil de visualizar a relação principal-agente é a utilização de informações privilegiadas por administradores e funcionários de sociedades de capital aberto. Eles utilizam de seu conhecimento privilegiado para comprar ou vender ações ou derivativos das empresas, antecipando as variações dos preços e auferindo altos lucros ou evitando prejuízos. Essa

⁵ Além do problema da distribuição da informação existe a questão da capacidade analítica por parte dos agentes, conhecida na literatura como “**racionalidade limitada dos agentes**”.

relação é tida como uma situação padrão e dela derivam outras situações que devem ser analisadas como, por exemplo, o risco moral e a seleção adversa.

2.2.2.2 Risco moral

O risco moral (*moral hazard*) é o primeiro do problema derivado da lógica relacional do principal-agente. Sua idéia surge classicamente na análise das transações dos mercados de seguros, mais precisamente da relação segurador e segurado. Neste caso, os segurados (agente) após a aquisição de uma apólice são estimulados a reduzir o cuidado normal com os objetos segurados (risco moral *ex-ante*). Também após a contratação, o segurador (principal) tem menor ingerência dos assegurados e de seus atos, sendo limitada sua capacidade de monitoramento (risco moral *ex-post*) (YAZBEK, 2007; GODOY, 2004).

É também intrínseca aos casos de risco moral a indisponibilidade de informações ao segurador. Esconder as informações para auferir benefícios é um ato comum do segurado, e por ser uma atitude difundida e repetida faz com que os seguradores se protejam elevando os preços, pois os mesmos estão cientes de sua posição menos privilegiada e do comportamento de seus clientes.

Godoy (2004, p. 08 e 09) utilizam o mercado de seguro de saúde para mostrar como ocorre o risco moral, em suas palavras:

O chamado risco moral (*moral hazard*) refere-se à mudança de comportamento do segurado em função de não ter que suportar o custo total do atendimento (PAULY, 1968). Por exemplo, um indivíduo que possua total cobertura de seguro saúde poderá passar a visitar o médico com maior frequência (visto o custo marginal ser zero) do que faria caso não tivesse seguro ou a cobertura fosse limitada. Isto pode levar as seguradoras a oferecer seguros com prêmios diferentes, assim os segurados que demandam uma cobertura maior terão também um prêmio maior.

No exemplo nota-se que a alteração do comportamento do assegurado após comprar uma apólice de seguro é extremamente racional e não se relaciona com alterações nos padrões de conduta ética do consumidor. Ele apenas maximiza sua função utilidade, visto que o seu custo marginal tende a ser igual a zero. Esse movimento maximizador distorce os preços quando comparados à situação de equilíbrio anterior sem a utilização de seguro.

O risco moral não se aplica apenas ao mercado de seguro. Em qualquer situação onde há alteração do comportamento de um agente é motivado pela existência de uma instituição que seja capaz de impedir efeitos econômicos negativos já caracteriza o risco moral. A existência de bancos centrais e de entidades privadas e públicas de salvaguarda e ajuda financeira, por exemplo, já propõe a ocorrência da falha no mercado.

2.2.2.3 Seleção adversa

Um terceiro problema correlato às assimetrias de informações é a seleção adversa. Neste caso o principal não contém toda a informação daquele que irá contratar. Também nesses casos, o agente (contratado) é estimulado a se beneficiar de sua situação, enquanto o principal (contratante) procura se proteger ofertando preços inferiores ou mesmo evitando o fechamento do negócio (YAZBEK, 2007).

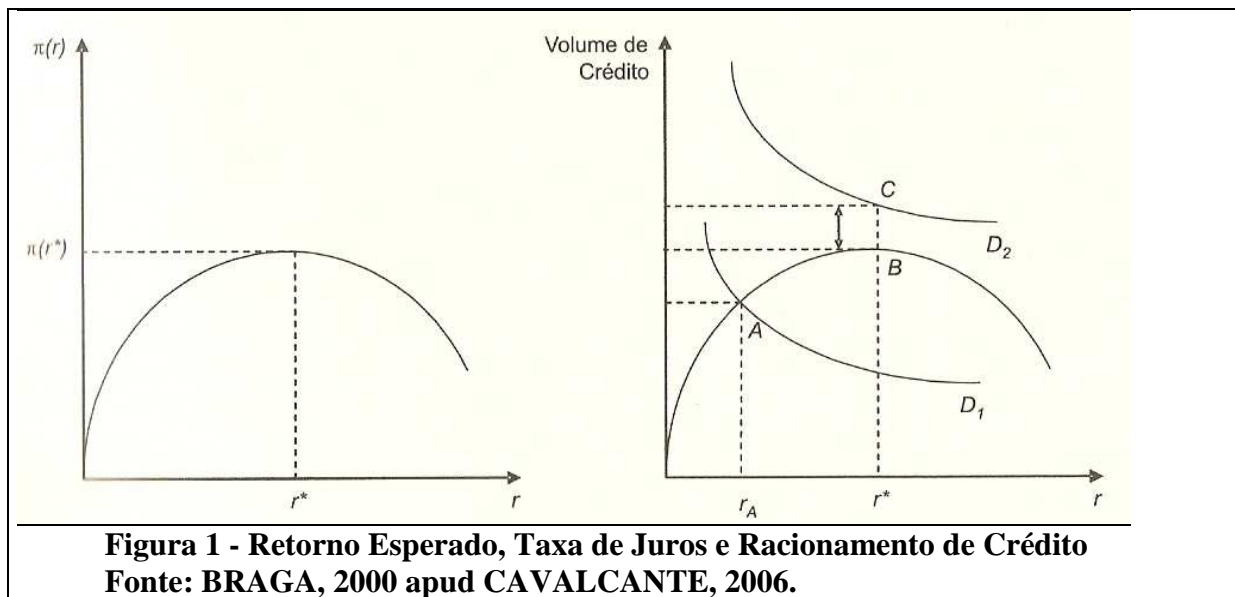
Apesar das discussões a respeito da seleção adversa e seus efeitos terem ganhado corpo também na análise dos mercados de seguros, o exemplo mais famoso de seleção adversa foi apresentado por Akerlof, em 1970, no seu trabalho *“The Market of Lemons: quality uncertainty and the market mechanism”* onde o mercado de automóveis usados⁶ é utilizado como exemplo para mostrar como os vendedores desses tipos de carros têm de reduzir os preços dos seus produtos, mesmos aqueles que possuem veículos de boa qualidade e em bom estado de conservação, devido à limitação das informações dos compradores que assumem um alto risco neste tipo de transação, pois não conseguem discernir ao certo a qualidade do automóvel (CAVALCANTE, 2006). Neste exemplo famoso, os compradores se defendem da ignorância sub-avaliando os preços dos automóveis usados, e em contrapartida, os ofertantes reduzem os preços para efetivarem as vendas, ficando clara a distorção no preço de equilíbrio.

2.2.2.4 Racionamento de Crédito

Stiglitz e Weiss (1981) apontam um problema correlato da informação assimétrica específico do mercado bancário derivado da seleção adversa e do risco moral chamado de **“racionamento de crédito”**. Segundo os pesquisadores, devido à ineficiência na distribuição

⁶ O termo *“lemons”* é uma gíria em inglês que significa uma má compra em geral. É muito utilizado no mercado de carros usados.

da informação entre os agentes, os retornos esperados pelos bancos nas operações de crédito não se constituem numa função monotonicamente decrescente em função das taxas de juros. Esse racionamento de crédito ocorre porque as operações de empréstimos e financiamentos cujas taxas de juros (r) são mais elevadas se concentram em projetos e empresas de maior risco, o que eleva a possibilidade de inadimplência, reduzindo o retorno esperado pela instituição bancária (π) (CAVALCANTE, 2006).



O gráfico da esquerda contido na figura 1 ilustra bem o racionamento de crédito. Após a taxa de juros r^* , o retorno esperado pelo banco (π) passa a ser decrescente com o acréscimo da taxa de juros, configurando o caráter côncavo da curva de expectativa de retorno.

No gráfico à direita da figura 1 o foco está na análise do volume de crédito. Para uma curva de demanda de crédito D_1 não haveria um problema de racionamento de crédito, pois existiria uma taxa de juros r_A que equilibraria a oferta e a demanda de crédito. Braga (2000) *apud* Cavalcante (2006) aponta que para uma curva de demanda de crédito D_2 há uma situação de “equilíbrio com racionamento” representado pelo segmento CB . Nesse caso não ocorre oferta suficiente de crédito. Mesmo que haja tomadores dispostos a arcar com as taxas de juros mais altas, no exemplo representado por r^* , os credores podem optar por não disponibilizar o crédito. Assim, o mercado de crédito se configura por ser um mercado incompleto pela própria natureza da intermediação que apresenta uma peculiar falha.

2.2.2.5 Sinalização

Nos casos de risco moral e seleção adversa os agentes têm a intenção de reter as informações para auferir benefícios, na sinalização ocorre justamente ao contrário. De forma deliberada ou não, há uma divulgação de informação. As formas mais comuns de sinalização são as intencionais, representadas principalmente pelo uso de marcas, propagandas e campanhas publicitárias em geral. Há também a sinalização não intencional ocorrendo quando alguém que detenha alguma informação através de algum ato ou decisão revela aquela informação para os outros agentes econômicos, compartilhando-a. Pode ser considerada também uma sinalização a educação formal, que consiste na demonstração do esforço do candidato na especialização dedicado a uma vaga de emprego ou uma profissão (YAZBEK, 2007).

Retomando o caso do mercado automóvel usados, se alguns dos vendedores conseguirem “sinalizar” aos compradores a qualidade superior de seus veículos, eles podem conseguir driblar, ao menos amenizar, os efeitos da seleção adversa. Esse mecanismo pode ser proveniente de ferramentas do *marketing* ou mesmo através da concessão de garantias contratuais.

No mercado podem existir também pessoas com poder de influência no comportamento de terceiros e com força suficiente para exercer algum tipo de manipulação de mercado. Estes podem difundir condutas irracionais em meios aos agentes, tornando-as coletivas e distorcendo o sistema de preços.

7 A INDÚSTRIA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

3.4 DEFINIÇÃO DE CAPITAL DE RISCO

O investimento em empreitadas de certo risco mas alto retorno se confunde com a própria história da humanidade. Um bom exemplo foram os investimentos públicos e privados necessários para viabilizar as grandes expedições que partiram da Península Ibérica em busca de novas terras e riquezas. No contexto capitalista, existem referências de capitais alternativos aos bancos comerciais para a construção de ferrovias desde a Revolução Industrial. Entretanto, o capital de risco, conforme compreendemos hoje, surgiu em meados do século passado, nos Estados Unidos (CALAZANS, 2005, p. 36).

Hoje, capital de risco é o termo utilizado para definir investimentos que levam em consideração a participação do investidor em empresas ou empreendimentos com alto potencial de crescimento e lucratividade, sejam de capital aberto ou fechadas, seja através da participação acionário ou de instrumentos financeiros que asseguram o investidor no controle da empresa, sem contrapartidas no que tange à garantias e, principalmente, com o objetivo de alavancar a empresa e seu valor tornando-a passível de venda para realização de lucros em médio e longo prazo (TITERICZ, 2003).

Similar ao conceito anterior, Calazans (2005) afirma que o capital de risco é de uma modalidade de investimento que envolve a participação do investidor, através de aquisições de ações ou de outros ativos financeiros - cotas de sociedades limitadas, debêntures conversíveis, bônus de subscrições, etc – em empresas com alto potencial de crescimento. Compartilhando, assim, os riscos a partir de uma união de esforços entre o provedor e o tomador de recursos. De acordo com o pesquisador, tal investimento implicará num envolvimento, direto ou indireto, do investidor na gestão do negócio da empresa investida.

A denominação do termo “capital de risco” que advém da palavra “*capital risque*”, tradução francesa da palavra anglo-germânica “*venture capital*”. Albergoni (2006) frisa que apesar da pouca difusão do termo “capital empreendedor”, esta é a tradução mais adequada do termo “*venture capital*” para a língua portuguesa.

3.5 TIPOS DE INVESTIMENTO DE CAPITAL DE RISCO

No mercado financeiro, o termo “capital de risco” ou “investimento de risco”, apesar de ter um emprego pouco comum, é utilizado para definir todos os investimentos que envolvem o controle parcial ou total, com envolvimento direto ou indireto na administração, nas empresas investidas. Tais investimentos são conhecidos genericamente por *venture capital* (VC) e *private equity* (PE)⁷. Além dessas duas modalidades propriamente ditas, também são classificados como de risco os investimentos do tipo mezanino e os do tipo *Private Investment in Public Equity* (PIPE).

Os investimentos de **mezanino** são focados em sua maioria em grandes empresas fechadas e tem por característica ser um misto de dívida e capital. São realizados através de títulos de dívida conversíveis em ações, apresentando, portanto, um caráter de longo prazo, de baixa liquidez e de alto risco.

Também os investimentos de participação em empresas abertas, com ações já negociadas em bolsa de valores, que também estão incluídos na classificação de investimento de capital de risco: “No Brasil, esses veículos são usualmente chamados de fundos de governança e liquidez, fundos de valor e liquidez ou simplesmente **PIPEs** (do inglês *Private Investment in Public Equity*)” (CARVALHO, 2006).

Os investimentos de pessoas físicas que envolvem participação em empresas também podem ser incluídos na classificação de investimentos risco. Tais investidores possuem grandes fortunas e geralmente com experiência empresarial são conhecidos no mercado financeiro como “*bussines angels*”, ou em português como **anjos**. Suas aplicações são originadas de decisões de individuais que podem ser orientadas. Apesar do caráter particular deste de tipo de aplicação, eles apresentam significativa importância no âmbito dos investimentos de participação⁸. Sua presença é maior em locais cujo mercado de capitais são mais desenvolvidos, como os Estados Unidos e o Reino Unido (PAULA, 2003).

A nível metodológico, essas cinco formas de investimento de participação em empresas podem ser agrupados, de uma forma geral, no grupo dos investimentos do tipo PE e VC.

⁷ Devido à globalização do sistema financeiro, os termos foram mantidos em inglês. Explicando, assim, o pouco uso do termo “capital de risco”.

⁸ O exemplo mais lembrado é o da empresa Google que recebeu aporte de um investidor anjo e se tornou uma das maiores empresas de Tecnologia da Informação do mundo.

Carvalho (2006), por sua vez, prefere chamar este agrupamento de “Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*” (PE/VC), termo que será adotado no trabalho.

3.5.2 Diferenciando os termos “*private equity*” e “*venture capital*”

Ribeiro (2002) destaca a diferença entre PE e VC através do seu grau de envolvimento na gestão do negócio. De acordo com sua definição, o VC participa ativamente em empresas emergentes através do compartilhamento das tarefas administrativas, seja através de auxílio na estratégia empresarial, no acesso às redes de relacionamentos importantes para o desenvolvimento do negócio ou na estruturação financeira de novos negócios. Já o PE se limita a financiar o empreendimento, colocando recursos à disposição das empresas, irrigando-a monetariamente.

Apesar da afirmação contundente de Ribeiro (2002), a diferença entre os dois termos se dá em aspectos pontuais. Gorgulho (1997) explica que existe uma diferenciação no mercado financeiro entre os dois termos apenas no estágio de desenvolvimento da firma investida. Porém, de acordo com esta pesquisadora, não há uma definição clara no meio acadêmico, o que causa problemas de compreensão. Segundo ela, o consenso na utilização dos dois termos no mercado financeiro é que o termo “*venture capital*” é usado para indicar os investimentos realizados em empresas em fase inicial de operação, ou mesmo na fase de formação. Já o termo “*private equity*” é empregado quando os investimentos são realizados em empresas já estabelecidas, com certo porte que estejam em pleno estágio de crescimento.

3.6 ATIVIDADES DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

As atividades de *private equity* e *venture capital* se configuram basicamente em investimentos de participação de longo prazo de maturação em empresas, geralmente de pequeno ou médio porte, selecionados criteriosamente por organizações especializadas que aplicam volumes consideráveis de recursos financeiros acompanhadas de um processo de participação na gestão do empreendimento ou em seu monitoramento, adquiridos por meios de negociações privadas sem passar, necessariamente, pelos recintos das bolsas de valores. (LOPES; FURTADO, 2001)

Carvalho (2006) amplia o estudo de Lopes e Furtado (2001) e afirma que os investimentos típicos de PE/VC são realizados na forma de capital participativo em empresas com baixa liquidez. Os gestores dos fundos são ativos em relação à gestão estratégica das empresas que compõe o portfólio, tanto no monitoramento e na definição de mecanismos de governança corporativa quanto em termos de participação ativa nas estratégias empresariais, e há uma expectativa na saída do investimento e liquidação do mecanismo de investimento no prazo determinado de seu regulamento. Ainda admite-se à inclusão de investimento em participação de empresas de capital aberto, característica dos aportes PIPE, por assumirem características próximas dos demais investimentos de PE/VC quanto à gestão, liquidez e liquidação do investimento.

3.4.3 Estágios de Investimento

Carvalho (2006, p. 30 e 31) descrevem em seu trabalho, de maneira detalhada, os estágios de investimento separando os do tipo PE dos de VC segundo o grau de desenvolvimento da firma. Segundo eles, os estágios incluídos em *Venture Capital* são:

1) **capital semente** (seed capital): geralmente representa um pequeno aporte, feito em fase pré-operacional, para desenvolvimento de um produto ou ainda para testes de mercado ou registro de patentes; 2) **estruturação inicial** (start-up): aporte de capital para empresas em fase de estruturação, em geral no primeiro ano de seu funcionamento, quando ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente. (...) e 3) **expansão**: aporte de capital para expansão das atividades de uma empresa que já vende seus produtos comercialmente (capital de giro, expansão da planta, rede de distribuição ou ainda o investimento em comunicação e marketing).

Nos investimentos de *Private Equity*, os estágios incluídos são: 1) **estágios avançados** (*late stage*): aporte em empresas que já atingiram uma taxa de crescimento estável e possuem fluxo de caixa positivo; 2) **financiamento de aquisições** (*acquisition finance*): capital para expansão através de compras de outras empresas; 3) **tomada de controle pelos executivos** (MBO/I para *management buyout/in*): capital para financiamento de gestores, internos ou externos, para aquisição de controle de outra empresa; 4) **estágio pré-emissão** (*bridge finance*): aporte para a estruturação da abertura de capital em bolsas de valores, 5) **recuperação empresarial** (*turnaround*): aporte feito como aposta da recuperação financeira e/ou operacional da empresa; 6) **mezanino**: aportes em empresas desenvolvidas e que envolvem operações com dívidas estruturadas; e 7) **PIPE** (*private investment in public equity*): representa a aquisição

de participação acionária em empresa já lista em bolsa de valores. Apesar de existir uma diferença metodológica em relação a Carvalho (2006), divergente quanto à definição dos tipos de investimento⁹, a figura 2 demonstra bem a organização do capital de risco relacionando o veículo de investimento, a maturidade da empresa selecionada, o prazo e o grau de liquidez do investimento¹⁰.

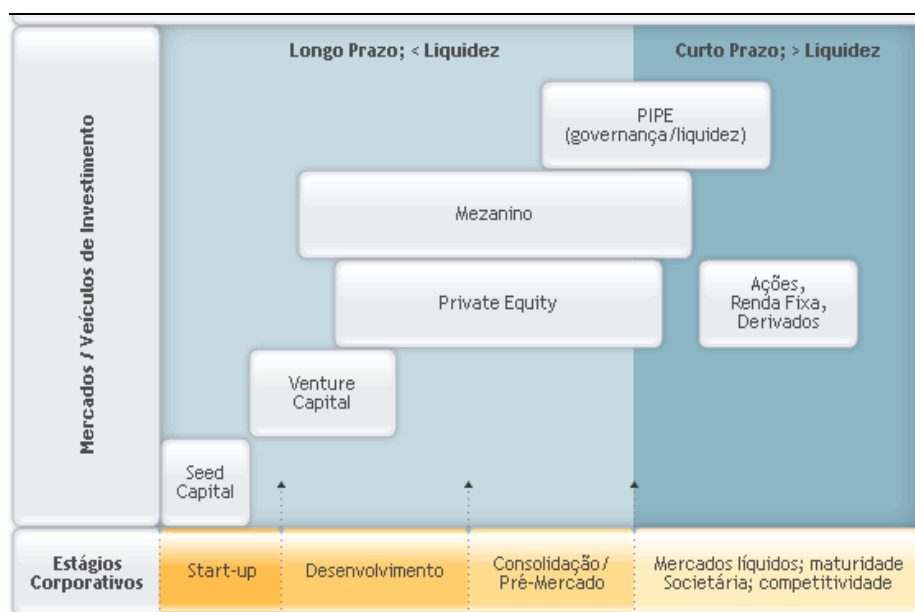


Figura 2 – Veículos de investimento de longo prazo e estágios de desenvolvimento corporativo

Fonte: COMPANHIA BRASILEIRA DE PARTICIPAÇÕES, 2008

Observando a figura 2, nota-se que na abscissa estão localizados os estágios de desenvolvimento das empresas e acima dela estão os veículos de investimento e os mercados onde atuam o capital de risco. Para cada estágio de desenvolvimento das empresas alvos se configuram um ou mais tipo de veículo de investimento específico. Na figura também é possível analisar o prazo e o grau de liquidez que se modificam conforme avançam os estágios das firmas. Na parte mais clara da figura se situam os investimentos mais típicos da indústria de PE/VC, com longo prazo de maturação e baixa liquidez. Nela se situam os aportes de *Seed Capital* e *Venture Capital*, que na metodologia de Carvalho (2006) seriam apenas aportes do tipo VC. Na área mais escura à direita da figura estão localizados os investimentos que demandam menor prazo e possui maior liquidez, típicos dos mercados mais

⁹ Carvalho (2004) reconhecem que os investimentos de PIPE e Mezanino são uma modalidade particular de capital de risco, porém, como chamam o segmento de Indústria de PE/VC colocam aqui o PIPE e o Mezanino como uma estágio de PE.

¹⁰ A figura 2 separa o estágio capital semente (*seed capital*) dos investimentos de VC, assim como os investimentos de Mezanino e PIPE dos investimentos do tipo PE.

desenvolvidos do sistema financeiro, como o mercado acionário, de títulos de renda fixa e de futuros. Neles se encontram parcialmente alguns veículos de capital de risco como os de PE, Mezanino (participando na maior parte das vezes de empresas fechadas e pouco líquidas) e ainda o PIPE, que investe em ações de empresas com ações distribuídos em bolsas de valores.

3.4.4 Composição da indústria

Para o funcionamento operacional deste mercado é necessária a existência de instituições especializadas que vão atuar no sentido de oferecer ao capital o maior retorno possível devido ao seu caráter arriscado e ilíquido. De acordo com o senso brasileiro organizado por Carvalho (2006), a indústria de PE/VC é constituída de quatro membros fundamentais, são eles:

a) **Organizações Gestoras:**

Formada pelas instituições organizadoras dos veículos de investimento, estas empresas são responsáveis pela captação de recursos juntos aos investidores, pela prospecção e avaliação de empresas potenciais, acompanhamento e participação da administração ou dos conselhos das empresas investidas e pela elaboração de estratégias de saídas e liquidação dos negócios. Estas podem ser organizações independentes, instituições financeiras, grupos industriais (*Corporate ventures*) e empresas especializadas. Podem, também, ser organizadas pelo setor público¹¹.

É importante destacar que os integrantes das organizações gestoras são pessoas com experiência profissional nas áreas de contabilidade, economia, direito, administração, finanças, marketing e afins, contribuindo desta maneira, para a profissionalização e para o sucesso do empreendimento.

b) **Veículos de Investimento:**

¹¹ No caso brasileiro é representado pelo BNDES através do BNDESPar Private Equity e BNDESPar Venture Capital, braços especializados da instituição para fomentar a atividade de PE/VC no Brasil.

Os veículos de investimentos¹² são as estruturas institucionais legais montadas para definir contratualmente as cláusulas do negócio a ser realizado entre os gestores dos veículos, os investidores e os empresários empreendedores. Estes veículos podem ser estruturados de formas diversas. Os mais usados são as *limited partnership* (LP)¹³, as *holdings*, os fundos de participação registrados na CVM e as divisões especializadas de empresas não-financeiras (CARVALHO, 2006).

As *limited partnership*, muito comuns nos EUA, estão centradas no objetivo de garantir o alinhamento do interesse entre os investidores (*limiter partners*) e os gestores dos recursos (*general partners*) através de um contrato, mitigando, assim, os incentivos para que os gestores venham a se beneficiar sem que os investidores tenham a respectiva contraparte, ou vice-versa (LOPES; FURTADO, 2001).

Holdings são as empresas de participação constituída por investidores interessados em montar negócios e podem ser constituídas na forma de sociedade anônima de capital fechado ou sociedade civil sem fins lucrativos. Como elas têm um perfil associativo, o papel dos sócios e investidores não se restringem somente ao papel de aplicador de recursos de risco, se estendendo também a provedor de mão-de-obra e recursos técnicos (PAULA, 2003).

Os fundos de participação funcionam como condomínios fechados e são as formas jurídicas que aplicam quase que exclusivamente em empresas de capital fechado. No Brasil podem ser formatados segundo as instruções n° 209 e 391 da CVM que regulam os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) e Fundos Investimento em Participações (FIP) respectivamente.

Os gestores de veículos PE/VC também podem instituir fundos a partir da instrução CVM n° 409¹⁴ que incluem os fundos de ações e podem investir em empresas de capital aberto participando do controle e da gestão das sociedades anônimas listadas na bolsa de valores (caracterizando os investimentos do tipo PIPE) (CARVALHO, 2006);

12 Os veículos de investimentos geralmente são o foco das investigações acadêmicas. A indústria de PE/VC só foi abordada de uma forma mais ampla (englobando de os investidores, as organizações gestoras, os veículos e as empresas investidas) após a publicação do primeiro censo brasileiro. Para mais detalhes ver as obras de Leite e Souza (2001), Lopes e Furtado (2001), Schmitt Júnior (2002), Paula org. (2003) e o próprio censo, elaborado por Carvalho em 2006.

13 As LP's são um dos veículos mais comuns em PE/VC nos EUA, em paraísos fiscais e em países como o Canadá e o Chile. Este veículo de investimento tem tratamento tributário especial, e por isso é bastante utilizado por investidores internacionais em aplicações no Brasil. (Carvalho, 2006)

14 Os fundos regulados pela instrução CVM 302 teriam até o prazo de 31 de Dezembro de 2004, para se enquadrar na nova regulamentação (CVM 409).

c) **Investidores:**

Este grupo constitui a fonte de recursos que serão aplicadas nos investimentos de risco. Responsáveis pelos os aportes de dinheiro nos veículos de investimento tornam-se os sócios das empresas investidas.

Breally e Myers (1992) apud Titericz (2003) lembra que os investidores de risco geralmente são empresas especializadas, investidores especializados ou investidores individuais que dispõe de grande quantidade de capital dispostos a se envolver no elevado risco inerente a este mercado.

d) **Empresas Investidas:**

As empresas investidas compõem o alvo dos investimentos do mercado de PE/VC. São elas e seus respectivos negócios e ativos que serão analisados para posteriormente receberem o aporte dos fundos de PE/VC.

Além desses integrantes operacionais, deve ser lembrado que outras instituições como a CVM, entidades civis (SEBRAE, Instituto ENDEVOR, etc.), empresas de consultoria e auditoria, agências de rating, universidades e outros órgãos públicos e privados compõem a estrutura suplementar de suporte ao funcionamento dessa indústria.

3.7 BREVE APRESENTAÇÃO DA INDÚSTRIA BRASILEIRA

O capital de risco no Brasil surgiu em meados da década de 70. Inicialmente promovido pelo governo através do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) com a criação de três empresas subsidiárias que tinham por objetivo capitalizar o setor privado nacional. A primeira alvejava empresas industriais produtoras de bens de capital, a segunda visava à indústria de bens de consumo intermediário e focava nos setores de química, petroquímica, de papel e celulose e insumos básicos. A terceira, denominada IBRASA – Investimentos Brasileiros S.A. era responsável pela capitalização de indústrias de médio e pequeno porte, pela democratização do capital e ao fomento ao mercado de capitais. A

IBRASA¹⁵ tinha a forma aproximada de uma gestora de PE/VC, tendo a disposição de participar minoritariamente e de forma transitória de empresas com potencial de desenvolvimento. Ela financiava tais empresas com recursos em troca de participação acionária e auxiliava na administração das mesmas através dos conselhos de administração (LEITE; SOUZA, 2000).

Nos anos 1980 começaram a surgir alguns poucos investimentos típicos de PE/VC, mas eles se direcionavam apenas a empresas de grande porte. Somente na década de noventa, os investimentos de capital de risco se ampliaram e passaram a abranger as empresas de menor porte (RIBEIRO, 2002). O ambiente macroeconômico desses dois períodos pouco ajudou ao desenvolvimento da indústria. As taxas de juros e de inflação se mantiveram em patamares elevadíssimos, canalizando os recursos financeiros disponíveis para investimentos em títulos de renda fixa, mais seguros e com boa rentabilidade na época, sendo boa parte destinada a financiar o déficit do setor público, fatores que elevavam o custo de oportunidade das iniciativas empresariais. Outro fator não propício ao mercado de PE/VC era a vulnerabilidade externa do Brasil. As instabilidades cambiais tornavam incertos os investimentos estrangeiros, afugentando o capital que entrava de forma tímida.

O marco regulatório para a indústria de PE e VC no Brasil só ocorreu em Julho de 1986, quando foram institucionalizadas as Sociedades de Capital de Risco, através do Decreto de Lei n° 2.287, regulamentado pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) pela Resolução n° 1.184/86 (LEITE; SOUZA, 2000). Somente em 1994, oito anos após a criação das Sociedades de Capital de Risco, é que foi estabelecido um novo instrumento jurídico para a realização de investimentos de capital de risco. A instrução n° 209 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) regulamentou a instituição de Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes e permitiu a capitalização de médias e pequenas empresas (MPes) com recursos de oriundos de gestores de PE e VC (PAULA, 2003; RIBEIRO 2002).

De 1982 a 1993 só existiam no Brasil 5 veículos que comprometiam US\$ 741 milhões. Somente com a redução dos níveis inflacionários e das taxas de juros a partir da estabilização econômica promovida pelo Plano Real em 1994, começaram a surgir oportunidades mais

¹⁵ Após transformações institucionais, a IBRASA se transformou no BNDESpar Private Equity e BNDES Venture Capital.

adequadas aos investimentos de PE e VC. Gradualmente foi ocorrendo à entrada de novos fundos de PE/VC no Brasil (Ver tabela 1).

Tabela 1 - Capital Comprometido por ano de criação (safra) dos veículos (US\$ Milhões)

Ano de Criação	Quantidade	CC	Já investido	% investido	Já
1981 a 1993	5		741	678	92
1994	2		578	578	100
1995	1		170	170	100
1996	1		46	46	100
1997	7		2.217	2.077	94
1998	3		138	128	93
1999	7		121	121	100
2000	8		588	435	74
2001	11		739	380	51
2002	10		227	146	64
2003	8		873	575	66
2004	7		508	497	98
2005	13		1.556	772	50
2006	31		6.073	2.917	48
2007	37		8.962	4.443	50
2008*	24		2.564	1.122	44
TOTAL	175		26.101	15.085	58

Fonte: Guia GVcepe-Endeavor 2008 (FURTADO, 2008).

A primeira incursão de investidores estrangeiros no Brasil ocorreu somente em 1997, motivadas pela estabilização e o movimento das privatizações da economia brasileira, Furtado (2008). Com a desvalorização cambial de 1999, os investimentos no Brasil ficaram mais atrativos e diversos fundos criados no país iniciaram suas operações. Ainda em 1999, o capital comprometido¹⁶ pela indústria totalizava US\$ 3,71 bilhões, passando para US\$ 4,95 bilhões no ano 2000, aumento de 33,4% em relação ao ano anterior. Já O período de 2001 a 2003 foi marcado pela escassez de recursos para países emergentes e com algum reflexo no mercado de PE/VC, refletido numa diminuição de 6,4% do volume de capital comprometido no ano 2002 em comparação ao ano imediatamente anterior (Ver Gráfico 1).

Tabela 2 - Origem das Organizações

¹⁶ O conceito de capital comprometido é usado para é utilizado tanto para descrever o capital investido já integralizado quanto o capital a ser investido em ativos de PE/VC. No censo brasileiro a fórmula para calcula o capital comprometido é a seguinte: $CC = DI + V$, onde CC = Capital Comprometido, DI = Capital Disponível para Investimento e V = Valor do Portfólio a Custo, ou seja, o capital já integralizado.

Origem dos Recursos	Número de Organizações	de Comprometimento (US\$ Bilhões)
Brasil	53 (74,7%)	3,54 (63,4%)
EUA	10 (14,1%)	1,76 (31,6%)
Europa	4 (5,6%)	0,09 (1,6%)
Outros	4 (5,6%)	0,19 (3,4%)
TOTAL	71 (100,0%)	5,58 (100,0%)

Fonte: Primeiro Censo Brasileiro de PE/VC

Nota: Distribuição de gestoras com escritórios no [Brasil segundo o país de origem e o montante de capital.

A estagnação do crescimento do mercado de PE/VC no Brasil no período 2001-2003 e sua correlação com a conjuntura internacional da época, marcada pela pouca liquidez, se deve a grande participação do capital estrangeiro na indústria brasileira. De acordo com a tabela 2, no final de 2004, o capital externo aqui aplicado totalizava 36,6% do total (US\$ 2,4 bilhões), oriundos principalmente de veículos de investimento localizados em paraísos fiscais como as Ilhas Cayman.

Após esse triênio escasso, a indústria de PE/VC retomou o seu desenvolvimento de forma vigorosa, registrando em todos os anos taxas de crescimento de dois dígitos. Em Junho de 2008 o volume de capital comprometido pela indústria alcançou US\$ 26,65 bilhões, marca 618% superior ao primeiro ano contabilizado pelo censo brasileiro.

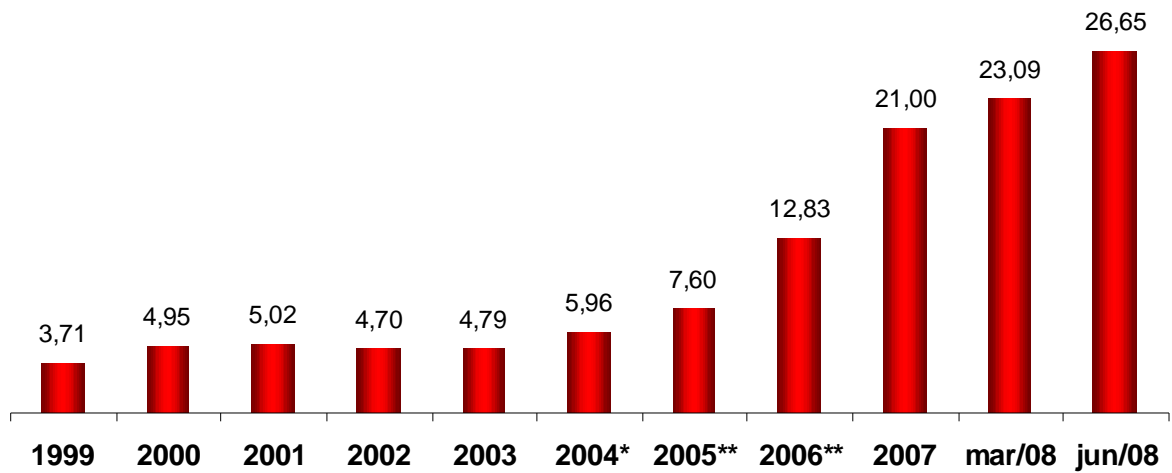


Gráfico 1 - Evolução do Capital Comprometido (US\$ Bilhões)

Fonte: Censo Brasileiro de PE/VC, atualização Guia GVcepe-Endeavor2008 (FURTADO, 2008).

* Estimado. Inclui gestores ausentes no 1º Censo de PE/VC. O valor anterior era US\$ 5,58 bilhões.

** Estimado. Considera os gestores que saíram do mercado e os desinvestimentos líquidos no período de 2004 a 2007.

8 O CICLO DE INVESTIMENTO E O TRATO COM A ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E SEUS PROBLEMAS CORRELATOS

Criado para obter através da participação em empresas emergentes altos retornos sobre o capital aplicado, o mercado de PE/VC funciona por meio de veículos de investimento (fundos de investimento, *holdings*, *limited partnerships*, etc.) formatados e administrados por empresas especializadas responsáveis pela atuação do veículo nas diversas fases do investimento que se constitui num ciclo. Este ciclo é dividido em cinco etapas, a seguir: **i) captação de recursos:** estruturação dos veículos de investimento e captação de recursos financeiros para os novos veículos e para os veículos já existentes; **ii) prospecção e seleção de investimentos:** identificação de oportunidades e seleção das empresas aptas ao aporte do capital de risco; **iii) estruturação e execução dos investimentos:** negociação dos termos, montagem da estrutura financeira, definição de metas e contratos entre as partes e realização dos aportes; **iv) monitoramento e criação/adição de valor:** avaliação contínua do portfólio, participação nas reuniões do conselho de administração, participações ativas na agregação do valor (negociação com clientes, credores, fornecedores, estruturação de estratégias e complementação da equipe gerencial); e **v) preparação e execução de saída (exit):** busca a venda da participação através de uma estratégia, permitindo a realização do retorno do investimento inicial (CARVALHO, 2006). Assim, o mercado de PE/VC constitui um ciclo de investimento, que por analogia é igual ao ciclo da vida, tendo início (capitalização), meio (valorização) e fim (liquidação).

Dentro do ciclo de investimento de PE/VC cada etapa tem uma importância estratégica para o sucesso do capital. Estas etapas demonstram detalhadamente como se dá o processo de investimento e a quebra das assimetrias de informação comuns no processo de financiamento empresarial (seleção adversa, sinalização, risco moral, relação principal-agente e racionamento do crédito).

O capítulo será subdividido em quatro partes, além dessa pequena introdução. A primeira mostrará o processo de captação de recursos e sua relação contra o problema relação principal-agente, mais precisamente da relação conflituosa entre os detentores de recursos financeiros e os gestores dos veículos de investimento - responsáveis pela administração dos recursos. A segunda parte mostrará o processo de seleção das empresas investidas e sua relação contrária a seleção adversa, ao avaliar profundamente as informações das candidatas

aos aportes de PE/VC, e também o seu papel contra o racionamento de crédito. Descrevendo inclusive um fenômeno oposto a ele: “o enchimento de crédito”. A terceira parte se refere à estruturação e ao monitoramento dos investimentos. Nessa secção os problemas conflituosos entre os veículos de investimento e os empresários das empresas, configurados pela teoria como um problema de relação principal-agente, é resolvido através da clara definição de expectativas e metas antes e durante o investimento e com a gestão compartilhada do negócio. A última parte apresenta o processo de saída do investimento, mostrando o esforço de sinalização ao mercado.

4.3 CAPTAÇÃO DE RECURSOS CONTRA O PROBLEMA DA RELAÇÃO PRINCIPAL-AGENTE (INVESTIDOR – ADMINISTRADOR DOS RECURSOS)

A fase de captação de recursos envolve a criação do veículo de investimento e a busca de recursos financeiros de investidores que podem assumir elevados riscos por longos períodos de tempo (somente esta fase de captação dura em média 12 meses). Em geral, o gestor estrutura o veículo e inicia o processo de captação através de realização de eventos (*road shows*), apresentando o novo veículo aos potenciais investidores (CARVALHO, 2006). Neste caso, o veículo contará predominantemente de recursos de terceiros, embora seja comum a aplicação de recursos pessoais dos gestores (4%) para demonstrar o alinhamento de interesse com o investidor (Gráfico 2).

A situação pode ser inversa, com o investidor estruturando o veículo e contratando um gestor. O que é caso dos *corporate ventures*, das empresas de participação filiadas a instituições financeiras e das organizações gestoras do setor público (17%). Neste segundo caso, a maior ou a totalidade dos recursos é oriunda do investidor que patrocinou a criação do veículo, a organização mãe (13%).

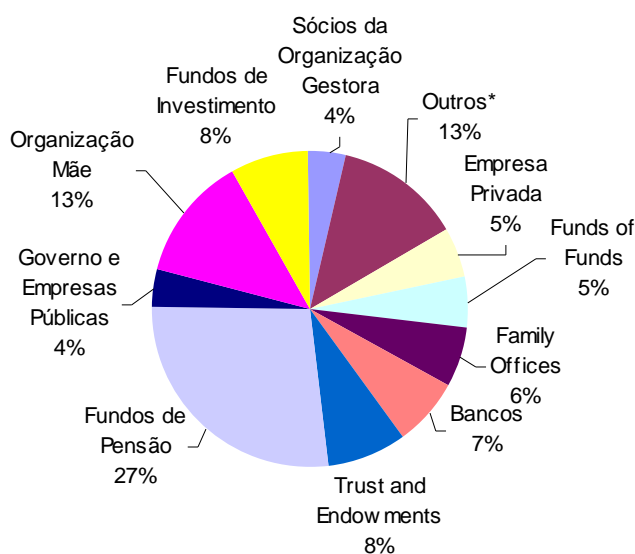


Gráfico 2 – Distribuição do capital comprometido por tipo de investidor

Fonte: Guia Gvcepe-Endeavor 2008 (FURTADO, 2008).

* Inclui pessoas físicas e outros tipos de investimentos não listados dentre as demais opções.

A distribuição do capital por tipo de investidor é bastante diversificada. A maior parte deles são investidores institucionais¹⁷. Se agregarmos todos os institucionais sua parcela de comprometimento alcança 59% do total. Sendo distribuído da seguinte forma: fundos de pensão (27%), fundos de investimentos (8%), fundos de fundos (5%) – fundos de investimentos que aplicam em cotas de outros fundos (*funds of funds*), *Trust* e *Endowments* (8%), Bancos (7%) e setor público (4%).

A definição de instituições como sendo o típico capitalista de risco é importante devido à diferença existente entre o seu processo de investimento em comparação aos investidores típicos apontados pelas teorias clássicas: o indivíduo e a família. Pois, o investidor institucional já carrega em si uma responsabilidade maior por gerir de forma conjunta o interesse de diversos poupadores em uma estrutura organizada com patrimônio e poder de barganha muito superior à unidade familiar ou ao investidor individual. Conforme explica Cardim de Carvalho (2007), a agregação de recursos em um *pool* permite o aproveitamento muito melhor das oportunidades que o mercado financeiro oferece, seja porque permite uma

¹⁷ Investidores Institucionais compreendem um conjunto relativamente heterogêneo de iniciativas que têm em comum a constituição de fundos de recursos para aplicações financeiras. A sua característica mais importante e comum às mais diversas categorias de investidores institucionais é a sua dimensão em relação à unidade original da poupança, o indivíduo ou a família. Os principais representantes dessa categoria são os fundos de pensão. (CARDIM DE CARVALHO, 2007).

gestão profissionalizada das carteiras de ativos, mas também porque permite uma alocação mais eficiente de riscos e retornos, devido a ampliação dos horizontes de aplicação e acessos a mercados cujos investidores individuais não teriam acessos. Desta maneira, o relacionamento entre os investidores institucionais e os gestores dos veículos de investimento, isto quando não são os próprios investidores institucionais os gestores dos seus recursos em participações em outras empresas, se dá através de um relacionamento mais estreito e com a formação de contratos mais rigorosos, reduzindo a assimetria de informação entre as partes e evitando o quanto possível o conflito entre o agente e o principal. Já quando os administradores dos recursos são os próprios investidores institucionais, evita-se a participação de um intermediário especializado, e, logo, impede a existência de da relação conflituosa entre o gestor dos recursos e os proprietários dos recursos, porém não exclui a existência da relação conflituosa entre os investidores e os administradores das empresas investidas, relação essa que irá co-existir em ambos os casos (assunto a ser tratado no ponto 3.2).

4.1.2 Governança entre gestores e investidores

4.1.2.1 Duração dos veículos de investimento e liquidez

No mercado de capital de risco os investidores ficam vulneráveis a comportamentos oportunistas dos gestores¹⁸.

[...] a duração do ciclo de investimento de PE/VC é longa e pode facilmente consumir sete anos antes do seu principal evento de liquidez. O reflexo desse detalhe para o investidor é um prazo de comprometimento longo (raramente inferior a oito anos e com possibilidades de prorrogação), uma posição ilíquida e muito pouco controle sobre a gestão dos investimentos (CARVALHO, 2006).

Assim, torna-se essencial para indústria de PE/VC que o desenho da governança dos veículos minimize potenciais conflitos entre gestores e investidores, conhecido na teoria econômica como a relação principal-agente.

Em 2004, segundo os dados do Censo Brasileiro de PE/VC a maioria dos veículos tinha prazo de duração média entre nove e dez anos. Dos 97 veículos pesquisados, os modelos de

¹⁸ As exceções a essa situação vulnerável são os veículos de empresas filiadas a instituições financeiras e *corporate ventures*, nos quais os investidores mantêm a gestão dos veículos.

contratos mais comuns prevêem prazos de sete a oito anos (24 veículos, representando 23,3% do capital comprometido) ou nove e dez anos de duração (33 veículos, representando 47,8% do capital comprometido). Além disso, nota-se uma pequena concentração de veículos com duração entre 16 a 20 anos (07 veículos, representando 5,2% do capital comprometido), existindo também veículos sem prazo definidos¹⁹ (24 veículos, representando 18,4% do capital comprometido).

Outro fator agravante da pouca liquidez desses investimentos é a possibilidade de extensão dos prazos definidos contratualmente. Dos veículos 73 com prazo definido, 60 prevêem a extensão desse prazo e a cláusula de prorrogação mais freqüente encontrada na indústria é de 02 anos (CARVALHO, 2006).

4.1.2.2 Autoridade sobre investimentos e desinvestimentos

A governança dentro do processo de investimento varia significativamente entre os veículos. O investidor pode ter grande ou nenhuma influência na escolha do investimento, podendo ter total ou nenhuma decisão sobre o portfólio a ser aplicado o seu recurso. Em veículos do tipo *blind pool*, por exemplo, (casos onde a decisão de investir está nas mãos dos gestores) é mínima a participação do investidor.

Conforme tabela 3, no caso brasileiro 27 dos 97 veículos (representando 29% dos veículos e 60% do capital comprometido em 2004) estão enquadrados no nível de delegação *blind pool*. Em oposição ao *blind pool*, fica a categoria “controle total do investidor”, onde estão incluídos os veículos cujos conceitos de veículos de investimento e organização gestora se confundem (*holdings* e *corporate ventures*), estando a decisão centrada totalmente nas mãos dos investidores, que neste caso pode ser à diretoria ou um conselho integrado à organização mãe (07 veículos ou 7,5% do total, sendo 9,3% do capital comprometido). Por outro lado, os veículos que possuem comitê participativo são mais comuns e ocorrem em 57,1% dos casos. Entretanto, representam apenas 25,8% do capital comprometido. Os veículos onde os gestores dão a oportunidade a cada investidor a opção de, individualmente, participar ou não de cada um dos investimentos estruturados pelos gestores (*pledge funds*) representam 6,4% do total dos veículos e apenas 4,9% do capital comprometido.

¹⁹ Veículos com investimentos focados em infra-estrutura e concessões públicas.

Tabela 3 – Critérios dos veículos para aprovação dos investimentos

Nível de Delegação	Nº de Veículos	Comprometimento (US\$ Bilhões)
	27	3,27
Blind pool	(29,0%)	(60,0%)
Controle total do investidor	7	0,51
	(7,5%)	(9,3%)
Comitê maioria simples do capital	23	0,61
	(24,8%)	(11,2%)
Comitê maioria qualificada	17	0,47
	(18,3%)	(8,6%)
Comitê Unanimidade	13	0,33
	(14,0%)	(6,0%)
Pledge Fund	6	0,33
	(6,4%)	(4,9%)
Não se aplica/Sem informação	4	0,27
	-	-
<i>Total</i>	97	5,58

Fonte: Primeiro Censo Brasileiro de PE/VC

Tão importante quanto a participação na seleção dos investimentos, está a autoridade na saída do investimento (etapa crucial para a realização dos lucros e para o retorno sobre o capital investido). No Brasil, em 36 dos 97 veículos, representando 64,5% do capital investido, apenas os gestores dos veículos participam desta decisão. Em 30 veículos, com a pequena parcela de 16,5% do capital comprometido, a deliberação sobre a saída está nas mãos do comitê de investimento constituído pelos próprios investidores. Nos outros 27 veículos que representam 15,7% do capital comprometido, a decisão final é conjunta (Ver tabela 4).

Tabela 4 – Autoridade sobre a decisão de saída

Autoridade	Nº de Veículos	% Válida	Comprometimento (US\$ Bilhões)	% Válida
Gestores	36	37,5%	3,52	64,50%
Comitê de Investimento	30	31,3%	0,90	16,50%
Gestores e investidores	27	28,1%	0,86	15,70%
Decisão de diretoria	3	3,1%	0,18	3,30%
Sem informação	1	-	0,12	-
TOTAL	97	100	5,58	100

Fonte: Primeiro Censo Brasileiro de PE/VC

Além da delegação da entrada e da saída dos investimentos, ocorrem, periodicamente, encontros entre os investidores e as empresas potenciais candidatas. Este contato permite que o investidor conheça de perto a empresa e seu negócio. O censo brasileiro de PE/VC aponta que 44,5% das organizações ativas na busca de investimento realizam este tipo de encontro frequentemente. Para 35,6% este encontro deve acontecer apenas antes da realização dos aportes. A maioria, porém, 55% das organizações, não promovem o encontro investidor empresa investida (CARVALHO, 2006).

4.1.2.3 Renumeração dos gestores

Outra forma de melhorar a governança entre investidores e gestores é determinação *ex-ante* da renumeração dos gestores, das metas e dos prazos a serem cumpridos.

No mercado de PE/VC utiliza-se para alinhar os interesses das partes a definição de prazos de utilização do capital, ou seja, estipula-se um período para a realização dos investimentos no intuito de impedir a incidência de taxas de renumeração sobre o capital não comprometido, ou seja, aquele que ficaria sem destinação num primeiro momento²⁰. Na indústria brasileira, dos 97 fundos pesquisados em 2004, apenas 52 tem prazos estipulados, representando 66,8% do capital comprometido. E o prazo de investimento geralmente varia entre 2 e 6 anos.

Normalmente, a renumeração dos gestores inclui um percentual fixo incidente sobre o capital comprometido ou investido (chamado de taxa de administração) e uma variável (chamada de taxa de performance). A primeira existe geralmente para cobrir as despesas administrativas das atividades da organização gestora dos veículos de PE/VC. No Brasil 25 veículos (26,3% do total de 97, correspondendo a 20,6% do capital comprometido) não cobram taxam de administração, contra 74,4% (87,1% do capital comprometido) que efetivam a cobrança. A média estatística da taxa de administração no mercado brasileiro é de 2%, 29 veículos (Ver tabela 5).

Tabela 5 – Taxa de administração

²⁰ Aqui o capital não comprometido, aquele sem destinação, é diferente de capital ocioso que pode estar comprometido para um investimento, reservado para um aporte em momentos posteriores.

Taxa (%)	N° de Veículos	Comprometimento (US\$ Bilhões)
Sem taxa	25 (27,8%)	0,95 (20,6%)
0 - 0,5	3 (3,3%)	0,04 (0,9%)
0,5 - 1	2 (2,2%)	0,25 (5,4%)
1 - 1,5	7 (7,8%)	1,38 (29,9%)
1,5 - 2	30 (33,3%)	1,40 (30,3%)
2 - 3	21 (23,3%)	0,59 (12,7%)
3 < x	2 (2,3%)	0,01 (0,2%)
Sem informação	7 -	0,96 -
TOTAL	97	5,58

Fonte: Adaptado do Primeiro Censo Brasileiro de PE/VC

As formas de cobrança das taxas de administração e de performance são diversas. As taxas de administração podem, inclusive, variar ao longo da vida do veículo. Frequentemente a taxa de administração incide sobre o volume de capital comprometido. Já a taxa de performance assume diversas formas. Normalmente incide somente sobre o que exceder uma taxa piso (*hurdle rate*), ou seja, uma taxa mínima de retorno esperado²¹. Podem ser também estipuladas taxas pisos específicas para cada investimento individual (*deal-by-deal basis*), ou mesmo, através do método de agregação, que consiste no pagamento de performance sobre o agregado da carteira de investimento (CARVALHO, 2006).

Já a taxa de performance será efetivada, apenas, após o cumprimento das metas de remuneração dos investidores estabelecidas no regulamento do veículo (cláusula de remuneração preferencial). Esta pode ocorrer de duas formas: 1) após a devolução da totalidade do capital comprometido aos investidores; ou 2) após o valor dos investimentos atingirem o custo do investimento mais um percentual pré-pactuado, depois de garantido um retorno mínimo ao capital (cláusula de *catch-up*).

²¹ Os principais índices de referência são os índices de inflação como o INPC, IGPM e o dólar.

No Brasil, de acordo com o censo de PE/VC, há cobrança de taxa de performance em 71,2% dos veículos de investimento, sendo a taxa de performance média dos veículos de investimento é de 20%. A cláusula *catch-up* aparece em apenas 10,8% do total dos veículos (CARVALHO, 2006).

4.1.2.4 Solução de conflitos

O Brasil é um país cujo poder judiciário é ineficiente e o processo de coerção de leis e contratos é lento e burocrático. No entanto, soluções de alguns problemas privados via câmeras de arbitragem já se encontram regulamentadas nas leis brasileiras e em funcionamento, dando uma margem para as soluções litigiosas do mercado financeiro. Esse tipo de procedimento tem dois benefícios: acelera a velocidade de uma decisão judicial válida e a qualidade de seu julgamento é de bom nível, pois os signatários podem escolher a câmara arbitral de modo a garantir que os árbitros tenham conhecimento específico sobre os potenciais conflitos. O primeiro veículo a adotar a arbitragem foi lançado em 1988, porém o uso do artifício no Brasil só se difundiu a partir de 1996, quando entrou em vigor a Lei 9.307 que aboliu a necessidade de homologação judicial para as decisões arbitradas em câmeras especializadas. A constitucionalidade dessa lei, todavia, só foi retificada pelo Supremo Tribunal Federal em 2001 (CARVALHO, 2006).

A arbitragem via câmeras especializadas acelera o julgamento de litígios entre investidores e gestores de PE/VC tornando o ambiente jurídico mais seguro para a realização de aportes no mercado de capital de risco. No mercado de crédito tradicional brasileiro umas das principais causas pelo alto do custo do capital (*spread* bancário) é a lentidão do poder judiciário. Por isso, essa ferramenta é essencial para a consecução dos direitos dos cotistas dos fundos e veículos de PE/VC. Na indústria brasileira de PE/VC em 2004, apenas 20 dos 97 veículos optaram por esse mecanismo na resolução de conflitos entre organizações gestores e investidores (Ver tabela 6).

Tabela 6 – Câmaras de arbitragem registradas

Câmara de Arbitragem	Nº	deData de Veículos* Criação
Câmara de Arbitragem do Mercado (Bovespa)	6	2001
Câmara de Comércio Brasil-Canadá (CCBC)	3	1979

<i>International Court of Arbitration at the International Chamber of Commerce (ICC)</i>	2	1923
Câmara Americana de Comércio (Amcham)	2	2000
Câmara de Mediação e Arbitragem de SP (FIESP)	2	1995
<i>Centro de Arbitrage y Medición de la Cámara de Comercio de Santiago (CAM Santiago)</i>	1	1992
Câmara não especificada	6	-
Não utiliza câmara de arbitragem	77	-

Fonte: Primeiro Censo Brasileiro de PE/VC

* Um veículo pode se cadastrar e utilizar mais de uma câmara de arbitragem, por isso, a soma não guarda relação com o número total de veículos.

4.4 SELEÇÃO DOS INVESTIMENTOS CONTRA OS PROBLEMAS DA SELEÇÃO ADVERSA E O RACIONAMENTO DE CRÉDITO

4.2.4 O Processo de seleção

Encerrada a captação de recursos, inicia-se a fase de seleção dos investimentos. Essa fase é fundamental para o sucesso do mercado de capital de risco, pois será o responsável por selecionar as melhores idéias, por estimar o retorno esperado do investimento e a capacidade de crescimento da empresa, avaliar os ativos intangíveis da melhor maneira possível e analisar os balanços e as informações das empresas candidatas. Fazendo com isso viável e confiável os investimentos de *equity*.

A fase de seleção é dividida em quatro sub-fases: sendo a primeira a de recebimento das propostas de investimento; a segunda de análise das propostas recebidas incluindo às propostas prospectadas no mercado; a terceira sub-fase é a de *due diligence* (auditoria) e a última e quarta sub-fase se constitui na realização dos investimentos (tabela 7).

Tabela 7 – Seleção de projetos

Fase	1	2	3	4			
Meios de Apresentação	Propostas Recebidas	Propostas Analisadas	<i>Due Diligences</i>	Investimentos Realizados			
Espontâneas	2.297	→	353	→	29	→	6

		(15,4%)		(8,2%)		(20,7%)
Recomendação	1.301	→ 310	→	78	→	16
		(23,8%)		(25,2%)		(20,5%)
Prospecção		177	→	33	→	13
			(18,6%)		(39,4%)	
TOTAL	3.598	→	840	→	140	→
		(39,2%)		(16,7%)		(25,0%)

Fonte: Primeiro Censo Brasileiro de PE/VC

A primeira sub-fase ou etapa de apresentações das propostas é o momento no qual o veículo de investimento toma conhecimento dos negócios e dos projetos candidatos que irão, no futuro, receber os aportes de capital de risco. Segundo o censo brasileiro, podem ocorrer de forma espontânea (63,8% das propostas apresentadas e 20,6% dos investimentos realizados), onde o empreendedor leva o seu projeto, plano de negócio, proposta de investimento/sociedade ou mesmo uma idéia, ao veículo²². Este último pode abrir, inclusive, chamadas públicas ou editais no intuito de melhor sinalizar ao mercado a sua disposição de investir e a sua disponibilidade de recursos, muito comum aos veículos vinculados ao setor público. Podem ocorrer também indicações de terceiros (36,2% das propostas analisadas e 20,5% dos aportes realizados).

A segunda sub-fase, a da seleção das propostas é a etapa da análise das propostas recebidas. Nela, as propostas que chegam ao conhecimento dos veículos (sejam através do recebimento de formas espontâneas, indicadas ou através de prospecções realizadas pelos veículos de PE/VC e por consultores contratados pelos próprios veículos) serão estudadas, analisadas e algumas, as melhores, selecionadas.

As propostas que, por mérito, passam para a terceira sub-fase, a etapa mais exigente e mais demorada (chamada de *due diligence*), se submetem a visitas e auditorias detalhadas. Esta etapa é a última antes da realização dos aportes, por isso exige maior atenção e despende maior esforço dos veículos.

²² Através de e-mail, correio ou telefone (CARVALHO, 2006).

Após as três etapas selecionadoras do filtro chega-se à última que se constitui na realização do investimento. Porém, ela só ocorre efetivamente depois da negociação dos termos contratuais entre os gestores dos veículos e os empresários.

Segundo o primeiro censo brasileiro em 2004, foram recebidas pelos veículos pesquisados, na primeira fase do processo de seleção, 3.598 propostas sendo que destas, apenas, 39,2% ou 663 propostas foram escolhidas para serem efetivamente analisadas, passando assim para a segunda fase - a análise das propostas. Dessas 663 propostas recebidas aprovadas para análise, somaram-se mais 117 propostas prospectadas diretamente no mercado, perfazendo um total de 840 propostas analisadas. Da terceira para segunda etapa passaram apenas 16,7% das propostas, ou seja, das 840 propostas analisadas apenas 140 foram auditoradas nos processos de due diligences, efetuando-se um corte relativamente mais numeroso. A última transição, a mais importante, que consiste na realização do investimento e a efetivação da parceria empresa-capital de risco, passaram na seleção 25% das propostas auditoradas, constituindo 35 aportes realizados. Desta forma, a seleção se constitui num filtro bastante rigoroso com apenas 0,973% dos negócios apresentados (1º fase) aos veículos de investimento de PE/VC alcançam a última etapa do processo de seleção, o aporte dos recursos (4º fase). Se somadas as propostas apresentadas com as prospectadas essa relação se torna ainda mais rigorosa, passando a ser de 0,927%. Relações essas aproximadamente iguais a 01 investimento realizado a cada 100 propostas apresentadas/analisadas.

Observando quantitativamente toda a etapa da seleção é fácil afirmar que ela é severa e devido à limitação dos recursos ela ainda não é abundante, limitando-se a um volume muito inferior aos mercados de crédito e o de ações, mercados que movimentam recursos muito maiores, apesar do crescimento deste novo segmento. Muito provavelmente, diversas empresas potenciais e interessantes não recebem os recursos de fundos de participação devido a essa limitação financeira. Hoje, de acordo o Guia Gvcepe (FURTADO, 2008), o capital comprometido da indústria de PE/VC no Brasil é equivalente a 1,71% do PIB, e como foi visto anteriormente, atingindo a marca de R\$ 26,65 bilhões em junho de 2008.

Já a análise qualitativa da fase de seleção do ciclo é mais difícil de ser feita devido à limitação dos dados do censo. Com o cruzamento das informações a respeito do rigor quantitativo, principalmente dos cortes realizados entre as etapas da seleção, da existência da etapa de *due*

diligence, o envolvimento com gestores de PE/VC (profissionais qualificados e experientes), e, por fim, com os bons retornos obtidos pelos veículos dão subsídio suficiente para se afirmar que o processo de seleção é também eficiente, cumprindo, desta maneira, a difícil tarefa de selecionar bons investimentos e garantir altos retornos aos capitalistas de risco, mesmo mergulhados em um meio onde existem falhas de informação. Evitando, mais precisamente, a freqüente falha da “seleção adversa”.

4.2.5 Preferências dos investimentos

Os investidores de PE/VC aplicam seus recursos em empresas com grandes expectativas de crescimento e retorno. Nessa tentativa de alocação mais eficiente para o seu capital, os investidores acabam se envolvendo com o alto risco inerente a estes tipos de aplicações. Apostar em pequenas e médias empresas inovadoras e sem liquidez parece ser o caminho para se atingir as ambições dos investidores de PE/VC.

4.2.2.3 Setor das empresas

Como mostra a tabela 8, há uma clara preferência pelos setores que envolvem tecnologia, capital humano especializado, ativos intangíveis e empresas de setores inovadoras. O exemplo mais tocante a esta afirmativa é o setor campeão de empresas selecionadas pelos gestores dos veículos de investimento: o de informática e eletrônica, com 108 empresas das 478 que receberam de aporte de veículos de PE/VC, ou 23% das firmas envolvidas na pesquisa publicada no Guia Gvcepe-Endeavor. Além deste ramo, outros setores se destacam como áreas de atividades altamente inovadoras, como os de Comunicação/Mídia (com 32 empresas aportadas e 13% do total), Biotecnologia (com 19 empresas aportadas e 4% do total), Medicina e Estética (15 empresas e 3% do total) e Telecomunicações (13 empresas e outros 3% do total), somaram 187 empresas, 39% do total.

Tabela 8 – Empresas por setor

Setor	Nº de Empresas	% Válida	Setor	Nº de Empresas	% Válida
Informática e eletrônica	108	23%	Telecomunicações	13	3%
Indústrias diversas	63	13%	Transporte	13	3%
Construção					
Civil/Imóveis	60	13%	Logística/Distribuição	12	3%

Comunicação/Mídia	32	7%	Educação	9	2%
Energia	29	6%	Entretenimento/Turismo	7	1%
Agronegócios	21	4%	Saneamento	6	1%
Serviços Financeiros	20	4%	Mineração	5	1%
Biotecnologia	19	4%	Têxteis	4	1%
Varejo	19	4%	Holding	3	1%
Alimentos					
Bebidas					
Fumos	17	4%	Calçados	2	0%
			Equipamentos	de	
Medicina e estética	15	3%	Segurança	1	0%
TOTAL				478	100%

Fonte: Guia Gvcepe-Endeavor 2008 (FURTADO, 2008).

O setor industrial e de Construção Civil/Imóveis foram o segundo e o terceiro setores que mais tiveram empresas com participação de capital proveniente de veículos de PE/VC, com respectivamente 63 e 60 empresas e aproximadamente 13% do mercado cada uma. Essa informação se correlaciona com o grande relativo crescimento industrial e da construção civil na economia brasileira durante os três primeiros biênios do século XXI, demonstrando a importante participação dos recursos de *equity* para estes setores e para a economia brasileira no período. Porém, essa análise setorial dá, apenas, uma idéia parcial sobre a relação aporte de capital de risco com empresas inovadoras²³.

Cláudio Furtado (2008), diretor do Gvcepe, separa a preferência setorial do mercado por tipo de investidor. Segundo ele, a maior parte dos fundos de *private equity* tem foco multi-setorial, enquanto os fundos de *venture capital*, se concentram nos segmentos de Informática e Eletrônica, Telecomunicações, Biotecnologia e Indústria diversas. Nos fundos de PE, os setores de Agronegócios e de Energia Elétrica ganham mais destaque, nos mezaninos a preferência é por empresas nas áreas de Logística e Distribuição, Transporte e Saneamento.

4.2.2.4 Estágio das Empresas

Outra característica importante do mercado de PE/VC é o porte das empresas investidas. Elas podem estar em diferentes estágios de desenvolvimento, assim realizam-se aplicações em empresas que estão desde o estágio de formação ou mesmo embrionário até empresas de

²³ Neste caso há limitação metodológica, pois não se conhece o grau de inovação das empresas que atuam em outros setores mais tradicionais, o que não as excluem de participarem do grupo de empresas inovadoras.

grande porte com capital aberto em bolsas de valores (para mais detalhes conceituais ver capítulo 2).

Tabela 9 – Estágio das empresas investidas após primeiro aporte de PE/VC

Estágio	Nº de	Empresas Porcentagem
Venture Capital	204	66,7%
Capital Semente (<i>Seed Capital</i>)	36	11,8%
Estruturação Inicial (<i>Start-Up</i>)	72	23,5%
Expansão (<i>Expasion</i>)	96	31,4%
Private Equity	102	33,3%
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	0,6%
PIPEs	43	14,1%
TOTAL	306	100%

Fonte: Primeiro Censo Brasileiro de PE/VC

A tabela 9 mostra a etapa do desenvolvimento das empresas quando do primeiro aporte dos veículos de PE/VC até o final de 2004. Dois terços do portfólio agregado receberam recursos de capital típico de *venture capital* (204 das 306 empresas). Dessas, 11,8% receberam aporte na forma de capital semente, 23,5% receberam na fase de estruturação inicial do negócio e 31,4% no estágio de expansão. Outro terço, aproximadamente, receberam recursos do tipo *private equity*. Foram 102 empresas (33,3%), sendo 13,7% dos investimentos quando a empresa já estava em estágio avançado do desenvolvimento. Outros estágios de desenvolvimento como o financiamento para aquisições, tomada de controle para executivos, capital pré-emissão, recuperação empresarial e mezanino representaram parcela inferior a 10%. Finalmente os investimentos do tipo PIPEs, empresas com ações negociadas no mercado acionário, somaram 43 empresas em portfólio (14,1%).

4.2.6 Enchimento de crédito

Diante do comportamento avesso ao risco dos bancos descrito por Stiglitz e Greenwald (2004), muito difundido no sistema financeiro, é importante chamar atenção e lembrar que empresas de pequeno porte e empresas de base tecnológica geralmente sem ativos para serem utilizados como garantias são discriminados pelo mercado de crédito bancário por

constituírem operações de maior riscos e por provocarem probabilidade de perdas financeiras em caso de inadimplência. A aversão ao risco e as assimetrias de informação provocam o fenômeno do racionamento de crédito²⁴, deixando algumas empresas e às vezes segmentos econômicos inteiros em dificuldades de obtenção de capital para operacionalizar seus projetos, girar seu caixa e investir em seus negócios. Desta maneira, o capital de risco sob a forma dos veículos de private equity e venture capital se apresentam como uma alternativa de financiamento dessas empresas marginalizadas.

Os aportes de PE/VC, como visto nas tabelas 8 e 9, aplicam preferencialmente seus recursos em empresas em estágios pouco desenvolvidos e de base tecnológica, suprem em parte a necessidade de financiamento desse nicho de mercado. A partir dessa característica empírica do capital de risco, percebeu-se um fenômeno contrário ao racionamento de crédito, mais próximo com da relação risco-retorno da teoria dos portfólios, chamado aqui de “enchimento de crédito”.

O efeito de enchimento é provocado a partir da aplicação dos recursos financeiros dos fundos de risco às empresas discriminadas pelo mercado de crédito bancário, especialmente aquelas que apresentam maiores promessas de retorno, que a priori, são as que mais oferecem risco aos financiadores. Graficamente o efeito é visualizado na figura 3. No gráfico à esquerda da imagem estão as curvas de retorno esperado do mercado bancário e do mercado de capital de risco. No mercado bancário a taxa de retorno esperado pelo banco (π) após ultrapassar a taxa de juros de equilíbrio r^* passa a ser negativamente inclinada. No mercado de capital de risco o acréscimo da taxa de juros aumenta conforme aumenta o retorno esperado pelo capital, assim a curva é positivamente inclinada. Porém, no mercado de capital de risco, só é interessante aplicar recursos quando a taxa é igual ou superior à taxa de juros de equilíbrio r^* . Isto acontece, pois o retorno esperado pelos investidores é alto devido ao risco inerente ao investimento e também aos elevados custos de transação e monitoramento envolvido nas participações de capital de risco. O ponto p^* passa a ser o *trade-off* entre o financiamento via mercado de risco e o mercado de crédito bancário.

²⁴ Para mais detalhes revisar o capítulo 1 desta pesquisa ou consultar a pesquisa referência no assunto: Stiglitz e Weiss (1981).

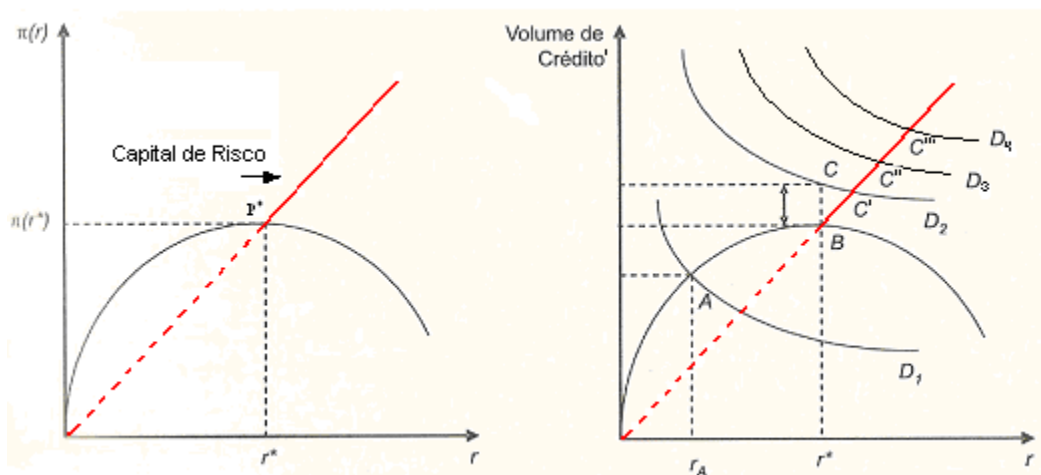


Figura 3 – Enchimento de crédito com a presença de capital de risco

Fonte: Elaboração própria com base em BRAGA, 2000 apud CAVALCANTE, 2006

No gráfico à direita da figura 3, a análise é centralizada no volume de crédito dos dois mercados. Para uma curva de Demanda de Crédito D_1 o volume de crédito bancário tradicional é suficiente, e, portanto, não haveria o problema do racionamento de crédito. Para uma curva de demanda de crédito D_2 já ocorre o “equilíbrio com racionamento” segundo Braga (2000) em Cavalcante (2006), conforme o segmento $C'B$. Com a introdução da curva da oferta de fundos de risco, mesmo para curvas de demanda de crédito D_2 , D_3 e D_1 a situação de equilíbrio volta a prevalecer, encontrando em cada caso diferentes pontos de equilíbrio, representados no caso do gráfico em questão pelos pontos C' , C'' e C''' . Desta maneira, o capital de risco proporciona a economia um efeito de “enchimento com equilíbrio”, preenchendo a lacuna deixada pelo mercado de crédito.

4.6 ESTRUTURAÇÃO E MONITORAMENTO CONTRA OS PROBLEMAS DA RELAÇÃO PRINCIPAL-AGENTE (VEÍCULOS DE INVESTIMENTO – EMPRESÁRIO)

4.3.3 A estruturação dos investimentos

Além de existir na fase de captação de recursos, mais uma vez, a assimetria de informação está presente em investimentos do mercado financeiro sob a forma da relação principal-agente. Desta vez a ocorrência a ser analisada é relatada na fase de contratação e no pós-investimento. Neste caso, sob a ótica do mercado de PE/VC, a discussão será centrada na relação conflituosa entre os investidores - sob a forma dos veículos de investimento - e os

empresários proprietários das empresas responsáveis pela criação e co-responsáveis pela administração do negócio.

4.3.3.1 Condicionantes contratuais

Navegando dentro de um ambiente cuja maioria dos ativos negociados são ilíquidos e tentando se proteger dos altos riscos envolvidos durante a sua participação nas empresas selecionadas, os veículos de PE/VC adotam mecanismos objetivando mitigar possíveis conflitos. Conforme cita Carvalho (2006), nos EUA alguns desses mecanismos são: acordos entre acionistas para alinhar os interesses entre os proprietários; direito de escolha dos auditores no intuito de garantir a confiabilidade e transparência das informações contábeis; indicação de executivos-chave; adoção de instrumentos que permitam a aquisição do controle ou forcem a liquidação do negócio caso o desempenho da empresa se deteriore ou seja inferior ao esperado; realização de aportes financeiros de forma gradual de acordo com metas estabelecidas previamente, permitindo desinvestimentos em casos de resultados aquém do previsto; cláusulas que evitam divergências ou conflitos que dificultem a saída do investimento; e cláusulas de não competição para os executivos das empresas, impedindo que estes trabalhem para empresas concorrentes ou iniciem empreendimentos semelhantes durante um determinado tempo, reduzindo o risco de vazamento de informações estratégicas.

Tabela 10 – Condicionantes da estruturação dos investimentos

Assertiva	Discordância			Concordância	
	Total	Parcial	Neutro	Total	Parcial
Não investimos quando...					
... não se chega a um acordo prévio sobre os termos básicos do acordo de acionistas	(3,6%)	(3,6%)	(3,6%)	(12,5%)	(76,7%)
Para investirmos é essencial que...					
... os principais executivos da empresa assinem cláusulas de não competição	(3,6%)	(1,8%)	(12,5%)	(26,8%)	(55,3%)
... possamos adquirir o controle	(41,3%)	(7,1%)	(23,1%)	(19,6%)	(8,9%)

Fonte: Primeiro Censo Brasileiro de PE/VC

Fora dos EUA, estima-se que no Brasil os mecanismos de mitigação de risco e redução de conflitos também são amplamente utilizados pelos veículos de investimento no momento da estruturação dos seus investimentos. Neste momento não há informações sistematizadas para uma análise profunda da forma utilizada pelos veículos brasileiros na estruturação dos contratos para seus investimentos de participação. Existe, porém, na principal base de dados desse trabalho, o primeiro censo brasileiro de PE/VC, questões assertivas que permitem uma abordagem parcial desta etapa do ciclo no país. A tabela 10 apresenta as questões levantadas pelo censo:

Para 89,2% das organizações gestoras, um acordo prévio é fundamental para a realização do investimento (assertiva “*não investimos quando não se chega a um acordo prévio sobre os termos básicos do acordo de acionistas*”). Essa assertiva é unânime no mercado brasileiro, pois, 76,7% concordam totalmente e apenas 3,6% discordam totalmente. Outras 3,6% das organizações gestoras se posicionaram de forma neutra. A segunda assertiva é sobre a segurança da informação. A partir da questão percebe-se que 82,1% das organizações que responderam ao censo temem e evitam que as informações estratégicas sejam usadas por concorrentes (assertiva “*para investirmos é essencial que os principais executivos da empresa assinem cláusulas de não competição*”). Mais da metade, 55,3% manifestou seu apoio total a cláusula e apenas 5,4% discordaram.

Tabela 11 – Decisão de saída

Assertiva	Discordância			Concordância	
	Total	Parcial	Neutro	Total	Parcial
Não investimos quando...					
... não se chega a um acordo prévio sobre a decisão de saída	(10,7%)	(10,7%)	(8,9%)	(30,4%)	(39,3%)
Para investirmos é essencial que...					
... os outros investidores nos concedem direito de arraste (<i>drag along</i>)	(7,0%)	(1,8%)	(5,3%)	(40,4%)	(45,5%)
... tenhamos uma idéia clara da saída que teremos no futuro	(5,2%)	(1,8%)	(14,0%)	(33,3%)	(45,5%)

Fonte: Primeiro Censo Brasileiro de PE/VC

Ainda relacionado aos acordos prévios como condicionantes aos investimentos, o censo levantou outra questão importantíssima: a opinião sobre a decisão de saída. A indústria de PE/VC por ser composta de veículos com prazo de fechamento determinado, a liquidação dos investimentos durante última etapa do ciclo devem ocorrer antes do fim do prazo de encerramento dos veículos, mas a expectativa de saída deve ser clara desde o início da parceria veículo de investimento-empresa investida. Assim, foram feitos questionamentos aos gestores de PE/VC sobre a relação existente entre o acordo de saída e a decisão de se investir. O resultado mostrado na tabela 11 deixa claro que é importantíssima a existência de tais acordos. Sendo que para maioria dos gestores responderam (69,7% dos entrevistados que responderam o questionário) afirma que a decisão da saída é impedimento para um aporte (assertiva “*não investimos quando não se chega a um acordo prévio sobre a decisão de saída*”). Outra resposta unânime, com 78,8% dos respondentes, foi à concordância com a proposição “*para investirmos é essencial que tenhamos uma idéia clara da saída que teremos no futuro*”.

A negociação de termos que no futuro evitem conflitos no momento da venda do negócio para outra empresa é um fator mais delicado de se contratualizar e não menos importante para os veículos de PE/VC, que utilizam a venda estratégica como uma das vias de saída do investimento. A cláusula do *drag along*, ou direito de arraste é essencial para a realização do aporte dos recursos para 85,9% dos respondentes (assertiva “*para investirmos é essencial que os outros investidores nos concedam direito de arraste*”). Esta cláusula força os acionistas minoritários a venderem sua participação, caso o controlador aceite uma proposta de venda de 100% do capital, nas mesmas condições do controlador. Sua ausência pode ser um entrave enorme para o crescimento e a sobrevivência dos negócios de PE/VC.

4.3.3.2 Controle da empresa

No mercado nacional o controle do negócio não parece ser um ponto fundamental para a realização dos investimentos. A maioria dos profissionais envolvidos na indústria de PE/VC no Brasil (64,4%) discorda que para realizar os aportes é necessário controlar a empresa, sendo que 41,4% discordam totalmente. Apenas 28,5% concordaram com a assertiva “*para investirmos é essencial que possamos adquirir o controle*” (rever tabela 10).

A tabela 12 traz referências sobre o grau de propriedade dos veículos de PE/VC sobre as empresas investidas, permitindo um aprofundamento do tema “controle”. Os resultados apresentados mostram que o controle da participação não é regra no Brasil, apenas 35%. Sendo a participação majoritária a maneira mais utilizada para realizar o controle com 21,2% dos negócios.

Aparentemente, a ausência do controle é compensada pelo poder de veto em favor dos gestores de PE/VC, como ocorre em 38,5% dos negócios. Da tabela 3.9 ficou claro também, que na maioria das vezes, a participação dos veículos de PE/VC nas empresas do seu portfólio é minoritária com 73,9% dos casos.

Tabela 12 – Grau de propriedade nas empresas em portfólio

Grau de Propriedade	Nº de Negócios*	% Válida
Participação minoritária	85	26,2%
Participação minoritária com poder de veto	125	38,5%
Participação minoritária com controle	30	9,2%
Controle compartilhado	16	4,9%
Participação majoritária com pleno controle	69	21,2%
TOTAL	325	100%

Fonte: Primeiro Censo Brasileiro de PE/VC

* O número de negócios realizados é diferente do número de empresas investidas. Aqui, consideraram-se os casos em que uma mesma empresa recebeu investimentos de dois ou mais veículos, assim, cada negócio foi contabilizado duas ou mais vezes para a finalidade da análise.

4.3.4 O monitoramento

Como o próprio nome sugere, o capital de participação, como também é chamado o investimento de PE/VC, tem como tarefa a responsabilidade de compartilhar junto com os outros administradores do negócio a responsabilidade de controlar a empresa, fazendo-a crescer. Logo, desde o início do aporte do recurso com a entrada de novos gestores na empresa investida já é possível notar a singela diferença entre um investimento comum típico no mercado de ações, por exemplo, cuja participação dos acionistas se restringe na maioria das vezes há algumas poucas assembleias, do investimento típico de PE/VC, onde os investidores têm como uma das prioridades e está dentro de sua estratégia de investimento, a participação direta e/ou indireta, mas sempre de forma pró-ativa na administração do negócio. Tudo isso no intuito de agregar valor ao capital.

A simples presença de um grande investidor de PE/VC como sócio já posiciona melhor a empresa no mercado, pois eles atuam como um certificador, dando credibilidade à empresa frente aos clientes e fornecedores, melhorando, inclusive, sua avaliação nos bancos. Perante o desafio de alavancar a empresa, torná-la atraente, sustentável e lucrativa o gestor de PE/VC vai atuar desde a definição das estratégias até na contratação de executivos e empregados-chave.

4.3.4.1 Governança entre veículos de investimento e empresas

A indústria de PE/VC também utiliza mecanismos de governança para controlar seus investimentos após o aporte dos recursos. Evitando desta maneira, conflitos de interesses entre os gestores dos veículos de investimento, que atuam em nome dos acionistas que capitalizaram os fundos de PE/VC e os administradores das empresas em portfólio. Apesar de os mecanismos de governança serem praticamente os mesmos utilizados por fundos de investimentos, fundos de pensão e outras instituições financeiras e não-financeiras que aplicam seus recursos em ações de empresas de capital aberto, as suas características, no entanto, devem ser analisadas particularmente. Portanto, essa análise específica é importante para se medir o grau de proximidade do principal (veículos de PE/VC) e o agente (empresas investidas) e verificar o nível de exigência dos veículos na gestão dos seus negócios.

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Na indústria brasileira de PE/VC o órgão de governança pelo qual as organizações gestoras naturalmente exercem sua influência nas empresas do seu portfólio é o conselho de administração (CA). De acordo com Carvalho. (2006), os veículos de PE/VC participam de forma não dominante nos CAs, ou seja, raramente ocupam mais da metade dos assentos do conselho. Os autores também alegam que mais de 50% das organizações gestoras, que representam 60% dos negócios participam de apenas 20 e 40% dos assentos disponíveis, em média. Essa participação modesta deixa espaço para um CA mais democrático, com cadeiras livres para acesso de representantes da empresa e especialistas escolhidos no mercado.

CO-INVESTIMENTO

Os pesquisadores do censo, Carvalho (2006) chamam atenção para a utilização do co-investimento, forma de administração muito utilizada nos meandros da indústria de PE/VC. Esta ferramenta administrativa torna possível, muitas vezes, que nenhum investidor de PE/VC mantenha o controle individual de uma empresa, delegando este poder a um conjunto de investidores de PE/VC. Segundo eles, a administração compartilhada é exercida em investimentos de 22 organizações gestoras (de um total de 58) que gerenciam 113 negócios (pouco mais de um terço do total de negócios levantados pelo censo). Em suma, essas informações complementam a informação anterior de que o controle não é essencial para a efetivação dos investimentos.

UTILIZAÇÃO DE COMITÊS ESPECIALIZADOS

Os gestores de PE/VC também podem influenciar a empresa através da definição do *modus operandi* do CA. Como as atividades do CA demandam muito tempo, as decisões dos conselheiros podem ser auxiliadas através de comitês especializados que estudam assuntos de sua competência e fornecem relatórios, auxiliando na gestão da empresa e na tomada de decisões. A opinião de comitês especializados reduz o risco do conselho analisar situações complexas de forma artificial (CARVALHO, 2004) Assim, a formação de comitês permanentes é considerada como elemento importantíssimo para a boa prática da governança corporativa, pois permite aos conselheiros um acompanhamento mais ativo da gestão da empresa. Nas empresas menores os comitês especializados já são menos funcionais, pois os conselheiros são mais envolvidos com as atividades da empresa.

Como mostra a tabela 13, no mercado brasileiro o comitê de auditoria financeira é o mais comum (18 organizações gestoras com 78 negócios). Logo depois, aparecem os comitês de planejamento estratégico (com 15 gestores e 54 negócios) o de renumeração (15 gestores com 78 negócios); monitoramento estratégico (7 gestores e 23 negócios); planejamento tributário (7 gestores e 22 negócios) e marketing estratégico (4 gestores e 15 negócios). Outros comitês são utilizados com menos frequência como o comercial, de governança corporativa, financeira, de operações, processo de gestão, captação de recursos, recursos humanos, riscos e desenvolvimento de negócios. Ao todo são 79 gestores que se utilizam dessa ferramenta em 329 negócios. Em 31 gestoras com 196 negócios não são utilizados comitês.

Tabela 13 – Utilização de comitês técnicos do conselho de administração

Comitê Utilizado	Nº de Organizações	Número de Negócios
Auditoria Financeira	18	83
Planejamento Estratégico	15	54
Renumeração	15	78
Monitoramento Estratégico	7	23
Planejamento Tributário	7	22
Marketing Estratégico	4	15
Comercial	2	8
Governança Corporativa	2	8
Financeiro	2	6
Operações	2	5
Captação de Recursos	1	3
Processos de Gestão	1	8
Recursos Humanos	1	8
Risco	1	5
Desenvolvimento de Negócios	1	1
Não utilizam comitês	31	196

Fonte: Primeiro Censo Brasileiro de PE/VC

4.3.4.2 Pró-atividade dos Gestores de PE/VC

Os gestores de PE/VC têm a reputação de participar ativamente do cotidiano das empresas em portfólio. Aconselhando, estabelecendo contatos (com clientes e fornecedores e instituições financeiras), definindo estratégias, cobrando resultados, prestando consultoria, etc. O primeiro censo brasileiro de PE/VC traz uma série de informações detalhadas acerca dessa relação de contato ativo, trazendo informações sobre a média de horas em contato telefônico (horas/mês) e de mensagens eletrônicas trocadas entre as organizações gestoras e suas empresas investidas, as distâncias médias e máximas entre as organizações gestoras e as empresas em portfólio (em Km) e a realização de comitês entre os veículos de investimento e os executivos das empresas.

De forma a não alongar a pesquisa com a inclusão de estatísticas do contato entre os dois entes acima referidos, com informações que não seriam interessantes num primeiro momento pode-se, de forma reduzida, afirmar conclusivamente que o contato do investidor com as empresas em portfólio é realizada ativamente, com uma frequência alta de contatos, seja

através do pessoal quando a empresa está próxima do órgão gestor dos recursos²⁵ (a maioria dos casos), de forma eletrônica quando há grandes distâncias geográficas, através da indicação dos executivos-chave, ou através das reuniões diretoras com a convocação do conselho de administração (que na grande maioria dos negócios é realizado mais de 6 vezes ao ano, ou seja, 1 vez a cada bimestre pelo menos, sendo que em boa parte dessa maioria são realizadas em média superior a 12 por ano)²⁶.

4.7 SAÍDA E O BENEFÍCIO DA SINALIZAÇÃO

A saída ou *exit* é a última etapa do ciclo de investimento e de grande importância estratégica para a realização dos lucros. Da mesma forma como os investimentos no mercado acionário, o grande momento da realização dos lucros está na venda da participação para outros investidores. Por isso, as outras fases miram sempre na formação de uma empresa capaz de se valorizar diante o mercado e o entendimento sobre a saída é fundamental no momento da contratualização dos investimentos, conforme visto anteriormente.

4.4.4 Formas de Saída

Apesar de obter rendimentos com a distribuição de lucros, juros e dividendos da empresa investida, o segredo do negócio está na saída do seu investimento. O sucesso do investimento de PE/VC se realiza justamente com o seu fim, a venda da participação.

Esta etapa pode ocorrer basicamente de quatro formas diferentes: i) venda no mercado acionário, quando da primeira emissão é conhecida como IPO (*initial public offering*); ii) venda estratégica para outra empresa (*trade sale*), geralmente interessada em integrar na aquisição para integração vertical ou horizontal; iii) Buyback, que no português seria algo parecido como a expressão “venda de volta”, ou melhor, “revenda para os donos”. Portanto, este método se constitui na revenda da participação dos veículos de PE/VC para os antigos proprietários que passam a retomar o controle da empresa; e por último, iv) a venda

²⁵ A partir da preferência racional dos investidores (sob a forma de veículos de investimento e representados pelos gestores dos veículos) em aplicar seus recursos em locais próximos, o que possibilita o acompanhamento da melhor forma, identifica-se o fenômeno da concentração geográfica dos investimentos. O capital de risco oriundo dos fundos de PE/VC se concentram no eixo sudeste do Brasil, região que concentra a maior renda do país e onde estão sediados os principais centros financeiros e empresariais do país.

²⁶ Retirados do Primeiro Censo Brasileiro de PE/VC (CARVALHO, 2004).

secundária para outro investidor de PE/VC, configurando como uma transferência de cotas de fundo para fundo, ou de veículo para veículo.

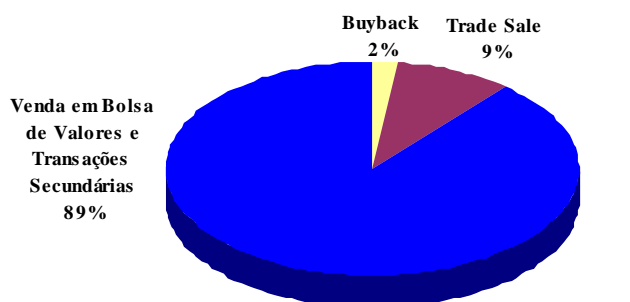


Gráfico 3 – Desinvestimentos por modalidade de saída (Jan/2005 a Jun/2008)

Fonte: **Guia Gvcepe-Endeavor 2008 (FURTADO, 2008).**

Observação: Considera desinvestimentos totais e parciais.

O gráfico 3 apresenta o valor relativo aos dos desinvestimentos do mercado brasileiro de acordo com sua modalidade de saída, no período entre janeiro de 2005 e junho de 2008. A venda em bolsa de valores²⁷ e através de transações secundárias entre fundos foi maioria, com 89% dos desinvestimentos. *Trade sale* ou venda estratégica foi a segunda forma mais utilizada, com 9% das saídas, seguida por último do *buyback* que corresponde a 2% dos desinvestimentos.

4.4.5 Preparação da saída (exit)

O investimento de PE/VC é estruturado de ponta-cabeça. Primeiro pensa-se no momento da venda (saída) para depois decidir se investir. Por isso, durante a fase de estruturação do investimento (onde as negociações entre os veículos de PE/VC começam a se formalizar contratualmente) a estratégia de saída começa a ser pensada efetivamente. A posição temporária do veículo é conhecida pelo empreendedor desde os primeiros contatos.

²⁷ Existe uma relação positiva entre o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, a partir de 2004, e o desenvolvimento do mercado de capital de risco no Brasil, marcado com o fim do primeiro grande ciclo da indústria de PE/VC no Brasil neste mesmo ano, o que também culminou na elaboração do censo pela Fundação Getúlio Vargas. Antes de 2004, as vendas estratégicas representavam a maioria absoluta dos desinvestimentos. A grande onda de IPO ocorrida nos anos posteriores mostrou que o Brasil tem condições de realizar o ciclo completo de PE/VC (CARVALHO, 2004).

Durante a etapa de monitoramento, os gestores dos veículos junto com os administradores e os sócios do negócio vão gradualmente adotando práticas que irão fortalecer a marca da empresa. Seja adotando práticas engajadas (como a preocupação e ações de responsabilidade social e empresarial), seja profissionalizando a gestão ou criando mecanismos de governança corporativa e outras ferramentas que fomentam a imagem de uma empresa de sucesso. Em fim, o investidor de risco, durante todo o tempo, desde as primeiras fases da seleção, iniciam a construção de uma empresa lucrativa, dando corpo a um longo processo de sinalização para o mercado, culminando ao final no processo de divulgação da saída (“sinalização em massa”) e na realização da venda.

A divulgação final é um esforço do veículo antes da saída, quando estes não recebem propostas espontaneamente. Sua intenção é deixar todos os possíveis compradores avisados da intenção de saída. Da mesma forma como ocorrem os *road shows* no momento da captação de recursos, os veículos podem realizar eventos de divulgação em decorrência do *exit*. Em casos de abertura de capital em bolsas de valores, essa etapa é inclusive obrigatória pelas normas brasileiras, sendo inclusive, muito comum a contratação de bancos de investimento para atuarem na formação do preço com ou sem esforço de venda.

O intuito dessa ação divulgadora é realizar o que a teoria econômica chama de sinalização, uma benesse das “teorias das falhas de mercado”, que atuam em prol da empresa. Ampliando a informação no mercado, de forma a driblar a assimetria, tornando-a simétrica.

4.4.6 Retorno sobre investimento

O retorno sobre o investimento é o resumo do sucesso dos investimentos de participação. É ele que vai mensurar o esforço realizado pelos gestores e pelos investidores de PE/VC em monitorar as empresas e mobilizar seu capital por um longo período. O investimento de PE/VC exige retornos substancialmente elevados que podem variar em média de 30% e 50% ao ano, dependendo do país, da região, do setor investido e do estágio de desenvolvimento da empresa investida (RIBEIRO, 2002).

Apesar da ausência de estatísticas oficiais a respeito do rendimento médio da indústria no país, o censo brasileiro traz uma estimativa média de rendimento entre 22% e 40% ao ano (em

dólares americanos). Essa média está considerando a divulgação de 14 gestores que venderam suas participações de sucessos no mercado brasileiro: ALL – transporte e logística, CSU Cardsystems – administração de cartões de crédito, CPFL – geração e distribuição de energia, DASA – exames laboratoriais, Gafisa – empreendimento imobiliários, Gol – transportes aéreos, Natura – cosméticos, Localiza – aluguel de carros, Lupatech – fundição de precisão, Submarino – comércio eletrônico, TAM – transportes aéreos, UOL – provedor de internet, Totvs – sistemas integrados de gestão e Datasul – sistemas integrados de gestão; podendo ultrapassar os 200% anuais de rendimento.

Outra estimativa não oficial é da consultoria Ernest & Young. Segundo Ascitti (2008), consultor da empresa em entrevista a revista *Gazetainveste* (2008), os retornos são em média 30% e 40% da bolsa norte-americana.

4.8 CONCLUSÕES PARCIAIS E O TRATO COM AS ASSIMETRIAS

Durante o ciclo de investimento de PE/VC foi mostrado que cada etapa assume um papel importante para o sucesso do capital e para a quebra de assimetrias de informação. Na primeira fase, a de capacitação de recursos, o mercado de PE/VC vai a busca dos recursos prospectando, principalmente, investidores qualificados, capazes de assumir altos riscos por um longo período de tempo.

Paralelamente à etapa da captação foram mostrados os mecanismos de governança criados pela indústria de PE/VC para evitar a conflituosa relação principal-agente que envolve interesses divergentes entre os investidores e os administradores dos recursos. Por isso, alguns critérios de gestão dos recursos são definidos contratualmente garantindo a proteção dos investidores, dado a sua posição de desvantagem durante todo o período em que os recursos estarão imobilizados nas empresas e nos fundos de risco. Cláusulas de proteção ao investidor e o alinhamento de interesse como: a) a duração dos veículos, b) a forma de remuneração dos veículos e gestores, c) as cláusulas de arraste e de *catch-up* e d) a definição *ex-ante* dos critérios para a escolha de um investimento fazem a formam uma das vantagens competitivas dessa indústria em comparação aos demais segmentos do mercado financeiro, pois, as principais obrigações e direitos das partes são definidos em contratos privados. Da mesma forma que o mercado de ações, adiciona-se a isso, a existência de câmaras de arbitragem para

a solução desses conflitos internos (apesar de pouca adesão entre veículos de 2004) é uma alternativa mais ágil que a justiça brasileira atualmente.

Durante a seleção do investimento mais duas assimetrias são quebradas: a seleção adversa e o racionamento de crédito. Como foi visto a fase de seleção é um rigoroso filtro, selecionado apenas empresas com alto potencial de crescimento e cujas informações financeiras disponíveis são testados e passa a serem confiáveis, por isso, está em uma das etapas do filtro selecionador o processo de *due-diligence*, momento onde ocorre visitas e auditorias na empresa candidata ao investimento. A investigação profunda da empresa antes de financiá-la é uma característica preventiva do capital de risco, pois evita a seleção adversa proveniente da insuficiência de informações na seleção dos investimentos. É evidente que em outros segmentos do sistema financeiro ocorre uma investigação antes da liberação dos recursos para uma empresa, porém, a investigação não é tão extensa e detalhada como na indústria de PE/VC.

A preferência por setores inovadores, principalmente de tecnologia e informática e empresas de pequeno porte mostraram de forma bem clara a diferença entre o financiamento via capital de risco do financiamento via crédito bancário. Essa diferença mostrou a superação do problema do racionamento de crédito num mercado com a presença do capital de risco. E mais que isso, evidenciou-se também um efeito contrário com o “enchimento de crédito”, situação onde a oferta de fundos não é limitada quando o risco da operação supera o ponto de equilíbrio da curva de oferta de crédito bancário, havendo ainda a possibilidade do financiamento via capital de risco.

A terceira etapa constitui-se na fase de estruturação e de monitoramento do investimento. Ambos são cruciais para garantir o alinhamento dos interesses entre os investidores de PE/VC, o problema do principal agente também existe e precisa ser diluído antes mesmo da realização dos investimentos, com o entendimento entre as partes, inclusive com estabelecimento de regras contratuais. No exemplo utilizado, o da indústria brasileira de PE/VC percebeu-se que apesar do controle do investimento não se condição necessária para a realização do mesmo é, porém necessário à cooperação durante administração do negócio e durante o momento da saída.

Para evitar os problemas de divergências de interesses e potencializar o retorno do capital, os aportes dos fundos de PE/VC são acompanhados por um cuidado maior de seus gestores. Logo, os gestores do fundo são ativos em relação à gestão estratégica das empresas que compõem o seu portfólio, atuando tanto no monitoramento e na definição de mecanismos de governança corporativa, quanto nas estratégias empresariais. Além dessa preocupação administrativa, outros problemas nos quais os negócios das empresas investidas estejam envolvidos (pendências jurídicas, relacionamento com clientes e fornecedores, posição da marca, impactos ambientais, etc.) também fazem parte das preocupações e aspirações dos investidores e gestores de PE/VC, pois o sucesso da empresa é necessariamente parte do sucesso de seu capital.

Foi mostrado também que a troca de experiência entre os gestores dos veículos de investimento e os empreendedores favorece bastante à formação da cultura administrativa da empresa, criando inclusive modelos de governança corporativa. O intercâmbio de informação e o acesso às redes de relacionamento contribuem também para a realização de novos negócios, inclusive com clientes internacionais, na obtenção de linhas de financiamento, no planejamento tributário, em operações de reengenharia, estruturas de planos de marketing, etc. (CARVALHO, 2006).

No mercado de capital de risco não foi possível identificar o problema do risco moral associado ao tradicional mercado de seguros. Porém, o risco moral é identificado de forma indireta na existência da relação-principal agente que se expande na possibilidade de intervenção direta dos investidores nas empresas investidas em casos de insolvência financeira, por exemplo. Essa possibilidade é reduzida justamente pelo constante monitoramento dos gestores de PE/VC.

No momento da saída do investimento, a indústria de PE/VC se provou ser uma boa ferramenta para o trato das informações no mercado financeiro por fazer esforço em divulgar amplamente a informação no mercado. Caso este apontado pela teoria da informação como o caso da sinalização.

Aqui também ficou provado, mesmo que de forma incompleta, a eficiência do capital de risco em sua empreitada de participação que leva grandes retornos aos seus investidores.

9 CONCLUSÃO

Em investimentos de participações, um negócio que envolve um comprometimento de longo prazo de grandes quantias de dinheiro e o compartilhamento de interesses entre empresários, veículos de investimento, gestores de recursos e investidores capitalizados, a formação de mecanismos de governança e o monitoramento do negócio se tornam questões cruciais para o sucesso do capital. Sem a necessidade de um intermediário financeiro que no sistema bancário tradicional é remunerado por um *spread*, ou sem a existência de um balcão organizado como as bolsas de valores (RIBEIRO, 2002), o mercado de capital de risco, representado neste trabalho pela Indústria Brasileira de *Private Equity e Venture Capital*, se apresentou eficiente de duas maneiras: i) trazendo altos retornos ao capital e ii) conseguindo evitar, ou pelo menos amenizar em alguns casos, os problemas correlatos às assimetrias de informação. Além disso, de maneira secundária, pode-se afirmar que a indústria é eficaz no financiamento de empresas de base tecnológica e com poucos ativos tangíveis, muito marginalizadas pelo mercado bancário tradicional.

A recente surgida inovação do sistema financeiro - a Indústria de *Private Equity e Venture Capital* - está em processo de crescimento no Brasil e já atingiu a marca de 26,65 bilhões reais em capital comprometido (1,71% do Produto Interno Bruto) em Junho de 2008 (Furtado, 2008). Apesar do pequeno tamanho em relação aos montantes de recursos movimentados pelos mercados financeiros tradicionais como o de ações, de derivativos e de crédito, tende a

se tornar uma das forças motoras do crescimento econômico do país. Pois, a sua experiência em obtenção de grandes retornos atrai cada vez mais investidores institucionais e a sua preferência por setores inovadores pode, ainda, criar vantagens comparativas setoriais diferentes das já existentes.

A pesquisa também foi capaz de mostrar, a partir da exposição de dados empíricos da Indústria Brasileira de PE/VC retirados do Primeiro censo do segmento, realizado em 2004 pelo Centro de Estudos em *Private Equity e Ventura Capital* da Fundação Getúlio Vargas e atualizado pelo mesmo centro em parceria com o Instituto Eandevor em Junho 2008, os atributos mais marcantes nos investimentos de PE/VC²⁸. Resumidamente: 1) a relação entre o principal (financiadores) e o agente (financiados) é estreita, no sentido de proximidade administrativa e tendência à cooperação; 2) os investimentos são de longo prazo; 3) os ativos envolvidos são pouco líquidos; e 4) os investimentos são temporários, já que existe a clara intenção da saída como forma de realização do lucro; 5) há preferência por segmentos econômicos que oferecem altos retornos, aproximando os fundos de PE/VC de firmas com perfil altamente inovador, como por exemplo, as empresas de tecnologia da informação que possuem geralmente poucos ativos tangíveis.

Por fim, fica aqui registrada a intenção do autor em deixar sua pequena contribuição no debate acadêmico em defesa de ferramentas de mercado contras falhas intrínsecas ao próprio mercado. Logo, justamente, em um momento conjuntural onde as políticas intervencionistas passaram a ter destaque da discussão econômica, em contraponto ao enfraquecimento dos argumentos do *mainstream*.

²⁸ Tais tributos já tinham sido apresentados por autores citados no segundo capítulo.

REFERÊNCIAS

ALBERGONI, Leide. **A trajetória recente da institucionalização do venture capital no Brasil: implicações para o futuro.** 2006. Dissertação (Mestrado em Ciência Política e Tecnológica) - Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2006.

ASCIUTTI. Fundos consolidam atuação no Brasil. **Gazetainveste.** São Paulo, v. 5, p. 8-15, dez. 2008.

CALAZANS, André C. **Escassez de crédito no Brasil como principal obstáculo ao investimento em inovação através do capital de risco.** 2005. Monografia de MBA (Pós-graduação em Controladoria e Finanças) - Universidade Federal Fluminense, Niterói, Rio de Janeiro, 2005.

CARVALHO, Antônio. G.; RIBEIRO, Leonardo. L.; FURTADO, Cláudio. V. **A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro.** São Paulo: Saraiva, 2006.

CARDIM DE CARVALHO, Fernando J. *et al.* **Economia financeira e monetária: teoria e prática.** São Paulo: Editora Campus, 2007.

CAVALVANTE, Luis R. Intermediação Financeira e Desenvolvimento Econômico: as visões keynesianas. **Revista Desenbahia,** Salvador, v. 2, n. 4, p. 47-64, mar. 2006.

COMPANHIA BRASILEIRA DE PARTICIPAÇÕES – CRP. **Estágios de investimento.** Disponível em: <<http://www.crp.com.br/site/content/private/estagios.php>>. Acesso em: 20 maio 2008.

FRIEDMAN, Milton. **Capitalismo e liberdade.** São Paulo: Artenova, 1977.

FURTADO, Cláudio V. **Ambiente macroeconômico para private equity e venture capital: perspectivas para a indústria.** São Paulo: Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital (GVcepe), Fundação Getúlio Vargas, Escola de Administração e Economia de São Paulo, 2006. Disponível em:

<www.ibrademp.org.br/img/UserFiles/File/Claudio%20Furtado.pps>. Acesso em: 15 maio 2009.

FURTADO, Cláudio V. Organização gestoras de fundos de private equity e venture capital. **Gazetainveste.** São Paulo, v. 5, p. 55-60, dez. 2008.

GODOY, Márcia R.; SILVA, Everton N.; GIÁCOMO NETO, B. Planos de saúde e a teoria da informação assimétrica. In: ENCONTRO DA ANPAD, 28, 2004. **Anais...** Porto Alegre: UFRGS, 2004.

GORGULHO, Luciane F. *et al.* O capital de risco como alternativa de financiamento as pequenas e médias empresas de base tecnológica. **Revista do BNDES**, v. 4, n. 7, p.151-184, jun. 1997.

LEITE, César R.; SOUZA, Alexandre S. Os fundos de *private equity* como uma alternativa de financiamento de capital de risco às empresas de base tecnológica no Brasil, através da participação acionária e administrativa. In: SEMANA DE ECONOMIA E ADMINISTRAÇÃO, 5, 2001. **Anais...** São Paulo: USP, 2001.

LIMA, Cloves R. M. L. Assimetria de informações e regulação de mercados. In: ENCONTRO LATINO AMERICANO DE ECONOMIA POLÍTICA DA INFORMAÇÃO, COMUNICAÇÃO E CULTURA, 5, 2005. **Anais...** Salvador: Faculdade Social da Bahia, 2005. Disponível em:
<<http://www.gepicc.ufba.br/enlepicc/pdf/ClovisMontenegroDeLima.pdf>>. Acesso em: 12 mar. 2009.

LOPES, Alexsandro B.; FURTADO, Cláudio V. *Private equity* na carteira de fundos de previdência privada. **Revista de Contabilidade Financeira**, São Paulo, v. especial atuária, p. 108 – 126, dez. 2006.

OLIVEIRA, Miguel D. **Introdução ao mercado de ações.** Rio de Janeiro: Comissão Nacional de Bolsas de Valores (Brasil), 1985.

PAULA, Tomás B. (Coord.). **Capital de risco no Brasil: marco legal e experiência internacional – Relatório final.** Brasília: Ministério da Ciência e Tecnologia: Centro de Gestão de Estudos Estratégicos, 2003. Disponível em:
<http://ftp.mct.gov.br/Fontes/Fundos/Documentos/CTInfra/ctinfra_estudo014_03.pdf>. Acesso em: 01 dez. 2008.

RIBEIRO, Leonardo L.; TIRONI, Luís F. **Ativos intangíveis: Avaliação e mensuração no contexto de *private equity* e *venture capital***. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2007. (Texto para discussão, 1280).

RIBEIRO, Leonardo L. **Comportamento e estratégias de saída em capital de risco: uma análise empírica dos fundos de *venture capital* e *private equity***. Monografia (Graduação em Administração) – Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002. Disponível em: <http://www.ead.fea.usp.br/tcc/trabalhos/TCC_Leonardo%20Ribeiro.pdf>. Acesso em: 01 dez. 2008.

SCHIMITT JR., Dalton. **Financiamento das pequenas e médias empresas: aspectos do processo de decisão empresarial e o instrumento de capital de risco**. Dissertação (Mestrado em Administração)-Universidade Federal do Rio Grandes do Sul, Porto Alegre, 2002.

SISTER, Sérgio. Dinheiro protegido em pleno vendaval. **Valor Financeiro**. São Paulo, v. 7, n° 8, nov. 2008.

STIGLITZ, Joseph E.; WEISS, Andrew. *Credit rating in markets with imperfect information*. **American Economic Review**, v. 71, p. 393-400, jun. 1981.

STIGLITZ, Joseph E.; GREENWALD, Bruce. **Rumo a um novo paradigma em economia monetária**. São Paulo: Francis, 2004.

TITERICZ, Ricardo. **Caracterização dos fundos de investimento de capital de risco brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Engenharia da Produção) - Universidade Federal de Santa Catarina, Porto Alegre, 2003.

YAZBEK, Otávio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Elsevier, 2007.