

Alexandre de Almeida Canalini

**O Desenvolvimento das
Participações Privadas no
Mercado Brasileiro**

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

Programa de Pós Graduação em
Administração de Empresas

Rio de Janeiro, fevereiro de 2007

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.



Alexandre de Almeida Canalini

**O Desenvolvimento das
Participações Privadas no
Mercado Brasileiro**

Dissertação de Mestrado

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Orientador: Professor Dr. Roberto Moreno Moreira

Rio de Janeiro, 13 fevereiro de 2007

Alexandre de Almeida Canalini

**O Desenvolvimento das Participações Privadas no
Mercado Brasileiro**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Dr. Roberto Moreno Moreira

Orientador

Departamento de Administração - PUC-Rio

Prof. Dr. Walter Ness Jr.

Departamento de Administração - PUC-Rio

Prof. Dr. Ricardo P. C. Leal

COPPEAD-UFRJ

Prof. Dr. João Pontes Nogueira

Vice-Decano de Pós-Graduação do Centro de
Ciências Sociais da PUC-Rio

Rio de Janeiro, 13 de fevereiro de 2007

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

Alexandre de Almeida Canalini

É bacharel em Administração de Empresas pela PUC-Rio. Graduou-se em Administração de Empresas pela PUC-Rio em 2002. É Pós-graduado em Gestão Bancária pela Fundação Dom Cabral, PUC-MG em 2003. Trabalhou na área de *Asset Management* do Santander *Investment* e atualmente no Unibanco *Private Bank*. Seus interesses de pesquisa estão relacionados à finanças corporativas, participações empresarias, parcerias privadas e mercado de capitais.

Ficha Catalográfica

Canalini, Alexandre de Almeida

O desenvolvimento das participações privadas no mercado brasileiro / Alexandre de Almeida Canalini ; orientador: Roberto Moreno Moreira. – 2007.

116 f. : il. ; 30 cm

Dissertação (Mestrado em Administração)– Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Finanças. 3. Participações privadas. 4. Mercado de capitais. 5. Private equity e venture capital. 6. Empreendedorismo. 7. Mecanismos de fomento. I. Moreira, Roberto Moreno. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Para minha família pelo apoio e confiança.

Agradecimentos

Agradeço a Deus pela oportunidade de desenvolver o trabalho.

A Wânia Maria Delgado de Almeida e Soraya Escher pelo apoio.

Ao meu orientador Professor Dr. Roberto Moreno pelas sábias observações.

Aos Professores Dr. Walter Lee Ness e Dr. Luis Felipe Motta pelas indicações.

Ao Professor Dr. Jorge Ferreira pelas úteis aulas de estatística.

Agradeço à PUC-Rio pela excelência dos professores e colaboradores.

Agradeço os amigos Fabrício Taschetto, Henrique da Silva Fonseca, Anselmo Guimarães, Jorge Eduardo Lopes Martins de Sá, Fabio Coutinho Garret de Melo, Edvaldo Morata, Pedro Marinho Coutinho, Anderson Ribeiro, André Portugal, Bernardo Queima, Sérgio Campos, Flávia Barros, Adriana Pinto, Daniella Harnist, Bianca Montenegro, Rodrigo Müller, Maria da Luz Reis Marins, Renata Palma, John Jardim, Marco Antônio von Krüger, Wanda von Krüger e Frederico Junqueira.

Aos colaboradores do presente trabalho Thomas Tosta de Sá, Fernando Quintela, Prof. Dr. Antônio Gledson de Carvalho, Jorge de Lacerda Werneck, Luis Spínola, Paula Fabiani, Maria Eduarda Gouvêa Berto, Roberto Teixeira da Costa, Rubens Freitas, José Antônio da Rosa Neto, Fernando Chagas, Luiz Guerra, João Marcelo, Dório Ferman, Ricardo Costa, Ana Carolina Aidar, Clóvis Meurer, Edson Matsubayashi, Luiz Chrysostomo, Aline Leite San Lee Sun e Han Byul Kim.

A Teresa Campos, Fabio Etienne e Berenice Silva que muito ajudaram ao longo do curso.

Resumo

Canalini, Alexandre de Almeida; Moreno, Roberto. **O Desenvolvimento das Participações Privadas no Mercado Brasileiro**. Rio de Janeiro, 2006. 116p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O segmento das participações privadas vem funcionando com sucesso nos países desenvolvidos. Graças à maturidade alcançada por esta modalidade de investimento nestes mercados, esses empreendimentos passaram a ter relevância também nos países em desenvolvimento. No Brasil, entretanto, o segmento de participações privadas não se desenvolveu como esperado. Assim, o objetivo deste estudo foi o de conhecer as principais razões do não desenvolvimento das participações privadas no mercado nacional. Pesquisas bibliográficas e de campo, apontaram cinco principais fatores que dificultaram o desenvolvimento deste tipo de investimento no país nos últimos 15 anos. Foram eles: (a) a dificuldade que o investidor encontra para sair de investimentos, principalmente devido a um mercado de capitais pequeno, poucos compradores estratégicos e dificuldade para abertura de capital; (b) a elevada taxa de juros, que aumenta o custo de oportunidade e restringe o fomento de capital para o setor produtivo; (c) a instabilidade política e a econômica, que colocam em dúvida o destino do país e afastam investimentos de longo prazo e alto risco; (d) a ineficiência do poder judiciário, inapta para avaliar rapidamente disputas e a falta de instrumentos alternativos para fazer avaliações e tomar decisões; (e) a informalidade da cadeia produtiva, que cria ambientes onde os concorrentes não pagam impostos gerando desvantagens competitivas. Apesar destes problemas a perspectiva para investimentos das participações privadas no país é boa, porém, condicionada à manutenção da estabilidade econômica, crescimento econômico, alternativas para saída de investimentos, modernização do poder judiciário e melhoria da legislação vigente.

Palavras-chave

Finanças; participações privadas; mercado de capitais; *private equity* e *venture capital*; empreendedorismo; mecanismos de fomento.

Abstract

Canalini, Alexandre de Almeida; Moreno, Roberto. **The Developing Private Equity Investment in Brazilian Market**. Rio de Janeiro, 2006. 116p. Dissertation (MSc) - Department of Business Administration, Pontifícia Universidade Católica Rio de Janeiro (PUC-RJ).

There has been a global growth in the private equity segment over the last fifteen year. The current levels of global liquidity have facilitated the capital flows and emerging countries have been among the beneficiaries. Brazil, has been slow to develop in the private equity segment. Therefore, the objective of this study is to uncover the main factors that have arrested the development of this sector of the capital market in the country in the past 15 years. Research on specialized bibliography and interviews allowed us to pinpoint the five main factors: (a) difficulties to exit investments, due to a small market, shortage of strategic buyers and difficulties in creating an open capital market; (b) high interest rates, which increase costs and reduce applications in production; (c) economical and political instability, which generates uncertainty and scares investors; (d) inefficiency and slowness of the judicial system, unable to efficiently settle disputes and, the lack of alternative instruments, such as arbitration chambers, to evaluate and resolve disputes; (e) the informality of the production chain, that creates an environment of unfair competition which, in turn, dampens productivity and economic growth. Despite all these problems, the professionals believe that there could be room in the Brazilian market for the development of the private equity segment. However, before this can happen, conditions such as, stability of the economy and economic growth, better alternatives to exit businesses, modernization of the judiciary and improvement of the legislation have to be attained.

Keywords

Finance; private equity; capital markets; private equity and venture capital; entrepreneurialism; furtherance tools.

SUMÁRIO

1 O PROBLEMA	14
1.1. INTRODUÇÃO	14
1.2. OBJETIVOS	15
1.2.1. OBJETIVO GERAL	15
1.2.2. OBJETIVOS INTERMEDIÁRIOS	15
1.3. DELIMITAÇÃO DO ESTUDO	15
1.4. RELEVÂNCIA DO ESTUDO	16
2 REFERENCIAL TEÓRICO	21
2.1. O HISTÓRICO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	21
2.2. CONTRIBUIÇÕES DOS PRINCIPAIS ESTUDOS SOBRE PARTICIPAÇÕES PRIVADAS	23
2.3. A DIFICULDADE IMPOSTA POR FATORES MACRO	26
2.3.1. ALTERNATIVAS DE SAÍDA	35
2.3.2. O AMBIENTE REGULATÓRIO	37
2.3.3. O PROBLEMA FISCAL	38
2.3.4. RELAÇÃO TAXA INTERNA DE RETORNO E PRODUTO INTERNO BRUTO	42
2.4. A PERSPECTIVA DOS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS	44
2.5. QUESTÕES ESPECÍFICAS RELACIONADAS AO SEGMENTO DE PARTICIPAÇÕES	47
2.5.1. MODELO DE REMUNERAÇÃO	48
2.5.2. AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO	48
2.5.3. METODOLOGIAS DE APRESENTAÇÃO DE RESULTADO DOS ADMINISTRADORES	50
2.5.4. EXPERIÊNCIA DO ADMINISTRADOR	50
2.5.5. AVALIAÇÃO DA EMPRESA	51
2.5.6. DILUIÇÃO DA PARTICIPAÇÃO	52
2.5.7. FALTA DE CAPITAL SEMENTE	52
2.5.8. FALTA DE INFORMAÇÃO E DIVULGAÇÃO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS	54

2.6. ASPECTOS CULTURAIS QUE DIFICULTARAM O DESENVOLVIMENTO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS	54
2.6.1. RELACIONAMENTO ADMINISTRADOR, INVESTIDOR E EMPRESÁRIO	55
3 METODOLOGIA DE PESQUISA	58
3.1. TIPO DE PESQUISA	58
3.2. UNIVERSO E AMOSTRA	59
3.3. SELEÇÃO DOS SUJEITOS	60
3.4. COLETA DE DADOS	60
3.5. TRATAMENTO DOS DADOS	61
3.6. HIPÓTESES	62
3.7. LIMITAÇÕES DO MÉTODO	64
4 ANÁLISE DE RESULTADOS	66
5 CONCLUSÃO	94
5.1. SUGESTÕES PARA PESQUISAS FUTURAS	97
6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	98
7 ANEXOS	109
7.1. ROTEIRO DE ENTREVISTA	109
7.2. DEFINIÇÃO DOS TERMOS	111

Lista de Tabelas

TABELA 1 - VOLUME DE OFERTAS PRIMÁRIAS DE 1965 A 2006.	25
TABELA 2 - INVESTIMENTO EM PESQUISA E DESENVOLVIMENTO (P&D) POR PAÍSES DESENVOLVIDOS EM PERCENTUAL DO PIB	30
TABELA 3 - TIR DOS FMIEE DESDE O REGISTRO DE OPERAÇÃO NA CVM	32
TABELA 4 - VARIAÇÃO DA TIR EM RELAÇÃO À PROPORÇÃO DE CAPITAL PRÓPRIO	33
TABELA 5 - IMPOSTO DE RENDA SOBRE PREVIDÊNCIA ANTERIOR À LEI 11.053 DE 2004	41
TABELA 6 - IMPOSTO DE RENDA SOBRE PREVIDÊNCIA POSTERIOR À LEI 11.053 DE 2004, REGIME REGRESSIVO	41
TABELA 7 - IMPOSTO DE RENDA SOBRE PREVIDÊNCIA POSTERIOR À LEI 11.053 DE 2004, REGIME PROGRESSIVO	41
TABELA 8 - IMPOSTO DE RENDA PESSOA FÍSICA PARA FUNDOS DE INVESTIMENTO, LONGO PRAZO E CURTO PRAZO	42
TABELA 9 - PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NA CARTEIRA DAS ENTIDADES DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR EM DEZEMBRO DE 2004	44
TABELA 10 - METODOLOGIA PARA FAIR VALUE	46
TABELA 11 - DISTRIBUIÇÃO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS EM RELAÇÃO AO ESTÁGIO DA EMPRESA INVESTIDA	53
TABELA 12 - MORTALIDADE DE PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS POR IDADE	53
TABELA 13 - AMOSTRA DA PESQUISA POR ATIVIDADE	59
TABELA 14 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO TEMPO DE EXPERIÊNCIA DOS ENTREVISTADOS EM PARTICIPAÇÕES PRIVADAS	66
TABELA 15 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA DOS FATORES QUE CONTRIBUÍRAM PARA O DESENVOLVIMENTO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS	68
TABELA 16 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA DOS FATORES QUE DIFICULTARAM O DESENVOLVIMENTO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS	69
TABELA 17 - TESTE DE HIPÓTESE E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO PARA OS FATORES QUE DIFICULTARAM O DESENVOLVIMENTO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	76
TABELA 18 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DO RETORNO MÍNIMO QUE UMA PARTICIPAÇÃO PRIVADA DEVERIA PROPORCIONAR	77

TABELA 19 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DA PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA MÍNIMA PARA PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	78
TABELA 20 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DO PERÍODO MÍNIMO PARA PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	80
TABELA 21 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DE GESTORES COM MAIOR SUCESSO EM PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	81
TABELA 22 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DO IMPACTO DA TAXA DE JUROS NAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	82
TABELA 23 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DO IMPACTO DA INFORMALIDADE FISCAL NAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	83
TABELA 24- ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DA INFLUÊNCIA DAS ALTERNATIVAS DE SAÍDA EM PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	84
TABELA 25 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DA EXPERIÊNCIA DOS GESTORES NO DESENVOLVIMENTO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	85
TABELA 26 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DA DISPONIBILIDADE DE INFORMAÇÕES DE PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS NO DESENVOLVIMENTO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	86
TABELA 27 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DA INFLUÊNCIA DA FALTA DE HISTÓRICO DE RESULTADO DOS GESTORES, NO DESENVOLVIMENTO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	87
TABELA 28 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DA RELAÇÃO ENTRE A RECEPTIVIDADE DO EMPRESÁRIO E O DESENVOLVIMENTO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	88
TABELA 29 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DAS PERSPECTIVAS DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	89
TABELA 30 - ANÁLISE ESTATÍSTICA DESCRITIVA E DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO DOS FATORES CONDICIONANTES DO DESENVOLVIMENTO DAS PARTICIPAÇÕES PRIVADAS NO BRASIL	92

Lista de Figuras

FIGURA 1 - PARIDADE DO PODER DE COMPRA	34
FIGURA 2 - FÓRMULA ESTATÍSTICA DE TESTE CHI-QUADRADO (1/3)	63
FIGURA 3 - ZONA DE REJEIÇÃO DE DISTRIBUIÇÃO CHI-QUADRADO	64

Lista de Gráficos

GRÁFICO 1 - EVOLUÇÃO DA RELAÇÃO CRÉDITO/PIB NO BRASIL	17
GRÁFICO 2 - RELAÇÃO CRÉDITO/PIB EM OUTROS PAÍSES E G7 EM 2002	18
GRÁFICO 3 - FLUXO DE CAPITAIS PARA O BRASIL NOS PERÍODOS DE CRISES	27
GRÁFICO 4 - VARIAÇÃO DA PTAX ENTRE 1995 E 2006	28
GRÁFICO 5 - VARIAÇÃO DA TAXA SELIC ENTRE 1997 E 2006	28
GRÁFICO 6 - EVOLUÇÃO DA CARGA TRIBUTÁRIA EM RELAÇÃO AO PIB ENTRE 1990 E 2005	29
GRÁFICO 7 - EVOLUÇÃO DO SUPERÁVIT PRIMÁRIO DO GOVERNO BRASILEIRO	30
GRÁFICO 8 - EVOLUÇÃO DA TAXA CDI ENTRE 1995 E 2006.	31
GRÁFICO 9 - EVOLUÇÃO DO MERCADO DE BALCÃO 2006	37
GRÁFICO 10 - EVOLUÇÃO DO PIB NOS EUA	43
GRÁFICO 11 - EVOLUÇÃO DO PIB BRASILEIRO	43
GRÁFICO 12 - ANÁLISE DE FREQUÊNCIA DO TEMPO DE EXPERIÊNCIA DOS ENTREVISTADOS EM PARTICIPAÇÕES PRIVADAS	67

Lista de Siglas e Abreviaturas

ABVCAP - Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*
ABCR - Associação Brasileira de Capital de Risco
ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimento
BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESPar - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social Participações
BRIC - Denominação para os países emergents Brasil, Rússia, Índia e China
CDI - Certificado de Depósito Interbancário
CSN - Companhia Siderúrgica Nacional
CVM - Comissão de Valores Mobiliários
EMPEA - Emerging Markets Private Equity Association
EUA - Estados Unidos da América
ERISA - Employee Retirement Income Security Act
FMIEE - Fundos Mútuos de Investimento em empresas emergentes
G7 - Sete países mais industrializados do mundo. Reino Unido, EUA, Canadá, Itália, Japão, Alemanha e França.
IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IEDI – Instituto de Estudo para o Desenvolvimento Industrial
IPO - Initial Public Offering
NASDAQ - Mercado de balcão de negociação de títulos nos EUA
PIB - Produto Interno Bruto
TIR - Taxa Interna de Retorno
IRPF - Imposto de Renda Pessoa Física
PTAX - Cotação do Dólar Americano referente ao dia anterior
SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia
TUBAÍNAS - Refrigerante de baixo custo e qualidade inferior
ISO - International Standards Organization
USD - O código ISO 4217 para o dólar americano
SCR - Sociedades de Capital de Risco
SEBRAE - Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas

1 O Problema

1.1. Introdução

A Indústria de Capital de Risco, representada pelos mecanismos mais comuns conhecidos mundialmente como *venture capital* e *private equity*, encontram-se em pleno funcionamento nos mercados americano e europeu. O mercado de Capital de Risco voltou a chamar atenção dos grandes investidores que, após o estouro da bolha das empresas de informática, deixaram de investir, mas hoje retornam com recursos ao segmento. Nos Estados Unidos, a captação realizada no ano de 2005 até o mês de Dezembro foi de USD 116 bilhões, seguido pelo continente Europeu, que contribuiu com USD 66 bilhões e, por fim, os recursos asiáticos, que somaram USD 19 bilhões. No total, a indústria captou, até então, USD 201 bilhões, o que mostra não só a crescente preferência dos investidores para essa modalidade de investimento, como também a importância do negócio que movimenta bilhões a cada ano.

No mercado doméstico, a indústria de Capital de Risco nasceu com as organizações de *venture capital* ainda em 1974, embora a legislação sobre tais sociedades só fosse publicada em 1986 pelo Conselho Monetário Nacional. Os fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergente, embora mais novos, têm o primeiro registro de funcionamento na Comissão de Valores Mobiliários em 1995. Portanto, no país as sociedades de capital de risco e os fundos de *private equity*, já atuam há pelo menos dez anos. Segundo Lerner (2001), a média de duração de tais modalidades de investimento é de 10 a 12 anos, o que significa que os mecanismos de participações estudados já estão em fase madura.

Dadas as restrições na política de crédito doméstica, devido não só ao custo e ao difícil acesso ao capital, como também ao alto número de empresas criadas anualmente, através do presente estudo procuro mostrar quais foram os fatores impeditivos do desenvolvimento de participações privadas no mercado nacional. O estudo pretende fornecer subsídios para que seja possível entender

quais os fatores críticos para o desenvolvimento da indústria de participações privadas no Brasil.

Os termos e as definições necessárias para o entendimento do presente estudo foram listadas no anexo do trabalho.

1.2. Objetivos

1.2.1. Objetivo Geral

O presente trabalho objetiva conhecer as principais razões do não desenvolvimento das participações privadas no mercado nacional e inferir sobre o futuro do segmento, considerando tanto instituições financeiras, como não financeiras, que administram, ou administraram participações de risco.

1.2.2. Objetivos Intermediários

Entender a distribuição dos recursos em participações privadas por estágio de desenvolvimento das empresas investidas, os gestores do segmento, experiência com participações e metodologia de saída do investimento. O mapeamento das informações permite observar como foi desenvolvido o segmento de participações privadas, como está organizado o setor atualmente no Brasil e quais são as perspectivas do segmento.

Entender a origem dos principais aspectos que afetaram o desenvolvimento das participações privadas nos últimos 16 anos. Distinguir os fatores que facilitaram e dificultaram as participações, bem como o grau de importância de cada fator.

1.3. Delimitação do Estudo

O presente estudo refere-se somente aos problemas encontrados no mercado doméstico de participações privadas, ou seja, não aborda os problemas vivenciados por estruturas do mesmo tipo em qualquer outro local, que não seja

o Brasil. Dados e estudos feitos em outros países são usados somente como fonte de comparação.

Antes da publicação da Instrução 209 da Comissão de Valores Mobiliários, o mercado já dispunha de instrumentos semelhantes aos fundos de *private equity* e *venture capital* para realização de participações privadas. Foram considerados na pesquisa os clubes de investimentos, fundos ou associações, estruturas de consórcios e empresas de participações que embora não tivessem o devido enquadramento na legislação, tinham por finalidade investimentos em participações privadas.

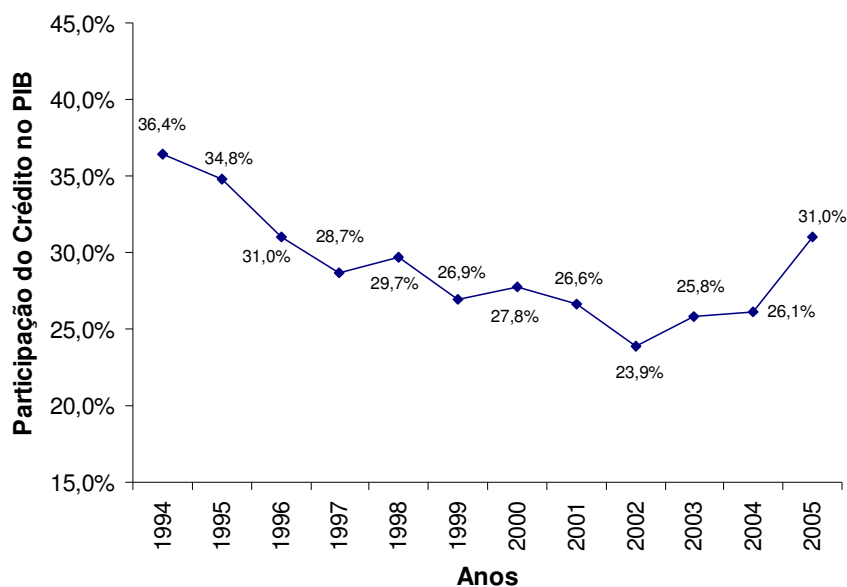
As Sociedades de Capital de Risco (SCR), organizações que atuaram de forma semelhante aos fundos de *private equity* e *venture capital*, tiveram contribuição muito relevante para o desenvolvimento do capital de risco no país, logo, também são abordados no estudo.

A pesquisa objetiva obter subsídios para entender os principais motivos do insucesso das participações privadas no país, em geral, sem se ater a casos específicos de determinados fundos ou consórcios, mesmo porque, tais investigações seriam inviáveis, em função das idiosincrasias que envolvem as estruturas dos mecanismos estudados.

1.4. Relevância do Estudo

A busca por financiamento e de recursos em organizações de fomento tem sido constante no Brasil, não só pelo alto custo de financiamento das empresas, como também pela baixa relação histórica entre crédito e Produto Interno Bruto (PIB). O Banco Central do Brasil (2006), apurou a relação crédito/PIB no ano de 2005 em 31%, nível muito baixo se comparado com demais países, tanto desenvolvidos como em desenvolvimento. O Gráfico 1 mostra a evolução do crédito em relação ao PIB entre 1994 e 2005, evidenciando uma queda e recente recuperação da participação do crédito.

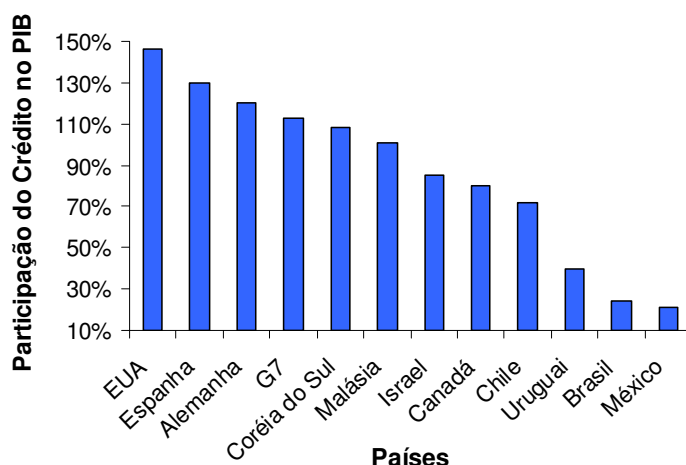
Gráfico 1 - Evolução da relação crédito/PIB no Brasil



Fonte: Banco Central do Brasil, Boletim Anual BC, Capítulo Moeda e Crédito, p.54, 2005.

O Gráfico 2 mostra a relação crédito/PIB de vários países em 2002. O Chile apresentou relação crédito/PIB de 72%, mas ainda assim foi considerada baixa em relação a países desenvolvidos como EUA, com 146% e Alemanha com 120% da relação crédito/PIB. Devido a necessidade de fomento natural de países em desenvolvimento e aos mecanismos inadequados de crédito no Brasil, as participações privadas surgem como alternativas de fomento aos empreendedores que nem sempre têm acesso aos principais canais de distribuição de recursos.

Gráfico 2 - Relação crédito/PIB em outros países e G7 em 2002



Fonte: Banco Central do Brasil. A Importância do Crédito no Consumo, Junho de 2006, p.4.

Grandes organizações existentes hoje nos Estados Unidos e países europeus são em muitos casos, oriundas de estruturas de participações privadas. O fornecimento do capital quando o empreendedor só tem uma boa idéia é condição *sine qua non* para o desenvolvimento das grandes corporações. Exemplos de grandes empresas como *Jet Blue*, *Sun Microsystems*, *Dell*, *Ebay*, *Amazon* e *Compaq*, são casos de empresas que obtiveram sucesso devido ao fomento das participações privadas. Neste sentido, é relevante o estudo do tema quando o mercado pretende desenvolver grandes corporações, principalmente no estágio embrionário e num ambiente cujo financiamento é escasso.

Os grandes investidores institucionais podem melhorar o perfil de risco e retorno de longo prazo de suas carteiras de investimento, quando optam por investir em fundos de participações privadas. O retorno fica cada vez mais atrativo, em um cenário decrescente de taxa de juros, onde as alternativas de renda fixa ficam cada vez menos interessantes, distantes da meta atuarial. Naturalmente, os investidores procurarão alternativas cuja rentabilidade sejam mais atrativas. Ainda mais relevante, é a melhoria do perfil de risco no caso específico do Brasil, onde as empresas alvo de investimento dos fundos de participações privadas, são muito novas.

Furtado & Lopes (2005) realizaram estudo sobre a carteira dos principais fundos de *private equity* e *venture capital* no Brasil. Concluíram que os ativos que compõe a carteira são mais correlacionados com ativos negociados em bolsa de valores estrangeiras do que na bolsa de valores doméstica. Isso, na prática, significa fazer investimentos com baixa correlação com o índice Bovespa ou IBRX-50, podendo ter correlação com índices como o NASDAQ, que não seria possível para os fundos de pensão, pois a legislação não permite operações diretas no exterior. Com isso, seria possível obter uma melhoria substancial no risco diversificável das carteiras de investimento dos fundos de pensão.

Nos EUA a diferença de desempenho entre administradores de recursos de renda fixa é relativamente baixa em relação aos administradores de fundos de participações privadas. (Swensen 2000)

Na década de 90, a diferença de desempenho entre os melhores 25% fundos de renda fixa e os restantes 75%, era de menos de 3% ao ano enquanto que nos fundos de participações privadas, essa diferença excedia 15% (Swensen, 2000). A escolha de gestores e fundos em mercados sem liquidez ou ineficientes, é mais importante do que em outros mercados, pois pode resultar em um rendimento significativamente diferente.

A criação e manutenção dos postos de trabalho é uma dificuldade enfrentada pelo Brasil, principalmente pelo poder público. Segundo a Estatística do Cadastro Central de Empresas do SEBRAE (1998), a participação das Micro e Pequenas Empresas, no total dos postos ocupados é de 43,8%, portanto, torna-se importante qualquer tipo de iniciativa que fomente a criação de novas e pequenas empresas, dentre elas, se destaca o *funding* que as participações privadas propiciam para essa categoria de empresa.

A formação de poupança de longo prazo é uma grande preocupação do Governo Brasileiro. A cultura de investimento nacional, que tem como principal preocupação a liquidez dos recursos, conseqüente do histórico de instabilidade econômica do país nas últimas três décadas, ainda é um paradigma que prevalece no mercado.

Nos últimos quatro anos, o Governo Brasileiro tem demonstrado, através da modificação do sistema tributário sobre investimentos com as Leis 11.033/04 e 11.053/04, que pretende estimular o poupador que tenha seus recursos aplicados por um período maior. Essa iniciativa, que torna possível pagar menos imposto de renda sobre rendimentos de aplicações de longo prazo, é um dos caminhos que o governo usa a fim de estimular a poupança de longo prazo. Os fundos de participações privadas receberam legislação específica através da Instrução CVM 363/02, com tratamento diferenciado e com o intuito de prover poupança de longo prazo e financiamento longo aos empreendedores.

Finalmente, a relevância do estudo se confirma, uma vez que participações privadas são alternativas de investimento para investidores internacionais. Através de fundos de participações, a entrada no capital social de várias empresas é facilitada, pela aquisição de uma quantidade de quotas, que representa um *portfolio* de empresas de variados setores da economia. É uma estrutura simplificada e com regras claras, padronizadas através de um regulamento de condomínio. A estrutura de fundo de participação é eficiente, uma vez que, evita a participação direta dos investidores nas empresas, gerando ganho de tempo e custos com tal estruturação.

2 Referencial Teórico

2.1. O Histórico das Participações Privadas no Brasil

O histórico de investimento em participações privadas no Brasil é bem distinto do histórico do mercado americano. Nos EUA, o mercado de participações privadas evoluiu lentamente até o final dos anos 70. Em 1978, através do *ERISA, Employment Retirement Income Security Act*, o governo americano permitiu que os investidores institucionais colocassem recursos em participações privadas, o que causou aquecimento e fortalecimento do mercado. Nos EUA, onde os grandes investidores desse segmento são os fundos de pensão, mais do que 80% dos investimentos em participações privadas são feitos através de *Limited Partnership* e muito poucos através de participação direta.

No Brasil, o histórico da indústria de participação privada é muito distinto. O Governo Brasileiro, através da Instrução CVM 209/94, viabilizou a participação de fundos de pensão em investimentos de participações privadas através de *Limited Partnerships*. Até então, os principais fundos de pensão brasileiros, faziam boa parte da alocação dos recursos através de investimentos diretos. Isso se deve, principalmente, ao modo como foram feitas as privatizações brasileiras, ou seja, esses fundos eram utilizados para formar consórcios a fim de comprar empresas, naquele momento, de responsabilidade do governo federal.

Ainda assim, as participações privadas de fundos de pensão seguiam sérias restrições. Um mecanismo mais eficiente para capitalizar pequenas e médias empresas precisaria ser feito através de um veículo de investimento semelhante a um fundo de investimento. Isso levou ao aparecimento, somente em 1994, dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), respaldados pela regulação.

A estrutura de formação de consórcio atraiu muitos investidores institucionais. Inicialmente, pela flexibilidade que tal estrutura pôde proporcionar

para cada investidor, pois, através da participação em consórcio, cada investidor podia vender sua parte a qualquer momento, a não ser que o regulamento do consórcio estabelecesse regra específica. Adicionalmente, os participantes do consórcio, de fato tinham poder de gestão nas empresas adquiridas, uma vez que eram os donos do negócio comprado.

Dados os benefícios da estrutura de consórcios para adquirir empresas, o desenvolvimento do mercado de participações privadas através de fundos de investimento, e demais mecanismos, teve evolução lenta no mercado nacional.

A indústria de capital de risco nasce no país somente na década de 70, com destaque para as iniciativas do BNDES e da BrasilPar, como pioneiros no investimento em participações privadas no Brasil. (Romani, 1997)

“O BNDES deu início ao mercado de investimento em participações privadas criando três empresas que objetivavam injetar recursos em pequenas empresas, focando em segmentos específicos de atuação que o governo julgou interessante fomentar. Assim, para fomentar o segmento de Petroquímica, Química Papel e Celulose, foi criada a Fibasa. Para fomentar o segmento de Mecânica e Metalurgia a Embramec e finalmente a Ibrasa foi a empresa criada para investir recursos em pequenas e médias empresas que necessitassem de capital para expandir a sua atividade.”

O setor privado também contribuiu com o desenvolvimento das participações privada no país, em meados dos anos 70. Através da BrasilPar, empresa formada pelo Unibanco, Paribás, A.G.F. e um investidor pessoa física. Romani (1997), destaca que a iniciativa pioneira da BrasilPar, foi importante na percepção dos demais investidores para o mercado de participações privadas no Brasil.

Em 1994, surge um dos primeiros fundos de *private equity* do país, o *GP Capital Partners*. Com patrimônio de USD 500 milhões, captados junto a investidores estrangeiros, os investimentos eram direcionados para empresas com forte potencial de desenvolvimento. O *GP Capital Partners* foi uma importante experiência, pois foi o único fundo de investimento com patrimônio superior a USD 450 milhões na América Latina, que retornou para seus cotistas, todo capital com lucro. Foi uma experiência de sucesso, no pouco conhecido e arriscado mercado de fundos de participações privadas. Os principais investimentos do fundo foram as empresas Brahma, Artex, Lojas Americanas, Wal-Mart, Sé Supermercados, Ferrovias Centro Atlântica e Sul-Atlântico,

Multicanal e Telemar. O Grupo *GP* também foi inovador e até hoje foi o único na realização de uma compra alavancada de uma empresa. A aquisição da rede de Supermercados Sé, pelo *GP Capital Partners*, é a única operação de compra alavancada no mercado Brasileiro desde 1994.

Além da saturação do mercado americano, mencionado por Lerner & Gompers (1998) e Rubenstein (2005), o grande propulsor do desenvolvimento do mercado de participações privadas no país foi o movimento de privatizações ocorrido no início da década de 90. As oportunidades de aquisições motivaram a formação de consórcios e investimentos em participações privadas diretas. Daí o crescimento de *private equity* ter sido superior nesse período em relação ao *venture capital*.

A indústria de fundos de participações privadas no país é recente, sendo a experiência inicial o *GP Capital Partners* em 1994, seguido pelo Banco Bozano Simonsen em associação com a *Advent International*, com o Fundo Bozano Simonsen *Advent*, em 1995.

Devido à incipiente indústria de fundos de participações privadas, os estudos abordando as dificuldades da indústria, também são recentes, em função do prazo mínimo necessário para o desenvolvimento das participações e para observação das principais dificuldades.

2.2. Contribuições dos Principais Estudos Sobre Participações Privadas

A literatura sobre participações privadas aborda amplamente os motivos que levam investidores e gestores a investir em fundos de participações privadas, bem como os benefícios que os envolvidos em participações privadas têm, quando optam por tal modalidade de investimento. Tanto internacionalmente quanto no Brasil, é comum encontrar tal literatura incentivando o mecanismo de participações privadas.

A literatura que destaca os problemas vivenciados pelos envolvidos em participações privadas, é menor do que os que motivam o investimento em participações, e necessariamente são publicações mais novas em função do período mínimo necessário para avaliação dos principais problemas da indústria.

Tanto no Brasil quanto no exterior é possível encontrar publicações sobre problemas envolvendo participações privadas, entretanto, vale ressaltar, que a abordagem mais adequada é feita por autores que se dedicam ao mercado doméstico, ou os que são especializados em mercados emergentes de participações privadas.

Furtado & Lopes (2005), com uma abordagem crítica na comparação do mercado americano e nacional, identificam as diferenças que dificultam o desenvolvimento das participações privadas no país. Consideram os investidores institucionais os grandes agentes do mercado de participações privadas, entretanto, questionam o modelo da legislação. Essa impede a portabilidade nos fundos de previdência privada fechada, e assim, não valoriza a concorrência nem a competência do gestor de participações privadas o que é fundamental para gerar valor para o investidor.

Darrow & Vitale (2000), assessores de diversos fundos de participações privada no mundo, questionam as bases legais e contratuais dos mercados emergentes que atrapalham o desenvolvimento das participações privadas. A informalidade na economia brasileira é questionada pelos autores, como sendo um fator de alto risco para o não desenvolvimento das participações privadas no país.

Bezerra (1999), por outro lado, dá ênfase aos problemas dos fundos de *private equity*, ressaltando as resistências culturais do empresário e do investidor, além disso também mostra que uma das maiores preocupações dos fundos de *private equity* no Brasil são os meios de saída do investimento. A modalidade de saída é uma preocupação de todos na indústria de participações privadas, principalmente em função do baixo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, que proporciona poucas oportunidades de abertura de capital (*IPO*). A Tabela 1 mostra o volume das ofertas primárias de 1965 a 2006.

Tabela 1 - Volume de ofertas primárias de 1965 a 2006.

Ano	Número	Valor em milhões de USD	Em % do PIB	Ano	Número	Valor em milhões de USD	Em % do PIB
1965	5	2,1	0,01%	1986	154	1187,6	0,46%
1966	3	1,4	0,00%	1987	53	330,8	0,12%
1967	50	30	0,10%	1988	76	393,6	0,13%
1968	138	112,9	0,33%	1989	93	678,8	0,16%
1969	145	112,8	0,30%	1990	58	616,4	0,13%
1970	131	96,9	0,23%	1991	52	815	0,20%
1971	307	547,8	1,11%	1992	28	1068,5	0,28%
1972	111	108,5	0,18%	1993	24	1005,3	0,23%
1973	123	127,8	0,15%	1994	48	2683,4	0,49%
1974	75	103,4	0,09%	1995	31	2111,1	0,30%
1975	57	60,7	0,05%	1996	23	9168,3	1,18%
1976	71	128,7	0,08%	1997	23	3655,4	0,45%
1977	72	166,1	0,09%	1998	20	3494,5	0,44%
1978	54	518,4	0,26%	1999	10	1467,8	0,27%
1979	72	563,6	0,25%	2000	8	769,9	0,13%
1980	123	650,5	0,27%	2001	6	625,2	0,12%
1981	78	291,3	0,11%	2002	4	370,1	0,08%
1982	82	454,9	0,17%	2003	2	73,8	0,01%
1983	72	233,9	0,12%	2004	9	1552	0,31%
1984	120	483,1	0,25%	2005	13	1860,9	0,23%
1985	109	522,2	0,25%	2006	29	6837,9	nd

Fonte: Walter L. Ness Jr. Entre 1965 e 1994, Banco Central do Brasil, Relatório Anual, vários. Entre 1995 e 2006, Comissão de Valores Mobiliários, Informativos, vários, também disponível em <www.cvm.gov.br>.

As principais falhas do governo apontadas pelos gestores de participações para o não funcionamento correto do mercado de participações privadas através de fundos de investimento foram analisadas por Karnopp (1999). A principal crítica é a política econômica: (a) quanto ao mercado, há escassez de informações sobre empresas de pequeno e médio porte e os mecanismos inadequados de desinvestimento (b) quanto aos gestores, há desconhecimento da atividade de capital de risco e falta competência aos empreendedores e a sua equipe, e por fim (c) há o aspecto cultural dos proprietários de empresas no país.

Finalmente, uma grande contribuição para um entendimento mais amplo do mercado de participações privadas no Brasil, foi o trabalho de Carvalho *et al.*

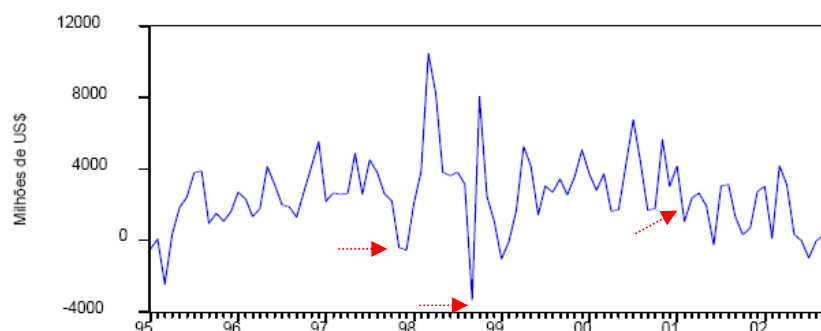
(2005). Este trabalho descreve os resultados do primeiro censo brasileiro de *private equity* e *venture capital*, mapeando todo segmento, identificando os gestores, tipos de investimento, evolução da indústria e as principais perspectivas do setor. Portanto, esse estudo é considerado um marco na pesquisa de participações privadas no Brasil, uma vez que, somente com a identificação e o levantamento dos dados de todo segmento, foi possível fazer análises mais profundas sobre as participações privadas no país.

2.3. A Dificuldade Imposta por Fatores Macro

O Brasil é um país que passou por diversos planos econômicos e por diversas crises políticas ao longo dos últimos 20 anos. Um breve histórico desde 1986, nos remete aos planos Cruzado, Verão, Bresser, Collor e Real. A moeda durante esse período passou por diversas mudanças, era Cruzado, passou a ser Cruzeiro Novo, tornou-se Cruzeiro, em seguida Cruzeiro Real e finalmente o Real. Durante esse conturbado período de planos econômicos, a economia sofreu com momentos de instabilidade.

As crises vivenciadas pela nossa economia, em muitos casos, consequência de crises externas como a crise do México em 1995, Tigres Asiáticos em 1997, Rússia em 1998, crise cambial brasileira em 1999 e por fim a moratória de 2001 do governo Argentino propiciou um ambiente de alta instabilidade e resistência dos investidores internacionais ao colocar recursos em investimentos de risco em países emergentes. O Gráfico 3 mostra a variação do fluxo de capital estrangeiro entre 1995 e 2002, período com diversas crises e impactos significativos no fluxo de capitais para o Brasil.

Gráfico 3 - Fluxo de capitais para o Brasil nos períodos de crises



Fonte: Vieira (2003), Apêndice.

Com as turbulências do mercado, um dos fatores que é constantemente afetado é a taxa de câmbio. A moeda estrangeira passa por períodos de forte alta e momentos instáveis, quando avalia-se o histórico dos últimos anos.

Segundo Bezerra (1999), o investidor internacional tem por padrão avaliar a rentabilidade de investimentos em moeda estrangeira, usando especialmente o USD para tal cálculo. Com as crises passadas, muitas vezes, o investidor deparava-se com um investimento bem feito em participações privadas, entretanto, a rentabilidade do investimento em USD, era baixa ou até mesmo negativa em função da apreciação da moeda estrangeira frente ao real.

Outro instrumento comum de uso do governo para frear o processo inflacionário é a taxa básica de juros da economia, que nos períodos de crise, também foi usada para reter recursos de investidores estrangeiros no país, ou restringir a demanda a fim de evitar um processo inflacionário. Se, por um lado, o investidor deixava recursos aplicados no Brasil por uma remuneração maior, por outro, as empresas muitas vezes sofriam com o alto custo que a dívida representava e a falta de crédito para o consumidor adquirir produtos. Estes fatores comprometiam o resultado esperado pelos investidores em participações privadas. A instabilidade econômica e política do país, foi um fator que diminuiu a atratividade do investidor em participações privadas.

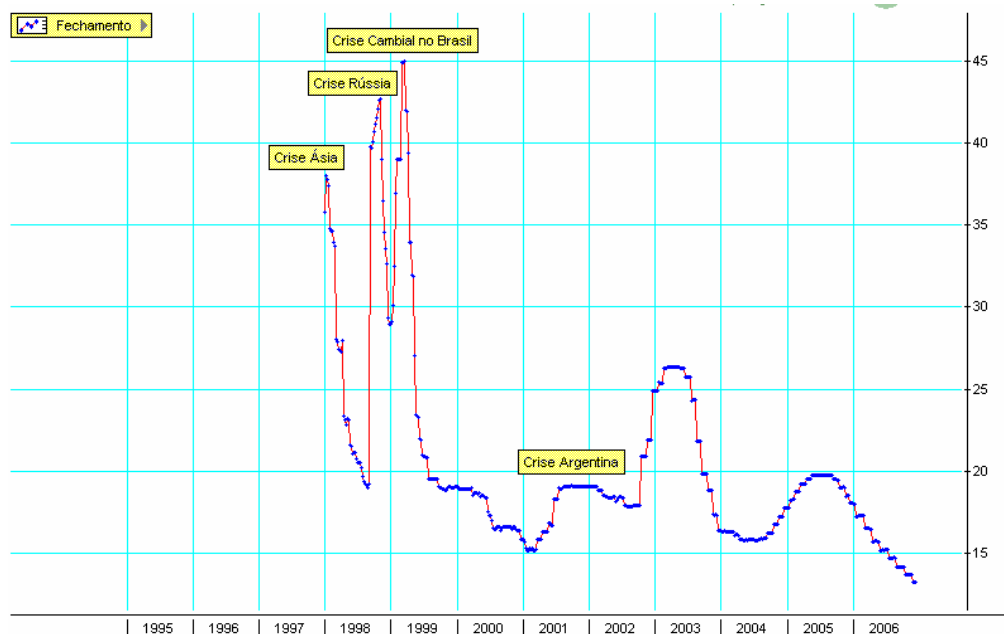
O Gráfico 4 mostra a variação da taxa de câmbio entre 1995 e 2006 e o Gráfico 5 mostra a variação da taxa de juros da economia nos períodos de mudança de planos e crises internacionais, entre 1997 e 2006.

Gráfico 4 - Variação da PTAX entre 1995 e 2006



Fonte: Base de dados Econômica, sob licença da PUC-RJ, 12/12/2006.

Gráfico 5 - Variação da taxa Selic entre 1997 e 2006

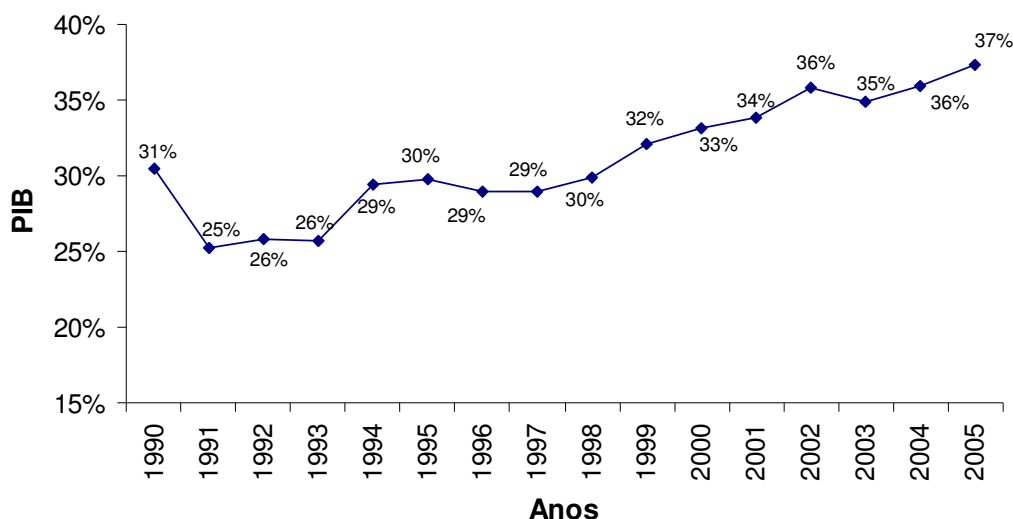


Fonte: Base de dados Econômica, sob licença da PUC-RJ, 12/12/2006.

Tanto investidores, quanto sociedades de capital de risco e empreendedores nem sempre concordam com a política econômica estabelecida pelo governo. Ainda que seja importante conservar o quadro estável conquistado

desde o início do Plano Real, também é necessário ponderar o quão adequada é uma política econômica de juros elevados, com superávit de arrecadação muito além do necessário. Boa parte da economia é sacrificada, seja através de altos tributos, observado no Gráfico 6, como também através de restrição nos gastos do estado. A restrição dos gastos do governo atinge as verbas para desenvolvimento de projetos e pesquisa, naturalmente, fonte de criação de oportunidades de empreendedorismo e fator fundamental para o desenvolvimento da indústria de participações privadas no Brasil.

Gráfico 6 - Evolução da carga tributária em relação ao PIB entre 1990 e 2005

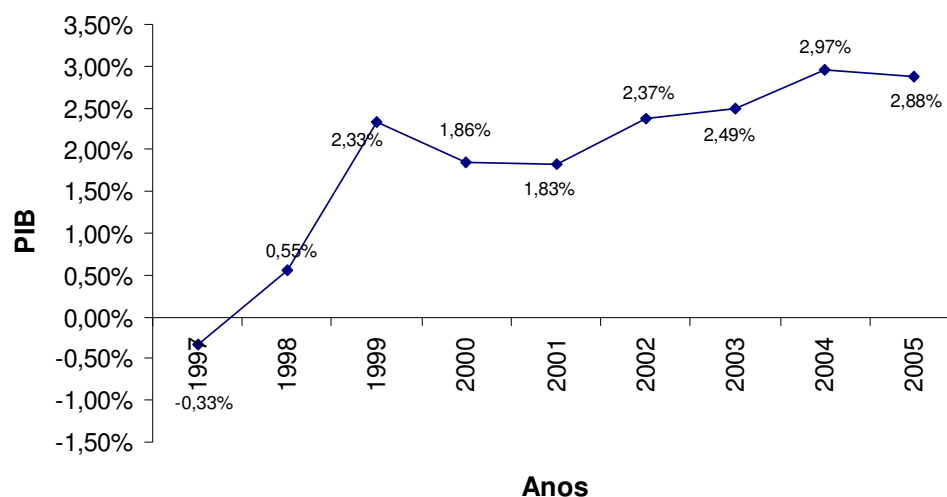


Fonte: Elaboração do autor com base nos dados da Secretaria da Receita Federal. 1990 até 1998 - Carga Tributária no Brasil 2000, Quadro 01. 1998-2005 – Estudos Tributários 11,12,13,14 e 15, da Secretaria da Receita Federal p.01.

Karnopp (1999) observa que, enquanto os gastos em pesquisa e desenvolvimento sofrerem forte restrição em função de uma meta de superávit robusta, a atividade de participações privadas terá lenta evolução, uma vez que, o fomento para criação de oportunidades, depende da disponibilidade de verbas direcionadas para capital semente e pequenas empresas. Segundo Ribeiro (2005), o Brasil investe em pesquisa e desenvolvimento menos do que 1% do PIB, contra até 2,5% do PIB em países desenvolvidos, como mostrado na Tabela 2. Quanto à evolução do resultado das contas do Governo Brasileiro em relação ao PIB nacional (Gráfico 7), os números mostram que o superávit cresce a cada ano, o que, se por um lado mostra austeridade fiscal, por outro, provoca

redução na transferência de recursos para sociedade, especialmente para pesquisa.

Gráfico 7 - Evolução do superávit primário do Governo Brasileiro



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional, Resultado Central do Governo(2006).

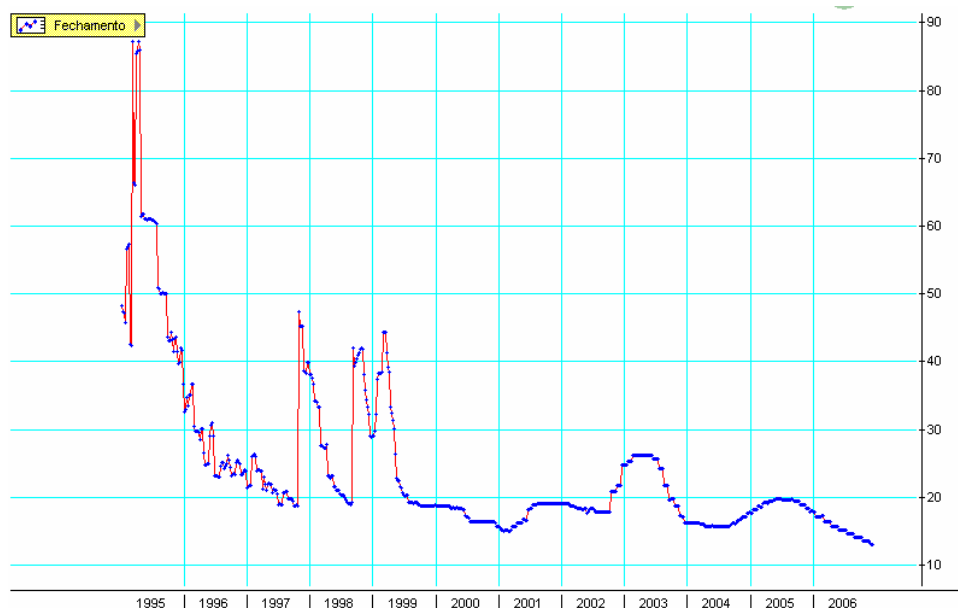
Tabela 2 - Investimento em pesquisa e desenvolvimento (P&D) por países desenvolvidos em percentual do PIB

Ano	Reino Unido	Alemanha	França	Japão	EUA
1990	2.2	2.8	2.4	2.9	2.8
1991	2.1	2.8	2.4	2.8	2.8
1992	2.1	2.5	2.4	2.8	2.8
1993	2.2	2.4	2.5	2.7	2.6
1994	2.1	2.3	2.4	2.6	2.5
1995	2.1	2.3	2.3	2.8	2.6
1996	-	2.3	-	-	2.5

Fonte: Barbosa (2004) p. 12, com base em publicação da Gazeta Mercantil em 15/12/1999.

Furtado & Lopes (2005) consideram que a modalidade de investimento em participações privadas apresenta alto risco e baixa liquidez em um cenário de alta taxa de juros, onde o custo de oportunidade no mercado financeiro é a taxa interbancária, atualmente próxima de 13,0% ao ano.

Gráfico 8 - Evolução da taxa CDI entre 1995 e 2006.



Fonte: Base de dados Economática, sob licença da PUC-RJ, 12/12/2006.

A liquidez dos investimentos no mercado nacional é um fator relevante, uma vez que os históricos de crise freqüentemente fazem com que seja fundamental para o investidor ter mobilidade na posição de investimento. Ao calcular a viabilidade de tal alternativa de investimento, o investidor depara-se com uma alta taxa de retorno requerida, o que nem sempre é viável obter em uma participação privada. Karnopp (1999) destaca que a remuneração em relação ao risco não apresenta um prêmio suficientemente alto que justifique a escolha da participação privada em relação a um fundo de investimento em renda fixa ou modalidade DI. Os investimentos tradicionais apresentam liquidez diária e, numa participação privada, a liquidez é baixa. Oportunidades de negócio podem ser perdidas em função da baixa liquidez que o investidor encontra quando opta por *private equity* ou, no pior cenário, durante uma crise quando o investidor não tem a possibilidade de mudar o investimento com o objetivo de limitar as perdas.

Além do alto custo de oportunidade no mercado doméstico, a avaliação do prêmio de risco pode ser agravada se for levado em conta o histórico de investimentos de participações privadas em FMIEE nos últimos anos no Brasil. Ayres (2005), mostrou que entre 1994 e 2005 nenhum FMIEE teve rentabilidade

superior ao CDI no período e somente 6 gestores conseguiram rentabilidade positiva ao longo do período de existência dos fundos (Tabela 3).

Tabela 3 - TIR dos FMIEE desde o registro de operação na CVM

Nome do Fundo	Administrador	TIR
GP Tecnologia	GP	22,58%
SC FMIEE	Banco Fator	10,92%
Fire	Brasil Private	7,56%
Fundo IP.Com	Mellon Brascan	7,13%
Brasil 21	Dynamo	5,87%
Rio Bravo Investech	Rio Bravo	0,29%
Axis	Mellon Brascan	-2,21%
MVP Tech	Mercatto Venture	-2,50%
MG FMIEE	Banco Fator	-4,58%
Stratus VC	Stratus Investimentos	-6,73%
SC Tec	CRP	-7,46%
Azul	Santander	-11,81%
RS Tec	CRP	-15,31%
REIF	Sudameris	-18,90%
Rio Bravo Nordeste	Rio Bravo	-25,11%
Nordeste Empreendedor	Pactual	-27,36%
Life	Oliveira Trust	-28,10%
Private	Mellon Brascan	-29,40%
SP Tech	CRP	-35,64%
Fundotec	FIR Capital Partners	-39,51%
Eagle	Planner	-64,90%

Fonte: Elaboração do autor com base na Dissertação de Mestrado de Leonardo Ayres, *Análise da Performance dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes no Brasil entre 1994 e 2004*, 20/12/2005, p.55.

Bezerra (1999) e Karnopp (1999) afirmam que a alta taxa de juros é outro fator que prejudica a compra alavancada de empresas, *leverage buyout*, freqüente nos EUA. O crédito de longo prazo no Brasil é muito caro e escasso, portanto, torna-se inviável usar o crédito para obter um empréstimo a fim de adquirir uma participação em uma empresa. Isso faz com que a maior parte dos investimentos em participações privadas, seja feito com capital próprio. A única exceção observada no Brasil, ocorreu com o administrador *GP Capital Partners*, que comprou o Sé Supermercados.

A dificuldade de realizar compra alavancada faz com que a valorização da empresa seja muito maior para que a rentabilidade almejada seja atendida. Quanto maior a participação de capital de terceiros, menor é a valorização necessária para que a rentabilidade desejada seja alcançada pelos investidores. Os investidores perdem em retorno, graças à ausência de crédito disponível para fazer a compra alavancada. A Tabela 4 mostra a verificação da TIR de um investimento de acordo com a proporção de capital próprio. Usando como premissa o período de 4 anos, não retirada de recursos e custo de capital de 10% ao ano, é possível observar a sensibilidade da taxa interna de retorno.

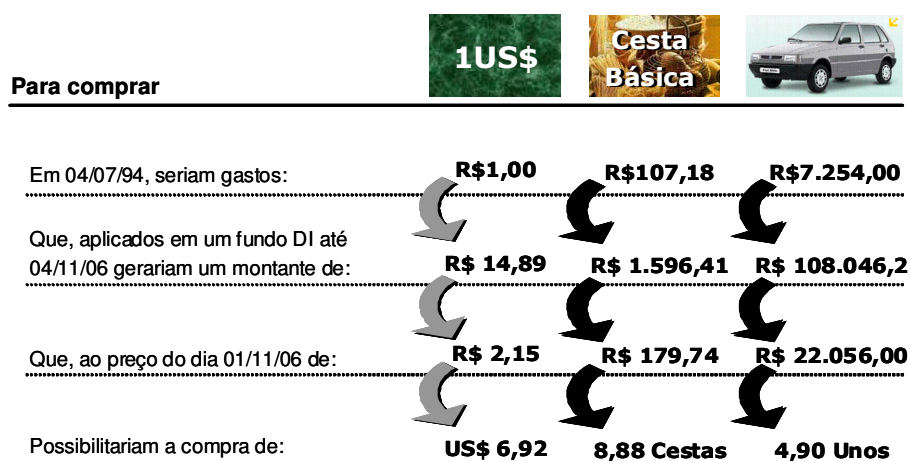
Tabela 4 - Variação da TIR em relação à proporção de capital próprio

	Participação de Capital Próprio			
	100%	75%	50%	25%
Valorização da Empresa em 4 anos	TIR Sobre Capital Próprio			
50%	11%	11%	11%	13%
100%	19%	21%	26%	38%
150%	26%	30%	37%	54%

Fonte: Bezerra (1999), Introdução à Indústria de *Private Equity* no Brasil, EAESP, Fundação Getúlio Vargas, p.118.

Na Figura 1 observa-se a evolução do investimento de uma unidade monetária em diferentes ativos para cálculo da paridade do poder de compra de cada indivíduo. É evidenciado que a prática de altas taxas de juros, não incentiva o setor privado a investir em produção, pois ainda é muito lucrativo financiar a dívida pública, atividade que é livre de risco e capaz de gerar alto rendimento, aumentando a paridade do poder de compra do investidor.

Figura 1 - Paridade do poder de compra



Fonte: Elaboração do autor com base em apresentação do Santander Banespa Asset Management, 2003.

Segundo Karnopp (1999), a alta taxa de juros é um problema não só para investidores, como também para as sociedades de capital de risco e os empreendedores. Os participantes do mercado apontam com grande frequência para a alta taxa de juros como fator impeditivo do bom desenvolvimento do mercado de participações privadas no país. O governo tem papel decisivo nessa questão, pois é o agente que mais pode propiciar as condições para taxas de juros menores. Assim, cabe ao Governo e ao Congresso Nacional executar as reformas necessárias na previdência, nas áreas política, administrativa e fiscal para criar um cenário onde os investidores percebam um risco menor e assim se disponham ser remunerados com prêmios menores ao financiar a dívida pública federal.

As condições macroeconômicas são relevantes na avaliação da saída do investimento em participações privadas feitas por fundos de investimento. Darrow & Vitale (2000) observam que quando não há necessidade de liquidez dos recursos, ainda é possível solucionar tal questão, com a espera por um momento adequado para sair do investimento. Assim, a inversão de um cenário macroeconômico desfavorável, pode solucionar o problema de saída. Todavia, quando os investidores precisam realizar a retirada dos recursos e o ambiente econômico não é favorável, os acionistas e os investidores têm um problema na venda da participação. Uma abertura de capital nessas condições, não é desejável, pois, a taxa de desconto utilizada em cenários adversos é muito grande e proporciona redução dos ganhos ou até mesmo prejuízo para os

investidores. Nesses casos, os investidores podem optar por exercer opção de venda para os acionistas originais, desde que, tal procedimento esteja previsto no acordo de acionistas. Outra alternativa é vender a participação para terceiros interessados na compra da empresa. Caso esses instrumentos não estejam muito bem regulados via elaboração contratual, podem surgir situações indesejadas, como por exemplo, a venda da participação para um concorrente ou o exercício de opção de venda para os acionistas originais, por um preço diferente do que se julga justo.

Neste sentido, o ambiente macroeconômico instável é prejudicial aos investidores de participações privadas, porém, a instabilidade do ambiente pode ser menos prejudicial ao negócio, caso o acordo de acionistas estabeleça critérios claros para saída do investimento.

2.3.1. Alternativas de Saída

A preocupação com meios de saída é freqüente e muito estudada antes mesmo da realização do investimento inicial em uma participação privada. Bezerra (1999) observa que caso as alternativas de saída não sejam bem definidas um fundo de participações privadas sequer deve iniciar a sua atividade.

Nos EUA, os fundos usam tanto a abertura de capital, *Initial Public Offering*, como também a venda da participação para um comprador estratégico, *Block Trade*. Embora as duas alternativas sejam possíveis, freqüentemente, a abertura de capital é capaz de gerar uma rentabilidade maior para as participações privadas nos EUA. Algumas exceções são observadas no mercado americano, quando há operações de *take over* hostis e a remuneração via venda para um investidor pode ser superior ao mercado de capitais face ao prêmio que o comprador julga justo para fazer a aquisição.

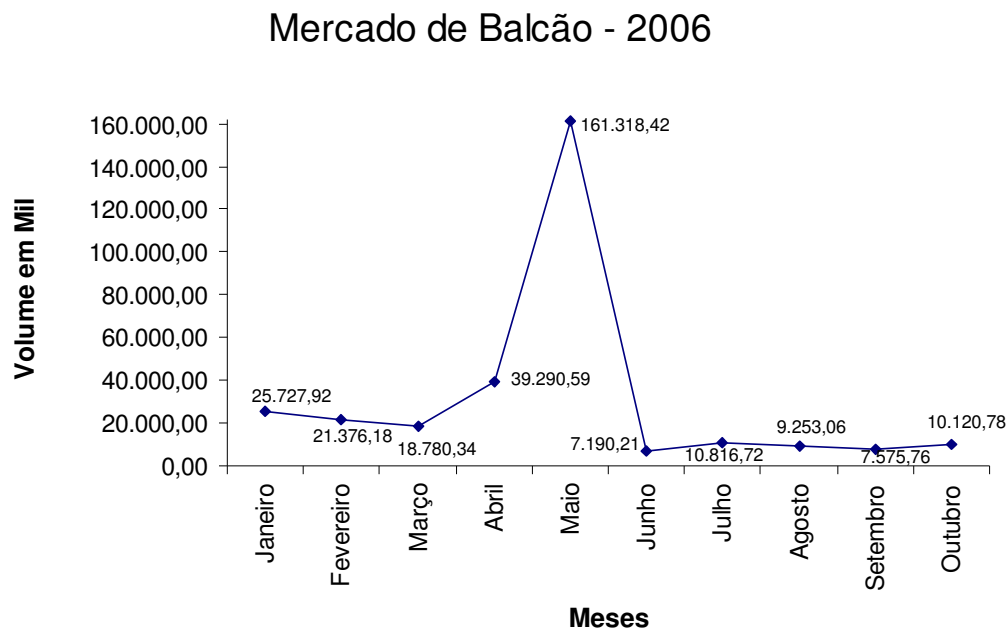
A realidade no Brasil é muito distinta, considerando o pequeno mercado de capitais que o país possui e a alta taxa de desconto que os investidores exigem das empresas pequenas e médias que abrem capital. Nem sempre a abertura é uma alternativa rentável para as participações privadas que queiram realizar saída do investimento.

Ao contrário do mercado americano, é possível verificar maior rentabilidade nas saídas feitas via venda de participação para os investidores estratégicos, Bezerra (1999). Essa situação, traz algumas dificuldades para os gestores de participações privadas. Uma dificuldade gerada por esse cenário é a elevação do poder de barganha dos compradores que intencionam adquirir a participação. Isso ocorre porque, quando o mercado de capitais não é uma alternativa atraente, o poder de barganha do comprador estratégico aumenta naturalmente e pode chegar a ser muito alto caso o volume de recursos envolvidos seja tão elevado que poucos compradores tenham disponibilidade de adquirir tal participação.

Segundo Bezerra (1999), outro problema freqüentemente observado com relação ao mercado de capitais doméstico, é a falta de controle do gestor de participações privadas quanto ao momento do desinvestimento. Ou seja, o gestor não consegue prever o momento em que surgirá um comprador estratégico disposto a pagar um valor adequado na compra da participação que o fundo deve vender. Muitas vezes, esse fator é limitador da viabilidade de saída, pois, caso os investidores do fundo tenham um limite máximo de permanência, pode ser pouco rentável a venda, em função de uma restrição de tempo de investimento.

A saída do investimento é um ponto crítico na avaliação da realização de uma participação privada no país. O Mercado de Balcão Organizado teve como origem a intenção de ser um ambiente propício para a negociação de ações de pequenas e médias empresas brasileiras. Através da Instrução CVM 243/96, o Mercado de Balcão Organizado passou a existir, entretanto, o volume negociado ainda é baixo e insuficiente para prover um mecanismo seguro de saída de investidores de participações privadas. Karnopp (1999) considera insuficiente o mercado de balcão para dar suporte a um crescimento das participações privadas no Brasil. O Gráfico 9 mostra a evolução do volume negociado no mercado de balcão doméstico ao longo de 2006.

Gráfico 9 - Evolução do mercado de balcão 2006



Fonte: Elaboração do autor com base nos dados da Bovespa no Informe Técnico de Mercado e Estatísticas Mensais, Resumo Geral das Operações (2006).

2.3.2. O Ambiente Regulatório

A América Latina e em especial o Brasil, ainda não têm um ambiente regulatório que proporcione segurança aos investidores que queiram realizar participações privadas e sejam acionistas minoritários. Leis que tragam segurança para os investidores minoritários é um fator crítico para que os investidores internacionais tenham mais segurança na alocação de participações privadas no Brasil. Embora a Comissão de Valores Mobiliários tenha avançado substancialmente na proteção dos interesses dos acionistas minoritários, os investidores exigem uma estrutura legal mais robusta para garantir tal proteção. Darrow & Vitale (2000) sugerem um ambiente regulatório mais rígido, com penas severas para os executivos que cometam irregularidade, como um meio de motivar o investidor internacional a colocar recursos em participações privadas no país. Os autores sugerem não só uma estrutura legal rígida para qualquer infração cometida por um executivo, como também a importância do cumprimento da legislação. O sistema judiciário brasileiro nem sempre é capaz

de executar de forma correta a legislação, a justiça é muito lenta e ineficiente no Brasil. Processos e disputas judiciais levam anos e podem ter um desfecho desfavorável para os investidores. Esse obstáculo tem sido parcialmente reduzido com a indicação das câmaras de arbitragem, seguindo os critérios da *American Arbitration Association*. Essas ajudam a encontrar soluções para problemas entre investidores e acionistas e mesmo problemas entre os investidores, quando formam um consórcio de investimento em participações privadas. Se a justiça no Brasil fosse mais ágil e principalmente mais bem preparada tecnicamente, seria possível ter mais segurança na realização de investimentos privados.

2.3.3. O Problema Fiscal

Se por um lado a legislação não dá segurança ao investidor, por outro, a informalidade fiscal no Brasil também é um grande fator impeditivo do aumento de investimentos em participações privadas no país. Segundo Bezerra (1999), tal situação tem duas vertentes. Primeiro, quanto aos passivos não declarados, e segundo, quanto à vantagem competitiva ganha, oriunda da informalidade.

A presença de passivos não declarados é comum em empresas de pequeno e médio porte no Brasil. Em muitos casos, tais passivos são oriundos do não pagamento do Imposto de Circulação de Mercadoria e Serviços, ou outras operações, cuja legalidade pode ser discutida. É relevante notar, que ao investir em uma empresa com passivos não declarados, o investidor terá que se responsabilizar por tais operações, o que nem sempre terá a concordância dos investidores. O investidor, principalmente o internacional, não está disposto a assumir tais passivos e tê-los não declarados torna o negócio inviável.

A segunda vertente é o sucesso nos resultados de empresas, graças à forte vantagem competitiva, devido a informalidade fiscal. Assim, torna-se difícil uma empresa obter sucesso, cumprindo com todas obrigações fiscais, enquanto todo mercado onde ela está inserida não tem a mesma conduta. Somente o não pagamento do Imposto de Circulação de Mercadoria e Serviços causa uma enorme diferença no resultado da empresa em relação as que pagam, ou pagam parcialmente. Para Leite & Souza (2001) e Bezerra (1999) o que ocorreu na Injepet, evidencia o problema da informalidade na indústria de participações privadas.

“Os administradores da Injepet observaram uma redução em seu volume de vendas e ao investigarem as origens desta redução de vendas constataram que não estavam perdendo mercado para seus concorrentes diretos, em sua maioria grandes empresas multinacionais. A razão da queda de vendas da Injepet estava no crescimento da participação de mercado das tubaínas em relação às grandes marcas de refrigerante, seus principais clientes.

A Injepet não consegue vender para os fabricantes de tubaínas, que preferem verticalizar e fabricar suas próprias garrafas. Esta verticalização é extremamente prejudicial aos custos de produção de garrafas, devido aos ganhos de escala, e a única justificativa para a adoção desta estratégia é a informalidade. Segundo os sócios da Injepet, grande parte do mercado de tubaínas é informal, sendo os refrigerantes vendidos sem comprovante fiscal, o que permite o não pagamento do Imposto de Circulação de Mercadorias e Serviços. Caso estas empresas que atuem na informalidade passassem a comprar garrafas com nota fiscal, seria possível a fiscalização comprovar a fraude, visto que a quantidade de garrafas compradas teria que ser equivalente à produção de refrigerantes. A realidade é que grande parte da cadeia de valor das tubaínas é informal: o envasador vende sem nota fiscal para o distribuidor, que vende sem nota fiscal para o varejista, que vende sem nota fiscal para o consumidor final. Para participar desta cadeia, o fornecedor de garrafas plásticas teria que compactuar com a informalidade, o que não está nos interesses dos investidores financeiros que atuam em participações privadas”.

As questões fiscais não se reduzem apenas a informalidade ou ao ganho competitivo. Para Karnopp (1999), a ausência de uma política de incentivos ou qualquer tipo de benefício fiscal, atrapalha o desenvolvimento do mercado de participações privadas. Um investimento em participação privada requer tempo para chegar à maturidade, além de proporcionar empregos e desenvolvimento ao país. Não se trata de investimento especulativo ou de curto prazo, sendo assim, poderia ter tratamento fiscal diferenciado em relação às outras modalidades de investimento.

As sociedades de capital de risco receberam através da Lei 2287/86, incentivo fiscal indireto, pois, as empresas cuja sociedade de capital de risco participassem obtiveram benefícios adicionais para deduções do lucro real apurado. A medida deu tratamento especial para apuração do Imposto de Renda e redução do mesmo, para empresas que tivessem no capital social recursos de capital de risco. Entretanto, a iniciativa não foi adiante, pois, o tratamento fiscal dado pela legislação não foi suficiente para aumentar a atratividade do setor e

não foi adaptado aos novos mecanismos de investimento tais como os FMIEE criados posteriormente.

Recentemente, através da Medida Provisória 281/06, o governo deu tratamento equânime entre ganho de capital de operações oriundas de investidores estrangeiros em participações privadas e investimento estrangeiro em bolsa de valores e de títulos públicos, com alíquota zero de imposto de renda. A tentativa tardia, foi incentivar o capital estrangeiro nas participações privadas nacionais. Se por um lado o investidor estrangeiro ganhou um incentivo, por outro, permanece até hoje o problema no tratamento tributário de investimento em participações privadas feitas por pessoa física. A apuração de ganho de capital é um redutor da atratividade do negócio para os investidores pessoa física no Brasil.

As entidades Pessoa Jurídica, obtiveram avanços no segmento de participações. Anteriormente, sem a alternativa de investimento através de fundos de participações privadas, as empresas não tinham incentivos tributários para investir em outras empresas, uma vez que, a apuração de ganho de capital deveria ser realizada para fins de pagamento de imposto de renda no ato da venda. Atualmente, as participações ficaram mais interessantes para entidades jurídicas, que podem realizar participações através de fundos e apurar pagamento de imposto de renda somente no resgate das quotas do fundo. O mecanismo permite que uma empresa invista indiretamente através de um fundo, em várias outras empresas, mudando participações, sem que tenha que apurar imposto de renda em cada modificação.

O governo publicou a Instrução CVM 209/04, cujo principal objetivo foi dar uma legislação específica para o investidor em participações privadas, estimulando os investimentos de longo prazo e proporcionando um marco regulatório no mercado de investimentos em participações privadas.

O Governo Brasileiro, através da Lei 11.053/04 e Lei 11.033/04, definiu no final do ano de 2004, tratamento diferenciado para investimentos financeiros, de acordo com o tempo de duração do investimento. Tanto com relação a fundos de investimento, quanto planos de previdência, o governo incentivou a aplicação dos recursos no longo prazo, através de uma tributação menor para os investidores que mantenham os recursos durante um período maior. O incentivo

pode ser dado ao investidor somente se o fundo aplicado possuir uma carteira com títulos de longo prazo, justamente a fim de motivar o investidor e o administrador de carteira a optar por investimentos longos. As Tabelas 5, 6, 7 e 8 mostram a diferença do regime tributário antes e depois da Lei 11.053/04 e a Lei 11.033/04. O tempo de permanência passou a ser decisivo, para definição do imposto de renda a ser pago.

Tabela 5 - Imposto de Renda sobre previdência anterior à Lei 11.053 de 2004

Faixa de Renda / Resgate	Alíquota
Resgate até R\$ 1.058,00	Isento
Resgate entre R\$ 1.058,00 e R\$ 2.115,00	15%
Resgate acima de R\$ 2.115,00	27,5%

Fonte: Elaboração do autor, dados da Secretaria da Receita Federal, Imposto de Renda, 2005. Disponível em <www.receita.fazenda.gov.br>.

Tabela 6 - Imposto de Renda sobre previdência posterior à Lei 11.053 de 2004, regime regressivo

Prazo de Permanência	Alíquota de IRPF
Até 2 anos	35%
2 a 4 anos	30%
4 a 6 anos	25%
6 a 8 anos	20%
8 a 10 anos	15%
Mais de 10 anos	10%

Fonte: Elaboração do autor, dados da Secretaria da Receita Federal, Imposto de Renda, 2005. Disponível em <www.receita.fazenda.gov.br>.

Tabela 7 - Imposto de Renda sobre previdência posterior à Lei 11.053 de 2004, regime progressivo

Faixa de Renda / Resgate	Alíquota
Resgate até R\$ 1.257,12	Isento
Resgate entre R\$ 1.257,12 e R\$ 2.512,08	15%
Resgate acima de R\$ 2.512,08	27,5%

Fonte: Elaboração do autor, dados da Secretaria da Receita Federal, Imposto de Renda, 2005. Disponível em <www.receita.fazenda.gov.br>.

Tabela 8 - Imposto de Renda pessoa física para fundos de investimento, longo prazo e curto prazo

Fundos Longo Prazo		Fundos Curto Prazo	
Prazo de Permanência	Alíquota de IRPF	Prazo de Permanência	Alíquota de IRPF
Até 180 dias	22,5%	Até 180 dias	22,5%
De 180 a 360 dias	20,0%	Acima de 180 dias	20,0%
De 360 a 720 dias	17,5%		
Acima de 720 dias	15,0%		

Fonte: Elaboração do autor, dados da Secretaria da Receita Federal, Imposto de Renda, 2005. Disponível em <www.receita.fazenda.gov.br>.

Neste sentido, conforme se observa nas Tabelas acima, a mesma redução de tributos poderia ter sido instituída nos investimentos de participações privadas ao longo dos últimos anos, isso considerando que os prazos de investimentos são longos, pois, segundo Lerner & Gompers (1998), um fundo em média tem duração entre 10 e 12 anos. Os investimentos em participações privadas geram emprego e são modalidades de investimento de alto risco em relação aos demais instrumentos de investimento apresentados acima e mesmo assim são tributados com alíquota de 15% sobre o ganho de capital auferido. Faltou incentivo fiscal e política diferenciada, para o desenvolvimento das participações privada no país.

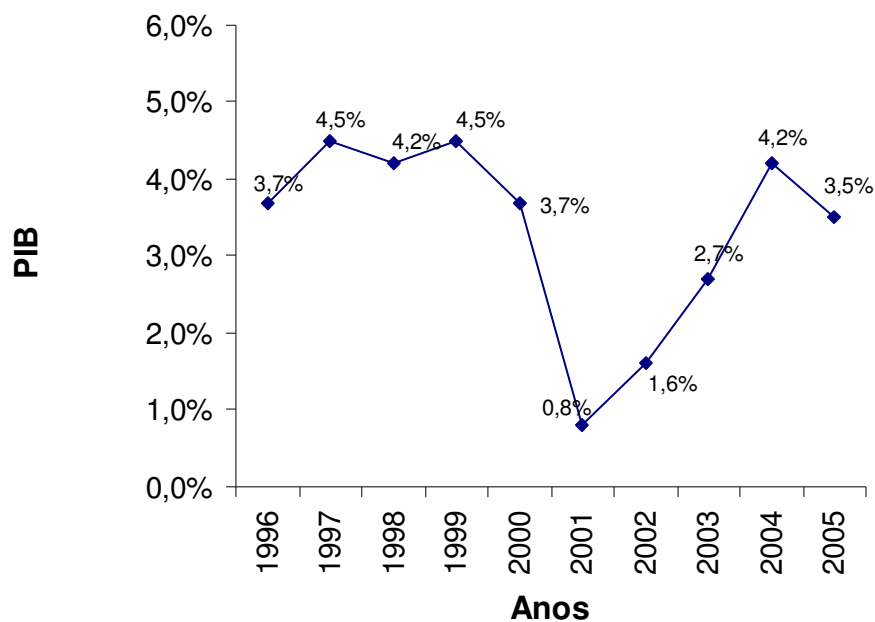
2.3.4. Relação Taxa Interna de Retorno e Produto Interno Bruto

Os EUA tem passado por um período de forte crescimento econômico, que tem proporcionado uma boa taxa interna de retorno do investimento em participações privadas. Segundo Bezerra (1999), há relação estreita entre crescimento do PIB e a média da TIR do segmento de participações privadas.

No Brasil, a realidade é distinta, o mercado no país está longe de atingir a maturidade, pois, os investimentos estão apenas começando. O baixo crescimento do PIB dos últimos anos é um fator que não gera boas perspectivas para as TIR dos fundos. Caso tivéssemos passado por um período de crescimento mais robusto e contínuo, teríamos a chance de ter TIR maiores do

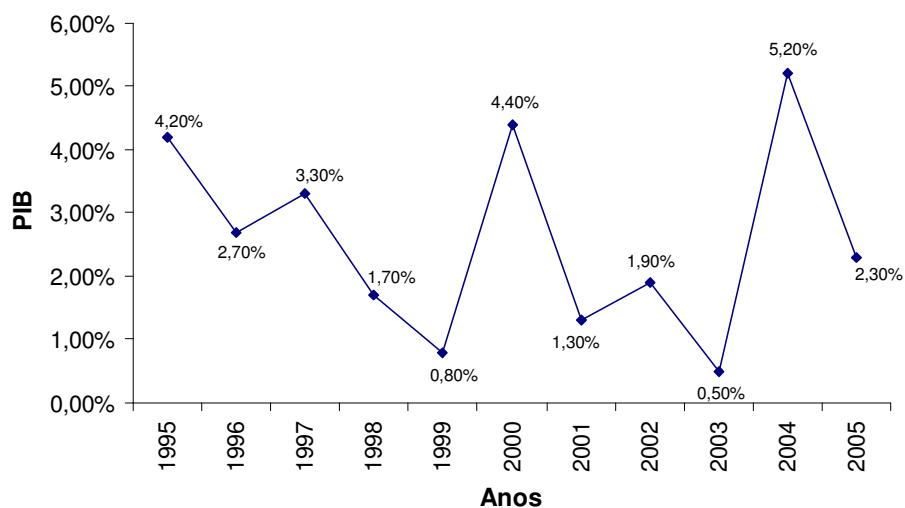
que as apuradas historicamente. Os Gráficos 10 e 11 mostram uma comparação entre o crescimento do PIB americano com o PIB brasileiro nos últimos 10 anos.

Gráfico 10 - Evolução do PIB nos EUA



Fonte: Elaboração do autor com a base de dados do terminal Bloomberg, 28/11/2006.

Gráfico 11 - Evolução do PIB brasileiro



Fonte: Elaboração do autor com base nos dados do Banco Central do Brasil, Relatório Focus, março de 2005, p1.

2.4. A Perspectiva dos Investidores Institucionais

Assim como no mercado americano, os investidores que podem mudar a perspectiva do mercado de participações privadas nos países emergentes são os investidores institucionais, locais e estrangeiros. Um exemplo nos EUA de tal situação, com o *ERISA*, *Employment Retirement Income Security Act*, ou, a reforma da previdência americana em 1978. Com o *ERISA*, o estado tornou possível ao investidor institucional alocar recursos no mercado de participações privadas. Foi o grande divisor de água do mercado de *private equity* americano. Segundo Rubenstein (2005), se os governos dos países emergentes contribuíssem para o desenvolvimento do investimento dos fundos de pensão, a indústria de participações poderia melhorar substancialmente.

Somente em 2002, o congresso aprovou uma emenda que permitiu os investidores institucionais colocarem recursos em investimentos alternativos, como por exemplo, *private equity*, através de *limited partnerships*. A Tabela 9 mostra o quão pequena foi a participação de investimento dos investidores institucionais em capital de risco, no total da carteira em 2004. Durante anos, os fundos de pensão foram os grandes responsáveis pelo financiamento de longo prazo no país, mas, a parcela destinada a investimento de longo prazo, em ativos de risco, ainda é muito pequena e não contribui muito para o desenvolvimento das participações privadas.

Tabela 9 - Participações privadas na carteira das entidades de previdência complementar em dezembro de 2004

Total de Patrimônio dos Institucionais	R\$ 255.788.000.000,00
Participações Privadas dos Institucionais	R\$ 2.544.000.000,00

Fonte: Elaboração do autor. Total do Patrimônio dos Institucionais, Associação das Entidades Fechadas de Previdência Complementar, Consolidado Estatístico, 2004, p.01. Participação Privada dos Institucionais, Ribeiro (2005), p.86.

A participação dos investidores institucionais ainda é dificultada pelas alterações na legislação ocorridas em 2002. Neste período, vários fundos de

pensão passaram a ter regime de contribuição definida e adotaram a marcação a mercado dos investimentos por orientação da Instrução CVM 365/02. Com isso, foi estipulada a precificação dos investimentos pelo real valor de mercado e não pelo valor da curva de rendimento dos títulos. A marcação a mercado trouxe substancial desvantagem para os investimentos de risco, incluindo as participações privadas. Essas em muitos casos, precisam de um horizonte de investimento maior para um bom retorno, e em comparação a alternativas de investimento com retorno próximo e *performance* regular, não são opções vantajosas.

A marcação a mercado também trouxe, para os investidores e gestores de fundos de participação privada, um grande questionamento quanto à metodologia para contabilização das quotas dos fundos. Uma vez que a marcação a mercado exige que os ativos sejam precificados pelo valor de mercado, é difícil estabelecer o preço das quotas de um fundo, porque não são negociadas no mercado e, sendo assim, não têm preço corrente de referência. O problema contábil criado envolve até hoje os principais organismos normatizadores da contabilidade internacional, especialmente o *Financial Accounting Standard Board (FASB)*, o *Accounting Standards Boards (ASB)* e o *International Accountig Standars Board (IASB)*. O problema contábil envolve a avaliação de investimentos para o qual os custos históricos não possuem relevância informacional e o valor de mercado, *fair value*, não é prontamente disponível.

A *International Finance Corporation (IFC)* em conjunto com a *Swiss State Secretariat for Economic Affairs (SSSEA)* sugerem o uso de *fair value* para operações em *private equity*, tomados os devidos cuidados e sendo conservador, principalmente porque a remuneração de desempenho do gestor estará vinculada à valorização da quota. A Tabela 10 é uma sugestão de estabelecer o valor justo e reduzir o problema contábil.

Tabela 10 - Metodologia para *Fair Value*

Categoria da Firma	Técnica de Avaliação
I. Empresa Listada em Mercado Líquido.	1. Preço médio de mercado do último dia do período considerado.
II. Empresa Não Listada ou Negociada em Mercados sem Liquidez que não apresentou EBITDA positivo nos últimos 24 meses.	1. <i>Fair value</i> baseado em transações com terceiros nos últimos 12 meses. 2. Valor Conservador: Custo menos os declínios em valor incluindo variação cambial. 3. Outros métodos incluindo valor de liquidação, <i>buy-back</i> e reavaliação dos ativos.
III. Empresa Não Listada ou Negociada em Mercados sem Liquidez que apresentou EBITDA positivo nos últimos 24 meses.	1. <i>Fair value</i> baseado em transações com terceiros nos últimos 12 meses. 2. <i>Fair value</i> baseado em uma fórmula como EV/EBITDA, P/E ou DCF menos os descontos apropriados para falta de liquidez, participações minoritárias etc. 3. Valores conservadores como discutido antes.
IV. Empresa Não Listada ou Negociada em Transição. Previamente na categoria III mas que vem apresentando resultados positivos.	1. Mesmo caso da categoria II exceto que o custo histórico deve ser objeto de <i>impairment</i> .

Fonte: Centro de *Estudos de Private Equity e Venture Capital* da Fundação Getúlio Vargas, *Private Equity e Venture Capital* na Carteira de Investimentos das Entidades de Previdência Complementar, 2005, p.22.

2.5. Questões Específicas Relacionadas ao Segmento de Participações

Considerando a incipiência da indústria de participações privadas no país, observa-se a ausência de padrão dos regulamentos e contratos dos negócios. De acordo com o propósito dos gestores de participações, cada regulamento é feito sob medida, a fim de atender o objetivo do fundo. Em decorrência dessa grande diversidade, exemplificada por participações que investem somente em empresas de tecnologia, grupo de empresas próximo de falência, empresas que precisem de *turn around*, dentre outras modalidades, cada regulamento tem estruturação específica.

Segundo Furtado & Lopes (2006), a análise e avaliação de cada regulamento ou política dos fundos de *private equity*, é uma tarefa difícil, dispendiosa e demorada para os investidores, especialmente, os investidores institucionais, que são os grandes *players* que podem prover substancial melhoria no mercado nacional, como observado por Rubenstein (2005). Neste sentido, o investidor terá um custo muito elevado com profissionais capazes de analisar tais fundos, entretanto, do total da carteira de investidores institucionais, somente uma pequena parte, está alocada em participações privadas. Isso significa ter muita atenção e custo, vinculado a uma pequena fatia da carteira, o que muitos investidores questionam.

Para Furtado & Lopes (2006), o mais relevante segmento responsável pelo investimento em participações privadas são as Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Essas entidades dedicam percentualmente uma fatia muito pequena do total de recursos da carteira para participações privadas. Todavia, o grau de acompanhamento das participações privadas precisa ser muito próximo, principalmente, na fase inicial de investimentos. As Entidades Fechadas de Previdência Complementar afirmam que o custo de monitoramento e manutenção de participações privadas é muito elevado, sendo responsáveis por uma pequena parcela da carteira total das entidades. O Gráfico 12 mostra a distribuição das participações das Entidades Fechadas de Previdência Complementar no mês de julho de 2006.

2.5.1. Modelo de Remuneração

Uma importante discussão entre as partes interessadas no mercado doméstico de participações privadas, se refere à proporção da taxa de administração fixa e de desempenho, que cada administrador cobra para realizar a gestão de uma participação. Como o mercado é muito novo, o padrão de remuneração do *General Partner* no país, ao contrário do mercado internacional ainda não foi estabelecido. No mercado internacional, a taxa de administração é baixa, somente suficiente para cobrir os custos de manutenção da equipe de gestão. A grande remuneração no mercado internacional é a taxa de *performance* recebida pelo administrador, que o estimula a desempenhar da melhor maneira possível suas funções, a fim de que estejam alinhados os interesses dos *Limited Partners* e *General Partner*. Como todo mercado em fase de consolidação, assim como a experiência com as primeiras administradoras de recursos do Brasil, as taxas de administração iniciam altas e, com a maturidade da indústria, tornam-se mais baixas, característica natural de um mercado com mais concorrência.

Assim, é um desafio para o investidor, encontrar a proporção desejável de taxa fixa e taxa de *performance* no mercado de participações privadas. Furtado & Lopes (2006), acreditam que na medida que o mercado caminha para uma consolidação, será possível a criação natural de um parâmetro de remuneração fixa e variável para a indústria.

2.5.2. Avaliação de Desempenho

Para Rubenstein (2005) a experiência recente de fundos de participações privadas no Brasil e outros países emergentes, é um problema na avaliação do histórico de desempenho dos administradores. Segundo Lerner & Gompers (1998), as participações privadas têm duração média de 10 a 12 anos. Em mercados incipientes como o Brasil, boa parte dessas participações está completando a fase de desinvestimento, ou seja, ainda sem saídas realizadas, portanto é difícil avaliar o histórico de resultados de cada administrador. Dado que a indústria de investimentos privados é muito mais sensível ao histórico de resultados do que a indústria de renda fixa, principalmente porque a diferença de

resultados entre os administradores é muito grande e a curta existência de boa parte dos fundos é um fator que dificulta a avaliação de um administrador sem histórico pelo investidor.

A prática de carência no mercado de participações privadas é comum, isso é, um gestor que acaba de abrir um *private equity*, geralmente obedece um prazo mínimo, antes de abrir outro mecanismo de participação privada. Essa prática força o gestor a ter dedicação exclusiva ao negócio que acaba de surgir, principalmente na fase inicial que toma muito tempo do gestor. Neste período, há a escolha de investimento, análise de planos de negócio e seleção das melhores oportunidades para alocar os recursos.

Para Furtado & Lopes (2006), tal procedimento pode trazer problemas para os gestores que administrem somente participações privadas no país, uma vez que o mercado é pequeno e as taxas de administração não são suficientes para cobrir a remuneração da equipe. O gestor deve ser bem remunerado com a taxa de *performance* da participação, tal situação pode tornar inviável financeiramente administrar uma carteira de participações, porque os profissionais que compõe a equipe geralmente são altamente especializados e de alto custo para empresa. Somente a taxa de administração é um mecanismo insuficiente para remunerar os administradores da operação, que com a prática da carência, ficam impedidos de abrir outras participações da mesma modalidade. A busca de patrocinadores para tais fundos, com estruturas multipatrocinadas, pode ser uma alternativa para superar o problema da remuneração.

Tanto no Brasil como no mercado internacional a avaliação do histórico de resultados do gestor é um fator relevante na decisão de alocação de recursos para diferentes administradores. Isto porque, a diferença entre os 25% melhores administradores e os 25% piores administradores de recursos em participações privadas, é substancialmente maior do que entre os 25% melhores e 25% piores em renda fixa. Sendo assim, a análise de *track record* torna-se fundamental, porém, a incipiência da indústria no Brasil com pouco histórico de resultados, torna a decisão de escolha do gestor muito difícil para qualquer investidor.

Existe uma forte correlação entre a capacidade de levantar recursos para uma participação privada e o histórico de sucesso do administrador do fundo (Gompers & Lerner, 1999). Neste sentido, os autores chamam atenção para o

fato de que os investidores que estão juntos com um gestor de participação, cujo histórico é pequeno, podem correr o risco de vê-lo deixar um investimento antecipadamente. Essa prática tem como objetivo formar um bom histórico a fim de levantar ainda mais fundos para outras participações privadas, mesmo que o investimento tenha um bom potencial de rentabilidade futura e não seja o momento correto de deixar a participação.

2.5.3. Metodologias de Apresentação de Resultado dos Administradores

Dentre tantas considerações que os investidores fazem para avaliar um gestor, seja pelo pouco histórico, ou por não ter realizado ainda um desinvestimento, surge a grande dificuldade de se usar qualquer métrica para avaliar fundos. A dificuldade existe, pois, os critérios usados pelos gestores freqüentemente são diferentes, o que faz com que o investidor compare investimentos que utilizam metodologias distintas. Para Furtado & Lopes (2006), a apuração das quotas de fundos de participações privadas é um assunto que, mesmo internacionalmente, gera muitas discussões. No Brasil, também é um obstáculo que precisa ser vencido para o desenvolvimento da indústria.

Em geral o responsável pela avaliação de investimentos encontra grande dificuldade em comparar gestores que usam metodologias distintas para apurar quotas. Conforme citado anteriormente, o *Financial Accounting Standard Board (FASB)*, *Accounting Standards Boards (ASB)*, *International Accounting Standards Board (IASB)*, *International Finance Corporation (IFC)* e *Swiss State Secretariat for Economic Affairs (SSSEA)*, têm sugerido metodologias para apuração de quotas em fundos de participações privadas, entretanto, ainda não há padrão consensual no mercado.

2.5.4. Experiência do Administrador

Os gestores de fundos de participações privadas, freqüentemente, recebem boa parcela de responsabilidade pelo não sucesso dos investimentos. Para Rubenstein (2005) e Karnopp (1999), parte dos resultados da indústria emergente de participações privadas são de responsabilidade do próprio *General Partner*, não tanto pela falta de capacidade de administrar a

participação, mas muito mais pela falta de experiência dos gestores. Isso é natural num mercado emergente, onde as operações ainda têm baixo volume e pouco histórico, se comparados com os mercados não emergentes. O ferramental teórico e técnico, por si só, não é suficiente para garantir a boa *performance* do administrador. A experiência no campo de participações privadas faz toda diferença. Karnopp (1999) ainda considera que a baixa especialização em participações privadas dos gestores no Brasil é um fator que prejudica o desenvolvimento do setor. Se comparado o grau de especialização dos gestores no mercado de renda fixa, com o dos gestores do mercado de participações privadas, observa-se que, a indústria de participações conta com poucos profissionais com alto grau de especialização, fator relevante para o desenvolvimento do setor.

2.5.5. Avaliação da Empresa

Definir o valor da empresa no momento da venda pode ser um problema, tanto para investidores, como pelo grupo acionista original. Para Darrow & Vitale (2000), procedimentos de avaliação, estimativa de valor de bens intangíveis, assim como o preço da participação dos investidores são problemas recorrentes que geram riscos para as operações de *private equity* na América Latina, especialmente no Brasil.

Tais problemas são decorrentes dos métodos de saída do investimento utilizados, que dependendo do acordo de acionistas, pode prever uma abertura de capital. Entretanto, caso as condições do mercado não sejam propícias para realização de uma oferta pública inicial, alternativas como venda para um grupo estratégico privado, ou mesmo exercício de opção de venda para os acionistas originais, caso o acordo de acionistas contemple tal operação, levam os investidores e acionistas originais a um consenso de “preço de mercado” da empresa, o que freqüentemente é motivo de grande discussão.

Os grandes investidores têm feito do acordo de acionistas um importante instrumento para tentar reduzir os problemas com a avaliação do valor da empresa. Um detalhado procedimento devidamente documentado tem ajudado a reduzir conflitos entre acionistas originais e investidores.

A precificação não é um fator difícil somente para grandes empresas. Precificar pequenas e médias empresas, não só no momento da saída, como também em qualquer momento durante o período de investimento, seja por conta da necessidade de capital do investidor ou uma boa oportunidade de negócio, é tema controverso. Para Karnopp (1999), a precificação de pequenas e médias empresas, não é facilmente feita como em grandes empresas, que o analista tem todas informações e o próprio mercado tem uma estimativa de valor da corporação. Fazer a avaliação de pequenas e médias empresas é um trabalho árduo, nem sempre os dados são confiáveis e exige experiência do analista envolvido.

2.5.6. Diluição da Participação

A diluição da participação dos investidores é uma preocupação para todos envolvidos em uma operação de investimento em participações privadas, seja via fundo de investimento, ou mecanismos alternativos. Para Darrow & Vitale (2000) o investimento em *private equity* muitas vezes é feito em empresas emergentes, que tenham ainda uma substancial fase de crescimento e potencial aporte de recursos, a fim de atingir o tamanho almejado. Tal situação faz com que, tanto o investidor como o acionista original, sejam capazes de aportar novos recursos para a expansão da empresa. Nos casos mais observados, ocorre com frequência, a possibilidade do investidor colocar novos recursos, porém, nem sempre o acionista original é capaz de realizar o aporte. Isso pode trazer um grande problema para os acionistas originais, uma vez que sua participação ficaria diluída, caso tal aporte ficasse por conta somente dos investidores. Esse problema tem sido contornado pelos acionistas na América Latina, que, na participação adicionam uma cláusula de antidiluição. Este instrumento pode evitar problemas entre investidores e acionistas originais, porém, é um obstáculo relevante na indústria de participações atual.

2.5.7. Falta de Capital Semente

No mercado europeu e americano é possível observar muito mais recursos na modalidade capital semente do que nos países da América Latina. O *seed capital* é pouco frequente no Brasil, o capital de risco tem maior destino para fases de comercialização de produtos ou expansão da atividade, entretanto, é

pouco destinado a protótipos e pesquisas. A Tabela 11 mostra a distribuição de modalidade de participações privadas, de acordo com o estágio da empresa.

Tabela 11 - Distribuição das participações privadas em relação ao estágio da empresa investida

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

Fonte: Ribeiro (2005), O Modelo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital*, Fundação Getúlio Vargas, p.81

Se por um lado o investimento em *seed capital* apresenta maior risco para os investidores, por outro, se fosse mais presente, possibilitaria à indústria de capital de risco tomar mais volume nos países da América Latina, incluindo o Brasil. Pequenas e médias empresas têm poucos organismos de fomento e alta taxa de mortalidade (Tabela 12). Murray (1998), prevê que o investimento em fases de expansão e consolidação por muito tempo ainda será mais freqüente do que investimentos na fase semente, nos principais países emergentes, logo, as bases da indústria de capital de risco ainda tardarão a evoluir.

Tabela 12 - Mortalidade de pequenas e médias empresas por idade

Anos	Mortalidade
0-2	49,40%
0-3	55,64%
0-4	59,90%

Fonte: Serviço Brasileiro de Apoio as Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE), Boletim Fatores Condicionantes e Taxa de Mortalidade de Empresas no Brasil, 2004.

2.5.8. Falta de Informação e Divulgação das Participações Privadas

Os investidores ainda procuram, com dificuldade, informações sobre pequenas e médias empresas no Brasil. Para Karnopp (1999), um grande problema dos investimentos em participação privada, é a falta de informação que o investidor tem para tomada de decisão de investimento. Ao contrário das sociedades anônimas, que são fiscalizadas pela Comissão de Valores Mobiliários que disponibilizam um grande número de informações, além das divisões de relações com investidores das grandes empresas, as pequenas empresas não possuem organismos regulatório ou qualquer outra autarquia. A informalidade na atividade é grande e é raro encontrar demonstrativos contábeis com parecer de auditores independentes, ou apresentações dos resultados trimestrais dessas pequenas e médias empresas. Assim, o investidor que pretende realizar uma participação privada em empresas menores no Brasil, tem poucas ferramentas de análise disponibilizada pelas próprias empresas. A falta de informação e a ausência de confiabilidade das informações de pequenas e médias empresas é um obstáculo para o desenvolvimento das participações privadas no país.

Ainda falta divulgação do mercado de participações privadas tanto no Brasil quanto nos principais países emergentes. Para Karnopp (1999) e Darrow & Vitale (2000), bons projetos e boas parceiras poderiam ser feitas no Brasil e mercados emergentes, entre fundos de participações privadas e empreendedores, caso os mecanismos de investimento em participações privadas fossem mais conhecidos e disseminados no Brasil. Conhecer e divulgar os mecanismos é fundamental para o desenvolvimento da modalidade de investimento. Associações como Endeavor, ABVCAP, ABCR e o governo, têm reunido esforços para divulgar a atividade no Brasil, mas o atual grau de conhecimento é baixo e dificulta o desenvolvimento do segmento.

2.6. Aspectos Culturais que Dificultaram o Desenvolvimento das Participações Privadas

Furtado & Lopes (2006), sugerem que a estrutura ideal de participações privadas deveria ser como na prática do mercado americano, onde os investidores têm papel fundamental em investimentos relevantes das

participações, incluindo poder de veto de certos investimentos que tenham substancial participação de capital. Culturalmente, isso é um desafio a ser vencido no Brasil, pois, é rígida a segregação de *Limited Partners* e *General Partners*. Tradicionalmente o gestor no Brasil limita-se a obedecer ao padrão de gestão estabelecido no regulamento, desconsiderando qualquer participação do investidor na gestão do recurso.

2.6.1. Relacionamento Administrador, Investidor e Empresário

Para Bezerra (1999), a relação entre administrador e quotistas no Brasil é agravada pelos problemas que são observados no segmento de participações. Devido ao recente histórico de privatizações e as disputas entre administradores, investidores e fundos de pensão no país, surgiu uma falta de credibilidade entre gestores e investidores em participações privadas. Os problemas e dificuldades nesse relacionamento são fatores que contribuem significativamente para o não desenvolvimento do mercado de participações privadas no Brasil. O exemplo citado na reportagem abaixo, menciona o conflito entre CSN e ThyssenKrupp Stahl.

Jornal Valor Econômico, 26 de Abril de 2004:

“O estopim do confronto judicial entre os dois sócios foi a decisão da CSN, em outubro de 2003, de destituir do cargo o presidente da GalvaSud, Aristides Corbellini, executivo indicado pela TKS. Com 49% do capital, a maior siderúrgica alemã garantiu esse direito no acordo de acionistas firmado com a CSN.

Dona de 51% do capital da GalvaSud, a maior usina de aço brasileira se julga prejudicada. “Estamos subsidiando a empresa com preço abaixo do mercado”, afirmou recentemente Vasco Dias, diretor comercial da CSN e presidente do conselho da GalvaSud. A Thyssen, por meio de seus advogados no Brasil, declara que a fórmula de preço está fixada no acordo de acionistas “.

Darrow & Vitale (2000), acreditam que ainda há restrição do empresário na aceitação do investidor como integrante da gestão da empresa, assim como é o propósito das operações de *private equity* no mundo e no Brasil. Mais do que um simples financiador, como um banqueiro ou governo, o investidor de participações privadas pretende agregar toda experiência que adquiriu na gestão do empreendimento escolhido para receber os recursos. O caso é ainda mais

grave em empresas familiares, onde a família proprietária não admite a participação de terceiros em um negócio que há décadas é feito da mesma forma. A cultura de parceiro e não um simples financiador é um obstáculo a ser vencido nas organizações no Brasil. Karnopp (1999) acrescenta que a cultura empresarial brasileira ainda não é capaz de ver de forma completa a atividade de participações privadas.

Ainda que seja possível que uma corporação tenha o entendimento de que *private equity* é uma parceria na administração da empresa, a forma com que a corporação realiza suas atividades, bem como o novo método que os investidores têm como proposta, são motivos de conflito entre investidores e acionistas originais. Segundo Darrow & Vitale (2000), as práticas operacionais e comerciais são as que mais proporcionam tal conflito.

Karnopp (1999) questiona ainda a capacidade dos empreendedores no Brasil. Raramente, uma boa idéia acompanha um indivíduo que seja capaz de realizá-la. Este problema é freqüente no Brasil, ou seja, falta preparo para que os precursores de boas idéias, sejam capazes de torná-las uma realidade. Agrava-se a isto, a falta do entendimento de parceria entre empreendedor e gestor da participação, mencionado por Darrow & Vitale (2000).

Bezerra (1999) reitera a constatação Darrow & Vitale (2000), quando considera que a geração do negócio é algo muito difícil na atividade de participações privadas. O empresário é resistente na venda de participação da empresa de que é proprietário, mesmo porque, no Brasil, isso não é prática comum. A propriedade empresarial é sinônimo de *status* e tradição familiar no país. As empresas são feitas para durar e passar para próxima geração da família. O mesmo ocorre quando é possível originar o negócio, mas, o empresário, não tem o entendimento do investidor como membro da administração, e sim, como um simples financiador como bancos, governos e organismos de fomento.

Os investidores que enviam recursos internacionais para os mercados emergentes precisam ter o entendimento de que tais países possuem ciclos econômicos e momentos de instabilidade. Segundo Rubenstein (2005), para ter sucesso nesse mercado o administrador deve entender os ciclos pelos quais o mercado passa, e assim, ser capaz de julgar, o quão adequado é o investimento

em participações privadas num determinado momento. É como se uma oportunidade fosse ótima, mas, possivelmente, o gestor precisasse analisar se naquele determinado momento a oportunidade de fato é vantajosa, considerando vários aspectos, como por exemplo, o prazo de desinvestimento.

A cada dez brasileiros, se questionados, oito certamente dirão que tem o perfil de investimento conservador. Para Karnopp (1999), mesmo sendo uma indústria que possui investidores qualificados, o investidor nacional está acostumado a não fazer aplicações de risco. Parte desse comportamento é facilmente entendido, pois, em um país onde a taxa básica de juros da economia é muito elevada, não há estímulo para o investidor colocar recursos em mercados mais arriscados, uma vez que, a liquidez e rentabilidade dos investimentos conservadores satisfazem o investidor nacional. Na medida em que o país viver uma realidade de juros menos elevados, espera-se que, tanto o mercado de capitais, quanto o mercado de participações privadas, tenham um impulso maior. A cultura conservadora do investidor, ainda não propicia um ambiente favorável para o investimento em participações privadas.

3 Metodologia de Pesquisa

3.1. Tipo de Pesquisa

A classificação quanto ao tipo de pesquisa foi feita baseada na taxionomia de Vergara (2005), considerando a pesquisa quanto aos fins e quanto aos meios:

Quanto aos fins, trata-se de uma pesquisa explicativa, pois, pretende explicar a ocorrência de um fenômeno.

“A investigação explicativa tem como principal objetivo tornar algo inteligível justificar-lhe os motivos. Visa, portanto, esclarecer quais fatores contribuem, de alguma forma, para a ocorrência de determinado fenômeno”. (Vergara, 2005, p.47)

Quanto aos meios, a pesquisa é documental, pois, usa documentos conservados por diversas fontes para compreender o tema abordado.

“Uma investigação documental é a realizada em documentos conservados no interior de órgãos públicos e privados de qualquer natureza, ou com pessoas: registros, anais, regulamentos, circulares, ofícios, memorandos, balancetes, comunicações informais, filmes, microfilmes, fotografias, videoteipe, informações em disquete, diários, cartas pessoais e outros”. (Vergara, 2005, p.48)

A pesquisa tem caráter bibliográfico, uma vez que utiliza livros, artigos de jornais e revistas sobre o tema.

“A pesquisa bibliográfica é o estudo sistematizado desenvolvido com base em material publicado em livros, revistas, jornais, redes eletrônicas, isto é, material acessível ao público em geral”. (Vergara, 2005, p. 48).

A realização de entrevista, com os principais agentes do segmento de participações privadas do Brasil é a ferramenta mais utilizada no presente estudo.

“A pesquisa de campo é a investigação empírica realizada no local onde ocorre ou ocorreu um fenômeno ou que dispõe de elementos para explicá-lo. Entrevistas, aplicação de questionários, testes e observação participante ou não”. (Vergara, 2005, p.48)

3.2. Universo e Amostra

O universo da pesquisa foi considerado a partir dos estudos da Endeavor (2004) em conjunto com a dissertação de mestrado de Ribeiro (2005). As participações privadas existentes, com registro atualmente na Comissão de Valores Mobiliários, são exercidas por 65 gestores. Os gestores responsáveis pelas participações fazem parte do universo pesquisado. A fim de complementar o universo da amostra, foram também considerados grupos que atualmente não têm participações ativas, mas, tiveram no período entre 1990 até 2005. Tal período, foi determinado em função do entendimento do autor, de que uma participação privada que tenha sido criada entre 1990 e 2005, tenha condições de suportar os questionamentos do trabalho, provendo informações relevantes sobre o mercado de participações privadas.

Foram selecionados os 65 gestores do mercado de participações privadas. Neste sentido, o trabalho inicialmente tentou entrevistar a população.

Usando o critério de acessibilidade, foi determinada uma amostra com 21 profissionais de participações privadas, que responderam ao questionamento da pesquisa. Destes, 14 atualmente exercem atividade de gestão de capital de risco e 7 trabalharam com participações de risco após o início dos anos 90.

Tabela 13 - Amostra da pesquisa por atividade

Amostra		
Ativos	Inativos	Total
14	7	21

Fonte: Elaboração do autor.

A amostra foi definida pelo critério de acessibilidade, sendo assim, não probabilístico, uma vez que o acesso a informações no mercado de participações privadas é restrito e os dados disponíveis na Comissão de Valores Mobiliários mostraram-se insuficientes no desenvolvimento da pesquisa, pois, são somente indicativos, obedecendo à legislação em vigor.

3.3. Seleção dos Sujeitos

“Os sujeitos de uma pesquisa são aqueles que fornecerão os dados que o autor necessita para fazer a pesquisa”. (Vergara, 2005, p.53)

Foram selecionados profissionais que trabalharam com participações privadas, nas modalidades *private equity*, *venture capital* e empresas de participações ou que trabalhem atualmente com esses mecanismos de gestão, tanto no mercado doméstico como no mercado internacional com investimentos no Brasil.

3.4. Coleta de Dados

A coleta de dados foi feita através de pesquisa de campo, pesquisa bibliográfica e pesquisa documental.

A pesquisa de campo, usou entrevistas abertas por pauta, realizadas com os sujeitos selecionados para responder as perguntas. Antes do início de cada entrevista, as perguntas que fazem parte da pauta são testadas previamente, com colaboradores que tenham conhecimento suficiente sobre participações privadas a fim de averiguar o quão eficaz são as perguntas e se são suficientes para responder os problemas da pesquisa. Após a reformulação oriunda do teste, foi feito o pré-teste das perguntas da pauta com 2 profissionais de mercado financeiro, que tenham trabalhado com *asset management* ou participações privadas, para uma segunda incorporação da pauta definitiva.

Antes da entrevista é informado ao entrevistado o objetivo da pesquisa, como também a relevância da sua participação, garantindo confidencialidade, caso esse seja o seu desejo, ou melhor prática para obter maior número de informações. No início de cada entrevista, foi solicitada autorização para gravar as respostas da pesquisa, entretanto, a não permissão de gravação, não foi motivo de cancelamento da entrevista.

O questionário elaborado previamente, considerou os temas abordados sobre participações privadas no Brasil, com conteúdo encontrado na literatura

sobre o tema, em conjunto com os principais questionamentos dos profissionais de participações privadas no país. O método é rico, não só pelas respostas que são compiladas e tabuladas para análise estatística, como também pela especial investigação do autor quanto aos gestos corporais, tonalidade de voz e ênfase, quando abordados alguns assuntos. Após a entrevista, a gravação foi usada para compilar os dados e a transcrição foi reenviada para os entrevistados, que não tiveram a entrevista gravada, para que fossem confirmadas as informações, ou fossem feitas alterações solicitadas pelo entrevistado.

Embora o pesquisador possuísse o roteiro de entrevista a fim de direcionar os questionamentos, os entrevistados não tiveram acesso ao roteiro elaborado, uma vez que as perguntas fechadas com alternativas específicas poderiam influenciar as respostas dadas. O roteiro foi composto de perguntas abertas no início e fechadas ao final com o propósito de registrar a avaliação dos entrevistados com relação aos temas genéricos abordados e questões específicas do segmento de participações privadas.

A pesquisa bibliográfica foi feita nos artigos de revistas especializadas, livros, periódicos, publicações de associações de capital de risco, jornais, teses, dissertações, monografias e trabalhos acadêmicos. Com essa pesquisa, buscou-se os principais autores, casos, e publicações, que auxiliaram o atendimento dos objetivos intermediários e final do estudo.

A pesquisa documental foi feita nos arquivos físicos e *on-line* das autarquias, ontem e hoje responsáveis por participações privadas ou de Sociedades de Capital de Risco, como Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil.

3.5. Tratamento dos Dados

A fim de compreender o desenvolvimento do segmento de participações privadas no país, foi feita seleção de gestores atuantes no presente momento de pesquisa, como também, gestores que tiveram grande importância nesse mercado, ao longo dos últimos anos.

As entrevistas seguiram o roteiro previamente elaborado, anexo ao presente trabalho, com 15 perguntas, das quais, 8 fechadas e 7 abertas. A duração média das entrevistas foi de 50 minutos. Quinze foram realizadas por contato telefônico e seis pessoalmente. Mediante autorização prévia de cada entrevistado, as entrevistas foram registradas através de gravador de voz a fim de assegurar ao pesquisador a adequada revisão de cada resposta dada.

O *software* SPSS foi o pacote estatístico selecionado para reunir e processar os dados coletados durante a pesquisa.

A observação adequada de dados qualitativos deve ser tratada de forma categórica, sendo assim, o método de análise de dados categóricos é aplicado ao estudo em questão. As quinze questões fechadas permitem somente três tipos de respostas, portanto, o uso de experimentos multinomiais é o método mais adequado para tratar os dados. Adicionalmente, o uso de distribuição de frequência e estatística descritiva são ferramentas relevantes na análise dos dados coletados.

Algumas propriedades de um experimento multinomial devem ser destacadas:

O experimento consiste em N idênticas tentativas

Existem K possíveis respostas para cada tentativa. Essas respostas, podem ser chamadas de classes, categorias ou células.

A probabilidade de K respostas, indicadas por $P_1, P_2, \dots, P_k$, permanecem as mesmas, a cada tentativa, onde $P_1 + P_2 + P_3 + \dots + P_k = 1$

Cada tentativa é independente.

As variáveis de interesse da pesquisa, são as contagens das células, $N_1, N_2, N_3, \dots, N_k$, do número de observações que caem dentro de cada classe estabelecida.

3.6. Hipóteses

É realizado teste de hipótese em cada questão a fim de determinar a proporção de respostas afirmativas, negativas ou indiferentes ao tema abordado. A hipótese nula, H_0 , considera que a proporção de respostas afirmativas, é igual à proporção de respostas negativas, que também é igual à proporção de

respostas indiferentes. Logo, pode ser estabelecido nesse caso que $H_0 = P_1 = P_2 = P_3$.

A hipótese alternativa, H_a , considera que pelo menos uma das proporções excede 1/3, e sendo assim, existe uma tendência nas respostas dos entrevistados.

Se a hipótese nula é verdadeira e $P_1 = P_2 = P_3 = 1/3$, o valor esperado de número de entrevistados, que têm respostas afirmativas, será $E(n_1) = np = (n) 1/3$, assim como os que têm resposta negativa, será $E(n_2) = np = (n) 1/3$, e finalmente, $E(n_3) = np = (n) 1/3$.

A fim de testar tal hipótese, é realizado o teste estatístico com distribuição Chi-Quadrado χ^2 , que mede o grau de discordância entre os dados de uma hipótese nula H_0 .

Figura 2 - Fórmula estatística de teste Chi-Quadrado (1/3)

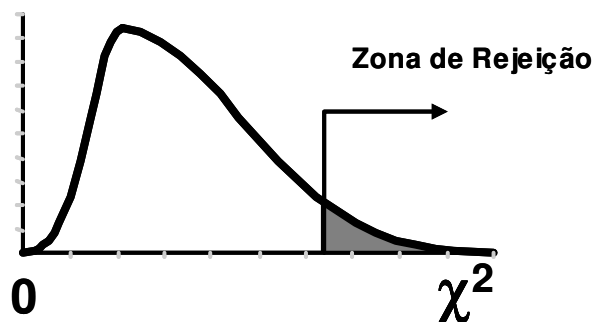
$$\chi^2 = \frac{[n_1 - E(n_1)]^2}{E(n_1)} + \frac{[n_2 - E(n_2)]^2}{E(n_2)} + \frac{[n_3 - E(n_3)]^2}{E(n_3)}$$

Fonte: Elaboração do autor com base em *Statistics for Business and Economics.*, 2005.

Observa-se através da fórmula acima que quanto mais distante cada n_1 , n_2 e n_3 estiverem de cada valor esperado np , maior será χ^2 . Quanto maior χ^2 , maior a chance da hipótese nula ser negada.

A observância da região de rejeição de um teste de hipótese Chi-Quadrado, ajuda o entendimento sobre a rejeição da hipótese nula. Abaixo, a Figura 3 com o gráfico com a zona de rejeição, mostra a relação entre a distância do valor obtido com o teste e a zona de rejeição.

Figura 3 - Zona de rejeição de distribuição Chi-Quadrado



Fonte: Elaboração do autor com base em *Statistics for Business and Economics*, 2005.

Os testes estatísticos do presente trabalho de pesquisa, consideram um grau de significância de 4%, para cada teste feito nas respostas dos entrevistados. Desta forma, a probabilidade de erro é de no máximo 4%, nível muito razoável para possíveis erros da pesquisa.

A metodologia de análise por *p-value* é largamente usada em trabalhos com ferramentas estatísticas. Também chamado de nível de significância observada, o *p-value*, mostra qual a probabilidade do pesquisador rejeitar a hipótese nula, sendo esta verdadeira. O estudo usa a análise de *p-value* para cada grupo de respostas dos entrevistados. O *software* SPSS foi o programa estatístico escolhido para analisar as respostas e fazer todos os testes necessários a fim de suportar as análises de resultados e conclusões do trabalho.

3.7. Limitações do Método

O método de pesquisa utilizado é qualitativo, justamente com o intuito de capturar as opiniões dos principais envolvidos com participações privadas no Brasil, bem como, não ficar limitado ao universo de dados incipientes do recente mercado de participações privadas no Brasil.

Entretanto, ainda assim, o método de pesquisa é sujeito a limitações, uma vez os entrevistados podem não falar a verdade ou podem não dar respostas completas, pois, há informações confidenciais, considerando que os instrumentos de investimentos aqui investigados contam com carteira de bilhões

de reais. Alguns entrevistados tinham relacionamento direto com participações privadas que não tiveram sucesso, podendo portanto, dar respostas que faltem com a verdade, uma vez que, a habilidade profissional desses entrevistados poderia ser questionada. A fim de mitigar esse ponto, a garantia de confidencialidade foi a melhor solução encontrada pelo autor.

O método quantitativo foi desconsiderado por não apresentar a melhor representação da realidade, uma vez que o universo e as informações das atividades de participações privadas não são robustos se comparado com ao que seria encontrado se trabalho semelhante fosse desenvolvido nos EUA ou no continente europeu. Inevitavelmente, isso ocorre em função da ampla diferença de tamanho e produtos de investimento nos diferentes mercados. A pequena quantidade de participações privadas poderia tornar a estatística menos precisa.

A pesquisa documental de participações privadas extintas apresentou dificuldades, uma vez que o regulamento e demais documentos pertinentes ao trabalho, são de uso da Comissão de Valores Mobiliários e somente os cotistas, gestores e administradores, têm pleno acesso aos documentos.

4 Análise de Resultados

A pergunta inicial da entrevista trata da experiência de cada entrevistado com o segmento de participações privadas e esses informaram na unidade anos, o período que trabalharam ou trabalham com participações privadas.

Os dados foram analisados com o auxílio do *software* SPSS e os resultados estão na Tabela 14. Vinte e um entrevistados responderam tal questão, dentre estes, há a indicação de que 42,9%, têm ou tiveram contato com o segmento de participações privadas por períodos que variam entre 5 e 10 anos, suficientes para conhecimento dessa indústria, que tem como característica, atividades de longo prazo. A amostra tem 71,4% de entrevistados com no mínimo 5 anos e no máximo 45 anos de experiência em participações privadas.

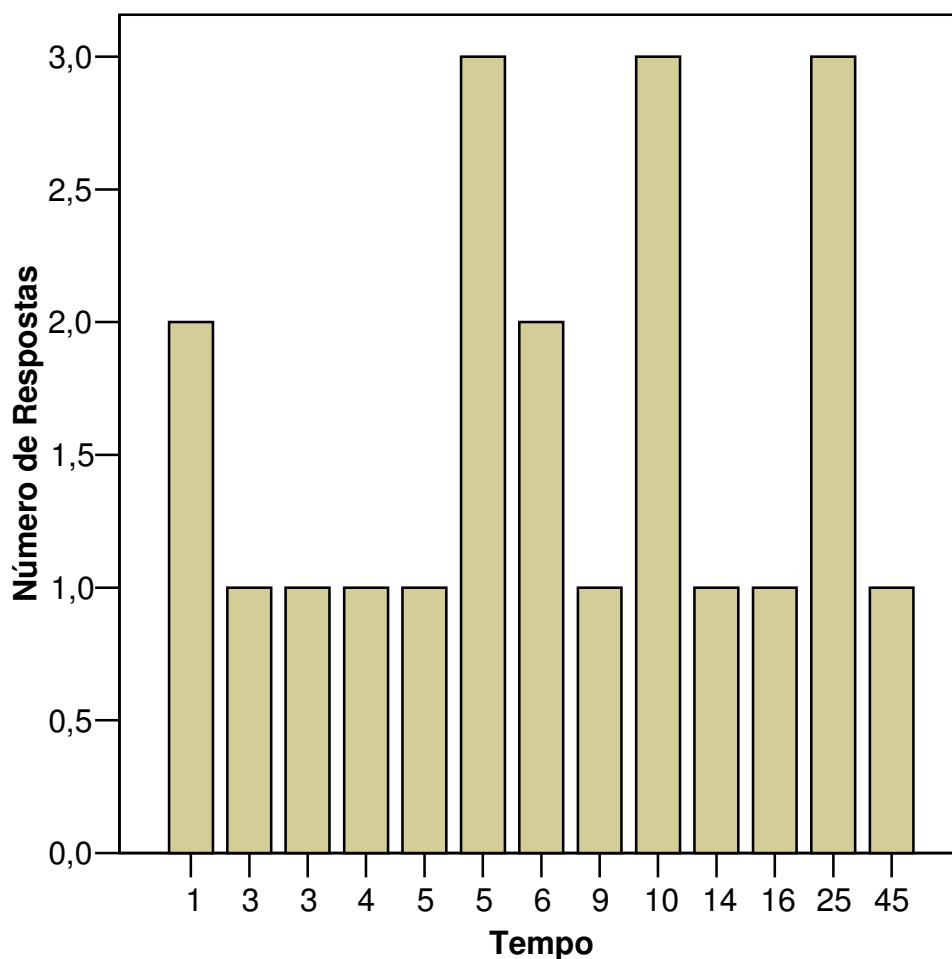
Tabela 14 - Análise estatística descritiva do tempo de experiência dos entrevistados em participações privadas

Tempo de Experiência	Freqüência	Percentual	Percentual Acumulado
1 ano	2	9,5	9,5
2,5 anos	1	4,8	14,3
3 anos	1	4,8	19,0
4 anos	1	4,8	23,8
4,5 anos	1	4,8	28,6
5 anos	3	14,3	42,9
6 anos	2	9,5	52,4
9 anos	1	4,8	57,1
10 anos	3	14,3	71,4
14 anos	1	4,8	76,2
16 anos	1	4,8	81,0
25 anos	3	14,3	95,2
45 anos	1	4,8	100,0
Total	21	100,0	

Fonte: Elaboração do autor com dados processados pelo programa SPSS.

No Gráfico 12, vê-se a frequência de distribuição dos anos de experiência dos entrevistados com o segmento de participações privadas.

Gráfico 12 - Análise de frequência do tempo de experiência dos entrevistados em participações privadas



Fonte: Elaboração do autor com dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

A questão seguinte aborda os fatores que mais contribuíram para o crescimento da indústria de participações privadas no país ao longo dos últimos 15 anos.

Os entrevistados demonstram, através das respostas, que o fator mais relevante para o crescimento das participações privadas no Brasil foi a estabilidade econômica conseguida nos últimos anos. Na Tabela 15 a frequência relativa de 19,2% para a estabilidade da economia, evidencia a importância do fator.

Tabela 15 - Análise estatística descritiva dos fatores que contribuíram para o desenvolvimento das participações privadas

Fatores que contribuíram para o desenvolvimento das participações	Frequência	Percentual	Percentual Válido
Seleção natural dos gestores	2	3,8	3,8
Crescimento das incubadoras nas universidades	1	1,9	1,9
Crescimento do segmento <i>PE</i> e <i>VC</i> no Brasil	1	1,9	1,9
Falta de oportunidade nos mercados desenvolvidos	1	1,9	1,9
Estabilidade da economia	10	19,2	19,2
Redução gradual da taxa de juros	2	3,8	3,8
Processo de privatizações	4	7,7	7,7
Realocação da mão de obras de empresas públicas	1	1,9	1,9
Surgimento de novos segmentos empresariais	1	1,9	1,9
Crescimento das empresas de tecnologia	2	3,8	3,8
Marco da legislação	6	11,5	11,5
Benefício fiscal	2	3,8	3,8
Autorização para investidores institucionais	2	3,8	3,8
Entrada de capital estrangeiro	1	1,9	1,9
Criação das associações	1	1,9	1,9
Crescimento da Governança Corporativa	5	9,6	9,6
Fortalecimento do mercado de capitais	9	17,3	17,3
Aumento do empreendedorismo	1	1,9	1,9
Total	52	100,0	100,0

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

Os entrevistados consideram a estabilidade econômica um fator chave no segmento de participações privadas, em função do longo prazo dos investimentos feitos. Uma vez que a duração de investimentos em participações privadas é maior do que a de investimentos em outras classes de ativos tais como valores mobiliários ou títulos de renda fixa, é fundamental a realização de planejamento e a existência de previsibilidade de ocorrências futuras. Neste cenário, a relevância do Plano Real, bem como a estabilização da moeda, foram fatores que ajudaram o desenvolvimento do segmento de participações privadas, segundo os entrevistados.

Outro fator destacado pelos entrevistados é o marco regulatório, ocorrido no Brasil nos últimos 13 anos. Com frequência relativa de 11,5% das respostas, os entrevistados mostraram a importância de uma legislação aplicável ao segmento. A Instrução CVM 209/94, que regulamenta e cria as estruturas de fundos de *private equity*, surgiu somente na primeira metade da década de noventa e ajudou o segmento com um benefício fiscal para cada gestor que atuasse na negociação de participações privadas. Até então, cada compra e

venda de participações, era tributada no momento da realização do lucro, entretanto, com a instrução CVM 209/94, foi possível a criação dos fundos, que só tributam o cotista quando do resgate de quotas pelos investidores, ficando as movimentações entre participações não sujeitas ao Imposto de Renda.

Além disto, a autorização para que os investidores institucionais colocassem recursos nesse segmento, foi um grande impulsionador no país das participações privadas, proporcionando mais liquidez. Os fundos de pensão, que têm um horizonte maior e capacidade de poupança de longo prazo, são grandes potenciais investidores de participações privadas no Brasil.

A terceira questão da pesquisa, visou entender os principais motivos que atrapalharam o desenvolvimento das participações privadas no Brasil nos últimos anos. A pergunta aberta permite ao entrevistado listar os pontos relevantes dessa questão. Cada entrevistado lista os pontos importantes sem restrições, sendo assim, o número de respostas foi superior ao total de respondentes.

Tabela 16 - Análise estatística descritiva dos fatores que dificultaram o desenvolvimento das participações privadas

Fatores que dificultaram o desenvolvimento das participações	Freqüência	Percentual	Percentual Válido
Carga tributária	3	2,9	2,9
Elevada taxa de juros	17	16,3	16,3
Dificuldade de saída	19	18,3	18,3
Ausência de legislação	5	4,8	4,8
Fraco mercado de capitais	1	1,0	1,0
Falta de proteção ao acionista minoritário	5	4,8	4,8
Judiciário ineficiente / lento	6	5,8	5,8
Informalidade fiscal	18	17,3	17,3
Ambiente econômico instável no Brasil	9	8,7	8,7
Atuação dos reguladores	1	1,0	1,0
Falta incentivo para investimento longo prazo	1	1,0	1,0
Baixo crescimento do país	2	1,9	1,9
Falta de segurança jurídica	2	1,9	1,9
Ausência de empreendedores	6	5,8	5,8
Baixa Governança Corporativa	4	3,8	3,8
Falta de conhecimento empresarial sobre participações	2	1,9	1,9
Não existência de um mercado de dívida	2	1,9	1,9
Insuficiência de linhas de pesquisa	1	1,0	1,0
Total	104	100,0	100,0

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

As 104 respostas compiladas na Tabela 16, referem-se a fatores econômicos, particularidades do segmento, problemas institucionais brasileiros, bem como fatores inerentes ao processo de desenvolvimento de um segmento inicial.

A análise por frequência relativa mostra que 18,3% dos entrevistados consideram a Dificuldade de Saída como um fator que muito dificultou o desenvolvimento da indústria de participações privadas no país.

Os entrevistados observam que o mercado de capitais brasileiro ainda é muito pequeno, mesmo se comparado com os mercados de países emergentes. Devido a essa característica, possivelmente boa parte das participações privadas concretizadas apresentaram dificuldades para que o investidor saísse do investimento através de abertura de capital ou venda de ações no mercado. Embora nos últimos anos tenha ocorrido um aumento no número de aberturas de capital, isso não tem sido suficiente para dar liquidez para saídas de investimentos. Uma consequência natural da falta de oportunidades para abertura de capital é a tentativa de venda de participação para compradores estratégicos. Esse tipo de modalidade de saída vem sendo feita ao longo dos anos, mas, mostra-se pouco viável, em alguns casos. Dependendo do volume de recursos envolvidos em uma venda para compradores estratégicos, o vendedor encontra poucos investidores ou empresários com recursos suficientes para comprar a parcela vendida. Dessa forma, aumenta o poder de barganha dos poucos investidores capazes de comprar a participação à venda.

O mercado de capitais brasileiro passa por ciclos, muitas vezes, períodos com bom fundamento econômico, mas, os ativos são negociados abaixo do preço justo de mercado. Essa deficiência ocorre em consequência do pequeno mercado de capitais, que fica suscetível a fatores como liquidez global, fluxo de investimentos para países emergentes ou mudanças políticas, como a recente mudança de governo em 2002. Esses fatores contribuem para a falta de previsibilidade do gestor no momento da saída de um investimento. Embora cada participação possa ter um bom planejamento, não é possível definir quais as condições do mercado de capitais no momento da venda da participação.

A informalidade fiscal tem sido um problema, e foi destacada pelos respondentes da pesquisa. Os gestores entrevistados, por exemplo, relatam

casos de muitas análises feitas em empresas lucrativas, mas inseridas em ambientes que não permitiam que elas competissem lealmente com as concorrentes, que nem sempre pagavam todos os impostos de forma correta, tornavam inviáveis as operações. Um *private equity* dificilmente poderia ter recursos investidos em um ambiente ou empresa que não estivesse integralmente de acordo com as obrigações fiscais atualizadas. Assim sendo, a informalidade fiscal foi apontada não somente como um fator que atrapalhou o desenvolvimento das participações privadas, como também, como um problema sério que precisa ser solucionado para que os empresários que cumprem as obrigações fiscais não sejam penalizados pela falta de competitividade decorrente da informalidade dos concorrentes.

A alta taxa de juros está muito presente nas respostas dos entrevistados. Com frequência relativa de 16,3% e 17 respostas, observa-se que a elevada taxa de juros brasileira, foi sem dúvida, um fator impeditivo para o desenvolvimento das participações privadas no país. O custo de oportunidade do investidor brasileiro é muito alto em relação aos demais países do mundo. Isso faz com que o investidor questione o quão razoável é não ter liquidez e maior risco, para um prêmio baixo, em relação ao ativo livre de risco.

Os grandes propulsores do desenvolvimento de participações privadas nos Estados Unidos foram os investidores institucionais. No Brasil, os fundos de pensão ainda têm pequena participação no segmento, mesmo sendo entidades com uma perspectiva de investimento de longo prazo. Na medida em que a taxa livre de risco caia, naturalmente, crescerá o valor dos ativos reais, bem como o interesse dos investidores brasileiros para tal classe de ativos.

O gestor também recebe limitações por conta da elevada taxa de juros. Uma prática comum no mercado americano, a compra alavancada de empresa, só ocorreu uma vez nos últimos quinze anos, no Brasil. Portanto, a atuação do gestor em investimentos é limitada, mesmo com uma excelente oportunidade, a disponibilidade de recursos pode ser um fator impeditivo para o desenvolvimento do negócio.

Os empresários também encontram grande problema devido a alta taxa de juros. O custo de capital da empresa torna-se elevado em função das taxas de juros cobradas, mesmo com alternativas de financiamento com uso de

debêntures ou ações. O parâmetro de comparação da dívida privada com a remuneração da dívida pública, é inevitável, e traz grande dificuldade para baratear o custo de capital das empresas. As políticas empresariais com expansão alavancada, financiamentos de longo prazo e elevação de capital de giro com recursos de terceiros, ficam limitadas pelas taxas de juros cobradas.

Finalmente, a questão da redução do ritmo da economia em detrimento do controle inflacionário é um ponto muito destacado pelos entrevistados. Se por um lado, a estabilidade é importante, por outro, a limitação imposta ao crescimento do país pela política de juros adotada é um fator que atrapalha o desenvolvimento de vários setores da economia, incluindo o segmento de participações privadas, que depende do crescimento econômico para seu desenvolvimento.

Através da análise da Tabela 16, observa-se que os entrevistados também apontaram que outro fator impeditivo ao desenvolvimento do mercado de participações privadas nos últimos anos foi a histórica instabilidade econômica brasileira. Com tantos planos econômicos, troca de moedas, oscilação do câmbio e novas políticas fiscais e tributárias, a realização de um planejamento de longo prazo foi muito difícil para os investidores. A memória inflacionária recente, também leva o investidor a pensar no curto prazo, sem perspectiva superior a três anos. Dessa forma, é arriscado fazer investimentos em participações privadas, uma vez que, são investimentos de no mínimo 5 anos com perspectiva de chegarem até 12 anos. Nos últimos anos, o Brasil passou por um período de estabilização econômica, fortalecimento da moeda e um processo de responsabilidade fiscal. Com isso, aumentou o número de investidores e gestores dispostos a formar um mercado de participações privadas no país. As respostas apontaram para esse fator com frequência relativa de 8,7% (Tabela 16).

Dois fatores são apontados pelos entrevistados, com frequência relativa de 5,8 % (Tabela 16). O sistema judiciário e a ausência de empreendedores.

O sistema judiciário brasileiro tem sido um grande problema para o segmento de participações privadas no país. O desentendimento entre acionistas, investidores e administradores, empregados e empresa, investidores internacionais e domésticos, freqüentemente tem como destino o sistema

judiciário. Embora, ao longo dos últimos anos, tenha ocorrido uma evolução no sistema judiciário nacional, a demora e a ineficiência, são fatores que tem atrapalhado o desenvolvimento das participações privadas no país. Os investidores estrangeiros conhecem os episódios de disputas judiciais entre sócios e, em alguns casos, estão envolvidos com as disputas por controle ou participações nas empresas. As disputas ainda não estão sendo solucionadas por câmaras de arbitragem, como nos países europeus e nos EUA, fazendo com que a justiça comum seja o foro único para solução de conflitos entre investidores. Os processos são lentos, com pouca previsibilidade e amplo questionamento dos envolvidos, fazendo com que a lentidão do judiciário seja muito prejudicial ao segmento de participações privadas no Brasil. Além disto, a falta de eficiência do sistema judiciário não traz segurança para os investidores estrangeiros e tem, não só atrapalhado como também sido uma barreira a ser superada.

Os pesquisados questionaram ainda o grau de empreendedorismo do brasileiro, em relação aos demais países. No Brasil, poucos são os casos de novos empreendimentos ou idéias, que geraram novos negócios em relação ao mercado mundial. De certa maneira, as baixas linhas de recursos destinadas à pesquisa não ajudam o desenvolvimento de novas idéias. As iniciativas mais relevantes para prover fomento para pequenas e médias empresas ocorreram através do BNDES com o Programa de Capitalização de Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica, posteriormente denominados de CONTEC e as linhas do Ministério da Ciência e Tecnologia através da FINEP.

A baixa frequência de empreendedorismo reduz o escopo de aplicações de recursos de participações privadas, que são direcionados para segmentos já consolidados, com maturidade, e pouco grau de inovação. Diminuem as opções de qualquer investidor que queira direcionar recursos para iniciativas de participações privadas no Brasil. Nos últimos 15 anos, o país tem tido pouca participação nas inovações. Com o desenvolvimento do mercado de Internet e o rápido crescimento das empresas, os casos de sucesso nos EUA, especialmente no Vale do Silício, trouxeram mais iniciativas para os empreendedores no Brasil. Ainda assim, houve limitação, para uma indústria de participações, que não tinha onde investir os recursos levantados.

A ausência de uma legislação específica para regular as participações privadas e os mecanismos de participação também são observados pelos entrevistados, com 4,8% de frequência relativa nas respostas (Tabela 16). A necessidade de um instrumento formal para regular o setor surge nos anos 80, quando ocorrem as primeiras iniciativas de participações privadas no Brasil, através da BrasilPar e BNDES. Até então, as participações em empresas eram feitas a partir de outras empresas, que eram reguladas pela legislação de Pessoa Jurídica. A tentativa de criar, durante o plano cruzado, uma lei específica para Sociedade de capital de risco não deu certo, então, todas as participações, feitas por mecanismos alternativos, muitas vezes adaptados, passaram a ser semelhante à sociedade de capital de risco.

A Instrução CVM 209/94 surgiu como um marco no segmento de participações, com a autorização para que os fundos de pensão aplicassem em participações privadas e, também, a permissão para os estrangeiros entrarem no mercado doméstico de participações privadas. O primeiro arcabouço jurídico para criação de fundos de participações, nasce nessa época. O início da década de 90, marcada pelas privatizações, fez com que nascessem as Sociedades de Propósito Específico e alguns fundos não regulamentados de *private equity*. A demanda por esse mercado era natural no processo de privatização das empresas, mas, ainda faltava legislação para regular as estruturas formadas para aquisição.

Um grande avanço para o segmento de participações foi a Instrução CVM 363/02, que completou o arcabouço legal para criação dos fundos de *private equity* no Brasil. Delimitando o faturamento das empresas investidas e criando a estrutura oficial de fundo de participações privadas, os investidores e gestores tiveram a regulamentação do *private equity* no Brasil. Os entrevistados argumentam que, até o ano de 1994, as estruturas de participações eram feitas de forma adaptada, por conta de uma estrutura ainda não existente oficialmente. Desde 1994, avanços foram feitos, mas, em definitivo, o processo só foi concluído em 2002, com a Instrução 363/02.

A ausência de legislação não se restringe somente à estrutura das participações. A falta de legislação para proteger o acionista minoritário tem sido um problema no Brasil. A questão torna-se ainda mais crítica no caso das participações privadas que, na maioria dos casos, faz a opção por ser acionista

minoritário nos negócios que realiza. A falta de proteção satisfatória, segundo os entrevistados, causou desinteresse por esses mecanismos de investimentos no passado. Avanços como adoção de práticas de Governança Corporativa, Lei de Falências e o aperfeiçoamento de leis, foram fundamentais para o crescimento das participações privadas nos últimos anos.

A proteção do acionista minoritário, já contemplado anteriormente, surge como um ponto muito debatido e questionado pelos entrevistados, como sendo um fator chave para o sucesso do negócio. Os entrevistados entendem que no passado, o acionista minoritário era visto com um agente especulador, que aproveitava-se de oportunidades, mas, não era visto como um sócio da empresa. As empresas eram iniciadas, caso tivessem sucesso, o majoritário comprava a parte do minoritário por uma quantia muito menor do que a justa e, caso a empresa não desse certo, o acionista minoritário era um importante parceiro para divisão de prejuízos ou perda do capital. Nas duas formas, o resultado para os acionistas minoritários, freqüentemente, era o pior possível, mesmo com o sucesso do empreendimento. De maneira geral, a falta de respeito pelo investidor capitalista, ocorreu em larga escala ao longo das décadas de 80 e até a metade da década de 90. Isso trouxe um ambiente desfavorável para o desenvolvimento do segmento de participações privadas.

O baixo respeito pelo investidor minoritário, também fez surgir um fator pouco divulgado até então, a prática de Governança Corporativa. A existência de Governança Corporativa poderia ter ajudado o desenvolvimento e a seguinte consolidação das participações privadas no Brasil, ao longo da década de 80 e início dos anos 90. A preocupação com conflitos entre acionistas e resolução de problemas entre agente e principal, poderia ter mitigado o risco das participações. Com poucos esforços nesse sentido, o que foi observado, foram batalhas judiciais longas e conflitos grandes entre membros de negociações de participações. Com isso, pouca credibilidade e entusiasmo foram creditados ao segmento de participação privada no Brasil. Os entrevistados observam com 3,8% de freqüência relativa (Tabela 16) a falta de Governança Corporativa como um fator chave, para o não desenvolvimento do segmento no país nos últimos anos.

A análise dos motivos pelos quais os entrevistados acreditam que a indústria de participações privadas teve dificuldade de desenvolvimento no

Brasil, evidenciou 18 pontos distintos. A fim de analisar se a proporção dos motivos que dificultaram as participações privadas no país, segundo os respondentes, são iguais ou distintas, foi elaborado um teste de hipótese, considerando uma distribuição Chi-Quadrado, onde cada letra P, representa a proporção de cada resposta.

Hipótese Nula = $H_0 = P_1=P_2=P_3=P_4.....=P_{18}$.

Hipótese Alternativa = H_a = Pelo menos uma proporção excede significativamente 1/18, o que indica que há proporção preponderante em relação aos demais fatores analisados.

Com o auxílio do software estatístico SPSS, o resultado foi gerado na Tabela 17.

Tabela 17 - Teste de hipótese e distribuição Chi-Quadrado para os fatores que dificultaram o desenvolvimento das participações privadas no Brasil

Chi-Quadrado	107,500
Graus de Liberdade	17
P-Valor	0,000

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

Observa-se que o *p-value*, fator que indica a possibilidade de erro ao rejeitar a hipótese nula, é baixo. Isso indica, com grau de significância de 4%, que a possibilidade da proporção dos motivos serem iguais é rejeitada. O teste Chi-Quadrado apresentou resultado semelhante, pois, o valor de 107,5 cai na zona de rejeição.

Conclui-se que, os motivos que mais dificultaram o desenvolvimento das participações privadas no Brasil, não apresentam a mesma proporção. Mais do que isso, observa-se por estudo de frequência relativa que seis fatores possuem frequência relativa acumulada de 72,20% na opinião dos respondentes da pesquisa. A dificuldade de saída dos investimentos em primeiro lugar, seguido da informalidade fiscal, a elevada taxa de juros, o ambiente econômico instável no Brasil, a ineficiência e morosidade do sistema judiciário e, por fim, a baixa governança corporativa.

A quarta questão de pesquisa se refere à rentabilidade mínima que uma participação privada deveria proporcionar aos investidores, a fim de que mesmo sem liquidez e com o alto custo de oportunidade, fosse possível realizar uma participação e proferir retornos relevantes para os envolvidos no investimento.

A Tabela 18 indica os principais valores considerados mínimos para os gestores, investidores e participantes do negócio de participações privadas, considerando rentabilidade real em moeda nacional.

O valor mais mencionado pelos respondentes da pesquisa, foi o retorno mínimo de 25% de rentabilidade real, em moeda nacional, com 35% de frequência relativa nas respostas.

Tabela 18 - Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado do retorno mínimo que uma participação privada deveria proporcionar

Retorno mínimo de uma participação	Frequência	Percentual	Percentual Válido
20% ao ano	1	5,9	5,9
25% ao ano	6	35,3	35,3
28% ao ano	2	11,8	11,8
30% ao ano	4	23,5	23,5
35% ao ano	3	17,6	17,6
40% ao ano	1	5,9	5,9
Total	17	100,0	100,0
Média	28,9		
Chi-Quadrado	6,647		
Graus de Liberdade	5		
P-Valor	0,248		

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

Pela Tabela 18 vê-se que 70,6% das respostas sugerem um retorno mínimo exigido entre 25% a 30%. Os entrevistados consideram um mínimo patamar de rentabilidade, uma vez que, o alto custo de oportunidade, a falta de liquidez, bem como, o risco que participações privadas envolvem, são fatores que elevam o retorno exigido. Além disso, quando o cenário de investimento é instável, como por exemplo no Brasil, fica ainda mais importante ter uma margem de segurança que seja capaz de suportar, qualquer alteração, decorrente de fatores não previstos no planejamento do negócio.

A análise de teste estatístico Chi-Quadrado é realizada, evidenciando que não há indícios suficientes para rejeitar a hipótese nula, que considera a proporção igual entre parâmetros de rentabilidade mínima de um investimento em participações privadas.

Analizando a frequência relativa também se chega à mesma conclusão. Não há evidências, para rejeitar a idéia de que a rentabilidade mínima exigida em um investimento em participações privadas é diferente. Os entrevistados mostram aproximadamente o mesmo nível de retorno exigido.

A quinta pergunta da pesquisa questiona a participação societária mínima que uma participação privada deveria ter em uma empresa para que seja viável e representativo o poder de sugerir ou mesmo gerir o negócio investido. A pergunta surge da necessidade de determinadas modalidades de participações privadas, promoverem mudanças na gestão da empresa e terem representatividade no conselho de administração.

Tabela 19 - Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado da participação societária mínima para participações privadas no Brasil

Participação mínima	Frequência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
7% do capital	1	6,7	6,7	6,7
10% do capital	7	46,7	46,7	53,3
20% do capital	3	20,0	20,0	73,3
25% do capital	1	6,7	6,7	80,0
51% do capital	1	6,7	6,7	86,7
55% do capital	1	6,7	6,7	93,3
70% do capital	1	6,7	6,7	100,0
Total	15	100,0	100,0	
Média	22,5			
Chi-Quadrado	14,400			
Graus de Liberdade	6			
P-Valor	0,025			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

Os entrevistados mostram preferência por participações pequenas, que diluem o risco da participação, ficando somente com uma pequena parte da sociedade e mantendo o empresário original administrando o negócio. Dessa forma esse ainda continua sendo o responsável e maior acionista da empresa.

Uma participação muito superior poderia descaracterizar o administrador e sócios de acionistas majoritários, para somente executivos, que trabalhariam para os novos proprietários da empresa. Ainda que acordos de acionistas sejam feitos para que pequenos sócios sejam também controladores, a propriedade da empresa, não é o objetivo dos entrevistados da pesquisa.

Os entrevistados também destacaram que 10% de participação não é um número freqüente por coincidência das respostas. As assessorias jurídicas especializadas em direito societário sugerem que a participação mínima de 10% é representativa para o pleito de uma posição no conselho de administração da empresa. Desta forma, a incidência de freqüência relativa de 46,7%, para respostas que sugerem participação mínima de 10%, evidencia a preferência por tal proporção do capital social, quando os investidores têm a intenção de ter o mínimo do capital da empresa investida.

Pode-se negar o fato de que a proporção de respostas seja semelhante. Há indubitavelmente, uma tendência de parâmetros de participação mínima de um investimento em participações privadas, voltado para 10% do capital social da empresa. O *p-value* de 2,5% e a estatística de teste de 14,4, cai na zona de rejeição da distribuição, evidenciando a diferença na proporção das respostas. A análise de freqüência relativa também aponta para a mesma conclusão.

O período mínimo que uma participação privada tem foi a sexta questão de pesquisa, considerando a fase de investimento, maturação e saída da participação feita.

Como participações privadas podem ser feitas em diversos tipos de empresas, em estágios distintos de desenvolvimento, foi necessário padronizar a pergunta, considerando uma empresa de médio porte, em um estágio de desenvolvimento não inicial, mas ainda com expansões a serem feitas. Assim, foi considerado nesse caso uma participação em *private equity* e não em *venture capital*.

A freqüência das respostas na Tabela 20, permite constatar que 75% dos entrevistados acreditam que num período de 4 a 5 anos é possível entrar e sair de um *private equity*.

Tabela 20 - Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado do período mínimo para participações privadas no Brasil

Período mínimo	Frequência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
3 anos	1	5,0	5,0	5,0
4 anos	7	35,0	35,0	40,0
5 anos	8	40,0	40,0	80,0
6 anos	2	10,0	10,0	90,0
10 anos	2	10,0	10,0	100,0
Total	20	100,0	100,0	
Média	5,15			
Chi-Quadrado	10,500			
Graus de Liberdade	4			
P-Valor	0,033			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

A redução do período de permanência do investimento se dá principalmente, em função da melhoria dos mecanismos de saída dos investimentos, desenvolvidos nos últimos anos. Entretanto, os entrevistados acreditam que, por maior que seja o desenvolvimento dos mecanismos de saída, um negócio de participações privadas dificilmente será feito, com menos de 4 ou 5 anos. Consideram tal período como mínimo para que a empresa tenha modificações nas operações e ganhe maturidade para ser vendida. Ainda assim, a característica de investimento de longo prazo permanece para o segmento de participações privadas.

No caso observado, dois períodos mínimos têm presença maior nas respostas do que os demais, e a Tabela 20 de frequência permite observar que a resposta 4 anos e 5 anos, são as mais frequentes. A maior frequência dessas respostas, é reiterada pelo *p-value* de 3,3%, que comprova desigualdade das proporções de respostas.

A sétima pergunta da pesquisa questiona os entrevistados quanto ao sucesso dos gestores de participações privadas, considerando que sejam instituições independentes ou bancos.

No Brasil, o exercício de participações privadas tem sido feito através de instituições financeiras ou gestores independentes. A pergunta admite como resposta, três alternativas: banqueiros com maior sucesso na indústria, gestores independentes ou a crença de que a competência não está na instituição e sim na equipe, sendo indiferente quem realiza o negócio de participações privadas.

Tabela 21 - Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado de gestores com maior sucesso em participações privadas no Brasil

Tipo de gestor	Freqüência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
Bancos	1	5,3	5,3	5,3
Gestores independentes	16	84,2	84,2	89,5
Equipe de gestão	2	10,5	10,5	100,0
Total	19	100,0	100,0	
Chi-Quadrado	22,211			
Graus de Liberdade	2			
P-Valor	0			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

Os entrevistados acreditam que o gestor independente é mais especializado para exercer participações privadas no Brasil do que os bancos. Mais do que isso acreditam que um banco de atacado tem operações muito mais rentáveis e atrativas para realizar do que participações privadas, cuja liquidez é restrita e o prêmio de risco nem sempre é atraente.

Se por um lado a solidez de uma instituição financeira é um ponto forte, permitindo-a realizar mais participações privadas, por outro lado, muitas vezes existem conflitos de interesse entre diversas áreas dos bancos quando planejam uma participação privada. Um entrevistado relata que, ao fazer uma proposta de compra da participação por 4 vezes um múltiplo da empresa com empresas similares sendo negociadas a 6 vezes o mesmo múltiplo, trouxe grandes problemas de relacionamentos para a divisão Comercial de *Corporate Bank*, que desenvolvia negócios diferentes com a empresa.

A mão de obra em participações privadas é intensiva, com muito envolvimento dos profissionais, principalmente na fase inicial. Os respondentes mostram que não é esse o tipo de mão de obra que bancos estão dispostos a fornecer nos negócios de participações privadas. Mais do que isso, os processos

de investimento exigem muito estudo prévio, mas, essencialmente, rapidez na decisão de investimento, ponto pouco observado nos bancos, segundo os entrevistados. As instituições financeiras de grande porte têm processos de decisões colegiadas, em diversas instâncias, que não dá a flexibilidade necessária para alguns casos de participações privadas.

A freqüência relativa de respostas indica que 84,25% dos entrevistados acreditam no maior sucesso de gestores independentes na execução de participações privadas do que bancos. Apenas 10,5% dos entrevistados, acreditam que independe a instituição que realiza as participações.

No questionamento sobre o gestor mais apto, o independente tem presença maior nas respostas do que as demais opções. A Tabela 21 de freqüência mostra que a resposta gestor independente é mais presente. O *p-value* de 0,000% corrobora com a estatística descritiva.

A oitava questão da pesquisa, se refere à influência da taxa de juros no desenvolvimento das participações privadas no Brasil. A pergunta admite como resposta três alternativas: prejudicaram, não prejudicaram ou são fatores que não influenciaram as participações privadas.

Tabela 22 - Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado do impacto da taxa de juros nas participações privadas no Brasil

Impacto das taxas de juros nas participações privadas	Freqüência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
Não prejudicaram	2	10,0	10,0	10,0
Prejudicaram	17	85,0	85,0	95,0
Não foram relevantes	1	5,0	5,0	100,0
Total	20	100,0	100,0	
Chi-Quadrado	24,100			
Graus de Liberdade	2			
P-Valor	0,000			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

O resultado mostra que 85% dos entrevistados entendem que a taxa de juros prejudicou a indústria de participações privadas ao longo dos últimos anos. Sem dúvida, a proporção de respostas não é igual.

O *p-value* cujo valor é 0,000%, nega a hipótese nula de que as proporções das respostas da influência das taxas de juros sejam iguais. A estatística de teste, cujo valor é 24,10, cai na zona de rejeição, permitindo concluir que as altas taxas de juros prejudicaram o desenvolvimento das participações privadas no país.

A informalidade na cadeia produtiva brasileira é tratada na nona questão da pesquisa. O objetivo é saber se a informalidade das operações das empresas, não prejudicaram, prejudicaram ou não afetaram o desenvolvimento de participações privadas.

Tabela 23 - Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado do impacto da informalidade fiscal nas participações privadas no Brasil

Relação entre a informalidade e o desenvolvimento das participações privadas	Frequência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
Não prejudicou	1	4,8	4,8	4,8
Prejudicou	18	85,7	85,7	90,5
Não foi relevante	2	9,5	9,5	100,0
Total	21	100,0	100,0	
Chi-Quadrado	26,000			
Graus de Liberdade	2			
P-Valor	0,000			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

A Tabela 23 mostra que 85,7% das respostas apontam a informalidade fiscal como um fator que prejudicou o desenvolvimento das participações privadas.

O teste Chi-Quadrado, permite concluir com significância de 4% que existe diferença na proporção de respostas dadas, quando os entrevistados respondem o questionamento sobre a influência da informalidade no segmento de participações privadas no Brasil. Isso significa que existe pelo menos uma resposta com maior proporção que as demais. Com o *p-value* de 0,000%, pode-se negar com muita segurança a hipótese nula.

Os entrevistados foram questionados se a dificuldade na saída de investimentos feitos por grupos de participações, foi um fator que prejudicou o desenvolvimento do segmento de participações privadas no Brasil.

A décima questão do trabalho visa verificar o quanto os respondentes consideram relevante a saída de investimentos no segmento de participações privadas e, se a saída é um fator fundamental para o sucesso ou insucesso dessas operações.

Tabela 24- Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado da influência das alternativas de saída em participações privadas no Brasil

Influência das alternativas de saída nas participações privadas	Frequência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
Não Prejudicaram	1	4,8	4,8	4,8
Prejudicaram	19	90,5	90,5	95,2
Não foram relevantes	1	4,8	4,8	100,0
Total	21	100,0	100,0	
Chi-Quadrado	30,857			
Graus de Liberdade	2			
P-Valor	0,000			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

Os resultados na Tabela 24 evidenciam com 90,5% de frequência relativa das respostas dos entrevistados que as dificuldades nos processos de saída dos investimentos foi um fator que prejudicou a indústria de participações privadas ao longo dos últimos anos. O *p-value* e a estatística de teste da distribuição Chi-Quadrado, apontam para mesma conclusão.

A décima primeira questão da pesquisa se refere à falta de experiência dos gestores no desenvolvimento das participações privadas no Brasil. O objetivo da questão é saber se faltou experiência, não faltou experiência ou a experiência do gestor não é um fator relevante para o desenvolvimento das participações privadas.

Tabela 25 - Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado da experiência dos gestores no desenvolvimento das participações privadas no Brasil

Experiência dos gestores e o desenvolvimento das participações privadas	Frequência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
Não faltou experiência	8	40,0	40,0	40,0
Faltou experiência	9	45,0	45,0	85,0
Não teve relevância a experiência do gestor	3	15,0	15,0	100,0
Total	20	100,0	100,0	
Chi-Quadrado	3,100			
Graus de Liberdade	2			
P-Valor	0,212			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

Com 45,5% de frequência relativa das respostas dos entrevistados a falta de experiência do gestor aparece como algo que prejudicou a indústria de participações privadas ao longo dos últimos anos. No entanto, 40% dos entrevistados entendem que não falta experiência aos gestores na condução de negócios em participações privadas. Os 15% restantes, acharam que a experiência do gestor não é um fator relevante na análise do desenvolvimento da indústria de participações privadas no país.

A pergunta sobre a relevância dos gestores possui um viés que deve ser destacado. Os sujeitos selecionados para participar da pesquisa ou eram gestores no mercado de participações ou já tinham realizado atividade de gestão em participações. Se por um lado, a experiência de cada gestor contribui para o trabalho, por outro, a pergunta que objetiva descobrir a capacidade de gestão dos administradores de participações, pode ficar prejudicada. Uma constatação de que os gestores não foram capazes o suficiente para administrar participações confirmaria a incompetência deste grupo de entrevistados.

O resultado do teste estatístico mostra a indefinição de tendência com relação a pergunta. Com o *p-value* de 21,2% não se pode rejeitar a hipótese nula de que as proporções das respostas da experiência dos gestores sejam iguais.

A falta de base de dados e informações para análise de pequenas e médias empresas é um fator que preocupa os investidores no Brasil. As

informações são escassas e não confiáveis. É rara, a observação de balanços auditados por empresas independentes em empresas médias e pequenas. Ao contrário de grandes corporações, que possuem departamento de relações com investidores e empresas de capital aberto que prestam informações periódicas à Comissão de Valores Mobiliários, pequenas e médias empresas, não possuem informações disponíveis para investidores. Desta forma, a décima segunda questão da pesquisa, questiona os entrevistados quanto à falta de informação de pequenas e médias empresas, como sendo um fator que atrapalhou o desenvolvimento das participações privadas no país.

Tabela 26 - Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado da disponibilidade de informações de pequenas e médias empresas no desenvolvimento das participações privadas no Brasil

A influência da disponibilidade de informações no desenvolvimento das participações privadas	Freqüência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
Não prejudicou	8	40,0	40,0	40,0
Prejudicou	10	50,0	50,0	90,0
Não foi relevante	2	10,0	10,0	100,0
Total	20	100,0	100,0	
Chi-Quadrado	5,200			
Graus de Liberdade	2			
P-Valor	0,074			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

Com 50% de freqüência relativa das respostas dos entrevistados, a ausência de informações de pequenas e médias, foi um fator que prejudicou a indústria de participações privadas ao longo dos últimos anos. Entretanto, 40% dos entrevistados, entendem que, embora a falta de informações de pequenas e médias empresas seja uma realidade, esse não foi um fator relevante para o não desenvolvimento das participações privadas no Brasil.

Tanto o teste Chi-Quadrado quanto a análise do *p-value*, evidenciam a falta de tendência dominante nas respostas dadas pelos entrevistados, que ficaram divididos entre as alternativas de resposta. Não foi possível definir uma resposta predominante com relação a falta de informações de pequenas e médias empresas.

A décima terceira pergunta da pesquisa questiona os entrevistados quanto à falta de histórico de rentabilidade dos gestores no Brasil como um fator que tenha atrapalhado o desenvolvimento das participações privadas no país.

Tabela 27 - Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado da influência da falta de histórico de resultado dos gestores, no desenvolvimento das participações privadas no Brasil

A Influência da falta de histórico dos gestores no desenvolvimento das participações privadas	Frequência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
Não prejudicou	11	52,4	52,4	52,4
Prejudicou	8	38,1	38,1	90,5
Não foi relevante	2	9,5	9,5	100,0
Total	21	100,0	100,0	
Chi-Quadrado	6,000			
Graus de Liberdade	2			
P-Valor	0,050			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

A Tabela 27 exhibe com 52,4% de frequência relativa das respostas dos entrevistados, a ausência de histórico de rentabilidade como sendo algo que não prejudicou a indústria de participações privadas ao longo dos últimos anos. Entretanto, 38,1% dos entrevistados entenderam a falta de histórico de rentabilidade como um fator que atrapalhou o desenvolvimento das participações privadas no Brasil.

Não existe diferença significativa na proporção de respostas dadas quando os entrevistados respondem o questionamento sobre o histórico de rentabilidade dos gestores e o desenvolvimento das participações privadas no Brasil. Com o *p-value* de 5%, não se pode rejeitar a hipótese nula de que as proporções das respostas dos históricos de rentabilidade dos gestores sejam iguais. A estatística de teste, cujo valor é 6, não cai na zona de rejeição, mostrando novamente que não há uma tendência definida de uma classe de resposta para tal questão.

Os mecanismos de participações privadas ainda dependem da receptividade de grupos empresariais para conseguirem sucesso. O desconhecimento ou falta de receptividade dos empresários em relação ao capital de risco pode ser um fator determinante no sucesso das participações

privadas. Desta forma, a décima quarta questão, objetiva saber se a falta de receptividade dos empresários que recebem o investimento não prejudicou, prejudicou ou não foi relevante no desenvolvimento de participações privadas.

Tabela 28 - Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado da relação entre a receptividade do empresário e o desenvolvimento das participações privadas no Brasil

A influência da receptividade do empresário no desenvolvimento das participações privadas	Frequência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
Não prejudicou	4	19,0	19,0	19,0
Prejudicou	15	71,4	71,4	90,5
Não foi relevante	2	9,5	9,5	100,0
Total	21	100,0	100,0	
Chi-Quadrado	14,000			
Graus de Liberdade	2			
P-Valor	0,001			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

A frequência relativa das respostas dos entrevistados, com 71,4%, considera a falta de receptividade dos empresários como fator que prejudicou o segmento de participações privadas ao longo dos últimos anos. Uma fração dos respondentes, 19% dos entrevistados, entendem que a falta de receptividade dos empresários não atrapalhou o desenvolvimento das participações privadas no Brasil.

Existe diferença significativa na proporção de respostas dadas. O *p-value* com valor de 0,1%, permite rejeitar a hipótese de que as proporções das respostas sejam iguais.

A décima quinta e última questão da pesquisa, trata das perspectivas do segmento de participações privadas no país. O objetivo da questão é saber se os entrevistados acreditam ser possível o desenvolvimento e sucesso das participações privadas no Brasil. A ampla experiência dos respondentes, as fases distintas que cada entrevistado passou no Brasil e no exterior, os ciclos econômicos, planos, mudanças de moedas, influência política do governo na economia e o conhecimento obtido no mercado financeiro, permitem que os entrevistados façam inferências relevantes sobre o destino das participações privadas nos próximos 10 anos. A pergunta admite como resposta três alternativas: possível sucesso das participações privadas mediante condições,

sucesso das participações privadas naturalmente, impossibilidade de sucesso das participações privadas no Brasil.

Tabela 29 - Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado das perspectivas das participações privadas no Brasil

Perspectivas do segmento de participações privadas	Frequência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
Sucesso das participações privadas mediante condições	10	47,6	47,6	47,6
Sucesso natural das participações privadas	10	47,6	47,6	95,2
Inviabilidade do segmento de participações privadas	1	4,8	4,8	100,0
Total	21	100,0	100,0	
Chi-Quadrado	7,714			
Graus de Liberdade	2			
P-Valor	0,021			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

O resultado na Tabela 29 evidencia com 47,6% de frequência relativa das respostas dos entrevistados a possibilidade de sucesso das participações privadas no Brasil, mediante superação de alguns fatores que os entrevistados acreditam serem fundamentais. Uma outra faixa de respondentes, 47,6% dos entrevistados, entendem que ocorrerá naturalmente o desenvolvimento das participações privadas no Brasil. Apenas um entrevistado, representando 4,8% de frequência relativa não acredita no desenvolvimento da indústria de participações privadas no Brasil.

A análise de teste estatístico Chi-Quadrado é realizada nessa questão. Estipulou-se a hipótese nula e alternativa conforme abaixo.

Hipótese Nula = $H_0 = P_1 = P_2 = P_3$.

Hipótese Alternativa = H_a . Pelo menos uma proporção excede significativamente 1/3, o que indica que há proporção preponderante em relação aos demais fatores analisados e, sendo assim, existe uma crença de sucesso mediante certas condições, sucesso natural ou impossibilidade de sucesso de participações privadas no Brasil.

O teste Chi-Quadrado, conclui com significância de 4% a existência de diferença significativa na proporção de respostas dos entrevistados sobre a

perspectiva de sucesso das participações privadas no Brasil. Entretanto, não se pode concluir que existe somente um fator preponderante em relação aos demais analisados. Isso ocorre, porque a alternativa de resposta inviabilidade é pouco representativa e o restante dos respondentes ficaram divididos entre as respostas sucesso natural do segmento ou sucesso do segmento mediante condições.

Essa análise permite entender que, pelo menos, uma proporção excede significativamente 1/3, mas, não há tendência definida das respostas por um único fator. Neste caso, os entrevistados dividem a opinião de que é possível o desenvolvimento natural das participações privadas, e por outro lado, também entendem que, somente mediante desenvolvimento de algumas condições, será possível o desenvolvimento das participações privadas no Brasil.

A análise do *p-value* reitera a observação. Com um *p-value* de 2,1%, pode-se rejeitar a hipótese nula, de que as proporções das respostas de perspectiva de sucesso sejam iguais.

Os entrevistados são otimistas com relação ao desenvolvimento e as perspectivas do segmento de participações privadas no Brasil.

O fortalecimento do mercado de capitais é um ponto muito observado pelos respondentes da pesquisa, como um fator que muito ajudará o desenvolvimento das participações privadas no Brasil. Ter como alternativa de saída do investimento o uso de ofertas públicas primárias ou secundárias, é um meio de resolver um dos principais problemas das participações privadas, que é o *way out*.

A redução gradual das taxas de juros é um outro ponto muito relevante e observado pelos respondentes, que acreditam que, naturalmente, as participações privadas crescerão. A redução do custo de capital, aumento do crédito bancário, aumento do consumo, oportunidade de realizar compras alavancadas e a valorização natural dos ativos reais ajudarão o desenvolvimento de participações privadas nos próximos anos.

Os entrevistados acreditam que o Brasil crescerá tanto quanto, ou mais, do que outros países do mundo nos próximos anos. A característica de país

emergente, classificado freqüentemente como BRIC, posiciona o Brasil de forma privilegiada no cenário internacional quanto à perspectiva de investimento. A visibilidade do país é maior em relação a outros países emergentes que não fazem parte da categoria BRIC.

A categoria grau de investimento que pode ser dado ao Brasil nos próximos anos é um ponto muito destacado pelos entrevistados. A categoria trará grande liquidez para o mercado doméstico e alteração de múltiplos das principais empresas negociadas em bolsa. A mudança de patamar do mercado, devido muito menos a uma mudança profunda no cenário doméstico, mas, muito mais ao atingimento de um grau de risco aceitável internacionalmente, trará investimentos estrangeiros para o país.

A crença na continuidade da liquidez mundial, é um ponto abordado pelos entrevistados. A liquidez, aliada ao estágio maduro que os principais mercados de participações privadas vivem atualmente, ao mesmo tempo em que encarecem as oportunidades de investimento nos mercados já estabelecidos, tornam os mercados emergentes mais atrativos e alvos de investimento.

A continuidade da estabilidade econômica no Brasil é um fator que muito colabora com o natural crescimento de participações privadas no país. As alternativas de investimento continuarão com médio e longo prazo, o que evidencia, a importância da estabilidade e, principalmente, da credibilidade institucional do Brasil. O investidor internacional cada vez mais procura ambientes estáveis, constituídos de instituições que sejam suficientemente confiáveis para investir recursos. Problemas de rompimento de contratos e mudanças de regras durante o exercício de participações são situações que não podem existir.

Apesar do otimismo dos que acreditam que o desenvolvimento do segmento de participações privadas será algo natural no país, os que condicionam o desenvolvimento a alguns fatores são representativos na amostra coletada. Desta forma, a Tabela 30 apresenta um resumo dos fatores que os respondentes acreditam ser fundamentais para o sucesso das participações privadas no Brasil.

Tabela 30 - Análise estatística descritiva e distribuição Chi-Quadrado dos fatores condicionantes do desenvolvimento das participações privadas no Brasil

Condições para o desenvolvimento das participações privadas	Frequência	Percentual	Percentual Válido	Percentual Acumulado
Resolução do problema regulatório	1	2,9	2,9	2,9
Redução da informalidade	1	2,9	2,9	5,7
Maior crescimento do país	4	11,4	11,4	17,1
Manutenção da economia estável	10	28,6	28,6	45,7
Reforma tributária	1	2,9	2,9	48,6
Melhorias na legislação	3	8,6	8,6	57,1
Melhorias no judiciário	3	8,6	8,6	65,7
Tratamento fiscal diferenciado	1	2,9	2,9	68,6
<i>Investment Grade</i>	2	5,7	5,7	74,3
Fortalecimento dos mecanismos de saída	5	14,3	14,3	88,6
Crescimento da Governança Corporativa	1	2,9	2,9	91,4
Liquidez global	3	8,6	8,6	100,0
Total	35	100,0	100,0	
Chi-Quadrado	25,686			
Graus de Liberdade	11			
P-Valor	0,007			

Fonte: Elaboração do autor com base nos dados processados pelo pacote estatístico usado no estudo.

A análise dos resultados evidencia com 28,6% de frequência relativa das respostas uma economia estável como o fator condicionante mais relevante para o desenvolvimento do segmento de participações privadas. Em seguida confirma-se a grande preocupação dos investidores com relação aos mecanismos de saída e, sendo assim, surge com frequência relativa de 14,3% das respostas, o fortalecimento dos mecanismos de saída dos investimentos, como outro fator fundamental para o desenvolvimento do mercado de participações privadas.

A análise do *p-value*, reitera a conclusão, com um valor de 0,7%, pode-se rejeitar a hipótese nula de que as proporções das respostas de perspectiva de sucesso sejam iguais.

Ao longo do desenvolvimento do estudo, o elevado nível da taxa de juros foi citado com recorrência pelos entrevistados e pelas principais pesquisas que abordam o tema, como um fator que dificultou o desenvolvimento do mercado de participações privadas no Brasil. Seria esperado pelo pesquisador encontrar o fator taxa de juros como um condicionante para o desenvolvimento das participações privadas. Ao contrário do esperado, os entrevistados não

consideraram a taxa de juros como algo fundamental para o desenvolvimento do segmento, pois, entenderam que embora este problema fosse muito relevante no passado, as taxas de juros atuais já estão em patamares muito menores do que o observado nos últimos anos e a expectativa de todos é que não existe possibilidade do país continuar com elevados níveis de juros por períodos mais longos. A questão da administração da dívida interna e o crescimento das despesas do governo com financiamento da dívida pública foram fatores abordados pelo entrevistados que não têm como expectativa elevados patamares de juros nos próximos anos.

5 Conclusão

O objetivo do estudo era entender o desenvolvimento do segmento de participações privadas no Brasil e os principais motivos que dificultaram o desenvolvimento do setor no país nos últimos 15 anos.

A pesquisa bibliográfica e de campo apontou principalmente para 5 problemas no desenvolvimento das participações privadas no Brasil. A dificuldade de saída dos investimentos, os elevados níveis de taxa de juros reais, a instabilidade econômica e política brasileira, a ineficiência e morosidade do sistema judiciário e a informalidade fiscal da cadeia produtiva nacional.

Tanto os entrevistados quanto os principais autores que estudam o tema, destacam a dificuldade de saída dos investimentos, como um dos principais fatores que dificultou as participações privadas no Brasil. Os trabalhos acadêmicos dão especial atenção aos poucos mecanismos de saída de investimentos disponíveis no Brasil. Com um mercado de capitais pequeno, poucos compradores estratégicos interessados e dificuldades no processo de abertura de capital, a primeira preocupação de um investidor em participações tem sido a forma como sair do negócio realizado. Como nem sempre a saída é um fator fácil, este se torna um dos principais problemas para o desenvolvimento de participações privadas no Brasil.

A instabilidade política e econômica brasileira foi um fator presente durante toda investigação das dificuldades das participações privadas. Os entrevistados que têm contato diário com participações privadas, desde o final da década de 80, enumeram todos os planos e moedas nacionais desde então. As incertezas quanto ao destino do país, tanto no aspecto econômico quanto no plano político, são preocupações dos investidores, que muitas vezes, desistiam ou enviavam recursos para outros países, por conta da falta de estabilidade brasileira. As participações privadas podem durar entre 10 e 12 anos, dependendo da fase e maturidade da empresa investida. Por mais que o Brasil tivesse um ciclo acelerado de investimentos e saídas de participações, dificilmente seria possível

imaginar investimentos inferiores ao prazo de 6 anos. Considerando a realidade brasileira, 6 anos foi um prazo tão longo e incerto economicamente desde o início da década de 90, que seria muito difícil algum investidor realizar qualquer participação privada no país.

Desde 1994, o Brasil procura controlar a inflação com metas estipuladas e uso de política de juros. Se por um lado a estabilização foi conseguida, por outro, o preço da estabilização foi a criação de um ambiente onde o juros real foi um dos maiores do mundo. Com isso, o custo de oportunidade ficou elevado e o fomento de capital para o setor produtivo mais restrito. Esse cenário afetou diretamente as participações privadas no país. Adicionalmente, o prêmio de risco demonstrado é baixo em relação ao investimento livre de risco no Brasil. A pesquisa evidencia que o longo período com taxas de juros altas foi um outro fator decisivo para o não desenvolvimento das participações privadas.

O sistema judiciário ganha importância na investigação sobre os fatores que dificultaram o desenvolvimento das participações privadas. Tanto o material bibliográfico quanto os entrevistados apontam a lentidão do sistema judiciário e a falta de ferramentas para avaliação e tomada de decisões como um fator crítico de sucesso das participações privadas. A frequência de conflitos em participações e a importância fundamental de um sistema judiciário capaz de avaliar bem e rapidamente as questões desse tema são pontos relevantes. Nos últimos anos, a falta de agilidade do judiciário, inibiu investimentos em participações privadas no Brasil.

A informalidade da economia brasileira foi um ponto muito considerado ao longo do processo de pesquisa. O país possui não só uma elevada carga tributária, como também alta informalidade na cadeia produtiva. Pequenas e médias empresas fazem parte desse universo informal da economia. Por conta disso, investidores afirmam que, realizar investimento em uma empresa que faça parte deste ambiente informal, é muito difícil, principalmente, por dois motivos. Primeiro, os mecanismos de participações privadas exigem que as operações das empresas investidas sejam formais. Em segundo lugar, mesmo que a formalização das operações não fosse uma exigência dos investidores, uma empresa que mantenha integralmente suas operações formalizadas, em um ambiente onde seus concorrentes não paguem impostos, tem enorme desvantagem competitiva. Essa vantagem é muito maior no Brasil que em outros

lugares do mundo, em função da alta carga tributária que o país possui. Com uma competição desleal, os investidores ao perceberem a informalidade do segmento, optam por não realizarem participações privadas.

As perspectivas para os investimentos em participações privadas são boas, segundo os resultados da pesquisa. Porém, são condicionadas ao desenvolvimento de alguns fatores no país. A pesquisa identificou a estabilidade econômica, o aumento das alternativas de saída e a melhoria do sistema judiciário, não só como fatores que dificultaram o desenvolvimento das participações no país, como também como pontos necessários ao desenvolvimento do segmento no Brasil. Além disso, a pesquisa verificou que, o crescimento econômico do país, a melhoria da legislação e a liquidez global, são outros fatores necessários para o desenvolvimento das participações privadas. Seria esperado encontrar a política de juros como fator relevante no desenvolvimento do segmento no Brasil, entretanto, os entrevistados têm expectativa de taxa de juros menores e não acreditam na possibilidade da manutenção dos juros nos patamares dos últimos anos.

Embora as perspectivas da investigação apontem para um futuro promissor do segmento, observa-se que, ao contrário do imaginado, os fatores considerados necessários para o desenvolvimento do setor não sejam presentes atualmente. Com exceção da estabilidade econômica, as saídas de investimento ainda continuam escassas, o país cresce menos do que desejável, o judiciário não é modificado e a legislação não é modernizada. O desafio permanece, na medida em que os pontos abordados como condicionantes para o desenvolvimento de participações privadas ocorram.

As conclusões da pesquisa realizada são semelhantes e estão em linha com os resultados de outros trabalhos que estudam temas distintos, mas que passam pelo desenvolvimento do país e pelo crescimento da economia como fatores fundamentais para o Brasil. Dentre os principais estudos pode-se mencionar o Plano Diretor do Mercado de Capitais, o Plano de Aceleração do Crescimento e a Consolidação das Propostas de Metas para Ajuste Fiscal e de Sistemas e Técnicas de Gestão Pública do IEDI.

5.1. Sugestões para Pesquisas Futuras

O presente trabalho sugere pesquisas posteriores, relevantes para o maior entendimento das participações privadas no país.

Inicialmente, uma pesquisa sobre os fatores considerados condicionantes ao desenvolvimento do setor, seria um tema importante para uma inferência mais profunda sobre o futuro das participações privadas.

Um questionamento sobre o quão factível seria planejar o desenvolvimento de *private equity* e *venture capital*, é outro tema ainda sem investigação profunda, porém, muito oportuno. Os fatores que dificultam o desenvolvimento do segmento têm ligações com questões exógenas, que não podem ser controladas pelos agentes desse mercado.

Os mecanismos de saída dos investimentos em participações estão presentes em todos os trabalhos acadêmicos, como também nas pesquisas. Um estudo profundo de mecanismos alternativos de saída, ou tentativas de melhorar os mecanismos de saída existentes, daria grande contribuição ao segmento de participações privadas.

Os históricos de erros são significativos no segmento de participações privadas no país. Embora tenham sido levantados, os dados sobre o assunto não estão disponíveis para consulta ou aprendizado da indústria, inicialmente, por conta da característica privada do segmento e posteriormente, pelo sigilo e metodologia de cada participante do mercado. O estudo dos principais erros das participações ao longo dos últimos 15 anos poderia ser um trabalho com grande contribuição para o segmento.

6 Referências Bibliográficas

ANDREASSI, T.; SIQUEIRA, E.M.R. The Funding of New technology-based firm in Brazil. **International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management**, vol 6, n. 4/5, pp. 369-382.

AMERICAN ARBITRATION ASSOCIATION. Home page <<http://www.adr.org/>> Acesso em: 10 jan 2006.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO. **Dívida pública: participação do investidor estrangeiro**. Rio de Janeiro, 2005. p.53. Rel. econômico. Disponível em: <<http://www.andima.com.br/publicações.>> Acesso: out. 2006.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRAS DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDENCIA COMPLEMENTAR. **Consolidado Estatístico**. São Paulo, 2006. Disponível em: <<http://www.abrapp.org.br>>. Acesso em: 20 set. 2006.

AYRES, L.A.C. **Análise da Performance dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes no Brasil entre 1994 e 2004**. Rio de Janeiro, 2005. 86p. Dissertação de Mestrado – Instituto de Administração e Gerência, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro

BANCO CENTRAL DO BRASIL, Home Page <<http://www.bcb.gov.br>> Acesso em: 06 nov. 2006.

_____, **Relatório Focus**, Gerin, Brasília, 2005. Publicação em meio eletrônico, p. 1-4. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>> Acesso em: 02 nov. 2006.

_____, **Boletim do Banco Central do Brasil - Relatório 2005**, Departamento Econômico (DEPEC), Brasília, 2005. Publicação em meio eletrônico, v.41 p. 1-225. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/banual2005/rel2005cap2p.pdf>>.

_____, **A Importância do Crédito ao Consumo**, Apresentação para Associação Comercial de São Paulo, São Paulo, 2006. Publicação em meio eletrônico, p. 1-30. Disponível em:<<http://www4.bcb.gov.br/pec/appron/Apres/A%20Import%E2ncia%20do%20Cr%E9dito%20ao%20Consumo.pdf>>.

_____. **Evolução do PIB em 2004: maior taxa de crescimento nos últimos dez anos**. Relatório Focus. Brasília, mar. 2005. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: ago. 2006.

Bancos declaram default da GalvaSud. **Valor Econômico**. Rio de Janeiro, 26 abr. 2004. Caderno de empresas.

BARBOSA, F. C. **Competitividade e Vulnerabilidade**. Pontifícia Universidade Católica em Associação com APIMEC, 2004. Disponível em: <www.iceg.pucminas.br/apimec>.

BEZERRA, J. C. A. **Introdução à Indústria de *Private Equity* no Brasil**. São Paulo, 1999. 155p. Dissertação de Mestrado – Escola de Administração de Empresas de São Paulo EAESP, Fundação Getúlio Vargas.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Informe técnico de mercado e estatísticas mensais do Resumo Geral das Operações**. Disponível em : <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>> Acesso em: 07 nov. 2006.

BOTELHO, A. J. J.; JONATHAN, E. G. Venture Capital in Brazil: Early Experience of Emerging Company Investment Funds. **International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management**, vol 6, n. 4/5, pp.356-368.

BLOOMBERG: banco de dados especializado. Disponível somente para assinantes. Acesso em: 25 out. 2006.

BRASIL. Instrução Normativa 209 da Comissão de Valores Mobiliários, de 25 de março de 1994. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 25 mar. 1994. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 27 ago. 2006.

_____. Lei n.º 11.033, de 21 de dezembro de 2004. Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais; institui o Regime Tributário para Incentivo à Modernização e à Ampliação da Estrutura Portuária - REPORTO . **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 22 dez. 2004. Disponível em: <<http://www.dou.gov.br>> Acesso em: 10 jul. 2006.

_____. Lei n.º 11.053, de 29 de dezembro de 2004. Dispõe sobre a tributação dos planos de benefício de caráter previdenciário e dá outras providências. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 30 dez. 2004. Disponível em: <<http://www.dou.gov.br>>. Acesso em: 10 jul. 2006.

_____. Lei n.º 9.307, de 23 de setembro de 1996. Dispõe sobre arbitragem. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 24 set. 1996. Disponível em: <<http://www.dou.gov.br>>. Acesso em: 10 jul. 2006.

_____. Lei n.º 6.604, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <<http://www.dou.gov.br>>. Acesso em: 16 jul. 2006.

_____. Decreto Lei n.º 2.287, de 23 de julho de 1986. Altera dispositivos da Lei n.º 7.450, de 23 de dezembro de 1985, e dá outras providências. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 24 jul. 1986. Disponível em: <<http://www.dou.gov.br>> Acesso em: 10 jul. 2006.

_____. Medida Provisória n.º 281, de 15 de Fevereiro de 2006 . Reduz a zero as alíquotas de imposto de renda e da Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF) nos casos que especifica, e dá outras providências. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 16 fev. 2006 Disponível em: <<http://www.dou.gov.br>> Acesso em: 10 jul. 2006.

_____. Instrução CVM nº 363 de 02 de abril de 2002. ALTERA a Instrução CVM nº 209, de 25 de março de 1994, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Empresas Emergentes. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 03 abr. 2002. Disponível em: <<http://www.dou.gov.br>>. Acessado em: 11 jul. 2006.

_____. Instrução CVM nº 243 de 01 de março de 1996. Disciplina o funcionamento do mercado de balcão organizado **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 04 mar. 1996. Disponível em <<http://www.dou.gov.br>> Acesso em: 16 jul. 2006.

_____. Instrução CVM nº 365 de 02 de abril de 2002. Dispõe sobre os critérios para registro e avaliação contábil de títulos e valores mobiliários e de instrumentos financeiros derivativos pelos fundos de investimento financeiro, pelos fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e pelos fundos de investimento no exterior. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 04 mar. 1996. Disponível em: <<http://www.dou.gov.br>>. Acesso em: 16 jul. 2006.

_____. Medida Provisória nº 281 de 15 de fevereiro de 2006. Reduz a zero as alíquotas de imposto de renda e da Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF) nos casos que especifica, e dá outras providências. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 16 fev. 2006. Disponível em: <<http://www.dou.gov.br>>. Acesso em: 17 jul. 2006.

CARVALHO, A. G.; FURTADO, C. V.; RIBEIRO L. L.. **1º Censo brasileiro da indústria de *Private Equity* e *Venture Capital***. São Paulo: Editora Nonono, 2006. Acesso em: 17 jul. 2006.

CETIP-CAMARA DE LIQUIDAÇÃO E CUSTÓDIA, Home Page < <http://www.cetip.com.br/>>. Simulador de cálculo do CDI. Acesso em 06 nov. 2006.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Home Page < <http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 20 set. 2006.

DARROW, P. V.; VITALE, T. M. **Investimentos de *Private Equity* na América Latina**. EUA, Mayer Brown & Platt, 2000.

DEPARTAMENTO INTERSINDICAL DE ESTATÍSTICA E ESTUDOS SOCIOECONOMICOS - DIEESE. **Preço da cesta básica sobe em 14 capitais**. Nota à Imprensa, São Paulo, 2006.

ECONOMÁTICA: banco de dados. Disponível em: < http://www.economatica.com.br/index_fla.htm> . Acesso em: 25 out. 2006.

EDWARDS, S. **Capital Flows and the Emerging Economies: Theory, Evidence and Controversies**. Chicago: The University of Chicago Press, 2001.

EDWIN, J. E. *et al.* **Modern Portfolio Theory and Investment Analysis**. New York: 5 th ed. USA: John Wiley & Sons Inc., 1995, 736 p.

EMERGING MARKETS PRIVATE EQUITY – EMPEA. **Second Survey of Institutional Investor Views on Emerging Markets Private Equity**. Disponível em: < <http://www.empea.net/research/research.aspx> >. Acesso em: 02 nov. 2006.

ENDEAVOR. **Guia Endeavor Capital de Risco – 2004**. São Paulo, 2004. Disponível: <<http://www.capitalderisco.gov.br/vcn/pdf/Guia%20Endeavor%20-%20Capital%20de%20Risco%202004%20Final.pdf>>. Acesso em: 05 dez 2005.

FEDERAÇÃO BRASILEIRA DOS BANCOS. Estudos, textos e ensaios. **Pequenas e médias empresas: setor estratégico para os bancos da América Latina e Caribe**. São Paulo, 2005. Base de dados em Html.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARDS – FASB. **Cases on Recognition and Measurement**, 2005. Disponível em: <<http://www.fasb.org/case/caseord.shtml>>. Acesso em: 02 nov. 2006.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro Produtos e Serviços**. Rio de Janeiro: Ed. Qualitymark, 16ª edição, 2005.

FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS. **Carros e utilitários pequenos**. Disponível em <<http://www.fipe.org.br/indices>> Acesso em: 06 nov. 2006.

FURTADO, C. V.; LOPES, A. B. *Private Equity e Venture Capital* na Carteira de Investimentos das Entidades de Previdência Complementar. São Paulo. **Revista de Contabilidade e Finanças**, dez 2006.

FURTADO, C. V.; LOPES, A. B. **Private Equity e Venture Capital na Carteira de Investimentos das Entidades de Previdência Complementar**. São Paulo. Fundação Getúlio Vargas, 2005.

GOMPERS, P.; LERNER, J. Conflicts of Interest in the Issuance of Public Securities: Evidence from Venture Capital. **Journal of Law and Economics**, Chicago University, 1999.

_____. **What Drives Venture Capital Fundraising?** National Bureau of Economic Research, Brookings Papers, p. 149-192, Jan. 1999.

INSTITUTO BRASILEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS. **Plano Diretor do Mercado de Capitais 2005**. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br>> Acesso em: 10 nov. 2006.

INSTITUTO DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL **Consolidação das Propostas de Metas Para Ajuste Fiscal e de Sistemas e Técnicas de Gestão Pública**. Disponível em <<http://www.iedi.org.br>> Acesso em: 01 jan. 2007.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARDS – IASB. Apresenta padrões contábeis adotados para registro de valores baseados em critérios próprios. Disponível em: < <http://www.iasb.org>>. Acesso em: 13 out .2006.

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION – IFC. Apresenta dados e estudos econômicos de diversos países especialmente *private equity* em mercados emergentes. Disponível em < <http://www.ifc.org/funds> >. Acesso em 05 jul 2006.

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION. Home page < <http://www.ifc.org/>> Acesso em: 21 maio 2006.

Justiça suspende reajuste da telefonia no Rio, diz governo. **Folha Online**. São Paulo, 29 Junho 2003. Caderno Dinheiro.

KARNOPP, N. V. **As Sociedades de Capital de Risco e as *Venture Capital Companies* (EUA): Contribuição para um Modelo Brasileiro**. Rio de Janeiro, 1999. 332p. Dissertação de Mestrado, Instituto de Administração e Gerência, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

LEITE, C. R.; SOUZA C. A. **Os Fundos de *Private Equity* como uma alternativa de financiamento de capital de risco às empresas no Brasil, através da participação acionária e administrativa**. 2001. 13 f. Estudo de caso finanças .V Semead, São Paulo, 2001.

LEONARDOS, R.B. **Sociedade de capital de risco**. Rio de Janeiro: Codimec, 1985.

LERNER, J.; HARDYMON, F.; LEAMOM, A. **Venture Capital & Private Equity: a Casebook**. 3rd ed., volume one. John Wiley & Sons, 2005.

LERNER, J.; HARDYMON, F. **Venture Capital & Private Equity: A Casebook**. 3rd ed. Volume One. Wiley Press, 2001.

_____. **Venture Capital & Private Equity: A Casebook**, 3rd ed. – Volume Two. Wiley Press, 2002.

LERNER, J. The Government as Venture Capitalist: The long-run effects of the Small Business Innovation Research Program (SBIR). V.72, n.3, p. 285-318 **Journal of Business**, The University of Chicago Press, Journals Division, 1999.

LERNER, J.; GOMPERS, P. A. **The determinants of Corporate Venture Capital Success: Organizational Structure, Incentives, and Complementarities**. National Bureau of Economic Research, Working Paper nº 6725, Sep. 1998.

LEVIN, J. S.; **Structuring venture capital, private equity, and entrepreneurial transactions**. New York: Aspen Law & Business, 1998.

LUQUET, M. **Gestores de Fortuna**. São Paulo: Editora Globo, 2002.

MCCLAVE, J.T.; BENSON, G.B; SINCICH T. **Statistics for Business and Economics**. New Jersey: Prentice Hall, 2005.

MINISTÉRIO DO DESENVOLVIMENTO INDÚSTRIA E COMÉRCIO **Plano de Aceleração do Crescimento**. Disponível em <<http://www.desenvolvimento.gov.br>> Acesso em: 01 fev. 2007.

MONTEZANO, R. M. **Capital de risco - uma alternativa de financiamento -venture capital**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1983.

MURRAY, G. **A policy response to regional disparities in the supply of risk capital to new technology-based firms in the European Union: the European seed capital fund scheme.** *Regional Studies*, Cambridge, v.32, i.5, p.405-419, July 1998.

NESS, WALTER L.; LAMEIRA, VALDIR DE JESUS. Venture Capital in Brazil: Early experience of emerging company investment funds. **International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management**, vol 6, n. 4/5, 2006, pp. 341-355.

O investimento em Pesquisa e Desenvolvimento no Brasil. **Gazeta Mercantil**. São Paulo 15 dez. 1999.

PADOVANO, G. **Investimento de risco: a realidade e os números** In: Tosta de Sá (coord.). *Empresa emergente: fundo de investimento e capitalização*, 2 ed. rev. e amp. Série Idéias e Propostas. Brasília: Sebrae, 1994.

PREVI. **DAIEA – Demonstrativo analítico de investimentos e de enquadramento das aplicações do 2º semestre de 2005.** Rio de Janeiro, 2006. Disponível em: < <http://www.previ.com.br/>>. Acesso em: 02 nov. 2006.

RECEITA FEDERAL DO BRASIL, Home Page <<http://www.receita.fazenda.gov.br>> Acesso em: 20 out. 2006

RIBEIRO, L. L. **O modelo brasileiro de *private equity* e *venture capital*.** São Paulo, 2005. 139p. Dissertação de Mestrado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FEA), Universidade de São Paulo.

ROMANI, G. **O capital de risco no Brasil - uma contribuição a partir da experiência francesa.** São Paulo, 1997. 287p. Tese de doutorado. Faculdade de Economia Administração e Contabilidade (FEA), Universidade de São Paulo. 287p.

RUBENSTEIN, C. D. A quarterly newsletter of Emerging Markets *Private Equity Association*. Artigo periódico, **EMPEA**, v.1, l. 4, Q4 2005.

SANTANDER BANESPA ASSET MANAGEMENT. Apresentação de investimentos. São Paulo, Dezembro 2003.

SECURITIES AND EXCHANGE COMISSION, Home page <
<http://www.sec.gov/>> Regulatory Acts. Acesso em 13 agosto 2006.

SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS. Biblioteca on-line. Disponível em: <
<http://www.biblioteca.sebrae.com.br/>> Acesso em: 10 set. 2006.

_____. Estatística do Cadastro Central de Empresas. Disponível em: <<http://www.biblioteca.sebrae.com.br/>> Acesso em: 10 set. 2006.

_____. Cadastro Biblioteca online. Disponível em: <
<http://www.biblioteca.sebrae.com.br/>> Acesso em: 10 set. 2006.

SECRETARIA DA RECEITA FEDERAL. Banco de dados. Disponível em: <
http://www.receita.fazenda.gov.br/Historico/Arrecadacao/Carga_Fiscal/1998/tabela1.htm>. Acesso em: 01 nov. 2006.

_____. Estudos Tributários 11,12,13,14 e 15, Carga Tributária no Brasil 2005. Disponível em:
<http://www.receita.fazenda.gov.br>. Acesso em: 01 nov. 2006.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. Banco de dados. Disponível em:<<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/resultado/Tabela1.xls>>. Acesso em: 01 nov. 2006.

SEIFFERT, P.Q. **Empreendendo Novos Negócios em Corporações: Estratégias, Processo e Melhores Práticas**. São Paulo: Editora Atlas, 2005.

SWENSEN, D. F. **Pioneering Portfolio Management: An Unconventional Approach to Investment Management**. USA, Free Press, 2000.

SWISS STATE SECRETARIAT FOR ECONOMIC AFFAIRS – SSSEA. Apresenta estudos de como realizar investimentos privados em países emergentes. Disponível em: <<http://www.seco-cooperation.ch/index.html?lang=en>>. Acesso em 27 ago 2006.

VERGARA, S. C. **Projetos e Relatórios de Pesquisas em Administração**. 6.ed. São Paulo: Atlas, 2005.

VIEIRA, V. V. **Endividamento Público e Impactos sobre Fluxos de Capitais, Risco-País e Diferencial de Juros no Brasil (1995-2002): Modelo VAR e Testes de Causalidade**. 2003. 15f. Pesquisa Explicativa – Instituto de Economia, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2003.

7 Anexos

7.1. Roteiro de Entrevista

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



Roteiro de Entrevista:

1. Quantos anos você teve ou tem contato com o segmento de participações privadas no Brasil?
2. Na sua visão, quais os fatores que mais contribuíram para o crescimento das participações privadas no país?
3. Dada a sua experiência na indústria de participações privadas, quais foram as principais dificuldades das participações privadas ao longo da década de 80 e 90?
4. Considerando o longo prazo de investimento e o alto custo de oportunidade no Brasil, qual seria a remuneração mínima exigida por um investidor ao entrar em uma participação privada?
5. Qual deve ser a participação societária mínima, para que um investidor de participações privadas, tenha representatividade na empresa ?
6. Qual o período mínimo necessário para que um investimento em participações privadas chegue à sua maturidade e permita um processo de saída do investimento?
7. Considerando bancos e administradores independentes como gestores de participações privadas, que tipo de gestor tem tido mais sucesso na administração de participações privadas ?

☐ Gestores Independentes

☐ Bancos

☐ Indiferente

8. Os níveis de taxa de juros prejudicaram o desenvolvimento das participações privadas no Brasil?

☐ FNR* ☐ Sim ☐ Não

9. A informalidade nas operações das empresas no Brasil prejudicou o desenvolvimento das participações privadas?

☐ Sim ☐ Não ☐ FNR*

10. As alternativas de saída disponíveis dos investimentos em participações privadas, prejudicaram o desenvolvimento do segmento no Brasil ao longo dos últimos anos ?

☐ Sim ☐ Não ☐ FNR*

11. Faltou experiência dos gestores de participações privadas no Brasil para o desenvolvimento do segmento?

☐ Sim ☐ Não ☐ FNR*

12. Informações escassas de pequenas e médias empresas foi um fator que prejudicou o desenvolvimento das participações privadas no Brasil?

☐ Sim ☐ Não ☐ FNR*

13. A ausência de histórico de rentabilidade dos administradores foi um fator que prejudicou o desenvolvimento das participações privadas no país?

☐ Sim ☐ Não ☐ FNR*

14. A falta de receptividade dos empresários foi um fator que prejudicou o desenvolvimento das participações privadas no Brasil?

☐ Sim ☐ Não ☐ FNR*

15. Qual a perspectiva do segmento de participações privada no Brasil? Por que acredita no futuro relatado?

- FNR= Fator não relevante.

7.2. Definição dos Termos

- *Private Equity*: São fundos destinados a realizar investimentos de capital de risco, compras alavancadas, consolidações, aquisição de títulos de companhias com problemas, entre outras operações com empresas que envolvam risco. Não financiam somente empresas em estágio embrionário, realizam aumento de patrimônio, recapitalização, melhorias de caixa, expansão de empresas no segmento que atuam e mudança de administração de empresas com baixa alavancagem e com problemas na gestão corporativa. Neste trabalho são tratados como fundos de investimento em participações (FIPs).

- *Venture Capital*: Capital de investimento cujo principal objetivo, é ser aplicado em empresas de médio e pequeno porte, com alto potencial de retorno e alto risco. Através da aquisição de títulos ou ações de companhias de alto crescimento, o *venture capital* visa o fomento de novas empresas, com bom potencial de crescimento. No presente estudo os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEEs) são os fundos que representam investimentos com característica de *venture capital*.

No Brasil, alguns fundos de *private equity* têm características de sociedades de *venture capital*, com participações temporárias de 2 a 10 anos de duração ou participações através de ações ou debêntures conversíveis (Padovano, 1996).

- *Limited Partner*: Sócio de uma estrutura de participações, sem poder de administração e decisão dos investimentos. *Limited partners*, são somente os capitalistas, sem qualquer gestão dos negócios que investem.

- *Limited Partnersership*: Forma de organização definida e regulamentada através de contrato finito entre as partes, administrador e *Limited partners*. Com tempo de duração determinado e regras específicas quanto a política de investimento, remuneração dos gestores e poder de decisão dos capitalistas, as *limiteds partnerships* são estruturas societárias usadas para propósitos específicos, durante a realização de um processo de investimento, maturação e saída dos investimentos realizados.

- *General Partner*: Sócio de uma *limited partnership*, responsável pela administração da companhia. Em um fundo de *private equity*, são os sócios que administram o fundo e são também os responsáveis legais por todas operações.

- *Carried Interest*: A parte dos lucros do fundo que é retida pelo *General Partner*.

- *Due Diligence*: Seleção, análise do plano de negócio, auditoria e avaliação da capacidade de uma companhia, antes da realização de um investimento. O processo é comum, principalmente para observar os mecanismos fiscais e societários, disponíveis nas empresas que recebem as participações.

- *Term Sheet*: Procedimento posterior ao processo de auditoria, onde o investidor confirma através de um documento, a intenção de investir na empresa considerando as condições que governarão o investimento. Aspectos como cronogramas de investimento de capital, natureza do investimento (dívida conversível, dívida com bônus de subscrição de ações, ações ordinárias, ações preferências dentre outros mecanismos) fazem parte do desse documento.

- Governança: Trata-se da estrutura deliberativa da empresa. Pode ser considerado no *term sheet* ou pode ser feito através de outro instrumento.

- *Business Plan ou Plano de Negócios*: É o plano de negócios de uma organização. Inclui as perspectivas de resultados, desenvolvimento de produtos, análise da concorrência, metas de longo e curto prazo a serem alcançadas, organização empresarial, gestão financeira, estratégia corporativa dentre outros elementos relevantes no planejamento organizacional.

- *Hurdle Rate*: Taxa de retorno do fluxo de caixa descontado, acima da qual, faz sentido fazer o investimento, e abaixo da qual, não é interessante fazer o investimento. Logo, é taxa mínima de retorno exigida da participação, antes que os gestores possam retirar a taxa de *performance* combinada.

- *Investment Grade*: Um ativo é considerado *investment grade* quando o risco de crédito é BBB- ou grau considerado melhor pela agência de classificação *Standard & Poor's* ou Baa3 ou grau melhor pela agência de classificação *Moody's*.

- *Long-Term Bond Index*: Índice de longo prazo, composto de títulos de empresas americanas, *investment grade*, excluindo-se qualquer título governamental.

- *Meta Atuarial*: É o percentual mínimo esperado de rentabilidade dos investimentos de um investidor institucional, a fim de garantir cumprimento dos compromissos futuros, ou seja, pagamento de benefícios. Os fundos de pensão definem as metas atuariais através dos Conselhos Deliberativos. É comum a meta ser fixada por um índice de inflação, acrescido de um percentual fixo ao ano.

- *Consórcios*: Estrutura que agrupa diversos investidores em uma sociedade de propósito específico. Muito utilizado no período de privatizações, os consórcios perderam força com as novas leis que regulamentaram as estruturas formais de participações privadas no Brasil.

- *Tag-Along Rights*: Nos casos em que os acionistas majoritários negociem com êxito a venda de suas ações a um terceiro, os direitos de adesão exigem, como condição da venda, que os demais acionistas possam vender suas ações ao comprador, isto é, possam aderir à venda dos acionistas majoritários, nas mesmas condições da oferta. Com frequência, os direitos de adesão aplicam-se somente às vendas de uma maioria das ações subscritas e impede que um terceiro compre dos acionistas majoritários, a um preço com prêmio, um número de ações suficiente para que obtenham maioria no conselho de administração.

- *Drag-Along Rights*: O direito de arraste, comuns nos acordos entre acionistas, permitem que os acionistas majoritários negociem a venda da empresa a um terceiro, e depois obriguem ou arrastem os acionistas minoritários a vender suas ações ao mesmo comprador, nas mesmas condições negociadas pelos acionistas majoritários. Os direitos de arraste, permitem que os acionistas majoritários forcem os acionistas minoritários não cooperativos ou inertes a participar de uma estratégia de saída. Os direitos de arraste podem ser muito

coercitivos para os acionistas minoritários, obrigando-os a vender suas ações em uma venda da totalidade da empresa, em circunstâncias em que prefeririam permanecer como investidores minoritários.

- *Initial Public Offering (IPO)* ou Abertura de Capital: Processo de abertura de capital através de oferta pública inicial de ações da empresa. Mecanismo muito freqüente usado para saída de participações, feitas em mercados onde haja liquidez e força do mercado de capitais.

- Câmaras de Arbitragem: Mecanismo alternativo ao sistema judiciário convencional, previsto através da Lei 9307/96, estipulado para resolução de conflitos de direitos, que as partes possam livremente dispor. As câmaras de arbitragem podem deliberar sobre todo assunto que possa ser estabelecido contratualmente. No caso de participações privadas, é uma alternativa ao sistema judiciário nacional.

- *Preemptive Rights*: Direito de preferência em aumentos de capital, que outorga aos acionistas, o direito de comprar sua parte proporcional de valores mobiliários novos a serem emitidos pela empresa. Outorga a cada acionista, o direito de manter sua participação proporcional, e assim evitar a diluição que ocorreria quando fossem emitidos valores mobiliários a outros acionistas ou terceiros. Investidores freqüentemente preferem evitar uma potencial diluição de participação.

- Acordo de Acionistas: Introduzido pela Lei 6.604/76, Lei das Sociedades por Ações consiste na convenção firmada entre dois ou mais acionistas de uma mesma sociedade, distinta dos seus atos constitutivos, tendo por objeto a regulação do exercício dos direitos referentes à suas ações, tanto no que se refere ao voto como no pertinente a negociabilidade (compra e venda) das mesmas. Apesar de dispor sobre a participação acionária em determinada companhia, o acordo de acionistas é um contrato regulado pelos dispositivos do direito comum, ficando sujeito às normas de Direito Civil quanto à sua validade e eficácia. Não é um acordo societário, mas um ajuste marcadamente extra-estatutário, do qual a sociedade não pode fazer parte.

- *Right of First Refusal*: Direitos de preferência na compra das ações que permitem que os acionistas comprem sua parte proporcional oferecidas por qualquer acionista vendedor a um terceiro, ao preço e nas condições oferecidas

a este último. Se um acionista optar por não comprar sua parte proporcional das ações à venda, os acionistas restantes terão a oportunidade subsequente de adquirir sua parte proporcional das que não foram compradas.

- *Business Angel*: Investidor que coloca o capital em empresas pequenas de capital fechado, que tem alto potencial de crescimento, entretanto, alto risco. Esses investidores entram na empresa na fase ainda embrionária, freqüentemente com capital próprio.

- *Buyout*: Compra do controle da empresa por sujeitos não controladores. Nos EUA, é comum operação do tipo *leverage buyout*, também conhecido como compra alavancada.

- *Track-Record*: Trata-se do histórico de resultado de um administrador ou um fundo de investimento. Ferramenta muito usada pelos investidores para avaliar as habilidades de um administrador de recursos.

- *Grandstanding*: Procedimento de realização de abertura de capital de empresas novas, ainda fora do momento de abrir capital, mas que são colocadas no mercado com o objetivo do gestor fazer *track-record*.

- Processo de Saída ou *Way Out*: Fase final do investimento em participações privadas, onde o investidor procura vender a participação adquirida para terceiros, através do mercado de capitais ou venda privada.

- *Start Up*: Empresa em fase inicial que ainda não comercializa os produtos no mercado, mas já tem equipe trabalhando e desenvolvendo atividades. Os investimentos em empresas em fase inicial são comuns em participações privadas.

- *Turn Around*: Modalidade de investimento em empresas cujo objetivo do investidor é modificar o modo de operação da empresa investida. É comum a troca de executivos, revisão das dívidas e realização de novo plano de negócios. Alguns investidores são especializados na compra de participações e execução de processos de *turn around*.

- *Follow-on Fund*: Próximo fundo de um administrador que anteriormente fez um outro fundo de investimento em participações privadas. Há correlação entre o sucesso de captação de um administrador em um *follow-on fund* e o resultado do fundo inicial.

- *Funding*: Atividade de captação de recursos para repasse aos grupos que necessitam de capital para realizarem empreendimentos ou operações financeiras.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)