

UNIVERSIDADE FEDERAL FLUMINENSE  
CENTRO TECNOLÓGICO  
MESTRADO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO

ARIAN BECHARA FERREIRA

O SETOR BRASILEIRO DE CAPITAL DE RISCO: CARACTERIZAÇÃO,  
OPORTUNIDADES E PERSPECTIVAS

NITERÓI

2007

# **Livros Grátis**

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

Milhares de livros grátis para download.

ARIAN BECHARA FERREIRA

O SETOR BRASILEIRO DE CAPITAL DE RISCO: CARACTERIZAÇÃO,  
OPORTUNIDADES E PERSPECTIVAS

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal Fluminense, como requisito parcial para obtenção do Grau de Mestre. Área de Concentração: Estratégia, Gestão e Finanças Empresariais.

Orientador: Prof. RUBEN HUAMANCHUMO GUTIERREZ, DSc

Niterói

2007

ARIAN BECHARA FERREIRA

O SETOR BRASILEIRO DE CAPITAL DE RISCO: CARACTERIZAÇÃO,  
OPORTUNIDADES E PERSPECTIVAS

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal Fluminense, como requisito parcial para obtenção do Grau de Mestre. Área de Concentração: Estratégia, Gestão e Finanças Empresariais.

Aprovada em

BANCA EXAMINADORA

---

Prof. Osvaldo Luiz Gonçalves Quelhas, DSc.  
Universidade Federal Fluminense

---

Prof. Luiz Perez Zotes, DSc.  
Universidade Federal Fluminense

---

Prof. Raad Yahya Qassim, DSc.  
Universidade Federal do Rio de Janeiro

Niterói  
2007

## **AGRADECIMENTOS**

A minha família pelo apoio nas horas difíceis e pelo apoio, não só para mais essa etapa da minha vida, mas por tudo que já me foi dado até o momento.

A todas as pessoas que direta ou indiretamente ajudaram na formatação deste trabalho.

## SUMÁRIO

### **1 INTRODUÇÃO**, p. 9

#### 1.1 HISTÓRICO, p. 9

#### 1.2 OBJETIVOS, p. 10

##### 1.2.1 Geral, p. 10

##### 1.2.2 Objetivos Específicos, p. 10

### **2 CAPITAL DE RISCO**, p. 12

#### 2.1 INTRODUÇÃO AO CAPITAL DE RISCO, p. 12

#### 2.2 HISTÓRICO, p. 13

#### 2.3 ESTÁGIOS DE INVESTIMENTO, p. 14

#### 2.4 PRINCIPAIS ETAPAS DE UMA OPERAÇÃO DE CAPITAL DE RISCO, p. 16

##### 2.4.1 Organização e Formação do Fundo, p. 17

##### 2.4.2 Captação de Recursos, p. 17

##### 2.4.3 Investimentos, p. 18

##### 2.4.4 Gerência do Portfólio, p. 22

##### 2.4.5 Saídas para o Investimento, p. 23

##### 2.4.5.1 Venda Estratégica (TRADE-SALE), p. 23

##### 2.4.5.2 Introdução em Bolsa de Valores (IPO), p. 24

##### 2.4.5.3 Venda para outro Investidor (SECONDARY SALE), p. 25

##### 2.4.5.4 Recompra pelo Empreendedor (BUYBACK), p. 25

##### 2.4.5.5 Liquidação (WRITE-OFF), p. 25

### **3 A INDÚSTRIA BRASILEIRA DE CAPITAL DE RISCO**, p. 26

#### 3.1 INTRODUÇÃO, p. 26

#### 3.2 MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO, p. 28

##### 3.2.1 Visão futura dos Preços, p. 31

##### 3.2.2 Visão futura do Mercado de Capitais brasileiro, p. 34

#### 3.3 INDÚSTRIA BRASILEIRA DE CAPITAL DE RISCO, p. 35

##### 3.3.1 Histórico, p. 35

##### 3.3.2 Distribuição Geográfica, p. 36

- 3.3.3 Setores da Economia, p. 37
- 3.3.4 Estágio de Investimento, p. 38
- 3.3.5 Critérios de Investimento, p. 39
- 3.3.6 Formas de Saída, p. 40
- 3.3.7 IPO's, p. 41
- 3.3.8 Perspectivas, p. 42
- 3.4 CENÁRIOS PARA A INDÚSTRIA BRASILEIRA DE CAPITAL DE RISCO, p. 44

#### **4 O PAPEL DO BNDES NA INDÚSTRIA BRASILEIRA DE CAPITAL DE RISCO,** p. 52

- 4.1 HISTÓRICO, p. 52
- 4.2 ATUAÇÃO EM PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS, p. 53
  - 4.2.1 Programa CONTEC, p. 55
  - 4.2.2 Programa de Investimentos em Empresas Emergentes, p. 57
  - 4.2.3 Programa de Investimentos em cotas de Fundo Mútuos Fechados, p. 57
  - 4.2.4 Programa de Participação em Fundos de Investimentos em Empresas Emergentes de base tecnológica, p. 59
- 4.3 INCENTIVO À ADOÇÃO DE PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, p. 62
- 4.4 ABERTURA DE CAPITAL E MERCADO DE BALCÃO ORGANIZADO, p. 63

#### **5 CONCLUSÕES,** p. 65

#### **6 BIBLIOGRAFIA,** p. 67

#### **GLOSSÁRIO,** p. 69

## RESUMO

O capital de risco em todo mundo vem mostrando ano após ano a sua vocação para alavancar empresas inovadoras e fazer com que as idéias de seus empreendedores se tornem, de forma profissional, uma empresa capaz de gerar resultados sustentáveis e de longo prazo. Outro ponto importante é que o capital de risco investe, principalmente, em empresas de médio e pequeno porte, que são grandes geradores de emprego e renda para os países, principalmente os países em crescimento. O capital de risco vem se tornando, também, um grande *player* para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, que ainda é incipiente em relação ao mercado de capitais de países desenvolvidos, mas que nos últimos anos vem apresentando ótimas oportunidades de negócios, tais como as aberturas de capital, que no ano de 2006 atingiram o recorde de 26 operações, com R\$ 15,2 bilhões arrecadados, e os fundos de capital de risco estavam diretamente envolvidos em 9 dessas operações, ou seja, conseguiram uma saída rentável para o seu investimento e fomentaram ainda mais o mercado de capitais brasileiro. Portanto, convém analisarmos o atual momento do mercado de capitais brasileiro para tirarmos algumas conclusões sobre o futuro do capital de risco no país. Podemos visualizar uma menor volatilidade futura decorrente de ajustes que vem sendo tomados na economia nacional e, o Brasil deve se tornar *Investment Grade* nos próximos anos e isso faria com que o fluxo de investimentos aumentasse consideravelmente visto que muitos fundos de pensão e investidores estrangeiros são proibidos de investir em países sem *Investment Grade*. O cenário é positivo para o crescimento e o desenvolvimento do mercado de capitais nacional e, por conseguinte, o meio para o desenvolvimento da indústria de capitais de risco nacional. Porém é sempre bom destacar alguns riscos que podem retardar esse desenvolvimento, tais como: uma recessão global, a queda do preço das *commodities*, além da falta de investimentos em infra-estrutura. Outro ponto importante da análise feita a seguir é o papel do Estado na sua regulamentação, através da CVM e até mesmo como investidor e criador de produtos que fomentem o ainda embrionário mercado de capitais nacional, com foco na atuação do BNDES. Portanto, o capital de risco ainda é um investimento embrionário no Brasil, porém, ainda tem muito espaço para crescer, pois com a queda futura na taxa de juros nacional, os investidores irão procurar diversificar seus investimentos, em busca de maiores rentabilidades, lógico, se expondo aos riscos da operação. Ou seja, além de ser uma forma de diversificação de investimentos, com históricos de altos retornos, o capital de risco também tem o poder de impulsionar cada vez mais o mercado de capital nacional.

Palavras-chave: Capital de Risco. Investimentos. Mercado de Capitais.

## **ABSTRACT**

All over the world, the venture capital is showing its vocation to leverage growing companies and make the ideas of their entrepreneur's became true in a professional way, in a company that is able to generate sustainable results in the long term. Other important point is that the venture capitalist invests in companies that have high potential growth, specially small and medium-sized ones, that generate employments and they are very important for growing countries. The venture capital is becoming a big player in the brazilian capital market, that still in its infancy, but in the last years is showing great investment opportunities, like the IPO's. In 2006, the amount of new capital issued by brazilian corporations was of R\$ 15,2 billions in 26 operations. Therefore, we have to analyse the actual moment of the brazilian capital market to take conclusions about the future of the venture capital in Brazil. The smaller volatility is a result of the adjustments in the macroeconomy and, as a consequence, the positive impact in the brazilian equities prices. In addition, Brazil should became Investment Grade in a few years and it will increase the foreign financial flow into the country. The scenery for the growing and development of the brazilian capital market is positive and, therefore, for the brazilian venture capital. Nevertheless, there are some risks, as: global contraction, the fall of the prices of commodities and the low investment in infrastructure. Other important analysis about brazilian venture capital is about the regulation of the State, through the CVM and even as an investor, through the BNDES.

Key words: Venture Capital. Investments. Capital Market.

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 HISTÓRICO

Todo investidor espera ter retornos elevados em seus investimentos. Nos últimos anos, já foi visualizado que uma das formas mais eficazes de consegui-lo é via capital de risco, ou seja, por meio de aportes de recursos em que se espera um grande potencial de crescimento, que geralmente são pequenas e médias, de capital fechado (BARBIERATO, 2001).

Esses altos retornos podem ser justificados pelo risco do investimento, pois enquanto as grandes empresas de capital aberto contam com demonstrações financeiras confiáveis e apresentam histórico de desempenho, as pequenas e médias empresas de capital fechado não têm dados financeiros confiáveis, fazendo com que a avaliação do negócio seja mais subjetiva e fundamentada, entre outros fatores, tais como: as estratégias adotadas pela empresa para alcançar as metas pretendidas, o seu potencial de mercado, a tecnologia utilizada, o perfil e na capacidade de execução ou operacionalização dos empreendedores e de suas equipes. Por fim, o grau necessário de assistência a ser prestada aos empreendedores pelos investidores também deve ser considerado na precificação realizada, pois esse também é um trabalho que deve ser prestado pelo capitalista de risco: a assessoria estratégica necessária para o crescimento sustentável da empresa (KAPLAN e STRÖMBERG, 2001).

Outro ponto a ser considerado no apoio a pequenas e médias empresas (PME) é o do desenvolvimento industrial de um país, pois essas empresas são responsáveis por uma grande parcela do PIB e, principalmente, são grandes geradoras de empregos.

Porém, no Brasil, as pequenas e médias empresas enfrentam sérios problemas para obter financiamentos para seus projetos de expansão, principalmente pela dificuldade de apresentar as garantias requeridas pelas instituições financeiras, como também pela grande

dificuldade de empresas desse porte acessar o mercado de capitais brasileiro, ainda embrionário e de difícil acesso.

Por tudo isso, o capital de risco vai sendo visto mundialmente como uma solução para capitalizar essas empresas que são tão importantes para o crescimento do país, pois esse investimento não exige contrapartidas no que se refere a garantias.

Segundo Levin (1998), o capital de risco se iniciou suas atividades de forma relevante durante o século XVI quando as principais nações européias iniciaram as suas missões em direção ao mar, os capitalistas de risco viam uma boa oportunidade de retornos, porém com alta dose de risco, pois não se sabia o que se encontraria nessas expedições. Pode se considerar que o capital de risco foi relevante para a economia da época nas colônias européias.

## 1.2 OBJETIVOS

### 1.2.1 Geral

Identificar o potencial de crescimento da indústria de capital no Brasil, no período de 2007-2010, como uma forma de financiamento a empresas inovadoras que poderão fomentar o mercado de capitais brasileiro, ainda bastante insipiente.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

- Apresentar os conceitos sobre capital de risco.
- Analisar o histórico recente da indústria de capital de risco no Brasil.
- Analisar como essa indústria pode fomentar o mercado de capitais brasileiro.
- Analisar o papel dos órgãos reguladores e governamentais do setor no Brasil.
- Esclarecer as seguintes questões:
  - O que explica o recente crescimento dos preços dos ativos brasileiros?
  - Os ativos brasileiros estão superavaliados, subavaliados?
  - No futuro como se comportarão os preços e a atividade de abertura de capital?
  - Quais serão os impactos nos ciclos da indústria de capital de risco: captação, investimento, monitoramento e saída?

- Como irá evoluir a indústria de capital de risco nos próximos 10 anos em termos de entrada de capital, estrutura da indústria, setores mais atrativos, gerenciamento de riscos e retornos?

## **2 CAPITAL DE RISCO**

### **2.1 INTRODUÇÃO AO CAPITAL DE RISCO**

O capital de risco é uma forma de apoio baseada no investimento por meio de participação (valores mobiliários, ações, debêntures conversíveis, bônus de subscrição, por exemplo) em sociedades anônimas que apresentem elevado potencial de crescimento, visando à sua posterior revenda e, normalmente, com a realização de expressivos ganhos de capital. O capital de risco pressupõe a aceitação de riscos elevados em troca de obtenção de altos retornos (SOLEDADE, 1997).

Já foi comprovado que empresas onde o capital de risco atua crescem mais rápido, gerando assim mais empregos e criam valor mais rapidamente do que empresas sem esse aporte financeiro e gerencial. As empresas apoiadas por capital de risco têm estratégias de comercialização mais agressivas e, principalmente, perseguem inovações mais radicais. Outro ponto importante é a busca mais acelerada da profissionalização do quadro gerencial da empresa e da governança corporativa (KEUSCHNIGG, 2004).

A indústria de capital de risco vem formalizar os papéis, historicamente, desempenhados pelo empreendedor e financiador independente, estimulando, com sua estrutura, o processo de inovação, que é vital para o desenvolvimento das economias capitalistas.

Os ativos de empresas inovadoras, principalmente as de base tecnológica, são intangíveis, tais como, o capital intelectual utilizado no desenvolvimento de um produto ou serviço inovador, portanto, a melhor forma de obtenção de recursos para os seus projetos de expansão é via capital de risco, pois não são requeridas garantias de devolução dos recursos, isto é, é feita uma “aposta” no crescimento do valor da empresa gerado por esses recursos, que só serão cobrados após a consolidação definitiva da empresa.

Porém, além do recurso investido na empresa, o ponto mais importante que um investidor de capital de risco pode dar ao entrar em uma empresa é a assistência não-financeira. Ou seja, a gestão que os investidores irão implementar na empresa pode gerar mais retorno ao projeto do que o próprio montante investido (AMIT, 1998).

Outra vantagem para as empresas é que ao contrário do financiamento tradicional, o investimento através de capital de risco elimina o problema de pagamento de juros, amortizações ou resgates. Com isso, permite que as empresas reinvestam os seus lucros como forma de financiar seu crescimento, passando a dispor de um ativo que pode ser usado como garantias para novos financiamentos, melhorando sua atratividade junto a investidores.

## 2.2 HISTÓRICO

A expressão capital de risco (*venture capital*) é uma expressão de origem britânica, da época da Revolução Industrial, porém as raízes da atividade se deram no Império Romano que enviava equipes financeiras para desenvolver atividades financeiras nas novas colônias (TOSTA DE SÁ, 1994).

Espanha e Portugal também se utilizaram dessas atividades para desenvolver o projeto das grandes navegações e conseguir lucros com as novas colônias americanas.

Porém, a indústria de capital de risco surgiu formalmente nos Estados Unidos no fim da década de 1940 e, até os dias de hoje, os EUA são a principal referência na indústria mundial.

Contudo, foi em 1979, depois que o governo americano anunciou nova regulamentação para os investimentos dos fundos de pensão e reduziu os impostos sobre ganhos de capital, os investimentos dos fundos foram alavancados, atingindo seu pico em 1986.

Atualmente, entre os países, a atividade de capital de risco varia consideravelmente, estando plenamente desenvolvida em poucos mercados, como Irlanda e Israel. Em alguns países onde se pretende impulsionar o capital de risco, como Japão, Coréia do Sul e China, os governos locais criaram estímulos para estabelecimento do ambiente adequado à indústria do capital de risco, tais como, criação de balcões organizados específicos para empresas emergentes, desregulamentação, apoio a empresas incubadas, apoio a inovação, fortalecimento da rede empresa-governo-universidade e criação de fundos. Além disso, bancos e agências do governo desmembraram suas atividades para permitir a capacitação dos

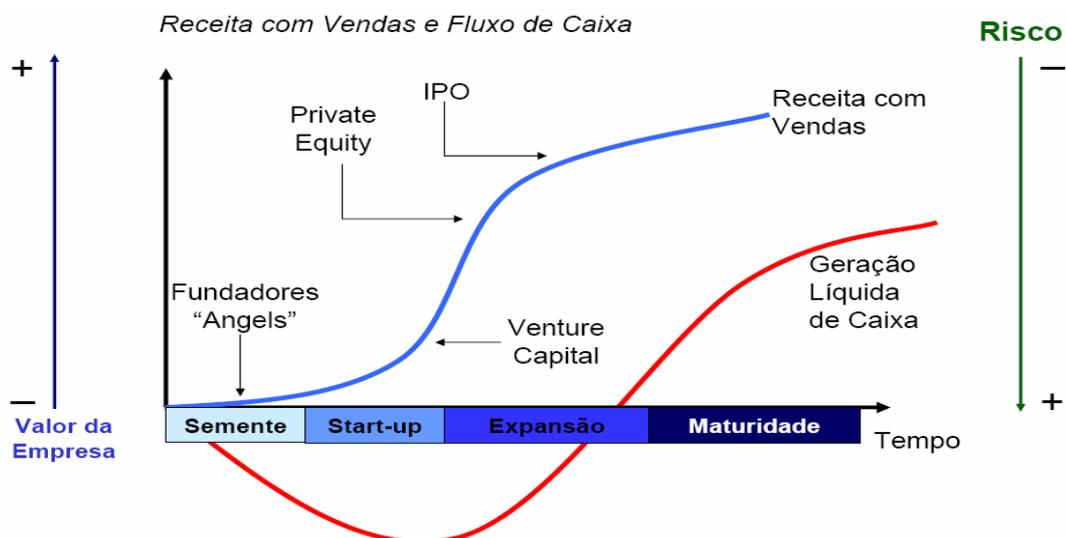
empreendedores visando à abertura de capital. Em particular, no Japão e na Coréia do Sul, foram criados centros de suporte à comercialização de empresas de tecnologia ou centros de avaliação de planos de negócio, cujos objetivos são prover aconselhamentos estratégicos, tecnológicos e de gestão às empresas, conduzir diligências financeiras e de mercado, além de redirecionar os planos de negócio dos empreendedores. Na prática, nesses países, determinados bancos governamentais tornaram-se bancos de relacionamento, com o objetivo de tornar as pequenas e médias empresas mais atrativas para os investidores.

No Brasil, essas medidas ainda são muito reduzidas, tanto no que tange o apoio à inovação, principalmente no apoio à pesquisa feito em universidades, que são o celeiro dessas empresas inovadoras. Quanto ao mercado de capitais, foi criado recentemente o Bovespa Mais que visa acolher companhias que tenham uma estratégia gradual de acesso ao mercado de capitais, viabilizando sua exposição a esse mercado e apoiando sua evolução em termos de transparência, de ampliação da base de acionistas e de liquidez. Porém, esse mercado criado para pequenas e médias empresas ainda não decolou devido ao alto nível de informalidade das pequenas e médias empresas nacionais.

### 2.3 ESTÁGIOS DE INVESTIMENTO

Os investimentos de capital de risco são efetuados, basicamente, nos seguintes estágios de desenvolvimento:

Gráfico 1 – Estágios de Investimento



Fonte: ABVCAP

A indústria de capital de risco se divide em dois grandes grupos: os fundos de *Venture Capital* e de *Private Equity*, essa separação é feita de acordo com o grau de maturação da empresa investida segundo a *European Private Equity and Venture Capital Association*.

Os estágios incluídos em *Venture Capital* são:

- 1) Capital semente (*seed capital*): geralmente representa um pequeno aporte, feito em fase pré-operacional, para desenvolvimento de um produto ou ainda para testes de mercado ou registro de patentes;
- 2) Estruturação inicial (*start-up*): aporte de capital para empresa em fase de estruturação, em geral no primeiro ano de seu funcionamento, quando ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente. Nessa fase a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para colocar em prática seu plano de negócios; e
- 3) Expansão: aporte de capital para a expansão das atividades de uma empresa que já vende seus produtos comercialmente (capital de giro, expansão da planta, da rede de distribuição ou ainda o investimento em comunicação e *marketing*).

Os investimentos típicos de *Private Equity* ocorrem sob diversas modalidades, tais como:

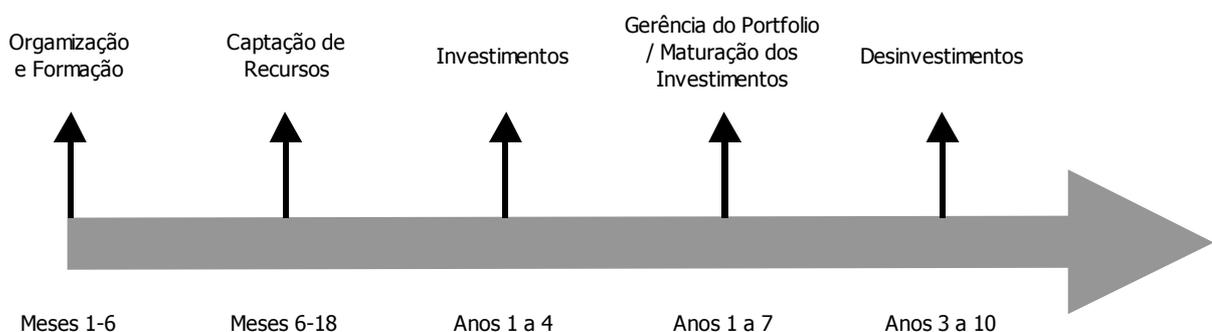
- 1) Estágios avançados (*late stage*): aporte de capital em empresas que já atingiram uma taxa de crescimento relativamente estável e já apresentam fluxo de caixa positivo;
- 2) Financiamento de aquisições (*acquisition finance*): capital para expansão por meio da aquisição de outras empresas;
- 3) Tomada de controle pelos executivos (MBO/I para *management buyout/in*): capital para financiar a equipe de gestores, da própria empresa ou externos, que objetivam adquirir o controle de uma empresa;

- 4) Estágio pré-emissão (*bridge finance*): aporte feito quando a empresa planeja uma introdução em bolsa de valores em prazo de até dois anos, podendo envolver a reestruturação de posições acionárias de grandes acionistas;
- 5) Recuperação empresarial (*turnaround*): aporte feito quando a empresa se encontra em dificuldade operacional e/ou financeira e existe a aposta na recuperação;
- 6) Mezanino: investimentos em estágios avançados do desenvolvimento da empresa por meio de dívidas subordinadas; e
- 7) PIPE (*private investment in public equity*): é um estágio à parte, representando a aquisição do capital acionário de empresas já listadas em bolsa.

#### 2.4 PRINCIPAIS ETAPAS DE UMA OPERAÇÃO DE CAPITAL DE RISCO

Uma operação de capital de risco consiste em uma série de etapas, compreendendo desde a criação das organizações gestoras responsáveis pelas atividades de captação de recursos do fundo (veículo de investimento) de capital de risco, até a venda/realização dos investimentos efetuados. Uma operação de capital de risco pode ser definida em cinco etapas principais, que em média duram de três a dez anos para serem concluídas. Disponível na World Wide Web: <<http://www.vcfodder.com>>, acesso entre jul. e dez. 2006.

Gráfico 2 – Principais etapas de uma operação de capital de risco



#### 2.4.1 Organização e Formação do Fundo

A operação de capital de risco se inicia com a criação de um veículo de investimentos (fundo de investimento) com a finalidade específica de captar recursos junto a possíveis investidores e realizar os investimentos.

Os veículos de capital de risco devem seguir a regulamentação específica dos órgãos reguladores de valores mobiliários de cada país. Nos EUA, seguindo regulamentação da SEC (*Securities Exchange Commission*), os veículos devem ser constituídos na forma de *Limited Partnerships* (sociedade por cotas de responsabilidade limitada). No Brasil, a CVM é responsável pela regulamentação e acompanhamento dos fundos.

Um ponto importante que é discutido na fase de formação do fundo é a estrutura de remuneração dos gestores. Geralmente, esta estrutura consiste em uma taxa de administração que incide sobre o patrimônio líquido do fundo e uma taxa de performance sobre os ganhos de capital obtidos. Muitas vezes, a taxa de inflação e um custo referencial de oportunidade – ex: 6% ao ano, são descontados no cálculo do ganho de capital. Estas taxas podem ser negociáveis de acordo com o relacionamento da empresa gestora com o investidor e com o montante comprometido.

#### 2.4.2 Captação de Recursos

Com o fundo constituído, o passo seguinte é a captação de recursos junto a potenciais investidores. As empresas gestoras dos fundos concentram seus esforços em apresentações e visitas a potenciais investidores visando a promoção do fundo e a atração de recursos de potenciais investidores. Simultaneamente, é emitido um prospecto para os potenciais investidores com informações básicas do fundo, incluindo o tamanho desejado para o patrimônio líquido do fundo e os setores de investimento prioritário.

Um fator importante para os investidores é a análise da rentabilidade dos fundos. Em função do prazo extenso e da natureza ilíquida dos investimentos feitos nos fundos de capital de risco, uma análise de curto prazo da rentabilidade do fundo se torna difícil em relação às análises de outros tipos de fundos de investimento, como por exemplo os fundos de ações e de renda fixa, que possuem rentabilidade diária. Desta maneira, os potenciais investidores geralmente analisam uma oportunidade de investimento em um fundo de capital de risco observando o desempenho histórico dos outros fundos que já foram administrados pela

mesma empresa gestora. Porém, nesse setor da economia se dá grande importância à experiência profissional dos gestores (demonstradas através de currículos profissionais).

Enfim, os esforços nos primeiros meses após a constituição do fundo são direcionados a captar recursos suficientes para fechar o montante de recursos projetado. A arrecadação dos recursos ocorre através de um comprometimento formal dos investidores, que estabelece que, quando convocados, deverão subscrever as quotas do fundo (até um determinado valor acordado). As chamadas de capital (através de subscrições das quotas) ocorrerão na medida em que o fundo necessite de recursos para investir nas empresas.

O universo de investidores para os fundos de capital de risco engloba principalmente fundos de pensão e instituições financeiras, como bancos e seguradoras.

### 2.4.3 Investimentos

Após a constituição e a capitalização do fundo, os gestores terão que começar a identificar investimentos para o fundo. As principais etapas da fase de investimentos podem ser divididas entre a identificação/seleção de oportunidades de investimento e as negociações/fechamento da operação de aquisição.

- Identificação/seleção de oportunidades

A identificação de oportunidades adequadas de investimento é um dos principais fatores que proporcionam o sucesso ou o fracasso na performance de um fundo. Por esta razão, os gestores buscam montar uma rede de contatos que maximize sua capacidade de originação de novos negócios. Geralmente, os gestores alavancam a originação de novos negócios através de relacionamentos com bancos de investimentos, corretoras de valores, empresas de consultoria, escritórios de advocacia, firmas de auditoria, dicas fornecidas pelas empresas já investidas pelo fundo anteriormente e por uma base de dados formada por seus analistas com notícias atualizadas.

Centenas de *business plans* passam então por um processo de seleção preliminar, como o objetivo de verificar se a oportunidade se encaixa aos critérios de seleção do fundo (que incluem, dentre outros fatores, o estágio de desenvolvimento, potencial de crescimento, localização geográfica, vantagens competitivas, setor, porte, capacidade de gestão e

alternativas de saída). Caso atenda aos critérios, um detalhado processo de avaliação será conduzido, envolvendo um processo de *due diligence* extensivo.

As atividades de *due diligence* visam à obtenção de informações chaves para a decisão de investimento, tais como a experiência dos gestores da empresa, vantagens e desvantagens do produto (ou serviço) comercializado, características do setor, principais consumidores e empresas competidoras, as características e objetivos dos sócios da empresa. Além disso, durante o processo de *due diligence* é verificada a situação contábil/financeira e legal da empresa, de forma não apenas a verificar a confiabilidade e veracidade das informações apresentadas, mas também visando a constatação de riscos de passivos existentes ou potenciais para a empresa. Este processo de *due diligence* geralmente ocorre através da análise de informações/documentos da empresa, encontros com os diretores e referências de fornecedores e clientes.

Muitas vezes, consultores externos especializados no setor de atuação da empresa também são envolvidos. O processo de *due diligence* pode levar de 4 a 12 semanas, podendo ser extremamente extenso, em função da limitada (ou nenhuma) disponibilidade de informações públicas sobre a empresa alvo.

- Fechamento da operação de aquisição

Caso após a etapa de *due diligence* o fundo permaneça interessado em investir na empresa, as partes iniciam a negociação de um acordo (*investment agreement*) que definirá as principais bases financeiras e de gestão da transação.

O principal aspecto financeiro se refere ao valor da empresa (que definirá porcentagem acionária de empresa que será alienada em troca de um montante determinado de capital). Para a estimativa do valor da empresa, é preparado pelo fundo uma avaliação econômico-financeira. Diversas metodologias de avaliação são utilizadas em investimentos de capital de risco, porém as mais comumente adotadas envolvem:

- Avaliação por múltiplos de empresas comparáveis - pela qual se estima o valor da empresa com base em múltiplos de receitas, lucros ou fluxos de caixa;
- Análise de cenários múltiplos através do método do fluxo de caixa descontado - pelo qual se estabelece cenários hipotéticos (pessimista, base e otimista), cada qual com sua probabilidade de acontecimento, estima-se o valor da empresa descontando-se os seus fluxos

de caixa futuros em cada um desses cenários, e a avaliação final será a média dos valores estimados para cada um dos cenários, ponderados pelas respectivas probabilidades.

Vale lembrar a dificuldade da fase de avaliação do investimento, devido às informações históricas pouco confiáveis ou até mesmo inexistentes no caso das *start-ups*. Além disso, outros riscos também aparecem nessa fase, tal como, a assimetria das informações entre o investidor e o empreendedor, principalmente em setores com tecnologia avançada.

Além da definição do valor da empresa/percentagem a ser adquirida, outras duas grandes preocupações nesta etapa estão relacionadas aos incentivos aos administradores da empresa e à capacidade do fundo de exercer controle sobre a empresa (especialmente no caso de baixa performance da empresa).

A questão dos incentivos aos administradores objetiva o alinhamento dos interesses dos administradores com o dos acionistas, e os principais mecanismos utilizados são:

- Participação acionária – os principais administradores da empresa muitas vezes possuem uma participação acionária significativa (participações de 20% não são incomuns);
- Planos de *Stock Options* – forma de incentivo muito utilizado, que concede aos funcionários a opção de comprar ações da companhia a um preço geralmente significativamente abaixo do preço de mercado. É amplamente utilizado por empresas de estágio inicial de desenvolvimento, especialmente no setor de tecnologia, e possibilita que a empresa reduza as despesas com remuneração fixa dos empregados, na medida em que os planos oferecem grande potencial de ganho para os empregados no momento do exercício das opções;
- Classes das ações emitidas para os fundos – geralmente os fundos adquirem ações preferenciais conversíveis (*convertible preferred stocks*). Para os fundos, esta classe apresenta duas vantagens principais: reduz o risco do investimento, na medida em que as preferenciais possuem prioridade no recebimento em caso da liquidação da empresa; e incentiva a performance dos administradores, que geralmente possuem ações ordinárias, pois no caso de uma performance fraca da empresa, suas ações possuirão um valor relativo inferior.

- Contratos de gestão – remuneração dos administradores pode incluir cláusulas que penalizem uma má performance. Tais cláusulas podem incluir condições nas quais os administradores podem ser substituídos e cláusulas de recompra que permitam que a empresa recompre as ações detidas por um gestor caso ele seja substituído.

A estrutura gerencial a ser definida entre o fundo e a empresa investida deve possuir um nível de flexibilidade que permita a empresa se desenvolver livremente. No entanto, a capacidade de exercer controle sobre a empresa é fundamental para a proteção do investimento do fundo, especialmente em situações onde a empresa passe por dificuldades.

Os principais mecanismos pelos quais os fundos garantem certos níveis de controle incluem:

- Representação no Conselho de Administração – o fundo de capital de risco deseja possuir influência estratégica na empresa, mas geralmente sem assumir responsabilidades de execução nas operações do dia-a-dia da empresa. Isto é atingido através de uma presença/assento no Conselho de Administração da empresa. Em alguns casos, como nas empresas investidas por fundos de *Buy-out*, a maioria dos assentos no Conselho é ocupada por representantes indicados pelos fundos. Mesmo na posição de acionistas minoritários, um fundo possui geralmente pelo menos um assento no Conselho, sendo capaz de participar ativamente da administração da empresa;
- Alocação de direitos de votos – muitas vezes o direito a voto nas empresas investidas independe do tipo de ação adquirida pelo fundo, ou seja, as ações adquiridas pelo fundo, mesmo sendo preferenciais, podem possuir o direito a voto;
- Controle no acesso a financiamentos adicionais – a capacidade do fundo de atrair novos investidores financeiros para a empresa representa uma influência relevante que o fundo pode exercer sobre a empresa. Caso o fundo não esteja disposto a liderar uma nova rodada de captação de recursos financeiros para a empresa, é pouco provável que outro fundo o faça;

- Outros mecanismos – incluem *covenants* que atribuem ao fundo o direito a inspecionar as instalações da empresa, seus livros contábeis, e relatórios operacionais. Outros *covenants* estabelecem que a empresa fica impedida de emitir ações ou outros valores mobiliários, se fundir ou ser vendida, ou até mesmo de assinar grandes contratos sem o consentimento prévio do fundo.

O processo de documentação jurídica nesta etapa é iniciado com a preparação de um “*term sheet*”, um memorando que resume os objetivos desejados por cada uma das partes envolvidas. Outros documentos preparados em seguida incluem o Contrato Social (*Certificate of Incorporation*), Acordo de Acionistas da empresa, o Acordo de Compra e Venda das Ações e o Plano de *Stock-Options* preparado para incentivo aos funcionários.

#### 2.4.4 Gerência do Portfólio

A principal característica que distingue o capital de risco de outros tipos de investimento é a atuação ativa do fundo na administração da empresa investida, pois, após realizada a operação, os fundos de capital de risco não se limitam a apenas acompanhar o desempenho financeiro das empresas de seus portfólios, mas também fornecer uma série de serviços de assessoria estratégica, operacional e financeira às empresas investidas.

O objetivo final do fundo na empresa é a criação de valor para o negócio. Neste sentido, os fundos buscarão melhorias tanto a nível financeiro quanto a nível operacional. Sua participação também é de grande importância para a obtenção de financiamentos adicionais devido a credibilidade dada a instituição, para a indicação de administradores, desenvolvimento de uma estratégia competitiva a longo prazo, dentre outras contribuições. Normalmente as empresas investidas têm pequeno e médio porte com uma administração familiar ou não-profissional, o que proporciona grandes oportunidades para melhorias.

O grau de envolvimento dos fundos na gestão das empresas investidas varia de acordo com o tipo do investimento. O envolvimento é mais intenso nas empresas em estágio inicial de desenvolvimento (onde a qualidade da gerência da empresa é vista como peça-chave para o desenvolvimento e sucesso da empresa) e em certos casos onde a melhoria da gerência é uma das causas principais do investimento. Nestes dois casos, os investidores possuem um grande nível de envolvimento no processo decisório da empresa.

Este processo de monitoramento é bastante intensivo, e geralmente o fundo designa um de seus gestores que possua um conhecimento do setor para acompanhar a empresa diariamente e realizar visitas regulares.

#### 2.4.5 Saídas para o Investimento

Em geral, os fundos de capital de risco necessitam dar liquidez a seus investimentos através de um dos cinco mecanismos de saída conhecidos. É importante que se tenha em mente que os objetivos dos fundos diferem dos objetivos dos empreendedores e que diversos tipos de saída trazem benefícios diferentes para cada parte. Os fundos geralmente executam as saídas dos investimentos em uma das cinco formas mencionadas em Gladstone (1998) e Macintosh (1996).

##### 2.4.5.1 Venda Estratégica (TRADE-SALE)

Nesse mecanismo de saída a totalidade das ações detidas pelo fundo de capital de risco são oferecidas a um comprador, que em geral é uma empresa de maior porte com atividade semelhante ou complementar àquela desenvolvida pelo empreendimento. Este comprador busca atingir objetivos estratégicos através de uma integração vertical ou horizontal, ganhando sinergia e adquirindo a totalidade do controle acionário. Eventualmente, empresas multinacionais podem iniciar atividades em um outro país através da aquisição de empresas de carteira de fundos de capital de risco.

Como forma de pagamento o comprador pode oferecer dinheiro (*cash*), ações de sua empresa, outros ativos, ou ainda, combinações destes meios de pagamento. Aquisições estratégicas geralmente envolvem a fusão de duas empresas que já se relacionavam contratualmente, como no caso de fornecimento de insumos ou licenciamento de uma tecnologia em particular. O *trade-sale* é um mecanismo de saída universal, enquanto outros mecanismos dependem de características específicas do empreendimento. No Brasil, esse é o meio de saída mais usual.

#### 2.4.5.2 Introdução em Bolsa de Valores (IPO)

A saída ocorre pela venda de ações no mercado de capitais, geralmente se utilizam listagens especiais como a NASDAQ nos EUA, NASDAQ-Europe na Bélgica, Neuer Market na Alemanha, Nouveau Marche na França ou Novo Mercado no Brasil. Estas listagens diferenciadas são atrativas, pois exigem níveis elevados de governança corporativa e respeito a investidores minoritários que desejam investir recursos em empresas de alto crescimento e alto risco.

Pode ser considerada a forma ideal para obtenção de liquidez, pois não somente dá o melhor retorno para o capitalista, como também propicia à empresa acesso a recursos adicionais.

Schertler (2002a) ressalta que os mercados líquidos de ações para participações de empresas com rápido crescimento afetam a atividade de capital de risco de três formas:

- a) permitem aos capitalistas de risco e aos empreendedores terem contratos implícitos sobre o controle, o que aumenta a demanda por capital de risco;
- b) os capitalistas de risco podem construir suas reputações como financiadores bem-sucedidos de empresas de alta tecnologia utilizando os mercados de ação como canal de saída para suas participações; e
- c) mercados líquidos de ação podem ter um impacto positivo no número de indivíduos que têm experiência em dar suporte a empresas jovens de alta tecnologia.

Para que se possa ser realizado um IPO é necessário que diversos fatores ambientais estejam alinhados no que se chama de janela de oportunidade. Quanto ao tamanho crítico para realização do IPO, pesquisas constataram que empreendimentos com maior valor tem probabilidades maiores de serem introduzidos em bolsa de valores. Empresas com maior valor também são aquelas com maior lucratividade ou potencial de atingir um nível elevado de lucratividade. Há elevados custos fixos para introdução e manutenção de empresas em mercados de ações. Entre os custos de IPO estão: comissão para o banco de investimento, pagamento de advogados e contadores. Pagamento de comissão para o *underwriter* e *underpricing* para atrair investidores. Somando tudo, os custos do IPO podem exceder 25% do capital obtido com a emissão primária. Entre os custos de manutenção em bolsa de valores

estão: divulgação periódica de informação, confecção e publicação de balanços anuais, realização de assembléia de acionistas, possibilidade de utilização de informações públicas pelos concorrentes e custos relativos à pressão por parte dos acionistas.

#### 2.4.5.3 *Venda para outro Investidor (SECONDARY SALE)*

O fundo de capital de risco vende suas ações a um terceiro investidor, em geral outro fundo de capital de risco. Existem muitas razões para se efetuar a saída através deste mecanismo dentre as quais: fundos tem prazos de aproximadamente 10 anos. Ao final, os gestores devem retornar os recursos para seus cotistas. Para isso, um outro fundo de capital de risco assume o investimento que seu par não poderia manter. O negócio também pode ter atingido uma determinada fase de desenvolvimento na qual o fundo de *venture capital* já não agrega tanto valor e o empreendimento é vendido para um fundo de *private equity*.

#### 2.4.5.4 *Recompra pelo Empreendedor (BUYBACK)*

Nesse mecanismo o empreendedor, a empresa ou os gestores da empresa recompram a participação detida pelo fundo de capital de risco. Esta forma de transação transforma o investimento feito inicialmente em uma dívida de renda fixa, pois os empreendedores terão que recomprar as detidas pelo fundo de capital de risco corrigida por uma taxa pré-estabelecida em uma *put* contra o antigo controlador.

#### 2.4.5.5 *Liquidação (WRITE-OFF)*

Esta é a última alternativa que um fundo de capital de risco deseja utilizar, pois a liquidação significa insucesso do investimento em questão em termos de geração de retornos. A empresa é desconstituída e todos os ativos são liquidados e divididos entre os acionistas e credores.

### **3 A INDÚSTRIA BRASILEIRA DE CAPITAL DE RISCO**

#### **3.1 INTRODUÇÃO**

Nos últimos 2 anos o mercado de capitais brasileiro viu um grande incremento nas suas atividades, com os preços atingindo novos recordes e com as empresas de capital de risco conseguindo a saída de seus investimentos via oferta pública.

Os índices de preços das ações bateram recordes sucessivos e o valor de mercado das companhias negociadas na Bovespa, que era de R\$ 677 bilhões em 2003, fechou 2006 com R\$ 1,54 trilhão, elevando a participação da bolsa no Produto Interno Bruto (PIB) para 73%.

Na Bovespa, ocorreu um novo recorde de ofertas públicas iniciais (IPO em inglês) em 2006, com o ingresso de 26 novas companhias na bolsa (20 listadas no Novo Mercado; 4 no Nível 2; e 2 em BDRs), que atingiram cerca de R\$ 15,2 bilhões nas emissões (de um total de R\$ 30,5 bilhões emitidos). Em 2004 foram 7 IPO's, com volume de R\$ 4,5 bilhões (de um total de R\$ 8,8 bilhões emitidos) e, em 2005, ocorreram 9 IPO's, com volume de R\$ 5,4 bilhões (de um total de R\$ 13,9 bilhões colocados). Esse aumento no volume não é surpreendente, mas o ponto a ser destacado é a natureza das empresas que estão abrindo o seu capital: na sua maioria são empresas novas que apresentaram crescimento rápido, ao invés das grandes estatais que foram privatizadas no início da década de 90. Esse aumento no número de IPO's beneficiou muitos fundos de capital de risco, mas vale destacar a contribuição deles para que isso ocorresse também.

A injeção de capital dos fundos de capital de risco nas empresas brasileiras tem movimentado os processos de abertura de capital e ajudado a capitalizar novos setores. Das 26 Ofertas Públicas Iniciais (IPO's) realizadas neste ano na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), nove tiveram a participação de fundos. Esse número representa mais do que o

dobro do ano passado, quando foram realizados nove IPO's, sendo apenas três advindos de fundos.

Entre as novatas do mercado estão companhias como a Vivax, Gafisa, Tovs, Equatorial, Abnote, CSU, Lupatech e Odontoprev, que juntas captaram cerca de R\$ 4,184 bilhões até dezembro deste ano, somando as ofertas primárias e secundárias.

A melhor performance entre os IPO's feitos por fundos foi a Equatorial Energia (*holding* da CEMAR - Companhia Energética do Maranhão), do GP Investimentos e Pactual que apresentou um retorno nominal (*cash-on-cash*) de 32 vezes do capital investido, ou uma taxa interna de retorno em dólares de 481%.

A TIR do investimento varia significativamente de acordo com o ano do investimento inicial. Os investimentos que apresentam pior TIR foram feitos antes da desvalorização do real feita em janeiro de 99, a taxa média destes investimentos está em 23% e pode-se estimar que se não tivesse ocorrido tal desvalorização, essa taxa aumentaria para aproximadamente 38%<sup>1</sup>. As melhores taxas se deram em investimentos realizados nos últimos 4 anos, que se beneficiaram da apreciação do real frente ao dólar desde dezembro de 2002, que apresentam uma taxa média superior a 300% em dólar.

Porém, é bom ressaltar, que independentemente do período em que o investimento foi feito, essas empresas foram um bom investimento para os investidores: os IPO's de 2004, em média, superaram o Ibovespa em 149%; em 2005, superaram em 127% e em 2006 o valor das empresas lançadas por fundos de capital de risco se valorizaram 9% mais do que o total do mercado.

Em uma pesquisa recente feita pelo EMPEA (*Emerging Market Private Equity Association*), os investidores estrangeiros requerem um retorno mínimo em dólar de 17% para os fundos de capital de risco e um prêmio de 8% pelo risco de investir na América Latina. Portanto, o retorno mínimo requerido pelos investidores internacionais, em dólar, para investimentos no Brasil é de 25%.

Como podemos visualizar, virtualmente, todos os investimentos destacados superaram essa meta. Porém, obviamente, esses foram os casos de sucesso dos fundos de capital de risco e não temos dados dos investimentos que não tiveram esse retorno esperado. Entretanto a questão relevante é: Quais os retornos futuros que o mercado brasileiro pode oferecer para esses investidores de capital de risco?

---

<sup>1</sup> Considerando uma taxa de câmbio média entre 1997-1998 de R\$ 1,12/US\$ e uma taxa de câmbio média entre 2004-2006 de R\$ 2,61/US\$, essa desvalorização reduz os retornos em aproximadamente 15% ao ano.

Porém, um ponto importante para ser estudado é saber se o crescimento do mercado de capitais do Brasil é sustentável ou não e quais os impactos disso no mercado de capital de risco brasileiro.

Para isso tentaremos responder algumas perguntas determinantes:

- O que explica o recente crescimento dos preços dos ativos brasileiros?
- Os ativos brasileiros estão superavaliados, subavaliados?
- No futuro como se comportarão os preços e a atividade de abertura de capital?
- Quais serão os impactos nos ciclos da indústria de capital de risco: captação, investimento, monitoramento e saída?
- Como irá evoluir a indústria de capital de risco nos próximos 10 anos em termos de entrada de capital, estrutura da indústria, setores mais atrativos, gerenciamento de riscos e retornos?

### 3.2 MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

*O que vem fazendo com que o mercado de capitais brasileiro venha crescendo, assim como os preços dos ativos?*

Uma pesquisa feita recentemente pelo EMPEA com investidores ligados a fundos de pensão e bancos de investimentos listou os principais pontos para o crescimento do mercado de capitais brasileiro.

A principal resposta foi a liquidez global seguida das políticas macroeconômicas e do desenvolvimento institucional brasileiro. Outro ponto fundamental levantado foi a boa performance das companhias brasileiras e o aumento do preço das *commodities*.

Uma forma numérica de analisar esses tópicos é através dos múltiplos P/L (P/E), usados pela Morgan Stanley Capital Index (“MSCI”), que é usado como padrão para uma comparação global de ativos.

Nos últimos 5 anos esses múltiplos se mantiveram praticamente constantes. Isso demonstra que a razão para o aumento da avaliação dos ativos brasileiros é o aumento dos ganhos das companhias, que é resultado do aumento dos preços das *commodities* e uma melhor performance delas.

Portanto, conclui-se que o aumento dos ganhos das companhias é que vem criando valor adicional. A liquidez global e a melhora do cenário macroeconômico são fatores que ajudaram na realização desse ganho de valor.

Outro ponto importante que extraímos dos múltiplos é que o prêmio requerido pelos investidores para suportar o risco sistemático dos ativos brasileiros se mantém constante nos últimos 5 anos, apesar das prudentes políticas fiscais e monetárias implantadas pelo governo brasileiro. Portanto, os investidores ainda exigem um prêmio alto pelo risco de investir no Brasil, o que significa que a diminuição futura dos riscos do Brasil ainda não está precificada.

Portanto, chega-se a mais uma pergunta-chave para as nossas conclusões: *Os ativos brasileiros estão super ou subavaliados?*

Pode-se comparar o múltiplo projetado MSCI brasileiro com o que nos diz a teoria financeira, de acordo com o modelo CAPM. O múltiplo de ganhos é dado por  $M = 1/(R-G)$ , onde R é o retorno requerido pelo investidor e G é o crescimento dos ganhos de um ativo na perpetuidade.

Para calcular o R é usado o CAPM de forma simples:  $R = R_f + \text{Beta} \times \text{MRP}$  (*Market Risk Premium*). O  $R_f$  é considerado como 5% de acordo com os títulos do governo americano. De acordo com investidores globais, o Prêmio de Risco do Mercado pode ser considerado como 5%. E finalmente, para o cálculo do Beta é usado o retorno em dólar histórico<sup>2</sup> mensal do MSCI Brasil com o MSCI mundial. Com isso, o Beta para o Brasil foi de 2,0<sup>3</sup>.

Para o cálculo do G, pode ser considerado que, no longo prazo, o crescimento de ganhos das empresas vai ser igual ao crescimento do PIB nacional.

---

<sup>2</sup> Período usado para a estimativa do Beta: Janeiro-2001 – Abril-2006.

<sup>3</sup> Componentes da estimativa do Beta: Volatilidade anual do mercado de capitais brasileiro: 37,2%; Volatilidade anual do mercado de capitais global: 14,2%; Correlação entre os mercados: 0,76; Beta = ((Vol. Brasil) / (Vol. global)) x Correlação.

Quadro 1 – Índices P/L comparativos

	Teórico				Indicadores		Comparação	
	Beta	Retorno Esperado (R)	Crescimento Esperado (G)	P/L Teórico	P/L (MSCI)	P/L (Principal Índice*)	MSCI x Teórico	Índice x Teórico
Brasil	2,0	15,0%	3,7%	8,9x	8,9x	9,6x	0,0%	8,0%
China	1,3	11,4%	5,7%	17,7x	12,9x	19,5x	-27,0%	10,0%
México	1,2	10,8%	3,2%	13,1x	14,7x	14,8x	12,0%	13,0%
Rússia	1,1	10,5%	3,7%	14,8x	10,9x	15,8x	-26,0%	7,0%
Argentina	1,1	10,4%	3,7%	14,9x	15,8x	NA	6,0%	NA
Índia	1,0	10,1%	5,4%	21,5x	18,9x	20,7x	-12,0%	-4,0%
Chile	1,0	10,1%	4,5%	18,0x	16,2x	23,9x	-10,0%	33,0%
EUA	1,0	9,8%	3,0%	14,7x	15,2x	15,4x	4,0%	5,0%

\* Brasil – Ibovespa; China – SHSZ; México – Mexbol; Rússia – RTS; Argentina – Merval; Índia – Sensex; Chile – IPSA; EUA – S&P 500.

Fonte: Bloomberg (junho 2006).

Primeiramente, podemos observar que o Brasil apresenta o maior Beta dos países analisados e, logo, o menor múltiplo. O Beta mede simplesmente o quão voláteis são os preços dos ativos e o quão correlatos eles são com o mercado global. O Beta brasileiro é alto porque o mercado brasileiro é muito volátil, fato esse que resulta em um alto risco sistemático para o país.

Nota-se também que o modelo usado, apesar de simples, traz resultados que podem ser comparados com a realidade. Para muitos países, a diferença entre o resultado do modelo e o múltiplo MSCI fica dentro de um intervalo aceitável de 12%. Resultados para o Brasil e para os EUA são bem parecidos com a realidade.

Para China e Rússia, o modelo traz grandes discrepâncias, indicando possivelmente que o mercado está subavaliado. Porém, quando se compara com o índice local, repara-se que a discrepância diminui ou até mesmo se inverte, mostrando uma superavaliação. Esses índices locais são muito influenciados pela liquidez enquanto o MSCI é puramente influenciado pelo valor de mercado. Isso sugere que o baixo múltiplo gerado pelo MSCI é gerado pela baixa liquidez de alguns ativos que compreendem o MSCI.

No caso específico do Brasil nota-se que o resultado apresentado é igual ao múltiplo MSCI. Porém, ainda não podemos tirar conclusões sobre o nível de preço dos ativos brasileiros. Nessa análise, são usados Betas históricos, e como é sabido, dados históricos não são fontes para prever o futuro. Porém, de acordo com o cenário macroeconômico

apresentado ultimamente no Brasil, é esperado um declínio no risco sistemático brasileiro e, conseqüentemente, um declínio do Beta.

Se acreditarmos que o risco sistemático brasileiro venha a se reduzir, esperaremos uma menor volatilidade futura e, conseqüentemente, um aumento significativo nos múltiplos. Portanto, podemos assumir que o mercado de capitais brasileiro está levemente subavaliado.

### 3.2.1 Visão futura dos Preços

Nessa seção tentaremos responder mais um questionamento e começaremos a traçar alguns cenários para o futuro próximo do mercado de capitais brasileiro. Afinal, *como se comportarão os preços e a atividade de abertura de capital?*

Para o a comunidade financeira os múltiplos atuais ainda não estão refletindo uma queda nos riscos sistemáticos do Brasil.

E o aumento dos múltiplos pode ainda ser potencializado pela continuidade do crescimento da economia global que manterá altos os preços das *commodities* e pelo crescimento interno, que pode aumentar, se as taxas de juros reais internas realmente continuarem caindo.

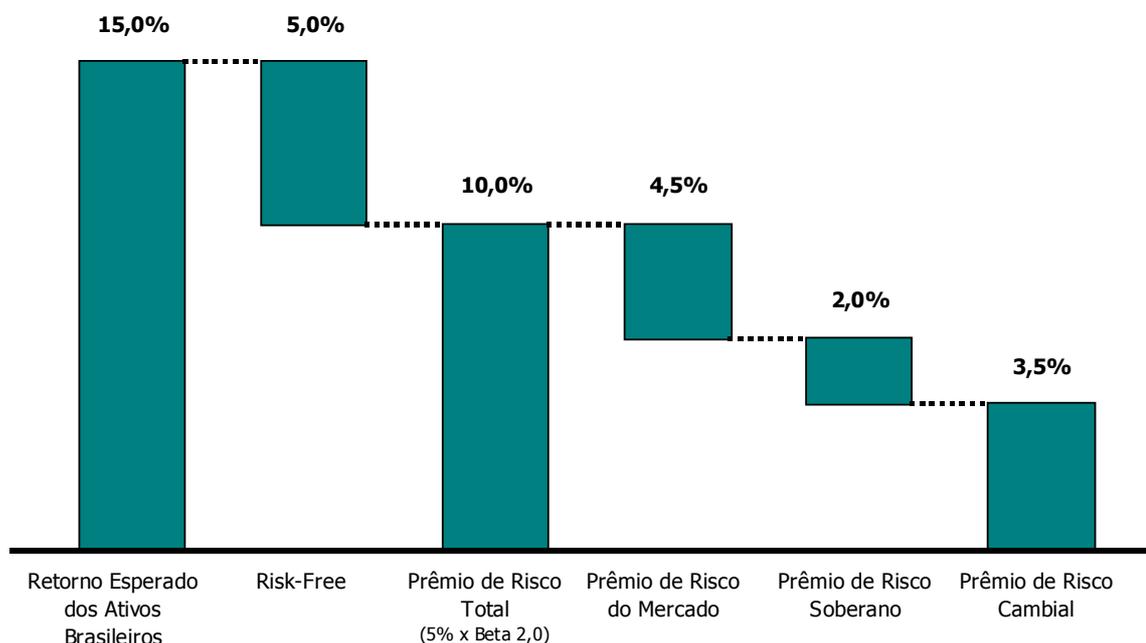
Segundo a EIU (*Economist Intelligence Unit's*) em seu estudo “*Foresight 2020 – Economic, industry and corporate trends*”, as projeções de crescimento mundial são de 3,1% a.a. no período de 2006-2010. Para o Brasil, nesse período, a projeção é de 3,8% a.a., o que é bastante otimista se compararmos com o passado recente em que a taxa de crescimento foi de 1,1% a.a. na década de 90 e de 2,5% a.a. no período de 2000-2005. Porém, o Brasil ainda não começou a fazer os investimentos em infra-estrutura necessários para destravar o crescimento e deve fechar o ano de 2006 com uma taxa de crescimento do PIB de apenas 2,7%.

Porém, o questionamento que se faz no mercado é de **quando** o mercado vai refletir a diminuição do risco sistemático brasileiro, exigindo assim, um prêmio de risco menor do Brasil e com isso um incremento nos múltiplos.

Para tentar responder essa pergunta é preciso dizer o que significa o risco sistemático brasileiro. Até agora se usou o conceito do Beta para quantificar o prêmio de risco sistemático dos ativos brasileiros, porém agora vamos tentar abrir esse número para entendê-lo melhor.

O prêmio de risco total calculado (considerando Beta = 2,0), leva em consideração três principais fatores de risco: mercado, soberano e câmbio.

Gráfico 3 – Quebra do Retorno Esperado pelos ativos brasileiros



Fonte: Bloomberg; Damodaran.

Segue abaixo o cálculo de cada fator em separado:

O prêmio de risco do mercado (*Market Risk Premium* - MRP) mede a extensão que cada mudança na economia global afeta os ativos brasileiros. Para se calcular o risco de mercado, assumimos que cada indústria representada no Ibovespa tem o mesmo Beta desalavancado da indústria correspondente nos EUA. É bom atentar que os Betas nos EUA representam apenas o risco de mercado, pois os EUA não apresentam risco soberano, nem de câmbio. Ponderando os Betas médios americanos pelo peso de todas as indústrias listadas no Ibovespa e ajustando por uma taxa *debt-to-value* de 30%, achou-se um Beta para o Ibovespa de 0,9, o que implica em prêmio de risco de 4,5%, assumindo um MRP de 5,0%.

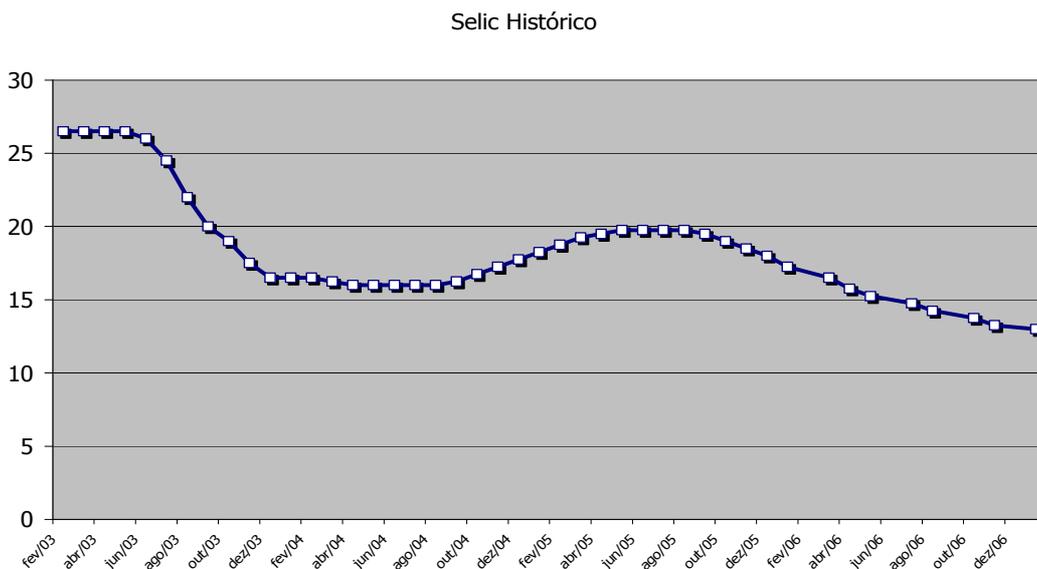
Não existe uma razão clara para o MRP vá cair significativamente em futuro próximo. Pode-se levar em conta que com os IPO's de novas companhias, o mercado vá se tornando cada vez mais diversificado e que o mercado brasileiro vá se tornando cada vez mais parecido com o americano, fazendo com que o Beta se aproxime de 1,0. Isso mostra que o MRP se situará em uma faixa entre 4,5% - 5,0%.

O risco soberano reflete o risco de default da dívida do governo brasileiro. No mercado, esse risco é chamado de Risco Institucional Brasileiro, ou Risco-Brasil medido pelo

EMBI do JP Morgan. Nas projeções, espera-se a continuação da tendência de queda devido aos ajustes fiscais e macroeconômicos realizados pelo Brasil. O fechamento do ano de 2006 já apresentou um recorde histórico, fechando em 196 pontos base.

Finalmente, o prêmio pelo risco cambial reflete a depreciação esperada do real frente ao dólar (que no longo prazo, tende a ser igual à diferença das inflações esperadas do Brasil e dos EUA) acrescido de um prêmio de risco pela incerteza destas expectativas.

Ao contrário do risco soberano, que vem decaindo nos últimos anos, ainda não está claro que o risco cambial vá diminuir em um curto espaço de tempo. A diferença entre as inflações brasileira e americana vem se movendo na faixa de 2,0% - 4,0% desde o final de 2004 e a tendência é que diminua em um futuro próximo, porém a incerteza quanto à inflação brasileira ainda é muita alta. A melhor indicação para isso é a taxa real de juros praticada no Brasil, que hoje é a maior do mundo, que é usada como arma para segurar a inflação.



De qualquer forma, a taxa de juros do Brasil vem caindo gradativamente, o que significa que o risco cambial pode cair em um futuro próximo, porém os analistas de mercado só vão reduzir o risco cambial se a redução das taxas de juros for acompanhada de uma consistente queda na inflação, o que vai confirmar o declínio da incerteza acerca do Brasil.

Enfim, uma redução de 2,0% no prêmio de risco total significa um Beta para o Brasil de 1,6, o que ainda é alto se comparado aos outros países demonstrados anteriormente, e levaria o múltiplo P/L para 10,8x, um incremento de 20% em relação ao nível de preços atual. Porém, é sempre bom lembrar da existência de riscos, tais como, o risco político que vem

afetando a América do Sul e também o risco estrutural, devido ao baixo nível de investimentos em infra-estrutura.

Além do mais, temos que lembrar que o Brasil deve se tornar *Investment Grade* nos próximos anos e isso faria com que o fluxo de investimentos aumentasse consideravelmente visto que muitos fundos de pensão e investidores estrangeiros são proibidos de investir em países sem *Investment Grade*.

### 3.2.2 Visão futura do Mercado de Capitais brasileiro

O mercado de capitais, ao que tudo indica, vai continuar ativo, pois, segundo nossa análise mostrada anteriormente, ele ainda está um pouco subavaliado e a diminuição do risco sistemático brasileiro ainda não foi levado em consideração pelos investidores. Porém, o mais importante é o fato do mercado de capitais brasileiro estar se consolidando como uma fonte alternativa de captação para empresas novas e com forte potencial de crescimento, além de ser uma saída muito vantajosa para investidores de capital de risco.

Conforme já destacado, as chaves para o crescimento do mercado de capitais são a liquidez global, as políticas macroeconômicas implantadas pelo governo brasileiro e as boas performances das empresas brasileiras. Porém, é bom destacar o desenvolvimento da estrutura legal que vem servindo de base para a consolidação do mercado. Uma das principais medidas tomadas foi a criação do Novo Mercado, em 2000, pela Bovespa, uma espécie de submercado reservado para empresas que apresentam níveis elevados de governança corporativa de acordo com as regras requeridas pela CVM.

O Novo Mercado vem sendo a escolha preferida pelos fundos de capital de risco para as aberturas de capital feitas nos últimos 4 anos. Essas mudanças na regulação fizeram com que o mercado de capitais brasileiro ficasse mais parecido com o mercado de capitais americano, uma solicitação antiga dos investidores estrangeiros.

Portanto, o cenário é positivo para o crescimento e o desenvolvimento do mercado de capitais nacional, porém é sempre bom destacar alguns riscos que podem retardar esse desenvolvimento, tais como: uma recessão global, a queda do preço das *commodities*, além da falta de investimentos em infra-estrutura.

Enfim, o cenário está muito favorável ao mercado de capitais e a abertura de capital de novas empresas e isso está trazendo uma nova perspectiva para a indústria de capital de risco brasileira.

### 3.3 INDÚSTRIA BRASILEIRA DE CAPITAL DE RISCO

#### 3.3.1 Histórico

A indústria brasileira de capital de risco ainda é considerada pequena e está, apenas agora, completando o seu primeiro grande ciclo de investimentos, que começou na segunda metade da década de 90.

Os primeiros grandes investimentos de capital de risco se deram após a mudança do regime cambial brasileiro em 1999 e a conseqüente desvalorização do Real (o Real subiu de R\$ 1,2/US\$ no fim de 1998 para mais de R\$ 2,0/US\$ em fevereiro de 2001).

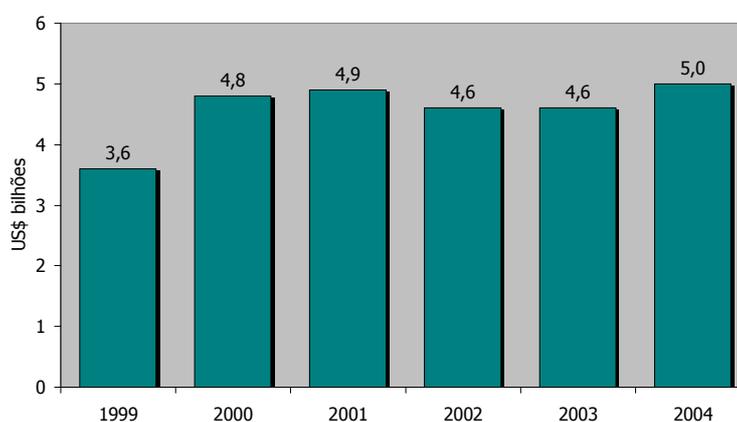
O primeiro fundo brasileiro de capital de risco, Brasilpar, foi criado em 1975. Vinte anos depois, apenas 10 fundos operavam no país. Porém, com a implementação do Plano Real em 1994, muitos novos investidores entraram nesse mercado e hoje existem 70 fundos de capital de risco operando no Brasil, sendo a sua grande maioria composta por fundos de pequeno porte.

Em dezembro de 2004, os fundos de investimento em capital de risco existentes no Brasil possuíam 306 empresas distintas em seus portfólios (ou simplesmente 306 investidas).

Porém, analisando os retornos futuros e outros pontos visualizados pela indústria de capital de risco brasileira, nota-se que essa indústria ainda é embrionária se comparada com o resto do mundo.

Juntos, os 70 fundos brasileiros, tem aproximadamente US\$ 5,0 bilhões de capital comprometido, apenas metade do que foi captado pelo último fundo criado pela Blackstone.

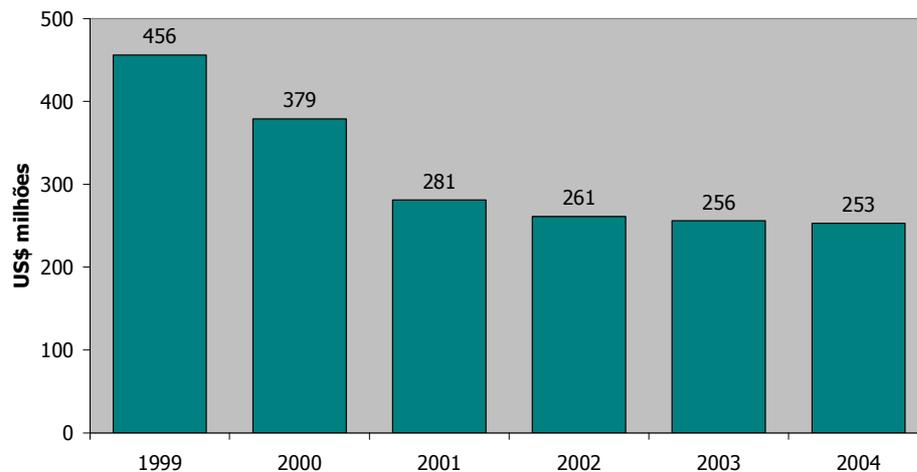
Gráfico 4 – Capital comprometido por fundos de capital de risco



Fonte: ABVCAP

Além do mais, apenas US\$ 253 milhões foram investidos em fundos de capital de risco em 2004, o que representa apenas 0,4% do PIB. Isso significa que a penetração dessa forma de investimento no Brasil é significativamente baixa se comparada a outros países em desenvolvimento, tais como China (1,0%) e Índia (1,3%) e muito distante de países desenvolvidos.

Gráfico 5 – Capital Total investido por fundos de PE/VC



Fonte: ABVCAP

### 3.3.2 Distribuição Geográfica

A distribuição geográfica dessas empresas, como era de se esperar, apresenta a região Sudeste com a maior parte das empresas do portfólio com 195 empresas (64,2% do total de empresas). Em seguida vêm as regiões Sul com 83 empresas (27,4% do total), Nordeste com 16 empresas (5,2%) e Centro-Oeste com nove empresas (2,9%). Apenas um investimento (menos de 1%) localiza-se na região Norte.

Quadro 2 – Distribuição geográfica das empresas investidas

<b>Região</b>	<b>Nº de Empresas</b>	<b>%</b>
Sudeste	195	64,2
Sul	83	27,4
Nordeste	16	5,2
Centro-Oeste	9	2,9
Norte	1	0,3
<b>Total</b>	<b>306</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Censo Brasileiro da Indústria de *Private Equity e Venture Capital*

### 3.3.3 Setores da Economia

A carteira de empresas encontra-se distribuída em uma grande variedade de setores da economia. À semelhança do que ocorre em outros países, os setores tecnológicos representam a maior parte do portfólio: eletrônica e informática (30% do número total de empresas), telecomunicações (9,2%), biotecnologia (3,3%), medicina e estética (2,6%), etc.

No entanto, também há investimentos em setores menos intensivos em tecnologia: indústrias diversas (13,4%), varejo (6,9%), alimentos, bebidas e fumo (4%), entretenimento e turismo (2,9%), transportes (3,6%), têxteis (2,3%), construção civil e imóveis (3%), entre outros.

Pode-se notar que, mesmo nos setores tradicionais, parte das empresas que recebem aporte de capital de risco costumam ser intensivas em inovação: em indústrias diversas existe o exemplo uma empresa de distribuição de materiais de manutenção; em varejo, pode-se citar as empresas de venda pela Internet; em alimentos, franquias de alimentação. No setor de transportes, o caso da GOL exemplifica a inovação no modelo de negócios do setor de transporte aéreo de passageiros. No entanto, alguns investimentos estão em setores tradicionais e não necessariamente apresentam grandes inovações, tais como: parques temáticos, vestuário, supermercados, distribuição de petróleo, livrarias, distribuição de energia elétrica etc.

### 3.3.4 Estágio de Investimento

A tabela abaixo mostra a etapa do desenvolvimento na qual a empresa recebeu o primeiro aporte de capital de risco. Dois terços do portfólio agregado receberam aporte de capital típico de *venture capital* (204 das 306 empresas em portfólio). Destas, 36 empresas (11,8%) receberam o primeiro aporte na forma de capital semente (*seed capital*), 72 (23,5%) receberam-no durante a fase de estruturação inicial do negócio (*start-up*) e 96 (31,4%) no estágio de expansão. O baixo número de empresas que receberam aporte na fase de capital semente mostra que, apesar de já haver alguma capacitação nessa modalidade de investimentos, ainda há muito espaço para ganhos relacionados à extensão de financiamento a empresas em sua fase inicial. Isto se torna mais evidente quando se considera que, de fato, inexistiam veículos de investimentos exclusivamente dedicados a empresas neste estágio do desenvolvimento empresarial. São 102 (33,3%) os investimentos típicos de *private equity*. Destes, 42 (13,7%) ocorreram quando a empresa já estava em estágio avançado do desenvolvimento (*late stage*). Outras fases da maturidade empresarial, tais como financiamento de aquisições, pré-emissão, recuperação industrial, mezanino e tomada de controle pelos administradores, representam parcela inferior a 10% do número de investimentos. Finalmente, os PIPEs (empresas que receberam o primeiro aporte quando já tinham seus papéis negociados no mercado acionário) somam 43 empresas (14,1%).

Quadro 3 – Estágio de investimento das empresas investidas

<b>Estágio</b>	<b>Nº de Empresas</b>	<b>%</b>
<b><i>Venture Capital</i></b>	<b>204</b>	<b>66,7</b>
Capital semente ( <i>Seed capital</i> )	36	11,8
Estruturação inicial ( <i>Start-Up</i> )	72	23,5
Expansão ( <i>Expansion</i> )	96	31,4
<b><i>Private Equity</i></b>	<b>102</b>	<b>33,3</b>
Estágio avançado ( <i>Late stage</i> )	42	13,7
Financiamento para aquisição ( <i>Acquisition finance</i> )	5	1,6
Tomada de controle p/ executivos ( <i>Management buyout</i> )	3	1,0
Capital pré-emissão ( <i>Bridge finance</i> )	1	0,3
Recuperação empresarial ( <i>Turnaround</i> )	6	2,0
Mezanino	2	0,6
PIPEs	43	14,1

Fonte: Censo Brasileiro da Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*

### 3.3.5 Critérios de Investimento

Normalmente, a tese que embasa o investimento fundamenta-se na criação de negócios que venham a suprir necessidades do mercado ou no desenvolvimento de negócios já existentes. No entanto, outras estratégias também podem ser utilizadas. Por exemplo, pode-se antever a consolidação das operações de empresas independentes com atividades semelhantes ou complementares, com objetivo de explorar ganhos de escala em indústrias fragmentadas, de escopo ou de eficiência organizacional. Em casos de privatização ou de sucessão familiar, a aposta está no crescimento resultante da melhora na gestão, aumento da capacidade de investimento e conseqüente ganho de produtividade.

Os PIPEs geralmente realizam investimento em: 1) empresas com pequena capitalização bursátil, que estejam momentaneamente subavaliadas pelo mercado (*small caps*, *value stocks* e *growth stocks*) ou 2) empresas para as quais a melhora da governança corporativa (respeito a direitos de acionistas minoritários e melhoria da relação com investidores) e conseqüente ganho de produtividade, mesmo que sem a aquisição do controle, justifica o investimento. Em determinadas ocasiões, o negócio pode originar-se de grupos empresariais interessados em se desfazer de uma filial, subsidiária ou departamento (*spin-off*). Após o *spin-off*, a nova empresa deixa de ser fornecedora exclusiva da empresa à qual pertencia e pode iniciar a prospecção de outros clientes.

Quadro 4 – Critérios de investimento das empresas investidas

<b>Teses de Investimento</b>	<b>Nº de Empresas</b>	<b>%</b>
Criação e/ou desenvolvimento de um negócio	214	69,9
Consolidação industrial	15	4,9
Privatização	11	3,6
Small caps, growth stocks e value stocks	40	13,0
Spin-off de grupos empresariais	10	3,3
Melhorias na governança de empresa listada	3	1,0
Sucessão familiar	6	2,0
Reestruturação	4	1,3
Outros	3	1,0

Fonte: Censo Brasileiro da Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*.

A tabela anterior mostra as teses de investimento que nortearam os negócios realizados nas 306 empresas do portfólio. Para 214 empresas, ou cerca de dois terços da amostra, o critério foi o desenvolvimento de um negócio novo ou existente.

A segunda tese mais freqüente foi de investimentos em *small caps*, *value stocks* e *growth stocks*, utilizada em 40 investimentos (13%). A tese de consolidação industrial norteara o investimento em 15 empresas (4,9%). Privatização e sucessão familiar nortearam respectivamente 11 (3,6%) e seis (2%) investimentos. Os *spin-offs* constituíram 10 investimentos (3,3%).

### 3.3.6 Formas de Saída

Finalmente, é mostrado o retrospecto de saídas de negócios realizadas pela indústria. É importante notar que o número de negócios é diferente do número de empresas: uma empresa com dois investidores de capital de risco é computada como dois negócios. Os anos de 2001 e 2002 são marcados por um grande número de liquidações (*wright-offs*), muito possivelmente como consequência dos investimentos gerados a partir do grande volume de novos comprometimentos em 2000. O ano de 2004 marca o início do primeiro ciclo de desinvestimentos da indústria brasileira de capital de risco por meio de IPOs e por isso pode ser entendido como o início da maturação da indústria, uma vez que mostra a sua capacidade de realizar um ciclo completo de investimentos, tal como ocorre nos países desenvolvidos.

A Tabela a seguir mostra que as nove saídas de negócios (sete saídas parciais e duas totais) via IPO correspondem a apenas 21,4% do total de 42 saídas de negócios. O mecanismo de venda estratégica (*trade sale*) ainda predomina como forma de saída, correspondendo a 33,5% dos casos no período de 1999 a 2004.

Quadro 5: Formas de saída dos fundos nacionais de *private equity*

Mecanismos de Saída	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Saídas Totais</b>						
IPO	-	-	-	-	-	2
Trade-sale	4	13	8	6	6	15
Secondary-sale	-	16	1	1	4	2
Buyback	3	1	8	3	9	8
Write-off/down	-	3	20	15	3	4
<b>Total</b>	<b>7</b>	<b>33</b>	<b>37</b>	<b>25</b>	<b>22</b>	<b>31</b>
<b>Saídas Parciais</b>						
IPO	-	-	-	-	-	7
Secondary-sale	1	2	4	3	1	2
Buyback/Amortização	-	1	2	2	1	2
<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>11</b>
<b>Total Geral</b>	<b>8</b>	<b>36</b>	<b>43</b>	<b>30</b>	<b>24</b>	<b>42</b>

Fonte: Censo Brasileiro da Indústria de *Private Equity e Venture Capital*.

### 3.3.7 IPO's

A primeira conclusão que podemos chegar quando se analisam as aberturas de capital feitas nos últimos anos na Bovespa é que os retornos de fundos de capital de risco brasileiros podem ser atrativos. O investimento da AIG na Gol apresentou um retorno nominal de 10,4x em 2 anos. O investimento da GP Investimentos e do Pactual na Equatorial Energia, *holding* da Cemar, está rendendo hoje 32x o capital investido. Esses casos de sucesso têm o potencial de alavancar a indústria e compensar outros investimentos com menores rendimentos.

Outra conclusão é que os retornos dos investimentos mais antigos são menores se comparados aos mais recentes por duas razões: a desvalorização de 1999 e a não-receptividade do mercado de capitais no passado que postergou algumas realizações de lucros.

Porém, os investimentos feitos entre 2003 e 2005, foram muito beneficiados pela valorização do real frente ao dólar (taxa média de R\$ 3,07/US\$ em 2003 para R\$ 2,18 nos primeiros 4 meses de 2006).

No futuro, o risco cambial ainda existe, mas não parece ser uma ameaça devido ao regime cambial flutuante hoje adotado no Brasil. Além disso, o mercado de capitais está se desenvolvendo e está se tornando uma saída cada vez mais atrativa para os investidores.

### 3.3.8 Perspectivas

Portanto, ainda existem boas oportunidades para fundos de capital de risco no Brasil capazes de gerar retornos acima da meta internacional dos fundos de capital de risco que é de 25% em dólar.

Outra conclusão tirada também é de que a grande maioria das empresas que estão abrindo o seu capital saiu de grandes fundos de capital de risco. O GP Investimentos, por exemplo, tem investimentos da ordem de US\$ 1,3 bilhão (os fundos GPCP I e II tem retornos de aproximadamente 23% em dólar). E muitos outros são afiliados de grandes empresas internacionais, tais como, CSFB, AIG, GE Capital, Grat Hill, Equity International, Capital Group e Advent International.

O que ainda não aconteceu de fato no mercado brasileiro é a entrada dos fundos de capital de risco globais tais como: Blackstone, KKR, Apax, Carlyle, entre outros. Por isso, grandes investimentos (mais de US\$ 100 milhões) ainda são raros. Talvez seja essa a razão dos grandes fundos estarem olhando para a região, pois existe essa lacuna ainda não explorada de grandes investimentos que podem resultar em altos retornos.

Portanto, concluímos que existe espaço para o crescimento da indústria de capital de risco brasileira e vamos tentar responder a mais um questionamento: *Quais serão os impactos nos ciclos da indústria de capital de risco: captação, investimento, monitoramento e saída?*

Essa questão pode ser respondida através da pesquisa feita pelo EMPEA (*Emerging Markets Private Equity Association*): “*Survey Of Limited Partner Interest In Emerging Markets Private Equity*”, de abril 2006, realizada com investidores globais e que tira as seguintes conclusões acerca das perspectivas para a indústria de capital de risco nos mercados emergentes.

#### – Captação

Mesmo com o fluxo de capitais mundial maior ultimamente, a tendência em um médio prazo é que a captação para novos fundos continue sendo feita principalmente através dos fundos de pensão locais.

Hoje em dia, fundos de pensão estrangeiros focados em mercados emergentes, estão com a sua atenção voltada para a Ásia. De acordo com essa mesma pesquisa, nos próximos 2-3 anos a China e a Índia devem continuar captando a maioria dos recursos desses

investidores. Se nesse período, a América Latina, e principalmente o Brasil, se mostrar capaz de apresentar um crescimento sustentado e, conseqüentemente, um desenvolvimento da indústria de capital de risco, aí sim essa região poderá vir a ser o alvo de maiores investimentos.

#### – Investimentos

A tendência é que aumente os investimentos de acordo com a maturação do mercado de capitais brasileiro. Os setores do mercado brasileiro mais atrativos, segundo os investidores globais, são as *commodities* agrícolas e o mercado imobiliário, assim como a área de mineração. Como pode ser visto, o mercado brasileiro é visto como um mercado primário (agricultura e minério), além de ter sido percebido por esses investidores que o mercado imobiliário também é um filão ainda pouco explorado.

A infra-estrutura, que é o grande gargalo para o crescimento brasileiro, é também uma grande oportunidade para bons investimentos, desde que o país apresente um arcabouço legal propício a esses investimentos. As PPP's podem ser um marco para a entrada desses recursos.

#### – Monitoramento

Uma das principais formas de monitoramento e geração de valor das empresas do portfólio está no processo efetivo de incentivo aos gestores. Isso vem sendo cada vez mais utilizado para que as empresas atraiam talentos para a sua gestão.

#### – Saída

Cada vez mais os IPO's vem sendo a forma de saída mais requerida pelos fundos de capital de risco, porém os gestores internacionais ainda acham as vendas estratégicas (*trade sales*) a forma de saída preferida no mercado brasileiro. A tendência é que com a maturação do mercado de capitais brasileiro, os IPO's venham a ser a forma preferida de saída, assim como no mercado americano.

A razão de os IPO's não serem ainda a melhor forma de saída no mercado brasileiro é que a maioria dos fundos não são grandes suficientes para suportar uma saída via mercado de capitais. O valor mínimo para uma saída via IPO deve ser de aproximadamente US\$ 85 milhões, devido aos altos custos da operação. Se a oferta representar a saída total do fundo,

com um múltiplo de 4x, acha-se um investimento de aproximadamente US\$ 21 milhões. Supondo, que um fundo faça por volta de 10 investimentos, isso resultaria em um patrimônio de US\$ 210 milhões, valor muito alto para os padrões brasileiros.

### 3.4 CENÁRIOS PARA A INDÚSTRIA BRASILEIRA DE CAPITAL DE RISCO

As projeções são baseadas na combinação de aspectos que se acredita serem os mais prováveis para os próximos anos no Brasil:

- ❑ Queda gradativa dos juros reais para patamares de 5,0% a.a.;
- ❑ Inflação (IPCA) entre 3,5% e 5,0% nos próximos quatro anos;
- ❑ Bom funcionamento do mercado de capitais;
- ❑ Dólar entre R\$ 2 e R\$ 2,50 nos próximos quatro anos;
- ❑ Crescimento do PIB acima de 3,0% a.a.

Acredita-se também que é importante citar que o primeiro grande ciclo de investimentos em capital de risco no Brasil foi caracterizado por um ambiente com juros altíssimos, crescimento econômico medíocre e uma pequena possibilidade de saída via mercado de capitais. Apesar disso tudo, observa-se uma série de casos de sucesso como já demonstrados anteriormente. Contudo, não podemos considerar isso como uma perspectiva de retornos futuros, isso apenas demonstra que o Brasil tem uma série de talentos na gestão de fundos de capital de risco, que podem guiar os investimentos mesmo em difíceis cenários.

Estas são as principais tendências para a indústria que podemos visualizar:

- 1) **Capital:** A entrada de capital para fundos de capital de risco vai crescer significativamente;
- 2) **Estrutura:** os novos entrantes vão reformatar a indústria para uma estrutura de tamanho/retorno;
- 3) **Setores mais atraentes:** *Agribusiness* e Mercado imobiliário são as estrelas, porém existem oportunidades em diversos setores;
- 4) **Retornos:** os principais fundos devem alcançar retornos acima de 25% em dólar;
- 5) **Convergência:** os *hedge funds* de capital de risco globais vão entrar no mercado brasileiro;

- 6) **Risk Management:** derivativos vão permitir que empresas protejam e acentue os seus retornos;
- 7) **Regulamentação e o papel governamental:** a CVM terá papel cada vez mais importante no mercado de capitais brasileiro e a BNDESPAR vai continuar sendo um *player* importante do mercado;

#### 1) Capital: A entrada de capital para fundos de capital de risco vai crescer significativamente

Assumindo a premissa que o capital investido na indústria de capital de risco vai crescer para o nível dos outros países do BRIC, nos próximos 10 anos o setor deverá mais do que dobrar de tamanho, saindo dos atuais US\$ 5 bilhões para algo em torno de US\$ 13 bilhões<sup>4</sup>.

No curto prazo, os recursos para os fundos de capital de risco deverão continuar vindo de investidores institucionais locais. Com a queda da taxa de juros, os investidores vão naturalmente migrar a alocação de seus investimentos para ativos alternativos, tal como o capital de risco, em busca de melhores retornos.

Além do mais, quando o crescimento do PIB brasileiro começar a se equiparar ao dos demais países emergentes, as instituições globais deverão migrar os seus investimentos para o Brasil. De acordo com o mercado, esses investidores devem esperar ainda entre 2 e 3 anos para analisar a migração de investimentos para a América Latina, em especial o Brasil.

Outro ponto para o desenvolvimento da indústria é que recursos para investimentos possam ser captados do público em geral através de ofertas públicas dos próprios fundos. Os primeiros sinais dessa tendência estão começando a surgir tanto no Brasil quanto no exterior. A oferta pública da GP Investimentos de US\$ 300 milhões que foi realizada em junho de 2006 foi considerada um sucesso e, em menos de um ano, os seus BDR's já apresentaram uma valorização superior a 100%. mas que já está formatada apenas na espera de uma boa janela de oportunidade e da KKR de US\$ 5 bilhões no mercado europeu são marcos para se prestar atenção. O sucesso ou o fracasso dessas ofertas vai determinar como os investidores globais vão responder a tal forma de captação no futuro.

---

<sup>4</sup> Assumindo que o capital investido vá alcançar 1,3% do PIB que crescerá 3% ao ano.

- 2) Estrutura: os novos entrantes vão reformatar a indústria para uma estrutura de tamanho/retorno;

O mercado espera duas principais ondas de entradas na indústria:

- 1) Nos próximos 5 anos: novos fundos locais e *hedge funds* globais
- 2) Após 5 anos: grandes empresas globais de capital de risco

Na primeira onda, que já está acontecendo, veremos os gestores de capital de risco, criando novos fundos, que serão subsidiárias de empresas de investimento já estabelecidas. Além disso, muitos profissionais de ramos ligados diretamente ao capital de risco (bancos de investimentos, consultorias, etc) devem tentar iniciar novos fundos atraídos pelas perspectivas profissionais, além da compensação financeira.

Neste mesmo momento, *hedge funds* globais vão entrar inicialmente para suprir a carência de grandes investimentos de capital de risco. Para exemplificar, um grupo de *hedge funds* globais, que inclui Ashmore, D.E. Shaw e Eton Park, está nos acertos finais para adquirir a Prisma, a empresa que representa os ativos da Enron fora dos EUA. A transação avaliada em aproximadamente US\$ 2 bilhões inclui a Elektro no Brasil, o maior ativo da Prisma.

Quanto às grandes empresas de capital de risco globais, como a Apax, Bain Capital, Carlyle, Blackstone, KKR and Warburg Pincus, elas devem demorar de 5 a 10 anos para se estabilizar fortemente no Brasil. Elas vão atuar eventualmente com os seus parceiros locais apenas para compor a sua exposição de risco em mercados emergentes. Esses fundos, hoje em dia, estão muito ocupados com a China e a Índia para alocar seu tempo e seus recursos para começar uma operação no Brasil.

Junto com China, Índia e outros mercados emergentes, o Brasil vai se tornar um alvo atrativo na geografia dos investimentos por causa do seu tamanho, sua vantagem comparativa nas *commodities*, um ambiente legal mais desenvolvido se comparado com China, Índia e Rússia, além de suas boas perspectivas econômicas de longo prazo.

Essas grandes empresas globais podem vir a se juntar com parceiros locais nesses investimentos, mas a tendência é que a maioria deles vá desenvolver sua própria organização no Brasil, para que elas possam estabelecer sua própria cultura e ter total controle sobre as operações. Quanto à mão de obra, é esperado que o início da operação se dê com expatriados, porém, gradualmente, espera-se uma reposição por mão de obra local.

Com esse desenvolvimento do mercado, deveremos observar uma estratificação do mercado de acordo com o tamanho dos investimentos e com a geração de retornos. No primeiro ciclo do capital de risco no Brasil, havia alguma diferenciação em termos de tamanho do investimento, mas devido ao limitado número de participantes, não fazia sentido categorizar o mercado pelo porte dos investimentos. Com o desenvolvimento da indústria, é esperada entrada de mais participantes e com uma diferenciação de portes.

Outro fator importante da entrada destes *players* globais é a transparência que eles devem trazer à indústria. Até hoje, é praticamente impossível comparar retornos de fundos entre os participantes. Porém, o aumento da competição vai gerar uma diferenciação entre os retornos dos fundos, que passarão a ser classificados de acordo com o porte dos investimentos e os retornos alcançados. Essa demanda por transparência, até mesmo do público que vai estar dando *funding* para os fundos via ofertas públicas, é um ponto importante nas perspectivas de longo prazo da indústria.

3) Setores mais atraentes: *Agribusiness* e Mercado imobiliário são as estrelas, porém existem oportunidades em diversos setores.

Pesquisa feita com investidores estrangeiros mostra que as maiores expectativas estão, principalmente, em dois setores: *commodities* agrícolas (incluindo o etanol) e o mercado imobiliário. Logística e bens de consumo estão, também, bem ranqueados entre os investidores, seguidos dos setores de gás e petróleo e de serviços públicos.

É bom lembrar, que os investidores pensam em um futuro próximo e que hoje as oportunidades nesses setores são enormes, mas dependendo do apetite dos investidores esses setores podem se saturar rapidamente.

Acredita-se que o leque de oportunidades no Brasil seja muito amplo. Logística e energia são gargalos para um crescimento econômico sustentado, além do mais, com uma redução gradual das taxas de juros, os gastos do consumidor com bens de consumo (varejo) tende a ser bastante atrativo.

Finalmente, todos os tipos de produtos de consumo no Brasil estão com demanda reprimida. Uma grande parcela da população brasileira não bancarizada está com uma forte demanda reprimida que pode se traduzir em investimentos com alto retorno para quem conseguir desenvolver modelos de negócios voltados para essa parcela da população, tal como o crédito.

4) Retornos: os principais fundos devem alcançar retornos acima de 25% em dólar.

Existem basicamente 4 origens de retorno para um investimento de capital de risco:

- ✓ Crescimento nas receitas;
- ✓ Melhora nas margens;
- ✓ Aumento no múltiplo de avaliação;
- ✓ Alavancagem financeira;

Naturalmente, todos os investidores vão tentar aumentar os seus retornos pelas 4 origens possíveis. Porém, existe uma diferenciação no foco dos investidores: as empresas de capital de risco, principalmente as locais, são mais focadas nas duas primeiras origens de retorno, focando mais no desempenho operacional dos investimentos, enquanto os *hedge funds*, quando entram em investimentos de capital de risco, focam, principalmente, em ativos subavaliados e usam da engenharia financeira para alavancar os seus ganhos.

Devido, principalmente, ao crescimento previsto dos ganhos para alguns setores específicos e com modelos de negócios inovadores, os fundos bem geridos que focam em crescimento e na melhora das margens devem ser capazes de alcançar pelo menos 25% de retorno.

Nos setores descritos acima e considerando que fundos de capital de risco sempre entram com planos de expansão, acredita-se que um crescimento de 15% ao ano é uma expectativa bastante razoável, até mesmo conservadora. Naturalmente, se crescimento e esforços para melhora de eficiência atingirem uma escala ainda maior, os retornos esperados serão maiores também.

Uma expansão dos múltiplos também é esperada, além de alavancagem financeira nos investimentos. Como visto anteriormente, os ativos brasileiros ainda têm um potencial significativo de alta nos seus múltiplos.

Porém, é bom lembrar que os mercados hoje estão aquecidos e as chances de *upside* nas vendas de ativos em relação às compras estão se reduzindo, porém o mercado ainda enxerga oportunidades subavaliadas, porém elas não estão tão expostas quanto no passado.

A engenharia financeira também pode alavancar retornos em alguns investimentos. Em um cenário de constante redução das taxas de juros, nos próximos 10 anos podemos ser testemunhas da criação de um mercado de títulos de *high yield* semelhantes aos que já existem nos EUA e na Europa, que são, hoje, a base para as transações alavancadas de capital de risco.

Entretanto, mesmo antes da aparição deste mercado no Brasil, os fundos globais que hoje já tem acesso a esse mercado internacional de *high yield* poderão se beneficiar disso em algum investimento alavancado aqui no Brasil.

#### 5) Convergência: os *hedge funds* / capital de risco globais vão entrar no mercado brasileiro;

A convergência para uma alternativa global de investimentos parece ser a tendência que irá vigorar daqui para frente.

De acordo com as condições econômicas trabalhadas, principalmente sobre o desenvolvimento do mercado de capitais, oportunidades de investimentos estão surgindo e estão sendo muito atrativas para os investidores. Já é notado que os *hedge funds* estão prestando muita atenção para as oportunidades advindas da indústria de capital de risco e vice-versa.

Porém, existe algo mais nessa união, uma operação integrada entre capital de risco-*hedge fund* tem sinergias que criam valor adicional para o investimento mais do que a simples soma das partes. De fato, ambos os investidores tem vantagens específicas que podem ser divididas.

Os *hedge funds* trazem a tecnologia de administração de portfólio para os investimentos privados (*hedge* de moedas, de *commodities*, etc). Eles também são mais flexíveis para investir com qualquer instrumento possível (*equity*, *debt* ou híbridos; público ou privado). E, principalmente, eles comumente se movem mais rapidamente que muitos fundos de capital de risco devido à sua base mais flexível de *funding*, por não ter períodos de investimentos especificados. Todos esses atributos são muito importantes em um ambiente de alta volatilidade como o brasileiro que ainda é muito influenciado pelo “sentimento” dos investidores.

Do outro lado, as empresas de capital de risco são mais bem equipadas para contribuir com a sua expertise operacional para as empresas do portfólio. Quase sempre apresentam um conhecimento mais profundo do setor onde estão investindo e com isso teriam um melhor monitoramento do investimento. Essa última vantagem também é muita significativa se compararmos fundos locais com fundos globais, que muitas vezes não conhecem a fundo a cultura do negócio em alguns países.

As empresas terão no futuro que escolher entre desenvolver uma nova divisão dentro de casa ou compartilhar as suas atividades. Temos exemplos de empresas brasileiras como o

GP Investimentos e o Pactual que apresentam ambas atividades e estão estudando uma interação cada vez maior entre elas.

6) *Risk Management*: derivativos vão permitir que empresas protejam e acentue os seus retornos.

Derivativos permitem que as empresas fiquem expostas aos riscos em que elas tenham alguma vantagem competitiva. Nesse contexto, os fundos de capital de risco vão poder eliminar a sua exposição aos riscos cambiais, de commodities e de ciclos econômicos. Ao mesmo tempo, eles vão poder ficar expostos aos riscos operacionais das empresas de seu portfólio.

Os gestores de capital de risco devem ser remunerados pelas suas habilidades em achar e operar empresas com grande potencial de crescimento. Se o real sobe ou desce durante o período do investimento, se a economia se expande ou se retrai, o gestor de fundos não deve ser recompensado ou penalizado. Esses são riscos sobre os quais ele não tem controle e que devem ser devidamente hedgeados.

As ferramentas financeiras que permitem essa segregação e a administração desses riscos já existem hoje em dia e a tendência é que elas fiquem cada vez mais acessíveis nos próximos anos. Um país como o Brasil, tão propenso à volatilidade macroeconômica e ao humor dos investidores, é um mercado ideal para se aplicar essas ferramentas.

O uso apropriado dessas ferramentas vai levar os fundos a ficarem expostos apenas aos riscos do próprio negócio.

Acredita-se que o desenvolvimento dessas ferramentas é factível e, ocorrerá rapidamente, para os fundos que se associarem a sofisticados *hedge funds* ou que desenvolvam suas próprias áreas de derivativos internamente. Para certos volumes, é possível que alguns fundos comprem essas ferramentas de bancos de investimentos, porém acredita-se que a utilização de todo o potencial dessas ferramentas só será possível para os fundos que realmente integrem as suas operações de capital de risco e de *hedge fund*.

7) Regulamentação e o papel governamental: a CVM terá papel cada vez mais importante no mercado de capitais brasileiro e a BNDESPAR vai continuar sendo um *player* importante do mercado;

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma autarquia federal criada pela Lei 6.385/76, que regula, disciplina e fiscaliza as bolsas de valores, as companhias abertas, os fundos de investimento e os mercados derivativos que tenham por referência valores mobiliários.

Uma das principais funções da CVM é cuidar para que investidores tenham acesso a informações que confirme a boa qualidade das empresas abertas e dos fundos de investimento. Ou seja, que o mercado seja transparente para o investidor e, o que ainda é mais importante, que todos tenham oportunidade de acesso a informações relevantes de maneira uniforme.

A tendência é que o CVM comece a ter a mesma importância que vem tendo ultimamente a SEC (Securities and Exchange Commission) nos EUA, que passou a ter a sua função considera vital após a criação da Sarbanes-Oxley, lei assinada em 30 de julho de 2002, que foi motivada por escândalos financeiros corporativos, dentre eles o da Enron. Esta lei foi redigida com o objetivo de evitar o esvaziamento dos investimentos financeiros, e fuga dos investidores, causada pela aparente insegurança a respeito da governança adequada das empresas. Seu conteúdo busca garantir a criação de mecanismos de auditoria e segurança confiáveis nas empresas, incluindo ainda regras para a criação de comitês e comissões encarregadas de supervisionar suas atividades e operações de modo a mitigar riscos aos negócios, evitar a ocorrência de fraudes, ou ter meios de identificar quando elas ocorrem, garantindo a transparência na gestão das empresas.

Quanto a BNDESPAR, que foi a locomotiva do setor de capital de risco brasileiro, assim como um dos principais *players* da história do mercado de capitais nacional, ela vai continuar a concentrar seus esforços na criação de produtos inovadores que contribuam para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, como forma de prover recursos de longo prazo para a atividade produtiva, condição imprescindível para que o País possa otimizar sua capacidade competitiva e de crescimento, além de permitir uma melhor adequação da forma de apoio às necessidades das empresas, sempre atuando conjuntamente com a CVM, Bolsas de Valores e outras instituições para a criação, formatação e regulamentação desses produtos, voltados à capitalização de empresas.

## **4 O PAPEL DO BNDES NA INDÚSTRIA BRASILEIRA DE CAPITAL DE RISCO**

### **4.1 HISTÓRICO**

O envolvimento do BNDES com a indústria de capital de risco começou em 1974 com a criação das subsidiárias integrais do então BNDE:

- MECÂNICA BRASILEIRA S.A. – EMBRAMEC
- INVESTIMENTOS BRASILEIROS S.A. – IBRASA
- INSUMOS BÁSICOS S.A. – FINANCIAMENTO E PARTICIPAÇÕES – FIBASE.

A formação dessas empresas, cuja atuação deu-se através da atividade de subscrição de valores mobiliários, inseriu-se em um contexto de política industrial que objetivou a implementação de uma indústria pesada, em especial junto aos setores de insumos básicos, bens de capital e de mineração, identificados como ainda incipientes no país, de acordo com análise do II Plano Nacional de Desenvolvimento – PND, buscando-se com isso a substituição de importações, o incremento das exportações, além do fortalecimento do mercado de capitais no Brasil.

A BNDES PARTICIPAÇÕES S.A. – BNDESPAR, foi constituída em junho de 1982, através da incorporação das atividades societárias daquelas três subsidiárias, sendo uma sociedade por ações, constituída como Subsidiária Integral da Empresa Pública BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL.

A BNDESPAR tem por objeto social:

- Realizar operações visando à capitalização de empreendimentos controlados por grupos privados, observados os planos e políticas do BNDES;
- Apoiar empresas que reúnam condições de eficiência econômica, tecnológica e de gestão e que apresentem perspectivas adequadas de retorno para o investimento, em condições e prazos compatíveis com o risco e a natureza de sua atividade;
- Apoiar o desenvolvimento de novos empreendimentos, em cujas atividades se incorporem novas tecnologias;
- Contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo de oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas.

Ao longo de sua história foram firmados mais de 600 acordos de acionistas, sendo a BNDESPAR, hoje, sócia minoritária de 142 empresas, participações essas com valor de mercado superior a R\$ 39 bilhões, tendo participado em mais de 100 empresas que posteriormente abriram seu capital. Soma-se a isso, a carteira de debêntures conversíveis emitidas por 61 empresas, com valor aproximado de R\$ 6 bilhões.

O Banco vem atuando em algumas vertentes que têm impacto relevante na dinâmica do mercado de capitais, como o próprio apoio às empresas, através de capital de risco, com destaque para pequenas e médias empresas; o estímulo à adoção, pelas empresas, de boas práticas de governança corporativa; a criação e desenvolvimento da indústria de fundos mútuos fechados de capital de risco; o lançamento de produtos incentivadores de liquidez; e o apoio e incentivo à abertura de capital e desenvolvimento de um novo canal de ingresso ao mercado de capitais para as pequenas e médias empresas.

#### 4.2 ATUAÇÃO EM PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS

Reconhecendo a importância das pequenas e médias empresas no contexto sócio-econômico, a BNDESPAR, a partir de 1991, começou a desenvolver instrumentos e produtos compatíveis com a realidade desse segmento. As pequenas e médias empresas brasileiras (PMEs), além de grandes absorvedoras de mão-de-obra, têm expressiva participação na

geração de renda, e vêm desempenhando relevante contribuição para o desenvolvimento tecnológico do país.

Os setores geradores de progresso científico e tecnológico, por alavancarem o processo de modernização e de desenvolvimento da economia como um todo, merecem cada vez mais atenção frente ao atual cenário da economia internacional.

Os segmentos considerados de base tecnológica têm como uma de suas principais características, o surgimento de quantidade significativa de empresas a partir da existência de concentrações de pesquisadores, cientistas, universidades, institutos de pesquisa e grandes empresas.

Embora seja incipiente, ainda, no País, uma política nacional consolidada para promover a criação de empresas inovadoras, verifica-se uma atenção crescente da sociedade, da universidade e das várias esferas governamentais brasileiras para com esta questão.

Ao mesmo tempo, vem-se observando o crescimento continuado do número dessas empresas. Estas unidades empresariais surgem principalmente em locais onde existe ambiente favorável, com infra-estrutura científica e tecnológica, disponibilidade de recursos humanos qualificados e proximidade de grandes empresas, institutos de pesquisas e universidades.

As cidades de Campinas, São José dos Campos, São Carlos, São Paulo, Recife, Campina Grande, Porto Alegre, Curitiba, Rio de Janeiro, Florianópolis e Santa Rita do Sapucaí, entre outras, apresentam exemplos típicos destes pólos tecnológicos.

Estes pólos abrangem principalmente os setores de tecnologia de informação, eletrônica, biotecnologia, química fina, aeronáutica, telecomunicações, e outros.

Não existe um modelo único para o desenvolvimento de pólos tecnológicos. Alguns possuem estruturas formais, caracterizando-se pela existência de uma entidade que coordena as instituições, facilitando a integração entre os parceiros, acelerando a criação de empresas, freqüentemente criando e gerindo incubadoras de empresas. Outros têm estrutura informal, onde não existe esta entidade coordenadora, com as atividades de cada grupamento desenvolvendo-se de forma independente.

A disseminação de uma cultura de inovação no País é algo que ainda não ocorreu na velocidade esperada e requer uma revisão, por parte do Governo, dos esforços de política até então realizados e de um maior direcionamento de investimentos para o desenvolvimento de tecnologia e inovação por parte dos agentes privados.

No tocante a esses esforços, o BNDES foi um dos pioneiros e tem papel relevante como agente financiador e indutor do investimento em tecnologias inovadoras. Na medida em que já se detectaram ambientes propícios à inovação tecnológica no País, a utilização de

mecanismos de apoio, via capital de risco, amplia as possibilidades de transformar o conhecimento científico em produtos, processos e serviços úteis à sociedade. Isto porque, o capital de risco, além de trazer recursos financeiros para estas empresas, contribui na sua formação e gestão. Isto se traduz na sua orientação societária, jurídica, financeira e mercadológica.

Neste contexto, o Banco desenvolveu produtos diferenciados que apóiam os investimentos em inovação e desenvolvimento tecnológico através de participações societárias, como é o caso do Programa CONTEC, dos atuais Fundos de Empresas Emergentes de Base Tecnológica e dos financiamentos em condições diferenciadas (PROSOFT e PROFARMA).

#### 4.2.1 Programa CONTEC

Associam-se às pequenas empresas de base tecnológica, a existência de idéias e produtos, na maioria das vezes em desenvolvimento, uma embrionária estrutura empresarial, e, quase sempre, o compromisso de alguma poupança familiar, face à ausência de capital. É reconhecido que estes pequenos e médios empreendimentos necessitam do apoio de capital de risco, na medida que, em geral, os empreendedores não dispõem de recursos financeiros, tampouco garantias reais para eventuais financiamentos, tendo como principal ativo à capacidade de inovação.

Com efeito, o elevado nível de risco associado aos empreendimentos voltados à inovação tecnológica inibe a concessão de crédito por parte das instituições financeiras. Além disso, a presença de dívida nas demonstrações contábeis de uma companhia com este perfil compromete sua frágil estrutura patrimonial, inibindo a obtenção de crédito junto a fornecedores, podendo até gerar insegurança, por parte de clientes potenciais, quanto a sua capacidade de honrar compromissos.

Com isso, as pequenas e médias empresas, em especial as de base tecnológica, que ainda se encontram em estágio de concepção, ou em fase de “*start-up*”, expansão e desenvolvimento, quase sempre, tem seu crescimento contido nas possibilidades de sua própria geração de caixa.

Em contrapartida, os casos de sucesso apresentam resultados expressivos o que confere atratividade para investidores dispostos a assumir risco de longo prazo. Assim, a

participação acionária se configura como mecanismo adequado ao financiamento da inovação tecnológica.

Com o objetivo de atender especialmente esse segmento empresarial, o BNDES criou, em 1991, o Programa CONTEC que se destinou especificamente ao apoio a empreendimentos de pequeno porte (com operações de no máximo R\$ 2 milhões, em empresas com faturamento no último exercício não superior a R\$ 15 milhões) que fundamentassem sua atividade no desenvolvimento de novos produtos, serviços ou processos, utilizando-se de técnicas modernas e inovadoras.

Através do CONTEC foram realizados investimentos em 46 empresas, totalizando R\$ 110 milhões.

A experiência adquirida na prospecção, condução e realização das operações no âmbito do CONTEC mostra que, mesmo utilizando produtos tradicionais de renda variável, o trabalho de administração de uma carteira com estas características é diferenciado.

Em primeiro lugar, trata-se, na maioria das vezes, de empresas nascentes ou mesmo “idéias”. Anualmente, um elevado número de “empresas” com estas características (aproximadamente 200) busca o apoio do Programa. Contudo, apenas uma pequena parcela (em média 5%) deste universo apresenta viabilidade técnica e econômico-financeira para a realização de operação.

A análise do investimento requer uma abordagem específica, pois nem sempre estão disponíveis parâmetros técnicos nem referenciais de mercado que permitam a utilização do ferramental tradicional.

Além disto, é na atividade de acompanhamento que se agrega valor ao investimento. Na maioria dos casos, os empreendedores são tecnólogos, com pouca ou nenhuma experiência na gestão de negócios. A participação de um sócio demandando informações estruturadas sobre o planejamento e a execução das atividades da empresa contribui para o desenvolvimento da organização.

Diante deste quadro, faz-se necessária à adoção de procedimentos diferenciados, também, para a análise de crédito e de prioridade. Além disso, a experiência demonstra a necessidade de profissionais com expertise e dedicação exclusiva para a execução desta atividade.

#### 4.2.2 Programa de Investimentos em Empresas Emergentes

Em complementação à atuação do CONTEC, foi lançado no final de 1994, o Programa de Investimento em Empresas Emergentes<sup>5</sup>. Através desse Programa, o BNDES privilegiou o investimento em empresas, não necessariamente de base tecnológica, mas que tivessem conteúdo inovador seja no produto, no processo produtivo ou no serviço, de forma que lhe garantisse, pelo seu diferencial, sobrevivência no longo-prazo. As 27 empresas apoiadas através deste Programa, com porte de faturamento entre R\$ 5 a 20 milhões/ano, geraram investimentos que totalizaram US\$ 100 milhões, com maior volume para os setores de telecomunicações e bens de consumo.

Em 2000 foi criado o Programa de Investimento em Novas Sociedades Anônimas, que funcionou como um “guarda-chuva” dos Programas anteriores, visando estimular as empresas a adotarem boas práticas de governança corporativa e abrirem o capital no Novo Mercado da BOVESPA, num prazo pré-fixado. A partir desse momento, todas as operações de renda variável realizadas pela BNDESPAR neste segmento têm sido feitas através das regras deste programa.

#### 4.2.3 Programas de Investimentos em cotas de Fundo Mútuos Fechados

Desde 1995, o BNDES iniciou, através da BNDESPAR, programas de apoio à estruturação de fundos fechados destinados à realização de investimentos na forma de subscrição de valores mobiliários.

O BNDES foi um dos precursores desse instrumento no País, sendo agente indutor de algumas modalidades de fundos, seja pelo foco setorial, tamanho de empresa, nível de liquidez, etc. Neste sentido foi constituído o primeiro fundo de *private equity* de capital nacional, em 1996, através do Brasil Private Equity, administrado na época pelo Banco Garantia. Também foi precursor na organização de fundos voltados as PME's, os Fundos de Investimento em Empresas Emergentes, quando inclusive participou junto à CVM, na elaboração de uma instrução específica para regular esta modalidade de fundos, a Instrução

---

<sup>5</sup> Conforme a instrução CVM nº 209, empresas emergentes são aquelas que apresentam faturamento inferior a R\$ 100 milhões, no último exercício, anterior à operação de investimento e não pertencem a grupo econômico com patrimônio líquido consolidado superior a R\$ 200 milhões.

CVM nº 209<sup>6</sup>. Foram estruturados desde aquele período nove Fundos de Empresas Emergentes e seis de Fundos de Participação (*Private Equity*)<sup>7</sup>.

A participação do BNDES em fundos de investimento perseguia os seguintes objetivos:

- Ampliar a cultura de capital de risco no país, especialmente no segmento de pequenas e médias empresas;
- Ampliar as oportunidades de captação de recursos de longo prazo pelas empresas, melhorando seus níveis de capitalização;
- Estimular o empreendedorismo e o desenvolvimento de empresas inovadoras;
- Criar possibilidades atrativas de investimentos de longo prazo aos investidores institucionais;
- Estender o conceito de boas práticas de governança corporativa às empresas investidas através dos gestores dos fundos;
- Fomentar novos administradores de fundos de capital de risco;
- Agregar valor ao processo de investimento, acompanhamento e desinvestimento, através da participação ativa de representantes do BNDES nos comitês dos fundos;
- Criar e desenvolver programas inovadores que atendam às prioridades setoriais, regionais e outras necessidades identificadas; e
- Alavancar projetos passíveis de apoio pelo BNDES em parceria com investimentos privados.

---

<sup>6</sup> Conforme a Instrução nº 209 da CVM, entende-se por empresa emergente a companhia que apresenta faturamento líquido anual, ou faturamento líquido anual consolidado, inferiores a R\$ 100 milhões, e não pertença a sociedades cujo patrimônio líquido consolidado seja superior a R\$ 200 milhões, com base no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão.

<sup>7</sup> Para entendimentos desta nota e, como não existe uma definição formal pelo mercado, definimos os Fundos de *Private Equity* como aqueles com patrimônio comprometido igual ou superior a R\$ 100 milhões.

#### 4.2.4 Programa de Participação em Fundos de Investimentos em Empresas Emergentes de base tecnológica

O Programa de Fundos de Investimentos objetivava estender a atividade de capital de risco em PME's através de: possibilidade de ampliar a capilaridade da atuação da BNDESPAR; acessar um conjunto maior de empreendimentos em empresas de base tecnológica; apoio aos seus gestores na governança corporativa destas empresas; dividir riscos; atrair investidores institucionais, tais como BID, SEBRAE, FINEP, Fundos de Previdência Privados, etc.; e contribuir para a formação de administradores de fundos de capital de risco.

Foram estruturados, no período 1996/2002, dez fundos de empresas emergentes, sendo quatro de base tecnológica, com foco regional/estadual. Esses fundos são localizados, nos Estados do Rio Grande do Sul, Santa Catarina, Paraná, São Paulo e Rio de Janeiro.

O Banco participa do processo decisório de todos estes fundos, através de comitês de investimento e, por sua experiência, é formador de opinião frente aos demais cotistas, com respeito à política de investimento do fundo, a governança do gestor e das empresas investidas, a estruturação do regulamento do fundo, etc. A maioria destes fundos está em fase de acompanhamento e desinvestimento.

Como esses fundos têm uma história bastante recente no Brasil, uma análise consistente e conclusiva sobre seu desempenho ainda não é possível. Foram apoiadas até o momento 49 empresas e desembolsados recursos pelos fundos no valor de R\$ 96 milhões.

No entanto, com base na experiência do BNDES e de seus parceiros neste segmento, alguns aspectos podem ser destacados:

- Os fundos de base tecnológica foram estruturados, principalmente, no Sul/Sudeste do País, regiões que apresentam forte cultura empresarial e tradição no relacionamento com as Universidades, do ponto de vista da geração de tecnologia;
- A atuação com foco regional vem permitindo uma estreita relação entre os empreendedores, gestores e outros atores envolvidos no processo, contribuindo tanto para o desenvolvimento dos negócios como para um melhor desempenho do próprio fundo;

- Geralmente, existe grande diferença de percepção de valor da empresa, entre os empreendedores e gestores dos fundos, bem como uma dificuldade no estabelecimento de princípios de governança; o que tem inviabilizado a realização de negócios ou tornado a relação societária insatisfatória;
- Após o efeito “bolha” da internet, que supervalorizou os investimentos em empresas de tecnologia, os investidores internacionais e brasileiros passaram a ser bem mais conservadores com relação a esses investimentos.

No Brasil, o incentivo à pesquisa e à produção de tecnologia vem sendo atribuição do Ministério da Ciência e Tecnologia e da FINEP.

O apoio do BNDES, historicamente, na modalidade de capital de risco, vem tendo como foco aquelas empresas que já ultrapassaram as etapas iniciais de germinação de idéias e estruturação do negócio, que já reúnem condições mínimas para que seja viável a contratação de uma operação direta de participação societária.

Atualmente, identifica-se, também, a necessidade de atuar em parceria com o Ministério de Ciência e Tecnologia, a FINEP e o SEBRAE, objetivando a criação de um mecanismo capaz de fornecer suporte de capital de risco para as etapas iniciais da cadeia produtiva.

A proposta inicial de atuação do BNDES foi destinar uma pequena parcela de seu orçamento, destacando uma equipe mínima, para iniciar o processo de formação de “*expertise*” em participação acionária em empresas com características tão peculiares.

A aposta foi obter, em conseguindo sucesso na formação e gestão de uma carteira de investimentos composta por empresas de base tecnológica, além dos resultados econômicos e sociais diretos, pelo efeito demonstração, o surgimento de novos investidores, que poderiam alavancar o desenvolvimento da indústria.

Atualmente, o BNDES já dispõe de experiência na gestão de carteira com esse perfil. Buscando potencializar sua atuação nesse segmento, criou o Programa de fundos para ampliar a abrangência de sua atuação, disseminar a cultura de capital de risco voltada para empresas com esse perfil, e, ainda, atrair novos parceiros investidores e formar novos especialistas.

Destaque-se que, em outubro de 2005, o Banco aprovou um novo Programa de Apoio aos Fundos de Investimentos que prevê investimentos de R\$ 260 milhões, que alavancarão cerca de R\$ 1 bilhão, em 9 fundos, até 2006. Esse programa contempla a participação do BNDES em 2 fundos de *Private Equity*, baseados na Resolução 391 da CVM, onde a

participação do BNDES, por fundo, está limitada a 20% do patrimônio e R\$ 60 milhões. Serão apoiados 7 fundos de empresas emergentes, estruturados a partir da Resolução 209 da CVM, com participação máxima de 25% no patrimônio e R\$ 30 milhões de investimento por fundo.

Adicionalmente, ao longo dos últimos dez anos, foram estruturados pelo BNDES programas destinados à participação em fundos de diversas naturezas, atendendo a objetivos gerais ou específicos e a empresas de diferentes portes, quais sejam:

- 1 - Programa de Investimento em Fundos de “*Private Equity*”: 3 fundos;
- 2 - Programa Regional de Investimento em Empresas Emergentes: 3 fundos;
- 3 - Programa de Investimento em Empresas Emergentes de Base Tecnológica: 4 fundos;
- 4 - Programa Piloto de Co-gestão: 2 fundos;
- 5 - Programa de Fundos de Liquidez: 3 fundos;
- 6 - Programa de petróleo e gás: 1 fundo;
- 7 - Programa de Saúde e Educação: 1 fundo (foi aprovado no final de 2002 mas teve dificuldades de fechar a captação);
- 8 - Programa de Energia: 1 fundo (apoio ao Proinfa).

Portanto, o BNDES aprovou, na totalidade, 18 fundos, com participação ativa na sua elaboração, na escolha do gestor, na captação junto a outros investidores institucionais, inclusive agências multilaterais (BID e BIRD) e no acompanhamento dos investimentos e desinvestimentos, através dos comitês de investimento. A soma do valor da carteira dos fundos – valor contábil considerando o patrimônio dos fundos – é de aproximadamente R\$ 390 milhões, tendo o Banco subscrito um valor aproximado de R\$ 570 milhões, o que significa a possibilidade de novas integralizações nesses fundos.

Com a experiência obtida pelo BNDES ao longo desses nove anos no acompanhamento dos fundos, alguns conceitos evoluíram. Os regulamentos, por exemplo, onde se estabelecem os direitos e deveres do administrador e dos cotistas, foram sendo aprimorados para adaptá-los à realidade operacional dos fundos. Neste sentido, as regras referentes a conflitos de interesse, à política de investimentos do fundo, às questões de governança, à apresentação das propostas de investimento e à prestação de contas e dos demonstrativos financeiros dos fundos pelos administradores tornaram-se mais exigentes e com maior nível de detalhe. Outro aspecto relevante foi a revisão do quorum qualificado nas

Assembléias de Cotistas ou no Comitê de Investimentos para deliberação sobre alguns pontos críticos como destituição do administrador ou alteração do regulamento do fundo.

#### 4.3 INCENTIVO À ADOÇÃO DE PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas. É o conjunto de estruturas e processos que determinam o relacionamento entre os administradores, o Conselho de Administração, os acionistas controladores e os acionistas minoritários. Num sentido mais amplo, pode ser usado para incluir além das questões societárias e administrativas, também as questões de responsabilidade social corporativa e responsabilidade ambiental corporativa. Estas duas áreas já contam com políticas específicas do BNDES. Em um primeiro momento, no contexto das pequenas e médias empresas, é dada à "Governança Corporativa" uma definição mais limitada e focada nas questões societárias e administrativas, envolvendo:

- a) nível de transparência nas informações prestadas aos acionistas e ao público;
- b) composição, organização e funcionamento do Conselho de Administração; e
- c) tratamento e equidade estendida aos acionistas minoritários;

Ao introduzir, então, exigências específicas em suas operações, como a contratação de auditoria externa, disponibilização periódica de informações, prazo para abertura de capital, existência de Conselho de Administração, direitos de minoritários, entre outros, o Banco busca demonstrar na prática o conceito de que uma melhor governança pode reduzir o custo de capital da empresa, gerando um efeito demonstração entre as instituições financeiras, que passarão a atribuir maior importância a esta questão.

A implementação de práticas de Governança Corporativa nas empresas contribui, no longo prazo, para que exista uma maior visibilidade e previsibilidade sobre os riscos das companhias. A disseminação de melhores práticas de Governança Corporativa entre as empresas brasileiras deverá contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais. Empresas que conferem maior transparência a seu processo de gestão e que dispõem de órgãos societários atuantes e que constroem uma reputação de adequado relacionamento com seus acionistas minoritários, certamente terão mais facilidade para acessar os mercados de

capitais, tanto para operações de capitalização quanto para a emissão de títulos de dívida corporativa.

O apoio às empresas brasileiras que demonstrarem liderança nesta área será um sinal importante para o mercado de capitais. O conjunto de disposições obrigatórias, parte integrante dos contratos do BNDES, e dos próprios Fundos de Investimentos, aportam credibilidade e consistência à ação do Banco e pretendem criar práticas mínimas no mercado como um todo.

#### 4.4 ABERTURA DE CAPITAL E MERCADO DE BALCÃO ORGANIZADO

Mesmo reconhecendo que a indústria de capital de risco para as pequenas e médias empresas se fortaleceu significativamente nos últimos anos com a entrada de novos investidores com volume significativo de recursos, as possibilidades ou oportunidades de desinvestimento para atingir as taxas de retorno projetadas através de ganhos de capital, continua sendo o caminho crítico para a consolidação dessa indústria.

De fato, um grande conjunto dessas operações é realizado através da subscrição de debêntures conversíveis em ações preferenciais, resgatáveis, que por sua vez podem ser convertidas em ações ordinárias em caso de abertura de capital da companhia. Além da negociação de prêmios em função de desempenho, usa-se, também, a obrigatoriedade de recompra das ações pelo controlador e direito de saída, nas mesmas condições dos acionistas controladores da empresa, caso ocorra à alienação do controle. Dessa forma, nota-se que as oportunidades para se auferir ganhos compatíveis com os riscos envolvidos, têm ocorrido quando se transfere o controle da companhia, o que na prática significa a antecipação de ganho com a venda de uma determinada curva de crescimento projetada. No entanto, essa situação nem sempre atende os interesses dos minoritários, ou mesmo dos controladores.

A alternativa de saída em operações de abertura de capital tem sido reduzida, pois, ainda que essas empresas apresentem históricos de boa rentabilidade e governança e perspectiva de crescimento significativa, seu porte e as características do mercado não favorecem uma abertura de capital com todas as características do Novo Mercado da BOVESPA.

A mudança estrutural no mercado, tanto do ponto de vista da captação de recursos para o financiamento do crescimento das empresas como da realização de ganhos em investimentos, só ocorrerá quando se dispuser um novo segmento de transações para as

pequenas e médias empresas que prevê a realização de ofertas de ações com volumes significativamente menores do que os padrões atuais e a venda inicial de papéis de forma concentrada junto a um pequeno número de investidores, com a perspectiva de realização posterior de uma colocação pulverizada de ações.

A Bolsa de Valores de São Paulo lançou o “BOVESPA MAIS”, segmento especial de listagem para as pequenas e médias empresas, regulado pela CVM, que objetiva preencher essa lacuna.

Reconhecendo a importância dessa iniciativa para o desenvolvimento da indústria de capital de risco focada nas MPE’s, o BNDES, em conjunto com a BOVESPA, promoveu, em setembro passado, o primeiro Encontro “Empresas Investidas pelo BNDES e Agentes envolvidos na Abertura de Capital de Empresas no BOVESPA MAIS”.

O objetivo desse evento e de outros que se seguirão é o de aproximar os diversos atores interessados nesse segmento de mercado às empresas da carteira do BNDES que estão dispostas a abrir seu capital e, ao mesmo tempo, que essas empresas passem a se relacionar com esses agentes, reconhecendo suas demandas e buscando se adequar às necessidades técnico-operacionais para a estruturação de um projeto de abertura de capital.

## 5 CONCLUSÕES

Após descrever e analisar o funcionamento do mercado de capitais brasileiro e como o setor de capital de risco pode se inserir nele, podemos concluir que esse setor tem um longo caminho a percorrer no Brasil, mas que os resultados devem ser muito satisfatórios.

Uma análise do recente crescimento dos preços dos ativos brasileiros mostra que o aumento dos ganhos das companhias é que vem criando esse valor adicional, enquanto a liquidez global e a melhora do cenário macroeconômico são fatores que simplesmente ajudaram na realização desse ganho de valor, ou seja, as empresas nacionais vêm mostrando o seu valor e ganhando a confiança dos investidores, principalmente, os estrangeiros.

Porém, podemos assumir que o mercado de capitais brasileiro ainda está levemente subavaliado, pois acredita-se que o risco sistemático brasileiro venha a se reduzir, com uma menor volatilidade futura e, conseqüentemente, um aumento significativo nos múltiplos. Além do mais, o Brasil deve se tornar *Investment Grade* nos próximos anos e isso faria com que o fluxo de investimentos aumentasse consideravelmente visto que muitos fundos de pensão e investidores estrangeiros são proibidos de investir em países sem *Investment Grade*.

Portanto, o cenário é positivo para o crescimento e o desenvolvimento do mercado de capitais nacional, porém é sempre bom destacar alguns riscos que podem retardar esse desenvolvimento, tais como: uma recessão global, a queda do preço das *commodities*, além da falta de investimentos em infra-estrutura. Enfim, o cenário está muito favorável ao mercado de capitais e a abertura de capital de novas empresas e isso está trazendo uma nova perspectiva para a indústria de capital de risco brasileira.

Quanto à indústria de capital de risco brasileira, podemos concluir que a tendência em um médio prazo é que a captação para novos fundos continue sendo feita principalmente através dos fundos de pensão locais e que apenas daqui a alguns anos, caso o Brasil se mostre capaz de apresentar um crescimento sustentado é que os investidores estrangeiros entrarão

fortemente no país. Quanto às saídas do investimento, a tendência é que com a maturação do mercado de capitais brasileiro, os IPO's venham a ser a forma preferida de saída, assim como no mercado americano.

Outras conclusões que pudemos tomar são que a entrada de capital para fundos de capital de risco vai crescer significativamente e que os novos *players* da indústria vão reformatar a indústria para uma nova estrutura de tamanho/retorno e que os retornos dos principais fundos podem alcançar retornos acima de 25% em dólar. Os setores mais atraentes para esses investidores são o *agribusiness* e mercado imobiliário, porém existem oportunidades em diversos setores, principalmente, na infra-estrutura.

Outra conclusão importante para o setor de capital de risco é o papel do Estado na sua regulamentação, através da CVM e até mesmo como investidor e criador de produtos que fomentem o ainda embrionário mercado de capitais nacional, com foco na atuação do BNDES.

## 6 BIBLIOGRAFIA

AMIT, Raphael; BRANDER, James; ZOTT, Christoph. *Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence*. Journal of Business Venturing, v. 13, p. 441-466, 1998.

BARBIERATO, A. *A análise de investimentos em fundos de venture capital na área de tecnologia e internet: uma proposta para pesquisa*. ENANNPAD – Campinas, São Paulo, Setembro, 2001.

COCHRANE, J. *The Risk and Return of Venture Capital*. University of California, 2001.

CUMMING, D. *Contracts and exits in venture capital finance*. University of Alberta, 2002.

GLADSTONE, D. *Venture Capital Handbook*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1998.

GOMPERS, Paul A.; LERNER, Josh. *The determinants of corporate venture capital success: organizational structure, incentives, and complementarities*. Cambridge, MA, National Bureau of Economic, 1998 (Working Paper, 6.725).

GORGULHO, Luciane F. *O capital de risco como alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológica: o caso do Contec/BNDES*. Rio de Janeiro: UFRJ, 1996 (Dissertação de Mestrado).

KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. *Venture capitalists as principals: contracting, screening and monitoring*. National Bureau of Economic Research (Working Paper, 8.202).

\_\_\_\_\_. *Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts*. Working paper. Graduate School of Business, Chicago: University of Chicago, 2000b.

KEUSCHNIGG, Christian. *Venture capital backed growth*. Journal of Economic Growth, v. 9, p. 239-261, 2004.

LEONARDOS, Ricardo B. *Configuração dos investimentos de capital de risco*. Empresa emergente – Fundo de investimento e capitalização. Edição Sebrae, 1994.

LERNER, Josh; WILLINGE, John. *A note in valuation in private equity settings*. Harvard Business School Publishing, 2002. Disponível em: <[www.hbsp.harvard.edu](http://www.hbsp.harvard.edu)>.

LEVIN, Jack S.; GINSBURG, Martin D.; ROCAP, Donald E. *Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions*. Aspen Law & Business, 1998.

MACINTOSH, J. *Venture Capital exits in Canada and the U.S. Working Paper*. Faculty of Law. University of Toronto, 1996.

METRICK, Andrew. *Venture capital & the finance of innovation*. The Wharton School of the University of Pennsylvania, 2006.

MONTEZANO, Roberto M. *Capital de risco – uma alternativa de financiamento – venture capital*. IBMEC, 1983.

RIBEIRO, Leonardo de Lima; ALMEIDA, Martinho Isnard Ribeiro de. Estratégia de saída em capital de risco. *Revista de Administração USP*, v. 40, n. 1, jan-mar, p. 55-67, 2005.

ROBERTS, Michael J.; BARLEY, Lauren. How venture capitalists evaluate potential venture opportunities. *Harvard Business School Publishing*. 2004. Disponível em: <[www.hbsp.harvard.edu](http://www.hbsp.harvard.edu)>.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. *Administração financeira*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

SAHLMAN, William A. The basic venture capital formula. *Harvard Business School Publishing*, 2004. Disponível em: <[www.hbsp.harvard.edu](http://www.hbsp.harvard.edu)>.

SOLEDADE, Durval et.al. BNDES – *Venture-capital no balcão dos emergentes*. Case Studies – Revista Brasileira de Management, ano 1, n. 3, maio-junho, p. 24-33, 1997.

TITERICZ, Ricardo. *Caracterização dos fundos de investimentos de capital de risco brasileiro*. Florianópolis: UFSC, 2003 (Dissertação de Mestrado).

TOSTA DE SÁ, Thomás. *As companhias de venture capital no exterior*. Empresa Emergente – Fundo de investimento e capitalização, Edição Sebrae, 1994, p. 143-163.

## GLOSSÁRIO

Brasilpar	O primeiro fundo brasileiro de capital de risco.
BRIC	Países emergentes (Brasil, Rússia, Índia e China).
Capitalização Bursátil	Valor de mercado das empresas emissoras de ações.
Covenants	Compromissos ou promessas estabelecendo determinados atos que devem ser cumpridos pelo signatário.
CVM	Comissão de Valores Mobiliários.
<i>Due Diligence</i>	Atividade que visa à obtenção de informações chaves para a decisão de investimento, tais como a experiência dos gestores da empresa, vantagens e desvantagens do produto (ou serviço) comercializado, características do setor, principais consumidores e empresas competidoras, as características e objetivos dos sócios da empresa.
EIU	<i>Ecnomist Intelligence Unit's.</i>
EMBI	Risco Brasil medido pelo JP Morgan.
EMPEA	Emerging Market Private Equity Association.
<i>Hedge Funds</i>	Fundos de derivativos.
IPO	<i>Initial Public Offering</i> (Oferta Pública Inicial).
MSCI	Morgan Stanley <i>Capital Index.</i>

Novo Mercado	Segmento da Bovespa destinado às empresas que se comprometem com práticas e regras societárias mais rígidas do que as exigidas pela legislação brasileira.
P/L	Índice preço/lucro.
SEC	United States Securities and Exchange Commission.
<i>Small Caps</i>	São ações de empresas de patrimônio líquido, liquidez e volume de negócios inferiores às ações de 1ª linha.
<i>Spin-off</i>	Grupos empresariais interessados em se desfazer de uma filial, subsidiária ou departamento.
<i>Underpricing</i>	Desconto exigido pelos investidores.
<i>Underwriter</i>	Coordenador líder de uma emissão pública.
<i>Value stocks</i>	Ações transacionadas a um baixo preço em relação aos seus fundamentos, e incluindo como característica fundamental um baixo múltiplo de Preço/Lucro por Ação e demais tais como Preço/Vendas.

# 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](#)