

**Universidade Federal do Rio Grande do Sul
Escola de Administração**

Gabriel Nascimento Leite

**Capital de Risco: uma fonte de recursos para o
financiamento de empresas emergentes no Brasil**

**Porto Alegre
2008**

Gabriel Nascimento Leite

Capital de Risco: uma fonte de recursos para o financiamento de empresas emergentes no Brasil

Trabalho de Conclusão de Curso de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito para obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner

**Porto Alegre
2008**

Gabriel Nascimento Leite

**Capital de Risco: uma fonte de recursos para o financiamento de
empresas emergentes no Brasil**

Conceito final:
Aprovado em dede.....

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner – UFRGS

Prof^ª. Dr^ª. Marisa Ignez dos Santos Rhoden – UFRGS

Orientador – Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner – UFRGS

RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar a importância da indústria de capital de risco no Brasil como uma alternativa ao financiamento das empresas emergentes. Para isto, será contextualizada a origem de *Private Equity*, desde o surgimento nos EUA e na Europa, até a sua chegada ao Brasil. Em seguida, será feita a análise da estruturação dos fundos de *Private Equity*, passando da fase de captação dos recursos pelos agentes de financiamento à escolha de empresas que apresentem alto potencial de crescimento. Por fim, o trabalho irá apresentar alguns casos de empresas brasileiras que receberam o investimento de capital de risco e que abriram capital nas Bolsas de Valores.

Palavras- chave:

Private Equity, Bolsa de Valores, Risco, Retorno, IPO.

LISTA DE SIGLAS

ABVCAP: Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital
BNDES: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESPar: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social Participações
BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo
CEPE: Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital
CVCA: *Canadian Venture Capital Association*
CVM: Comissão de Valores Mobiliários
ERISA: *Employee Retirement Income Security Act*
EVCA: *European Venture Capital Association*
FGV: Fundação Getúlio Vargas
FINEP: Financiadora de Estudos e Projetos
FUNCEF: Fundação dos Economistas Federais
IPO: *Initial Public Offering* – Oferta Pública Inicial
MPE: Micro e Pequena Empresa
PE/VC: *Private Equity e Venture Capital*
PETROS: Fundação Petrobras de Seguridade Social
PIB: Produto Interno Bruto
P&D: Pesquisa e Desenvolvimento
PREVI: Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil
SEBRAE: Serviço Brasileiro de Apoio as Micro e Pequenas Empresas
TI: Tecnologia da Informação

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Distribuição do capital comprometido ao final do ano de 2004, segundo a classe de investidor.....	22
Tabela 2 - Estágio das empresas investidas quando do primeiro aporte de VC/PE	27
Tabela 3: Empresas investidas que abriram o capital entre 2004 e 2007	40
Tabela 4- Participação do capital de risco nos IPO's de 2004 a 2007	42
Tabela 5 - Participação das empresas investidas na composição do Ibovespa.....	43
Tabela 6: Retorno das ações de empresas investidas que abriram o capital entre 2004 e 2007	53

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Volume de recursos de <i>Private Equity</i> captados na Europa – 1989 a 2000	17
Gráfico 2 - Os 8 principais setores de investimento em <i>Private Equity</i> que foram responsáveis por 66% das transações no mercado.....	31
Gráfico 3 - Saídas bem sucedidas de PE/VC no Brasil.....	38
Gráfico 4 - Histórico de aquisições da Dasa – 1999 a 2006.....	46
Gráfico 5 - Evolução do quadro de associados entre 2002 a 2007	52

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
2 ATIVIDADE DE CAPITAL DE RISCO	11
2.1 DEFINIÇÕES	11
2.1.1 Venture Capital e Private Equity.....	12
2.2 HISTÓRICO DE <i>PRIVATE EQUITY</i> : EUA E EUROPA	14
2.3 O SURGIMENTO DO CAPITAL DE RISCO NO BRASIL.....	18
3 ASPECTOS OPERACIONAIS DE CAPITAL DE RISCO	21
3.1 TIPOS DE INVESTIDORES	21
3.2 ESTÁGIOS DO INVESTIMENTO.....	24
3.3 ATRATIVOS DE UMA EMPRESA PARA O INVESTIDOR	28
3.5 ESTRATÉGIAS DE DESINVESTIMENTO	35
4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	39
5 ANÁLISE DE DESEMPENHO DAS EMPRESAS QUE ABRIRAM CAPITAL ENTRE 2004 A 2007	42
5.1 PARCERIAS DE SUCESSO ENTRE EMPRESAS E FUNDOS DE PRIVATE EQUITY	44
5.1.1 Dasa.....	44
5.1.2 Lupatech.....	47
5.1.3 Odontoprev.....	50
5.2 Histórico de retorno das ações das 36 empresas investidas.....	53
6 CONCLUSÃO.....	57
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	59
ANEXO A - Entrevista com o sócio e analista sênior de uma empresa gestora de capital de risco	62

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem por objetivo tratar da importância da indústria de capital de risco no Brasil como uma opção para um dos principais problemas enfrentados pelas empresas emergentes brasileiras nos últimos anos: o acesso ao crédito. O capital de risco chegou ao nosso país trazendo boas oportunidades para as empresas se expandirem e conquistarem novos mercados. A existência de um mercado de capital de risco ativo é de fundamental importância, principalmente para o surgimento e desenvolvimento de empresas de base tecnológica.

É nesse ambiente que surge a indústria de fundos, cujo objetivo é fazer os aportes de recursos necessários para o desenvolvimento destas empresas, visando um retorno para os seus investidores e propiciando o impulso econômico através do estímulo ao empreendedorismo.

Os principais modos para obtenção de capital continuam sendo através de empréstimos e financiamentos bancários ou emissão de títulos (debêntures e ações). O leque de opções para financiamento das empresas no Brasil é, ainda, de difícil acesso, devido a uma série de pré-requisitos existentes para a concessão de crédito, tais como tempo de constituição da empresa, garantias da operação, prazo de financiamento e taxas de juros, o que vem fazendo com estas comecem a procurar novas modalidades para financiar o crescimento de suas atividades. Assim, surgiram, primeiramente na Europa e nos EUA, e em seguida no Brasil, os fundos de Private Equity, que são condomínios de recursos que investem em participações de empresas emergentes que apresentam grande potencial de

crescimento e que podem vir a trazer um retorno acima dos investimentos tradicionais.

O trabalho, portanto, pretende mostrar, a origem da indústria de Private Equity no Brasil, relatar alguns casos de empresas que receberam este tipo de recurso e analisar o comportamento das ações destas empresas investidas, mostrando que o capital de risco é uma alternativa fundamental para que as empresas possam nascer, crescer e se expandir com desenvoltura.

No segundo capítulo, o trabalho mostra os principais conceitos para capital de risco, as diferenças entre *Private Equity* e *Venture Capital* e o surgimento da atividade nos EUA e Europa, até a chegada ao Brasil.

No capítulo 3, é vista a forma de estruturação dos fundos de capital de risco, os tipos de investidores, os atrativos de uma empresa para o investidor, o modo como se dá o processo de investimento e, por fim, as formas de saídas do investimento.

No capítulo 5, faz-se uma análise do desempenho das empresas que, como forma de saída dos fundos, lançaram ações no mercado. São relatados, ainda, três casos de empresas brasileiras consideradas exemplos de sucesso na parceria com os fundos de capital de risco.

Por fim, é realizada uma entrevista com os diretores da empresa gaúcha CRP, abordando questões como estratégias de investimento dos fundos, políticas de

investimento e apoio das agências nacionais de fomento para o fortalecimento da indústria de capital de risco no Brasil, dentre outros.

2 ATIVIDADE DE CAPITAL DE RISCO

2.1 DEFINIÇÕES

O capital de risco pode ser definido como:

(...)uma atividade de participação no capital de uma empresa, geralmente nova, acentuando o aspecto mais dinâmico, arriscado e aventureiro do investimento realizado. O termo *capital de risco* advém de *capital de risque*, tradução francesa para a expressão *venture capital* de origem anglo-saxônica. (Takahashi, 2006, p. 5).

Segundo Engel (2002) citado por Ribeiro (2005), o capital de risco possibilita a empresas jovens, inovadoras e de rápido crescimento – usualmente com grande necessidade de recursos, e opções de empréstimos limitadas – a obtenção de financiamento que lhes permita alcançar uma posição de destaque no mercado. O capital de risco assume, portanto, as incertezas e os riscos do negócio, ao mesmo tempo em que contribuem para o desenvolvimento de empresas mais competitivas por meio da seleção que realiza para fazer os aportes de recursos. Além de empresas jovens, existem aquelas que já estão há um maior tempo no mercado e que apresentam um alto potencial de geração de fluxo de caixa, e que podem ser alvo de possíveis aquisições dos fundos de capital de risco.

Para Kameyama (2001, p.4), os fundos de *Private Equity* representam uma forma de financiamento para empresas que envolvem a aquisição de ações ou

outros instrumentos com características semelhantes a ações (tais como debêntures conversíveis ou opções de compra de ações) de empresas que possuam alto potencial de crescimento, visando à revenda dessa participação à médio e longo prazo, com a conseqüente realização de ganhos de capital expressivos.

O capital de risco é, na realidade, um condomínio de recursos que vão em busca de alternativas de investimentos em empresas que apresentem um retorno acima do encontrado nos mercados tradicionais. Para esses investidores, na maioria grandes instituições (fundos de pensão e seguradoras) o retorno dá-se quando ocorre o desinvestimento na empresa, ou seja, a venda de participação na sociedade. Essa saída pode se dar das seguintes maneiras: com a venda da participação para os próprios sócios, com a venda para terceiros no mercado secundário, através do lançamento de ações em bolsas de valores, sendo a maneira mais comumente aceita para os investidores, entre outras que serão vistas no capítulos seguintes.

2.1.1 Venture Capital e Private Equity

Alguns profissionais do setor entendem a expressão *Private Equity* como o investimento privado, em ações de empresas de médio e grande porte, enquanto Venture Capital seria o investimento privado, em ações de micro e pequenas empresas. Em ambos os casos tratam-se de investimentos de longo-prazo e com objetivo de saída. Outros profissionais e grande parte dos acadêmicos, entendem

Private Equity como investimento privado em ações de empresas em geral, sendo *Venture Capital* um subgrupo, voltado a micro e pequenas empresas. Ribeiro (2005)

A definição dos termos de *venture capital* e *private equity* ainda é assunto de discussão entre os especialistas da área. Muitos afirmam que as duas expressões podem ser utilizadas de maneira intercambiável. Ambas as definições designam modalidades de investimentos em empresas promissoras por meio da compra de participação na sociedade. São investimentos de longo prazo, variando entre 5 a 10 anos, com intuito de aumentar o valor das empresas através de uma gestão profissionalizada.

Venture Capital pode ser entendido como o investimento realizado em empresas de menor porte, em estágios iniciais de desenvolvimento, os *start-ups*, que são os aportes de capital para as empresas em fase de estruturação, em geral no primeiro ano de funcionamento, quando ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente. Nesta fase a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para se colocar em prática o plano de negócios. que apresentam uma capacidade de expansão rápida e que, ainda, não geram um fluxo de caixa suficiente para o ritmo de sua atividade.

Santos (2003) em se tratando de explicitar o conceito de *venture capital*, afirma que não existe uma definição aceita universalmente. Enquanto nos Estados Unidos consiste em investimentos em empresas com grande potencial de crescimento, alto risco e em estágio inicial de desenvolvimento com necessidade de

capital e gestão especializada, na Europa, qualquer firma dedicada no fornecimento de capital de risco é considerada como participante do mercado de *venture capital*.

O outro modelo de capital de risco apresentado e conhecido como *private equity* difere basicamente em função do estágio do investimento e o porte da empresa. Podemos entender *private equity* como sendo o investimento para aquisição de participação de empresas de maior porte, já em atividade, com um ciclo de maturação em expansão e sem envolvimento tão próximo como no *venture capital*. Define-se como capital para investimento em empresas desde o estágio de expansão até empresas de grande porte, o que inclui investimentos em títulos não negociáveis em bolsa emitidos por empresas de capital aberto. Isso geralmente está associado ao investimento em empresas de médio a grande porte, que geram fluxo de caixa positivo.

2.2 HISTÓRICO DE *PRIVATE EQUITY*: EUA E EUROPA

Para facilitar a compreensão do estudo sobre as práticas de capital de risco, é importante analisar a evolução do mercado através de um breve histórico. Para isso, iremos utilizar este capítulo para mostrar como o *private equity* e *venture capital* desenvolveu-se nos principais centros financeiros mundiais, comparando com o caso brasileiro.

O desenvolvimento de um mercado organizado de *private equity* iniciou-se basicamente após a II Guerra Mundial. O fato do mercado financeiro norte-

americano ser fortemente centrado no financiamento via capital, demonstrado pela força das bolsas de valores e do mercado de capitais como um todo, diferentemente dos países europeus, onde o financiamento é centrado nos bancos, propiciou que os EUA fosse o berço do private equity, sustentando a posição de liderança até os tempos atuais.

Para Baygan (2003) *apud* Salles (2006), um conjunto de fatores contribuiu para o sucesso do mercado de *venture capital* nos Estados Unidos, entre eles a cultura empreendedora e aventureira do país, a flexibilização das regras institucionais para os fundos de pensão, a rede ativa de investidores anjo, os incentivos fiscais bem como a existência de mecanismos apropriados de desinvestimentos, como a *Nadaq (National Association of Securities Dealers Automated Quotation)*.

De acordo com Lerner (2000) citado por Kameyama (2001), a primeira firma especializada em *private equity* foi a ARD (*American Research and Development*) formada em 1946 por membros da Harvard Business School e por líderes empresariais locais. A ARD realizava investimentos de alto risco em empresas em estágio inicial de desenvolvimento baseadas em tecnologia desenvolvida para a II Guerra Mundial. Investidores institucionais ainda eram relutantes em investir em capital de risco, e a ARD foi estruturada como um fundo fechado, voltado principalmente para investidores individuais.

O número deste tipo de firmas especializadas em investimentos cresceu significativamente no final da década de 1950, impulsionadas pela criação em 1958

do programa SBIC (*Small Business Investment Company*). As SBIC's eram pequenas firmas privadas que, para investir em empresas em estágio inicial de desenvolvimento, podiam tomar empréstimos com garantias de pagamento pelo governo americano, que possibilitava a elas captar recursos um custo relativamente baixo. Centena de SBIC's foram criadas na década de 1960, mas o seu formato legal não gerava incentivos adequados para seus administradores, o que levou ao declínio deste formato de firma de *private equity*.

Os EUA possuíam regulamentações que incentivaram o surgimento e a rápida expansão dessa modalidade de investimento. Alguns atos, como o *Revenue Act* de 1978, o ERISA (*Prudent Man Rule*) de 1979, e o *Small Business Investment Incentive Act* de 1980, permitira alíquotas de impostos atrativas, formaram guias orientadores e possibilitaram a flexibilidade nos investimentos. As mudanças na legislação foram fundamentais para ampliar as fontes de capital para investimentos em capital de risco. Até então, o principal grupo de investidores reunia famílias e alguns indivíduos ricos. Entretanto, após a regulamentação, a participação dos fundos de pensão foi se tornando cada vez mais notória.

Ainda assim, segundo Takahashi (2006), o capital de risco é um mercado que só atingiu o apogeu nos anos 90, quando chegou a atrair o volume mundial próximo a US\$ 100 bilhões de investimentos, notadamente com a entrada das empresas “*pontocom*”. Porém, com o estouro da bolha dessas empresas, iniciou-se um maciço movimento de desinvestimento, movimento que ganhou força com as crises econômicas globais que marcaram o período.

Na Europa, a atividade é bem mais recente, mas o seu crescimento tem sido bastante rápido, principalmente a partir dos meados da década de 80, destacando-se o Reino Unido e a França, ativamente sustentados pelos poderes públicos nacionais e pelas instâncias europeias.

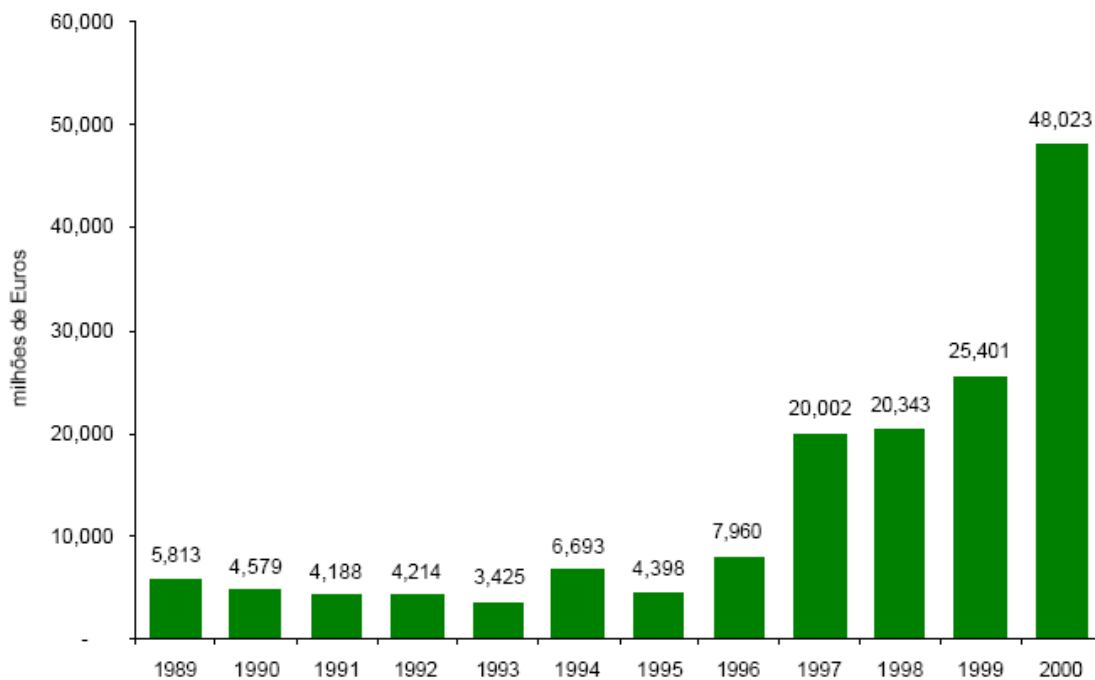


Gráfico 1 - Volume de recursos de *Private Equity* captados na Europa – 1989 a 2000
 Fonte: EVCA (2001) segundo Kameyama (2001).

De acordo com Salles (2006), os investimentos realizados na Europa aumentaram de aproximadamente € 5 bilhões ao ano no período de 1989-1996 para € 25 bilhões em 1999 e € 34,9 bilhões em 2000. Ressalta, ainda, que o perfil dos investimentos realizados na Europa é mais conservador que em outros mercados avançados, uma vez que as principais operações são de *private equity* (cerca de 80%) em estágios avançados de negócios de média intensidade tecnológica. Uma diferença importante da atividade na Europa em relação aos Estados Unidos é

pouca relevância dos fundos de pensão no aporte dos recursos. Os bancos, as companhias de seguro e investidores corporativos fornecem cerca de 45% do capital para a indústria de capital de risco, enquanto que os fundos de pensão participam com apenas 25% do total e governo com aproximadamente 6% do capital. Megginson (2004) citado por Salles (2006).

2.3 O SURGIMENTO DO CAPITAL DE RISCO NO BRASIL

Diferentemente do que ocorreu nos Estados Unidos, o surgimento e a estruturação do Capital de Risco no Brasil é recente, tendo sido impulsionado há aproximadamente quatro décadas atrás, por conta de uma iniciativa do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, o BNDES.

Takahashi (2006), afirma que, desde os meados dos anos 70, o governo brasileiro tem envidado esforços para a promoção do capital de risco. Em 1974, fortalece, no país, a iniciativa de criar empresas subsidiárias com o propósito de capitalizar a empresa privada nacional.

Na década de 80, apareceram os primeiros fundos suportados por grandes instituições que se aventuraram a entrar nesse mercado. O BNDES criou três subsidiárias para praticar *private equity*, com o objetivo de tomar participações minoritárias em empresas nacionais já existentes. A primeira delas objetivava

impulsionar o setor industrial de produtos de bem de capital; a segunda, mantinha o propósito de alavancar as indústrias química, petroquímica, de papel e celulose e insumos básicos. Já a terceira, a Ibrasa, tinha como alvo capitalizar empresas privadas do setor industrial. Mais tarde, Ibrasa, Embramec e Fibasa foram fundidas, formando o BNDESpar, sendo a Abico extinta.

As sociedades de Capital de Risco no Brasil foram institucionalizadas somente em 1986, através da Resolução nº 1.184 do Conselho do Monetário Nacional – CMN, de 04/09/1986, sendo depois alterado pela Resolução nº 1.346, de 18/07/1987.

É, no entanto, a partir do surgimento do Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes – FMIEE, em 1994, que foram surgindo outros tipos de instituição, como os fundos de Investimento de *Private Equity*.

Uma das características mais marcantes desta modalidade de investimento é o prazo de maturação, e foi justamente este fator que prejudicou o desenvolvimento da indústria no Brasil. A instabilidade macroeconômica do país, desde a década de 70, sujeitou a economia local a sucessivos planos econômicos e tentativas de estabilização da moeda, o que dificultava o planejamento de médio e longo prazos.

Somente a partir do Plano Real, em meados da década de 90, com a estabilização da inflação e a diminuição da recessão no país, o capital de risco teve sua maior expansão. Empresas de menor porte se interessaram e o órgão regulador publicou, em 1994, a Instrução CVM 209, que regulamentou os FIEE (Fundos de Investimento de Empresas Emergentes) e possibilitou melhor compreensão do funcionamento destes fundos.

O BNDES e o Projeto Inovar têm disseminado práticas de seleção e análise de risco do capital no intuito de facilitar a assimilação das empresas interessadas. Em 2000, foi criada a ABCR (Associação Brasileira de Capital de Risco) já com um número significativo de fundos em atividade. Em 2001, foi criado o Instituto Empreendedor Endeavour com o intuito de facilitar a comunicação entre empreendedores, empresas e fundos. Entre 2002 e 2003, o mercado de fundos de *private equity* cresceu 32%, atingindo US\$ 451 milhões, segundo levantamento de ABCR com base na expectativa de crescimento e da queda dos juros.

Pesquisas mostram que os maiores investidores brasileiros em capital de risco têm sido as entidades de previdência complementar, ou melhor, os chamados fundos de pensão. Esses fundos, na maioria das vezes, de empresas públicas como Petros, Funcef, e Previ e têm a possibilidade de investir uma parte da sua carteira em ativos com prazos mais longos, representando uma quantia significativa para os fundos.

3 ASPECTOS OPERACIONAIS DE CAPITAL DE RISCO

3.1 TIPOS DE INVESTIDORES

Considerando as características do investimento - de baixa liquidez, com alta expectativa de retorno, alto risco - os fundos de *Private Equity e Venture Capital* são atrativos para investidores que possuem elevado nível de riqueza e com um horizonte de retorno de longo prazo. Para Ribeiro (2005), dado o impacto econômico-social da atividade de PE/VC em termos da criação de empresas, geração de empregos e promoção da inovação, é comum encontrar agências multilaterais e governos (por meio de bancos de desenvolvimento, empresas públicas e autarquias) entre os investidores deste setor.

De acordo com o primeiro censo brasileiro da Indústria de *Private Equity e Venture Capital* o principal grupo de investidores são os institucionais (fundos de pensão e seguradoras) que aportaram 22,4% de todo o capital comprometido, ou seja, 39 dos 97 veículos de investimentos existentes no Brasil em 2004, contavam com pelo menos um investidor institucional como sócio ou cotista. A segunda grande parte dos recursos investidos advém das chamadas organizações-mães (as empresas ou instituições financeiras as quais a organização de PE/VC é vinculada. Fonte: A Indústria de PE/VC. 1º Censo Brasileiro (2006), responsáveis por 14,2% do total comprometido.

Após, aparecem as pessoas físicas externas à organização com 9,6% de comprometimento de capital, seguidos das *trusts* (espécie de fundo, onde o *trustee*, proprietário dos recursos financeiros, designa um gestor, o *truster*, para representá-

lo em seus interesses) e *endowments* (espécie de fundo de pensão de instituições acadêmicas nos EUA), fundos de investimentos internacionais, governos e empresas públicas, com 8,2%, 7,9% e 7,2% de investimentos respectivamente. Abaixo segue uma tabela com as principais classes de investidores de PE/VC, segundo o primeiro Censo Brasileiro da Indústria.

Tabela 1 - Distribuição do capital comprometido ao final do ano de 2004, segundo a classe de investidor.

Classe	Número de Veículos	Comprometimentos US\$ bilhões	Porcentagem válida
Investidores Institucionais	39	0,96	22,4
Organizações-mãe	23	0,61	14,2
Pessoas físicas externas à organização	33	0,41	9,6
Trusts e Endowments	7	0,35	8,2
Fundos de Investimento Internacionais	12	0,34	7,9
Governo e Empresas Públicas	27	0,31	7,2
Organizações Internacionais de PE/VC	8	0,28	6,5
Bancos Internacionais	15	0,26	6,1
Empresas Privadas Internacionais	14	0,23	5,4
Sócios da Organização gestora	37	0,19	4,4
Instituições oficiais internacionais	19	0,13	3
Outros	-	0,22	5,1
Sem Informação	-	1,29	-
TOTAL		5,58	100

Fonte: A Indústria de PE/VC. 1º Censo Brasileiro (2006).

O governo brasileiro vem atuando no mercado de capital de risco através de dois órgãos: o BNDESpar e a Finep. A BNDESPAR tem como filosofia alienar sua participação acionária na empresa, uma vez alcançada a maturidade do projeto através da colocação pulverizada de suas ações no mercado secundário de títulos, democratizando o controle do capital e fortalecendo o mercado de capitais, por meio de block-trades na bolsa.

A Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) é uma empresa pública que está vinculada ao Ministério da Ciência da Tecnologia (MCT) criada em 24 de julho de 1967. Posteriormente, a FINEP substituiu e ampliou o papel até então exercido pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e seu Fundo de Desenvolvimento Técnico-Científico (FUNTEC), constituído em 1964 com a finalidade de financiar a implantação de programas de pós-graduação nas universidades.

A FINEP atua em consonância com a política do Ministério da Ciência e Tecnologia (MCT), em estreita articulação com o Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq). Enquanto o CNPq apóia prioritariamente pessoas físicas, por meio de bolsas e auxílios, a FINEP apóia ações de C,T&I de instituições públicas e privadas. Os financiamentos e ações da FINEP são voltados para as seguintes finalidades:

- ampliação do conhecimento e capacitação de recursos humanos do Sistema Nacional de C,T&I;
- realização de atividades de pesquisa, desenvolvimento e inovação de produtos e processos;
- aumento da qualidade e do valor agregado de produtos e serviços para o mercado nacional visando a melhoria da qualidade de vida da população e a substituição competitiva de importações;

- incremento da competitividade de produtos, processos e serviços para o mercado internacional, visando o aumento das exportações;

- promoção da inclusão social e da redução das disparidades regionais;

- valorização da capacidade científica e tecnológica instalada e dos recursos naturais do Brasil.

Em maio de 2000, através de uma ação estratégica da Finep, foi lançado o Projeto Inovar, que tem por objetivo promover o desenvolvimento das pequenas e médias empresas de base tecnológica brasileiras através do desenvolvimento de instrumentos para o seu financiamento, especialmente o capital de risco.

Para Domingues (2006), o Projeto Inovar surgiu, não para ser uma fonte de financiamento, mas sim com a função de organizar a atração dos recursos privados para serem investidos, sob a forma de *Venture Capital*, em projetos de tecnologia de ponta.

3.2 ESTÁGIOS DO INVESTIMENTO

De acordo com o primeiro censo brasileiro da Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*, os aportes de recurso podem ser feitos em diversos estágios de

desenvolvimento de uma empresa. Conforme abordado no capítulo anterior, o termo *venture capital* costuma ser empregado como sinônimo de investimento em empresas que encontram-se em fase inicial do desenvolvimento, e pode ser classificado em três fases: a) capital semente (*seed capital*), estruturação inicial (*start-up*) e expansão.

Muitas empresas em estágio embrionário de desenvolvimento recorrem aos fundos de capital de risco para financiamento e apoio gerencial/estratégico. Geralmente os investimentos em empresas de estágio inicial de desenvolvimento se situam entre US\$ 500 mil a US\$ 2 milhões, de acordo com Fenn, Liang e Prowse (1995) apud Ribeiro (2005).

Para Kameyama (2001), as fases de *Venture Capital* podem ser entendidas como:

- **Seed Capital:** possui como objetivo permitir o desenvolvimento do conceito de um negócio. Geralmente os recursos são utilizados para pesquisas, desenvolvimento de um plano de negócios (*business plan*), testes e protótipos.
- **Start Up:** financiamento fornecido para o desenvolvimento inicial do produto/serviço e *marketing* inicial. As empresas geralmente se encontram em processo de formação ou se encontram em operação há um período muito curto de tempo, e não possuem seu produto sendo comercializado.

- Early Stage: empresas ainda não rentáveis, que necessitam de capital para produção comercial e vendas, mas que já completaram o ciclo de desenvolvimento do produto.

Já o termo *Private Equity* é comumente empregado para definir investimentos em empresas amadurecidas, e pode ocorrer sob diversas modalidades, tais como:

- Estágios Avançados (*Late Stage*): quando é realizado o aporte de capital em empresas que já atingiram uma taxa de crescimento relativamente estável e apresentam um fluxo de caixa positivo.
- Financiamento de Aquisições (*acquisition finance*): quando o capital é utilizado para expansão por meio de aquisições de outras empresas.
- Tomada de controle pelos executivos (*Managment Buyout*): ocorre quando o capital investido serve para financiar a equipe de gestores, da própria empresa ou externos, que objetivam adquirir o controle de uma outra empresa.
- Estágio pré-emissão (*bridge finance*): o investimento é realizado quando a empresa planeja uma introdução em bolsa de valores em um prazo de até dois anos.

- Recuperação empresarial (*turnaround*): o investimento é feito quando a empresa está passando por um momento de dificuldade financeira e/ou operacional e existe a possibilidade de recuperação.
- Mezanino: os investimentos ocorrem em estágios avançados de desenvolvimento da empresa.
- PIPEs: ocorre quando o fundo adquire a participação de uma empresa que já está listada em bolsas de valores.

Tabela 2 - Estágio das empresas investidas quando do primeiro aporte de VC/PE

Estágio	Número de empresas	Porcentagem
Venture Capital	204	66,70
Capital Semente (<i>Seed Capital</i>)	36	11,80
Estruturação Inicial (<i>Start-Up</i>)	72	23,50
Expansão (<i>Expansion</i>)	96	31,40
Private Equity	102	33,30
Estágio Avançado (<i>Later Stage</i>)	42	13,70
Financiamento para Aquisição (<i>Acquisition Finance</i>)	5	1,60
Tomada de controle p/ executivos (<i>Managment Buyout</i>)	3	1,00
Capital pré-emissão (<i>Bridge finance</i>)	1	0,30
Recuperação Empresarial (<i>Turnaround</i>)	6	2,00
Mezanino	2	0,60
PIPEs	43	14,10
TOTAL	306	100,00

Fonte: Censo Brasileiro de VC/PE (2005)

A tabela acima mostra o estágio de desenvolvimento das empresas quando receberam o primeiro investimento. É possível verificar, que grande parte das empresas estavam no ciclo de amadurecimento do negócio (*private equity*), cerca de 66%. Outro dado importante de ressaltar, é a baixo número de empresas de capital

mente que receberam o aporte, o que demonstra a preferência dos investidores por empresas com ciclo de maturação em andamento.

3.3 ATRATIVOS DE UMA EMPRESA PARA O INVESTIDOR

A partir do entendimento de que entre as intenções dos fundos de investimento com base no capital de risco está a potencialização do ganho dos investidores, entende-se ser necessária a exposição dos motivos principais que os levam a esse financiamento.

Pode-se destacar que as empresas mais atraentes para receberem o fomento advindo do capital de risco são as emergentes, de micro, pequeno e médio porte, com capacidade de desenvolver produtos e processos inovadores e com grande potencial de crescimento no mercado.

No Brasil, as pequenas empresas, entre as quais figuram as de tecnologia, por exemplo, significam uma opção pelo capital de risco, já que a obtenção de recursos financeiros no setor bancário está atrelada a exigências, como garantia de imóveis e bens que, na maioria dos casos, elas não têm possuem.

A aposta do capital de risco está vinculada, antes de tudo, a empresas inovadoras que, embora micro ou pequenas, possam apresentar um ciclo comercial completo, ou seja, que tenham faturamento, produto, canal de distribuição e clientes – itens primordiais para que possam vir a gerar bons negócios.

De olho em um mercado em expansão, as agências que aportam recursos em fundos de capital de risco ficam responsáveis por garimpar bons projetos, uma vez que os investidores ou fundos de investimento participam do empreendimento atraente da empresa, mantendo uma participação ativa como colaboradores na administração da empresa financiada, a fim de melhorar a sua gestão e garantir lucratividade.

Por outro lado, caberá aos capitalistas de risco compartilhar o risco da empresa. Nesse caso, se a empresa falhar, não obtendo o sucesso almejado, eles falham também. Esse é um dos motivos pelos quais a aplicação do capital de risco mantém a lógica de que quanto maior o risco, maior é possibilidade do retorno previsto. Daí a justificativa para a expressão “capital de risco”.

A partir das considerações acima expressas, pode-se mencionar que dentre os atrativos de uma empresa para o capital de risco, destacam-se algumas características relevantes, como:

- O fato da empresa configurar algo novo, com novos empreendedores;
- A reunião de capitais diferentes em que o investidor é um sócio ativo: pode lucrar com a empresa ou vir a perder com ela;
- A aceleração da transformação da estrutura econômica;

Para Takahashi (2006), com base nas informações do BNDES, os investidores buscam empresas com as seguintes características:

- setor econômico em pleno crescimento ou com indícios de forte crescimento futuro;
- empresa entre as três primeiras do seu mercado ou com capacidade de atingir esta colocação num prazo relativamente curto;
- empresa com equipe de gestão comprovadamente competente podendo demonstrar um *track record* de sucesso conjunto;
- rentabilidade atual ou potencial acima do normal;
- empresa com potencial de beneficiar-se do valor adicionado que o fundo trará;
- transparência contábil e administrativa e um alto nível de governança corporativa;

Em pesquisa realizada pela Pricewaterhousecoopers (2008) a atuação dos fundos de *Private Equity* no Brasil apresenta-se mais ampla do que nos outros países.

Em 2006 e 2007, destacaram-se os setores de construção, incorporação, real estate, alimentos, bens de consumo (duráveis e não duráveis), TI, educação, varejo, financeiro e de mineração.

Para 2008, além de movimentos nestes setores, a pesquisa evidencia investimentos nos setores de saúde, prestação de serviços, agronegócios, biotecnologia e associados a infra-estrutura.

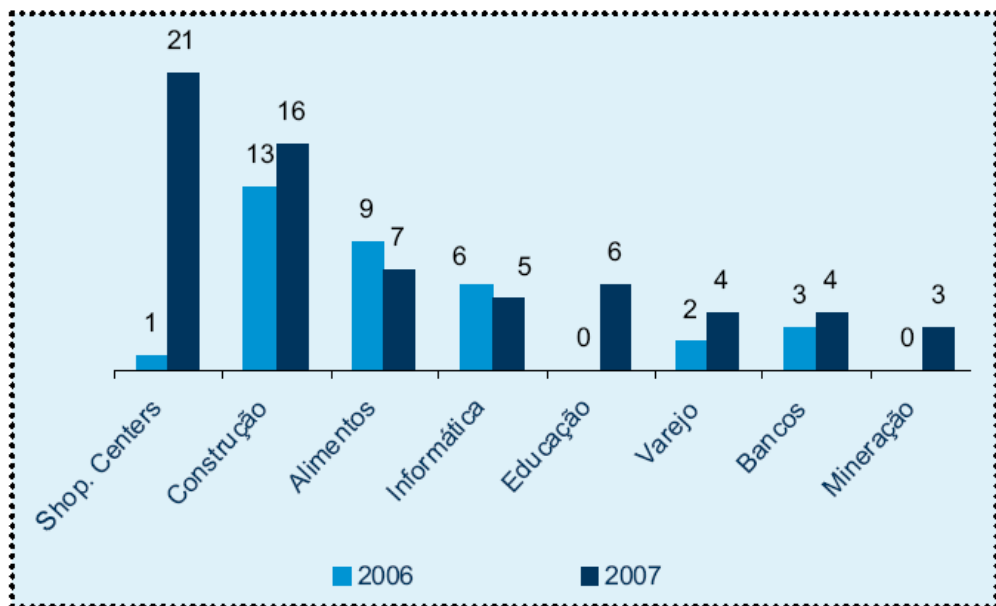


Gráfico 2 - Os 8 principais setores de investimento em *Private Equity* que foram responsáveis por 66% das transações no mercado

Fonte: PriceWaterhouseCoopers (2008)

A pesquisa relata ainda, a importância da atividade de Private Equity no desenvolvimento setorial, de investimentos e movimentos de fusões e aquisições no mercado mundial. Faz uma comparação do número de transações de M&A (*Mergers and Acquisitions*), que envolveram a indústria de capital de risco no Brasil,

nos anos de 2005 a 2007, e constatou-se que houve um expressivo aumento, passando 26 transações em 2005 para 110 em 2007. Uma das justificativas para esse resultado, segundo a pesquisa, é o fortalecimento da atividade dos grandes fundos, como: AIG, Advent, GP, Pátria, Gávea, entre outros, e a confirmação de novos fundos em atividade no Brasil: Blackstone, GE Capital, Morgan Stanley, entre outros.

3.4 O PROCESSO DE INVESTIMENTO EM CAPITAL DE RISCO

Para que uma empresa receba os recursos dos fundos de capital, ela passa por uma série de análises que podem durar até um ano. Segundo Takahashi (2006), existem seis fases desde o momento do aporte de capital até a saída. São elas:

a) Formulação do Plano de Negócios (*Business plan*)

Nesta fase, a empresa elabora um plano operacional detalhado, tendo um sumário executivo que descreva o negócio da empresa e uma descrição do investimento com dados dos produtos ou serviços oferecidos, análise de mercado, apresentação dos responsáveis com breve descrição e área de atuação, plano de investimento, proposta de parceira, plano de marketing, projeções financeiras, percentuais de financiamento e outros dados. O *business plan* deve ser apresentado aos possíveis investidores que entrarão em contato com os representantes da empresa para iniciar o processo de avaliação e auditoria (*due diligence*).

b) Carta de Confiabilidade e auditoria (*due diligence*)

Quando há interesse por parte dos investidores, é solicitada uma carta de confidencialidade para a apresentação da empresa à *due diligence*. Por meio da avaliação realizada por assessores jurídicos, consultores e auditores, a *due diligence*, ou seja, a verificação dos documentos da empresa, é realizada com o intuito de avaliar os resultados, ativos e passivos da empresa, bem como estabelecer possíveis contingências legais, contábeis e também a capacidade de geração de caixa.

Para Ribeiro (2005), a *due diligence* é a auditoria completa da oportunidade de investimento com vistas a verificar a consistência do plano de negócios, dos balanços, dos demonstrativos de resultados. Também envolve o levantamento de todos os passivos tributários, trabalhistas, ambientais, bem como as contingências contratuais. Através deste processo o gestor de PE/VC diminui o risco de que as informações fornecidas não reflitam a realidade da empresa em que pretende investir.

c) Cartas de Intenção (*term sheets*)

Após a avaliação prévia da *due diligence*, quando o investidor tem o interesse em adquirir parte da empresa, é negociada uma carta de intenção que estabelece, de forma detalhada, as principais condições que constarão no contrato de aquisição do investimento. Tal carta pode ser requisitada antes mesmo da efetivação da *due diligence*. As condições descritas na carta serão baseadas nas informações obtidas da empresa e, especialmente, no valor determinado pelo investidor.

d) Negociação e elaboração do contrato e acordo de acionistas

Na medida em que a possibilidade de compra das ações aumenta, novas condições são propostas e discutidas. Nesta fase, são solicitados alguns documentos que esclarecem como a empresa se relaciona com os seus acionistas, tais como o acordo de acionista, documento que deve conter cláusulas que protejam e antecipem qualquer probabilidade de problema. Os investidores precisam obter aprovação do conselho de administração da empresa para atuar nela. Várias questões, como o direito dos minoritários, direito de preferência em aumento de capital, *tag along*, estratégias de saída, entre outros, são discutidas e acertadas para que a empresa possa receber o investimento.

e) Monitoramento da performance da empresa

A gestão deve ser exercida com a participação conjunta dos investidores, com o intuito de orientar a empresa quanto a melhor maneira de valorizar o seu capital. A avaliação da empresa pelo investidor, ainda é, um tema bastante discutido. Alguns investidores utilizam o *fair value*, ou seja, a melhor estimativa que seja o valor da empresa, que pode ser por meio do laudo de avaliação econômica e patrimonial, atualização do valor contábil ou outra métrica cabível.

f) Estratégia de saída do fundo

Existem basicamente cinco formas de saídas para os investidores em capital de risco, são elas: venda estratégica, oferta pública inicial (IPO), revenda para o antigo acionista, venda para um terceiro, e a liquidação (write-off). A próxima seção destina para exclusivamente para detalhar cada uma destas maneiras de desinvestimento dos fundos de capital de risco.

3.5 ESTRATÉGIAS DE DESINVESTIMENTO

Para realizar os retornos financeiros esperados, as empresa de *Private Equity* e *Venture Capital*, necessitam revender sua participação nas empresas investidas. Essa etapa, mesmo quando não é lucrativa, chama-se saída (*exit*) e é fundamental para esse ramo de negócio Lerner (1999) Apud Ribeiro (2005). A oportunidade de realização de saídas, que cubram os custos de oportunidade dos recursos empregados, é condição necessária para a existência do capital de risco e depende de diversos fatores relacionados às competências do VC, características do empreendimento e especificidade do mercado em que atua Ribeiro (2005).

Para Leite (2001), as formas mais comuns de saída do investidor encontradas são: a) recompra das ações/quotas dos investidores; b) vendas das ações/quotas para outro investidor; c) venda da empresa para um concorrente ou empresa interessada em diversificar e ampliar sua área de atuação; d) subscrição de ações tornando a empresa uma S.A, e vendendo suas ações no mercado; e e)

encerramento das atividades. Abaixo, será feito um breve resumo de cada uma das formas de saída em capital de risco:

- **Recompra pelo empreendedor:** também conhecida como *buyback*, nesta modalidade o empreendedor recompra a participação detida pelo fundo, porém não é comum este tipo de saída no Brasil, devido às altas taxas de juros que encarecem o financiamento por meio de dívida;
- **Venda para outro investidor (*secondary sale*):** nesta modalidade de saída do investimento, o fundo detentor das ações da empresa repassa para outro investidor, geralmente um novo fundo de capital de risco.
- **Venda estratégica:** modalidade conhecida como *trade-sale* ocorre quando há a venda da totalidade das ações/quotas para um grande grupo empreendedor com atividade semelhante ou complementar à do empreendimento em questão. Na maioria dos casos, o comprador já possui relação contratual com a empresa adquirida e busca atingir objetivos estratégicos, com a entrada em um novo mercado. MACINTOSH (1997) apud Ribeiro (2005).
- **Introdução no mercado de ações:** modalidade conhecida como *IPO (Initial Public Offering)* é a forma de saída através da abertura de capital das empresas investidas. No Brasil, os exemplos mais conhecidos são das empresas que abriram o capital a partir 2004, na chamada segunda fase de desinvestimento da indústria. Empresas como: Gol, ALL Logística, TAM, Dasa, são casos de empresas que obtiveram sucesso com a abertura de

capital. Pesquisa realizada por Gompers (1998) citado por Ribeiro (2005) aborda a questão da saída do investimento pelo lado da rentabilidade. Nos Estados Unidos, os fundos de *Venture Capital e Private Equity*, obtém em média 60% do retorno com as transações feitas por meio de IPO's, enquanto que as operações de *trade-sale* geram em média 15% de retorno para os investidores. Porém, a partir dessa análise, não se pode concluir que o IPO seja a maneira mais ideal, sendo que estes são feitos por empresas geralmente mais lucrativas, que atingiram um determinado tamanho e, por isso, puderam ser oferecidas em bolsa de valores. Gompers (1998) apud Ribeiro (2005) alega que nem toda empresa é elegível ao IPO, devido a existência de elevados custos fixos, tais como: comissão para os bancos (incluindo o *underwriting*); honorários advocatícios; emolumentos pagos a bolsa de valores; contadores e auditores independentes, entre outros.

- **Liquidação (*Write-off*):** Nesta fase a empresa é desconstituída, e todos os ativos e são liquidados e divididos entre os acionistas e credores.

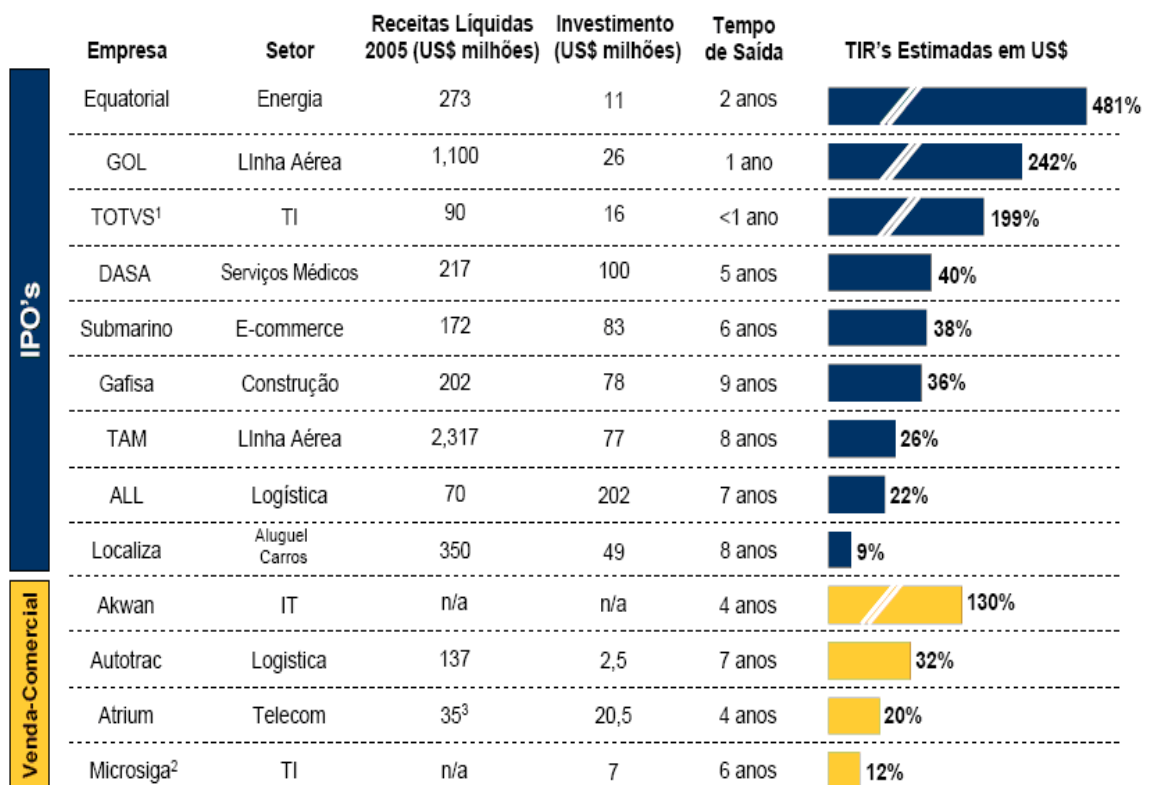


Gráfico 3 - Saídas bem sucedidas de PE/VC no Brasil

Fonte: Monitor Group 2007

O gráfico 5 apresenta as TIR's estimadas dos fundos de *Private Equity*, que como forma de saída do investimento utilizaram as estratégias de IPO's e *trade-sales*.

4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O método utilizado para a realização deste trabalho é uma pesquisa exploratória baseada nas empresas brasileiras que tiveram o capital de risco como fonte de financiamento de seus projetos de expansão. Para a elaboração desta pesquisa foram abordados os seguintes itens:

- Estudos de casos de empresas brasileiras que são consideradas exemplos de uma parceria de sucesso entre empresa e fundo de capital de risco. Esse estudo foi baseado em pesquisa realizada pela GVCepe, intitulado de “*Private Equity e Venture Capital em Ação*” realizado em abril de 2008, que relata como se deu processo de investimento nestas empresas, as estratégias corporativas em conjunto com o fundo, até a fase de saída do investimento através do lançamento das ações no mercado.

- Análise do desempenho das ações das 36 empresas que abriram o capital na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). A amostra contou com empresas dos mais variados segmentos, que realizaram IPO's no período de 2004 a 2007. Para verificar o desempenho destas ações foi analisada a variação da ação no período de três meses após o IPO, fazendo um comparativo com o Índice Bovespa, no mesmo intervalo de tempo.

Abaixo, podemos verificar as empresas que realizaram a abertura de capital entre 2004 a 2007, que foram financiadas por fundos de capital de risco.

Tabela 3: Empresas investidas que abriram o capital entre 2004 e 2007

	EMPRESA	ANO IPO	SETOR
1	NATURA	2004	CONSUMO
2	GOL	2004	TRANSPORTE
3	ALL Amer Lat	2004	TRANSPORTE
4	CPFL Energia	2004	UTILITIES
5	DASA	2004	SAÚDE
6	SUBMARINO	2005	VAREJO
7	LOCALIZA	2005	TRANSPORTE
8	UOL	2005	MÍDIA/TECNOLOGIA
9	VIVAX	2006	MÍDIA/TECNOLOGIA
10	GAFISA	2006	CONSTRUÇÃO
11	TOTYS	2006	MÍDIA/TECNOLOGIA
12	EQUATORIAL	2006	UTILITIES
13	ABNOTE	2006	MÍDIA/TECNOLOGIA
14	CSU Cardsyst	2006	OUTROS
15	BRASILAGRO	2006	CONSUMO
16	LUPATECH	2006	ÓLEO E GÁS
17	ABYARA	2006	CONSTRUÇÃO
18	SANTOS BRAS	2006	TRANSPORTE
19	ODONTOPREV	2006	SAÚDE
20	DUFYBRAS	2006	VAREJO
21	ANHANGUERA	2007	EDUCAÇÃO
22	EVEN	2007	CONSTRUÇÃO
23	BR Malls Part	2007	CONSTRUÇÃO
24	FER HERINGER	2007	VAREJO
25	METALFRIO	2007	REFRIG. COMERCIAL
26	BEMATECH	2007	MÍDIA/TECNOLOGIA
27	CR2	2007	CONSTRUÇÃO
28	CREMER	2007	IND. TECIDOS
29	MARFRIG	2007	CONSUMO
30	MRV	2007	CONSTRUÇÃO
31	PROVIDENCIA	2007	IND. QUIMICA
32	MULTIPLAN	2007	CONSTRUÇÃO
33	SATPEL	2007	IND. MOVELEIRA
34	LAEP	2007	IND. ALIMENTÍCIA
35	BM&F	2007	FINANÇAS
36	TEMPO Part	2007	OUTROS

Fonte: CRP Participações

- Realização de uma entrevista com o sócio e analista sênior de uma empresa gestora de capital de risco. No questionário foram abordados temas como: Estratégias de investimento dos fundos; perfil das empresas

investidas; introdução por parte dos fundos de uma gestão estratégica na empresa e o papel das agências nacionais de fomento como investidores de capital de risco.

5 ANÁLISE DE DESEMPENHO DAS EMPRESAS QUE ABRIRAM CAPITAL ENTRE 2004 A 2007

Conforme visto nos capítulos anteriores, as empresas que recebem este tipo de investimento são monitoradas temporariamente por uma equipe de profissionais altamente qualificados para dar todo tipo de apoio necessário à empresa e garantir a criação de valor para seus investidores. A amostra utilizada nesta pesquisa terá como referência as empresas investidas, que como forma de desinvestimento dos fundos de *Private Equity e Venture Capital*, abriram o capital em bolsas de valores no período de 2004 a 2007. A tabela abaixo mostra a participação do capital de risco nos IPO's que ocorreram no entre 2004 e 2007.

Tabela 4- Participação do capital de risco nos IPO's de 2004 a 2007

	2004	2005	2006	2007
IPO's	7	9	26	64
Participação PE/VC	5	4	12	16
%	71	44	46	25

Fonte: CRP Participações

Como podemos verificar, houve um aumento expressivo no número de empresas listadas na Bolsa de Valores. Com relação ao setor de atuação das empresas, conforme descrito na tabela () anterior, é possível verificar que o segmento de construção e locação de imóveis foi o que mais apresentou empresas investidas que abriram capital, aproximadamente 19%. Outros setores que merecem destaque são os de transporte e mídia/tecnologia, ambos com 13% na carteira mencionada.

Foi analisado, ainda, qual seria a participação destas empresas na composição do Ibovespa, e foi obtido o seguinte resultado:

Tabela 5 - Participação das empresas investidas na composição do Ibovespa

	EMPRESA	SETOR	% no Ibovespa
1	NATURA	CONSUMO	0,722
2	GOL	TRANSPORTE	0,989
3	ALL Amer Lat	TRANSPORTE	1,459
4	CPFL Energia	UTILITIES	0,551
5	SUBMARINO	VAREJO	1,000
6	TAM S/A	TRANSPORTE	0,818
7	VIVAX	MÍDIA/TECNOLOGIA	1,250
8	GAFISA	CONSTRUÇÃO	0,980
9	BM&F	OUTROS	3,944
		TOTAL	11,713

Fonte: Bovespa

A composição do Índice Bovespa refere-se ao quadriênio Setembro/Dezembro de 2008. O índice apresenta uma carteira de 66 ações de empresas brasileiras, consideradas de maior liquidez no mercado.

Conforme a tabela acima, podemos verificar que as empresas investidas, representam 11,713% de participação na composição do índice. Se considerarmos o número de empresas que estão na carteira do Ibovespa, das 66 empresas, 9 são empresas que receberam o investimento de capital de risco, aproximadamente 13,6%.

5.1 PARCERIAS DE SUCESSO ENTRE EMPRESAS E FUNDOS DE PRIVATE EQUITY

Em pesquisa realizada pela GVCepe (2008), foram analisadas quatro empresas de diferentes setores que são consideradas casos de sucesso quando o assunto é *Private Equity* e *Venture Capital*. Essas empresas, além de terem suas ações negociadas no Novo Mercado da Bovespa, contaram com o apoio dos fundos no sentido de auxiliar os gestores na profissionalização do negócio mediante a introdução da gestão estratégica, inovação e boas práticas de governança corporativa. A seguir, serão relatados, resumidamente, os casos de Dasa, Lupatech e Odontoprev.

5.1.1 Dasa

A Dasa (Diagnósticos da América S.A) é a maior empresa de medicina diagnóstica da América Latina. Essa posição é sustentada por uma série de números expressivos, como a realização de mais de 3 mil tipos de exames de análises clínicas e de imagem; o atendimento, diário, de mais de 25 mil clientes; um faturamento, em 2007, de quase R\$ 1 bilhão; e um EBITDA ajustado de quase R\$ 200 milhões, representando algo ao redor de 21% de margem. Além disso, de 2001 a 2007, a empresa cresceu em média um pouco mais de 23% ao ano. No âmbito internacional, a Dasa ocupa a 5ª posição no ranking de seu setor.

O caso da empresa revela que esse crescimento só ocorreu, devido a uma parceria entre um médico visionário e uma empresa de *Private Equity*, que além de aportar capital, aproximou a Dasa das melhores práticas de gestão.

O plano estratégico da Dasa previa uma expansão para que ela se tornasse uma das maiores provedoras de serviços de medicina diagnóstica do Brasil. Contudo, para que isso ocorresse, a maior parte da expansão e do crescimento teria que ser através de aquisições de outras redes de laboratórios. Como a empresa não desfrutava de capital para lançar na jornada de aquisições, procurou uma parceria com um fundo de capital de risco.

O fundo escolhido pela empresa para o financiamento do seu projeto foi o *Pátria Investimentos*, um fundo de origem nacional. O Pátria adquiriu 63% do capital da Dasa em 1999, e possuía como tese de investimento, consolidar a empresa no mercado de forma a obter maior escala e menores custos. Adicionalmente, entre os objetivos do investimento figuravam a consolidação da DASA como uma empresa, ao mesmo tempo: multiproduto, com ênfase na centralização de serviços em um mesmo local; multimarca, mantendo diferentes marcas regionais para diferentes segmentos de mercado; multirregião, para garantir escala e volume; e multipagadora, com uma ampla base de pagadores, para se diluírem os riscos de negociação e inadimplência.

Entretanto, a grande contribuição do fundo de capital de risco deu-se no campo de aquisições. O Pátria criou uma equipe de profissionais para coordenar o processo que propiciou a aquisição de mais de 14 laboratórios nos últimos anos.

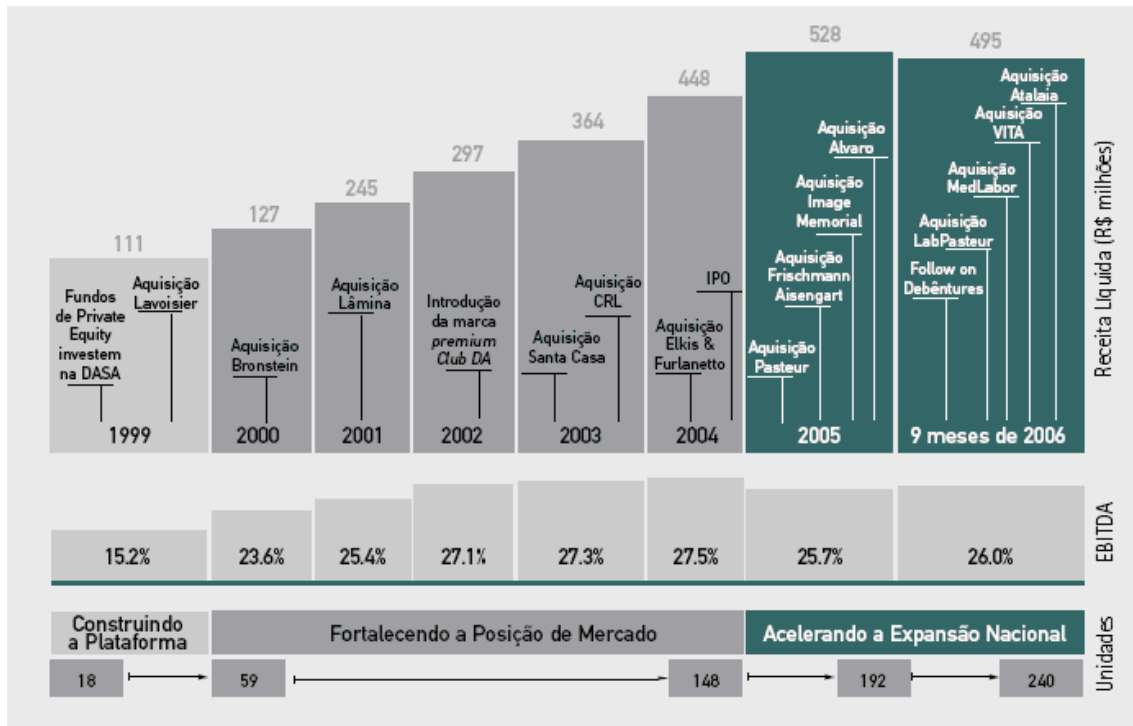


Gráfico 4 - Histórico de aquisições da Dasa – 1999 a 2006

Fonte: GVCepe. *Private Equity em Ação*. Vol. 1. 2008

O gráfico mostra a trajetória da Dasa após o ingresso do fundo de investimento Patria, evidenciando os processos de aquisições, aumento da receita líquida, resultado EBTIDA e a expansão do número de unidades.

O lançamento das ações no mercado não fazia parte da estratégia de saída do investimento, tanto para a empresa quanto para o fundo. Acreditava-se que a chamada saída estratégica (*trade-sale*), poderia ser uma forma mais rentável que o *IPO*, tendo em vista as grandes sinergias que seriam obtidas pelo comprador. Porém, em 2004 o mercado abriu uma janela de oportunidade para que a empresa

realizasse a abertura de capital em bolsas de valores. Com essa operação, a empresa arrecadou aproximadamente R\$ 437 milhões, sendo 68% oriundos de investidores estrangeiros, e tornou-se a primeira empresa de saúde da América Latina com capital aberto em bolsa. Em 2005, a empresa utilizou esses recursos para ingressar em novos mercados por meio da aquisição de mais 8 laboratórios.

Com o IPO, a DASA tornou-se o maior e o melhor investimento realizado pelo Pátria, sendo ainda o caso de melhor desempenho financeiro no conjunto de empresas em que os fundos do Pátria investiram. O investimento inicial de aproximadamente US\$ 60 milhões gerou o caso de maior sucesso do Pátria Investimentos. (Ribeiro 2008)

5.1.2 Lupatech

A Lupatech é uma grande empresa brasileira do setor metal-mecânico. Foi fundada em 1980, com a criação da Microinox, a qual utilizava o processo de fundição de precisão para produção de componentes fundidos para válvulas. A empresa possui hoje, 23 unidades industriais no Brasil e na Argentina, e está presente nos EUA e na Índia.

A atuação da empresa dá-se em três segmentos: *óleo & gás, flow e metal*. No segmento de Óleo & Gás, oferece produtos com alto valor agregado e serviços para a indústria de petróleo e gás. Esse negócio representa para a Lupatech cerca de 66% do seu faturamento e possui como principais clientes as empresas do sistema Petrobrás. No segmento *flow*, a empresa possui a liderança no Mercosul na

produção e comercialização de válvulas industriais. Essas válvulas são bastante utilizadas na indústria química, petroquímica, de máquinas e equipamentos, construção civil e alimentícia. Representa em média 21% das receitas da Lupatech. Com relação ao segmento *metal*, a empresa é líder no Brasil na produção de peças, partes complexas e subconjuntos direcionados principalmente para a indústria automobilística mundial através de processos de fundição de precisão e injeção de aço. Esta área é responsável por 13% das receitas, e apresenta como principais clientes grandes empresas como: General Motors, OPEL, Bosch, Dana, Albarus, entre outras.

A inovação sempre foi um aliado muito forte para a empresa. A Lupatech foi a primeira empresa da América Latina a fazer a injeção de aço, tecnologia utilizada para produção de computadores. Além disso, também conquistou patentes internacionais por processos inovadores, reconhecidos como o Prêmio Finep de Inovação Tecnológica.

A primeira parceria com um fundo de capital de risco ocorreu em 1987, quando a empresa gaúcha CRP (Cia Riograndense de Participações), em conjunto com o BRDE (Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul), investiram aproximadamente US\$ 1 milhão na empresa. Com isso, a Lupatech tornou-se a primeira e única empresa brasileira do setor de válvulas a receber o aporte de PE/VC, segundo Ribeiro (2008). A partir daí, a Lupatech teve seu crescimento marcado pela atuação dos fundos e gestores de fundos de capital de risco. Em 1995, novamente a CRP em conjunto com o Bozano Simonsen Advent aportaram recursos na empresa para que esta pudesse realizar seus projetos. Em 2001, foi a

vez do BNDESPar realizar investimentos na forma de debêntures conversíveis em ações. Em seguida, no ano de 2003, a GP Investments, uma das maiores organizações de PE/VC do Brasil, ingressaram na empresa, através do fundo GP Tecnologia.

Para o presidente da Lupatech, Nestor Perini,

“...os desafios que foram vencidos até agora tiveram no apoio dos investidores de capital de risco o grande fator diferenciador. Se não fosse isso, certamente a Lupatech estaria longe do que é hoje”

Fonte: Private Equity e Venture Capital em Ação.(2008)

No período de 1984 a 1996, as receitas da Lupatech cresceram em média de 30% ao ano. De 1997 a 2000, a empresa passou por um processo de estagnação, devido principalmente, a adoção do Plano Real, que segundo Perini, fez com que a empresa aprendesse a ganhar dinheiro sem inflação. Esse período de baixo crescimento, fez com que os investidores da empresa estudassem as estratégias de desinvestimento, pois já estavam satisfeitos com o retorno obtido até então.

Nesse ambiente, foi que os novos investidores ingressaram na empresa, como BNDESPar e o GP Investments. Esses capitalistas de risco entraram com novos aportes de capital, trazendo para a empresa novas metas agressivas para o crescimento nos próximos anos. A partir de 2003, o crescimento da Lupatech nos três próximos anos foi em média de 60%, fazendo com que a receita saltasse de US\$ 27 milhões para US\$ 194 milhões.

Com o apoio dos fundos de capital de risco, a Lupatech obteve o que grande parte das grandes empresas brasileiras buscam – a consolidação no seu mercado de atuação. No total foram 14 aquisições de empresas, iniciando em 1993 com uma empresa argentina, segundo Ribeiro (2008). Em 2006, a empresa realizou o IPO, levando cerca de R\$ 453 milhões e ingressando no Novo Mercado da Bovespa.

O caso da Lupatech, demonstra que a parceria entre gestores, empresa e investidores, combinados com processos inovadores e capital, foram fundamentais para a criação de uma empresa de atuação internacional. Os representantes dos fundos GP Investments e BNDESpar, ressaltam que o resultado desta parceria, deve-se em grande parte aos diretores da empresa, sempre abertos para a construção das estratégias para a sua empresa.

5.1.3 Odontoprev

A empresa foi fundada em 1987 por uma equipe de profissionais de odontologia que identificaram a oportunidade de propiciar planos odontológicos a clientes corporativos que já tinham o histórico de extensão desse tipo de benefício em seus países de origem e que demandavam elevado grau de profissionalização, qualidade e tecnologia.

A parceria com o fundo de *Private Equity* ocorreu em 1998, quando a TMG Capital Partners, ingressou na empresa adquirindo dois terços do seu capital. Neste

período, a empresa apresentava um faturamento de aproximadamente US\$ 8,7 milhões, 82 funcionários e cerca de 3% de participação no mercado.

A estratégia utilizada pelos fundadores da empresa e pelos investidores de capital de risco, foi aliar o poderio e competência financeira da TMG, com a atratividade do mercado de planos odontológicos, e fazer com que a Odontoprev se tornasse líder no mercado. A estratégia de aquisições foi levada a cabo com sucesso. Em 1999 e 2000, a Odontoprev adquiriu três competidores menores: Unidont, Cade e Clidec. Entre 2002 e 2006, a empresa aumentou seu número de usuários em 150%. As receitas cresceram de US\$ 32,9 milhões para US\$ 85,0 milhões.

Em novembro de 2006, a empresa completou sua oferta pública inicial, capitalizando R\$ 171.411 mil líquidos de despesas de colocação desembolsadas no ano de 2006. Com a operação, 18.643.973 ações foram vendidas ao preço unitário de R\$ 28,00, resultando uma capitalização de R\$ 522.milhões. Nestes termos, a OdontoPrev tornou-se uma empresa de controle pulverizado, com 84,2% das ações em circulação no mercado.

Atualmente, a empresa possui mais de 2 milhões de associados, 3 mil clientes corporativos e uma rede de 14 mil dentistas atuando em mais de mil cidades brasileiras. Ribeiro (2008).

Abaixo está a evolução do quadro de associados da Odontoprev, no período de 2002 a 2007, momento em que se deu o primeiro investimento de *Private Equity* na empresa.

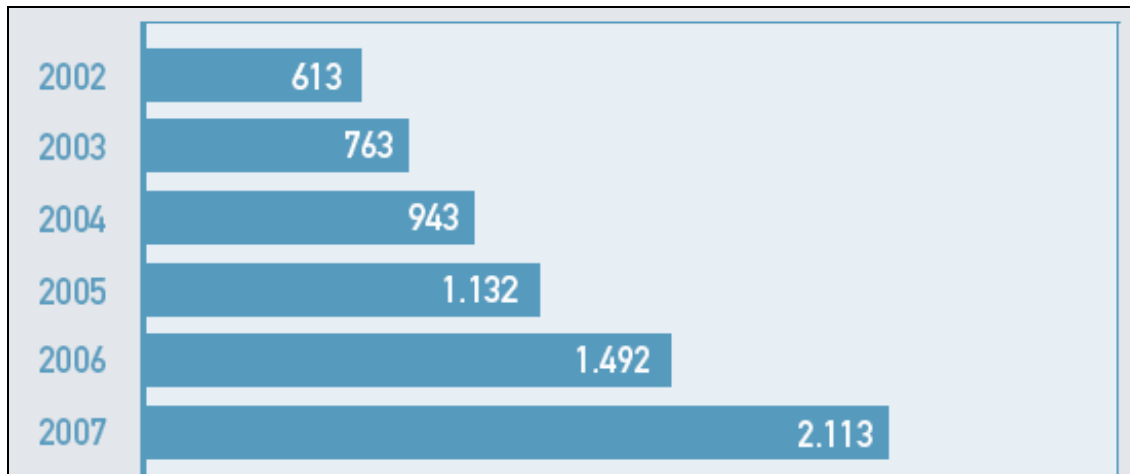


Gráfico 5 - Evolução do quadro de associados entre 2002 a 2007
Fonte: Private Equity e Venture Capital em Ação. Agosto de 2008

5.2 Histórico de retorno das ações das 36 empresas investidas

Tabela 6: Retorno das ações de empresas investidas que abriram o capital entre 2004 e 2007

	EMPRESA	CÓD. AÇÃO	DATA IPO	COTAÇÃO	DATA REF.	COTAÇÃO	% AÇÃO	% IBOV
1	Natura	NATU3	25/5/2004	6,070	25/8/2004	8,609	41,83	22,27
2	Gol	GOLL4	23/6/2004	24,871	23/9/2004	28,081	12,91	10,11
3	All Amer Lat	ALLL11	24/6/2004	0,906	24/9/2004	1,120	23,66	10,93
4	CPFL Energia	CPFE3	22/10/2004	11,753	24/1/2005	13,214	12,43	6,43
5	DASA	DASA3	18/11/2004	19,857	18/2/2005	30,471	53,45	10,82
6	Submarino	SUBA3	29/3/2005	18,683	29/6/2005	15,235	(18,46)	(2,77)
7	Localiza	RENT3	20/5/2005	3,453	20/8/2005	4,784	38,55	11,17
8	UOL	UOLL4	15/12/2005	17,979	15/3/2006	16,440	(8,56)	15,21
9	Vivax	NETC4	7/2/2006	24,500	7/5/2006	32,900	34,29	13,55
10	Gafisa	GFSA3	16/2/2006	18,327	16/5/2006	23,677	29,19	3,03
11	Totvs	TOTS3	8/3/2006	30,846	8/6/2006	33,738	9,38	(4,97)
12	Equatorial	EQTL3	31/3/2006	12,244	31/06/2006	13,253	8,24	(1,57)
13	ABNote	ABNB3	26/4/2006	15,830	26/7/2006	13,562	(14,33)	(9,44)
14	CSU Cardsyst	CARD3	28/4/2006	18,000	28/7/2006	11,810	(34,39)	(7,39)
15	Brasilagro	AGRO3	28/4/2006	9,980	12/7/2008	10,978	10,00	(10,24)
16	Lupatech	LUPA3	12/5/2006	21,926	12/8/2006	25,514	16,36	(9,06)
17	Abyara	ABYA3	26/7/2006	8,256	26/10/2006	10,898	32,00	8,33
18	Santos Brás	STBP11	12/10/2006	22,360	12/1/2007	26,249	17,39	10,92
19	Odontoprev	ODPV3	30/11/2006	27,233	30/02/2007	39,877	46,43	3,78

20	Dufrybras	DUFB11	19/12/2006	26,695	19/3/2007	34,553	29,44	0,28
21	Anhanguera	AEDU11	9/3/2007	18,000	9/6/2007	27,500	52,78	19,58
22	Even	EVEN3	30/3/2007	11,444	30/6/2007	17,315	51,30	20,89
23	BR Malls Part	BRML3	4/4/2007	15,000	04/072007	25,460	69,73	19,64
24	Fer Heringer	FHER3	11/4/2007	16,621	11/7/2007	23,357	40,53	20,06
25	Metalfrío	FRIO3	12/4/2007	18,945	12/7/2007	27,799	46,74	21,69
26	Bematech	BEMA3	18/4/2007	14,898	18/7/2007	19,963	34,00	18,16
27	CR2	CRDE3	20/4/2007	19,375	20/7/2007	21,313	10,00	16,26
28	Cremer	CREM3	27/4/2007	16,867	27/7/2007	20,992	24,46	7,50
29	Marfrig	MRFG3	28/6/2007	16,804	28/9/2007	18,871	12,30	11,67
30	MRV	MRVE3	20/7/2007	25,936	20/10/2007	34,914	34,62	6,57
31	Providencia	PRVI3	26/7/2007	14,969	26/10/2007	13,472	(10,00)	19,26
32	Multiplan	MULT3	26/7/2007	25,000	26/10/2007	25,490	1,96	19,26
33	Satipel	SATI3	20/9/2007	12,752	20/12/2007	10,545	(17,31)	8,45
34	Laep	MILK11	30/10/2007	7,500	30/1/2008	5,900	(21,33)	(6,36)
35	BM&F	BMEF3	29/11/2007	19,745	29/2/2008	17,800	(9,85)	2,14
36	Tempo Part	TEMP3	17/12/2007	7,000	17/3/2008	4,850	(30,71)	0,31

Fonte: Economática

Com base nas informações que estão descritas na tabela anterior, é possível observar o desempenho de cada ação, no intervalo de tempo de três meses após a realização da abertura de capital. Para possibilitar uma análise destes retornos, utilizou-se a variação do índice Bovespa no mesmo intervalo de tempo.

Logo, os resultados obtidos foram:

- Das 36 empresas que estão relacionadas, 25 delas (70%) tiveram o desempenho das ações acima do Ibovespa no período considerado;
- As empresas relatadas nos estudos de casos: Dasa, Lupatech e Odontoprev, tiveram o desempenho de suas ações muito acima da variação do índice. As ações da Dasa apresentaram um retorno de 53% nos três primeiros meses após a realização do IPO, enquanto que o Ibovespa variou 10,82%, ou seja, um retorno de aproximadamente 389% acima do *benchmark* utilizado. Mais expressivo, ainda, foi o resultado obtido pelas ações da Odontoprev, uma variação de 46,43% contra 3,78% do índice, um retorno de cerca de 1.130% acima. Já a Lupatech apresentou uma variação de 16,36% contra um desempenho negativo de 9,06% do Ibovespa;

- Das últimas seis empresas que abriram o capital, todas elas apresentaram o desempenho de suas ações inferior em comparação com o índice da Bolsa, fato que pode ser explicado em função da crise financeira mundial iniciada em meados de 2007.

6 CONCLUSÃO

Com o crescimento do mercado de capitais no Brasil nos últimos anos, a indústria de *Private Equity* tornou-se uma importante ferramenta para o financiamento de empresas emergentes. O cenário econômico brasileiro, no início dos anos 90, com a abertura ao capital externo, favoreceu a entrada maciça destes investidores, que viam no país ótimas possibilidades de retorno.

O aumento expressivo do capital comprometido pela indústria de capital de risco entre os anos de 1999 e 2004, é reflexo de uma série de fatores, dentre os quais, pode-se destacar a elevada taxa de juros para os financiamentos. Além disso, a atuação de agentes de fomento como BNDESpar e Finep, contribuíram para o fortalecimento da indústria.

A pesquisa verificou que, para as pequenas e médias empresas em fase de desenvolvimento, os fundos de *Private Equity* possibilitam financiamento que, em função dos seus portes e tempo de constituição, enfrentam grandes dificuldades em acessar os mercados tradicionais de dívida. As empresas investidas também se beneficiam da experiência e *know-how* detido pelos gestores dos fundos, que prestam grande apoio na gestão das empresas, contribuindo ativamente em diversas áreas, incluindo as de planejamento financeiro e as de assessoria estratégica.

Pelo trabalho realizado, foi possível constatar que o modelo brasileiro de capital de risco apresenta particularidades em relação ao modelo norte- americano.

Em ambos os casos, a indústria de Private Equity gerencia, em sua maioria, recursos oriundos dos fundos de pensões e apresenta nos setores de TI, aqueles que mais recebem os aportes. O grande diferencial do caso brasileiro, está, sem dúvida, na diversificação dos setores que são investidos pelos fundos de capital de risco nos últimos dois anos. A pesquisa realizada pela PriceWaterhouseCoopers, revelou o Brasil como o país que apresentou a maior diversificação setorial dos investimentos. Setores considerados estratégicos, como transporte, infra-estrutura e construção, podem ter sido os mais beneficiados em função da ineficiência de recursos disponibilizados pelo governo para essas áreas.

Por outro lado, o trabalho serviu para mostrar que grande parte das empresas que foram investidas e que, como forma de desinvestimento dos fundos, tiveram suas ações lançadas em bolsa de valores, apresentaram retornos acima da média do mercado para os seus investidores. Casos, como da Dasa, da Lupatech, e da Odontoprev, mostram que quando existe um plano de negócios bem definido e uma estratégia corporativa diferenciada, fazem com que o capital de risco se transforme em um mecanismo de apoio para o desenvolvimento das empresas no Brasil.

Por fim, como forma de sugestão para pesquisas futuras, sugere-se o estudo dos motivos que fazem com que as empresas em fase embrionária de desenvolvimento, as chamadas de capital semente (seed capital), apresentem baixa atratividade por parte dos fundos, através da análise dos riscos inerentes ao investimento.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, Martinho I. Ribeiro; RIBEIRO, Leonardo, L. **Estratégias de Saída em Capital de Risco**. R. Adm. Vol 40. São Paulo. 2005

Dasa. Disponível em <http://www.dasa.com.br/>. Acesso em Setembro de 2008.

DOMINGUES, Rosilene Matos. **Financiamento da Pequena Empresa Inovadora pela Finep/MCT: Estudo da Linha Especial para o Fórum Brasil Capital de Risco**. XXIV Simpósio de Gestão de Inovação Tecnológica. Gramado (2006).

Finep. Disponível em: <<http://www.finep.gov.br/>>. Acesso em: novembro. 2007.

FURTADO, Cláudio Vilar; CARVALHO, Antônio Gledson; RIBEIRO, Leonardo L. **A indústria de Private Equity e Venture Capital, 1ª Censo Brasileiro**. São Paulo. Ed Saraiva. 2006.

GONÇALVES, Eduardo. **Financiamento de Empresas de Base Tecnológica: algumas evidências da experiência brasileira**. Revista Econômica do Nordeste. 2002.

GORGULHO, Luciane F. **Capital de Risco: Uma Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica – O Caso da Contec**. Dissertação de Mestrado. UFRJ. Rio de Janeiro. 1996

IZIQUE, Cláudia; OLIVEIRA, Marcos. **Capital de Risco Tecnologia: um casamento de interesses**. Rio de Janeiro. 2003

KAMEYAMA, Rui. **Visão Geral das Atividades de Private Equity**. Monografia. IBMEC. Rio de Janeiro. 2001

LEITE, César Ricardo; SOUZA, César A. **Os Fundos de “Private Equity” como uma alternativa de financiamento de capital de risco às empresas no Brasil, através da participação acionária e administrativa**. 5º SEMEAD. Junho 2001.

LOPES, Alexsandro B.; FURTADO, Cláudio V. **Private Equity na Carteira de Investimentos das Entidades de Previdência Privada**. Dezembro de 2006.

Lupatech. Disponível em <<http://www.lupatech.com.br/>>. Acesso em Setembro de 2008.

Odontoprev. Disponível em <<http://www.odontoprev.com.br/>>. Acesso em Setembro de 2008.

Private Equity e Venture Capital no Brasil. *Corporate Finance*. PricewaterhouseCoopers. Abril de 2008.

Private Equity e Venture Capital no Brasil. Relatório Monitor Group. Março de 2007.

Revista Valor Econômico. **A indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil**. 1ª Ed. São Paulo. FGVCepe. 2007

RIBEIRO, Leonardo L. **O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital**. Dissertação de Mestrado. FEA/USP. São Paulo. 2005

SALLES, Sérgio F. **A Trajetória Recente do Venture Capital no Brasil**. XXIV Simpósio de Gestão de Inovação Tecnológica. Gramado (2006).

SANTOS, Levindo Coelho. O papel do capital de risco no desenvolvimento corporativo. Artigo. 2003

TAKAHASHI, Janaína Tiemi. **Avaliação da Carteira de Ativos nos Fundos de Venture Capital e Private Equity**. 4ª Ed. São Paulo. Atlas. 2006

Venture Capital Brasil. Portal Capital de Risco. Disponível em: http://www.venturecapital.gov.br/vcn/historico_CR.asp. Acesso em: novembro 2007.

Venture Capital e Private Equity no Brasil. Instituto Empreender Endeavor. Disponível em: <<http://www.endeavor.org.br/>>. Acesso em: outubro. 2007.

ANEXO A - Entrevista com o sócio e analista sênior de uma empresa gestora de fundos de capital de risco

A seguir é apresentada uma entrevista realizada com o sócio e analista sênior de uma empresa gestora de capital de risco. O questionário contém seis perguntas e foi realizado dia 14 de Novembro de 2008.

1. Como são definidas as estratégias de investimento dos fundos da empresa? Qual o perfil das empresas investidas? Quais os critérios decisivos para definir o investimento em uma empresa (idéia inovadora X experiência)?

Para o entrevistado, os investimentos levam em consideração diversos fatores. Entre eles está a figura do empresário, sendo a referência do negócio investido. O empresário é quem possui os conhecimentos necessários para que os projetos venham a apresentar sucesso para os investidores, seja através do conhecimento operacional, ou com o posicionamento de liderança para a equipe.

Com relação ao perfil das empresas investidas, o entrevistado afirma que a empresa gestora está passando por um processo de mudança com relação as etapas de investimento. A empresa vinha investindo basicamente em empresas em estágios iniciais de desenvolvimento, conhecidas como Venture Capital. Devido a problemas no passado, a gestora de fundos vem posicionando seus investimentos em empresas em fases de expansão que apresentam modelos de negócios comprovados. as chamadas Private Equities.

Os criterios utilizados pela gestora, levam em consideracao modelos de negocios que apresentem um diferencial competitivo, seja um produto, um serviço, ou ate

mesmo o posicionamento no mercado. Considera o fato de que a gestora atua nas empresas através de participações minoritárias, atuando no ambiente estratégico, no sentido de avaliação da equipe.

2. No caso de empresas com pouca ou nenhuma experiência administrativa e gerencial, a empresa, como administradora de fundos, procura aportar “expertise” gerencial?

Sim. Para o entrevistado, no passado recente existia uma equipe de profissionais que eram alocados internamente na empresa investida. Porém, pelo fato dos investimentos, em sua maioria, estarem relacionados com projetos em desenvolvimento, a atuação desta equipe, vem se desenvolvendo no campo estratégico, seja através da contratação de profissionais, até o treinamento da equipe de funcionários. Confirma novamente a importância da figura do empresário, como o idealizador do plano de negócios e o seu papel de liderança frente a equipe.

3. Os fundos da empresa contam com investidores corporativos dentre seus principais cotistas?

Sim. Atualmente, os grandes investidores do mercado de capital de risco no Brasil são os fundos de pensão, nacionais e regionais. Existem, ainda, outros *players* que merecem destaque, como: o Banco Mundial, o BID, entre outros.

4. Os fundos da empresa contam com agências nacionais de fomento dentre seus principais cotistas? Se sim, como a empresa avalia a participação destas no fundo?

Sim. A empresa, como as demais gestoras de fundos de capital de risco no Brasil, apresentam em seus fundos, uma grande quantia de recursos oriundos de programas do governo. Os principais são, sem dúvida, os aportes do BNDES, através do BNDESPar e a Finep (Financiadora de Estudos e Projetos). Revela, ainda, a participação do SEBRAE, na indústria de capital, porém sem muita representatividade.

5. Como a empresa avalia a saída do investimento? Existe alguma preferência por determinado tipo de saída?

De acordo com o entrevistado, a determinação da melhor forma de saída do investimento é um processo difícil de ser mensurado no momento inicial da parceria, pois depende de diversos fatores. Existem, na formulação do plano de negócios, possíveis rotas de saídas para o investimento, que são revistas periodicamente. Considerando o fato de que a empresa estava investindo, principalmente, em empresas em desenvolvimento inicial, as *venture capital*, as formas de saída mais comuns eram a recompra pelos próprios sócios (*buyback*). Porém, com a mudança no perfil dos investimentos, o entrevistado acredita que irão abrir novas formas para o desinvestimento, como a venda estratégica (*trade sale*) ou até mesmo o *IPO*.

6. Quais as perspectivas para a indústria de PE/VC no Brasil?

Para o entrevistado, devido o cenário econômico atual, com a elevação das taxas de juros para aplicações, a forte volatilidade das ações nas bolsas de valores, os investidores estão um pouco receosos em destinar os recursos para o mercado de renda variável e acabam optando por investimentos mais seguros. Para a indústria de PE/VC no Brasil e no mundo, aqueles fundos que conseguiram uma boa capitalização antes do colapso do sistema financeiro, encontram-se hoje em posições confortáveis. Esses fundos estão tendo ótimas oportunidades de investimento, pois com a crise, os preços dos ativos se ajustaram. Outro aspecto que o entrevistado aborda, é que antes do desenvolvimento da crise financeira, as taxas de juros para financiamento estavam mais baixas, o que tornava o investimento em *Private Equity* menos atrativo.

