

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

RISCOS E BENEFÍCIOS DE INVESTIMENTOS DE *PRIVATE EQUITY*, E O
POTENCIAL DO SETOR, FACE À SITUAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA

CARLOS ROBERTO CREDIDIO CORDEIRO

Porto Alegre

2006

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

RISCOS E BENEFÍCIOS DE INVESTIMENTOS DE *PRIVATE EQUITY*, E O
POTENCIAL DO SETOR, FACE À SITUAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA

CARLOS ROBERTO CREDIDIO CORDEIRO

Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia, modalidade profissionalizante, com ênfase em Economia Aplicada.

Porto Alegre

2006

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)

Responsável: Biblioteca Gládis W. do Amaral, Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS

C794r

Cordeiro, Carlos Roberto Credidio

Riscos e benefícios de investimentos de private equity, e o potencial do setor, face à situação da economia brasileira / Carlos Roberto Credidio Cordeiro. – Porto Alegre, 2006.

99 f. : il.

Ênfase em Economia Aplicada.

Orientador: Gilberto de Oliveira Kloeckner.

Dissertação (Mestrado Profissional em Economia) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre, 2006.

1. Capital de risco : Brasil. 2. Mercado de capitais : Brasil. 3. Investimento. 4. Risco financeiro. 5. Economia : Brasil. I. Kloeckner, Gilberto de Oliveira. II. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Faculdade de Ciências Econômicas. Programa de Pós-Graduação em Economia. III. Título.

CDU 336.76

RISCOS E BENEFÍCIOS DE INVESTIMENTOS DE *PRIVATE EQUITY*, E O
POTENCIAL DO SETOR, FACE À SITUAÇÃO DA ECONOMIA BRASILEIRA

CARLOS ROBERTO CREDIDIO CORDEIRO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia, modalidade profissionalizante, com ênfase em Economia Aplicada.

Aprovada em: Porto Alegre, 06 de Novembro de 2006.

Prof. Dr. Ronald Otto Hillbrecht

UFRGS

Prof. Dr. Paulo Schmidt

UFRGS

Prof. Dr. Oscar Claudino Galli

UFRGS

DEDICATÓRIA

Para minha esposa Karine.
Minha luz e minha guia.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus chefes, Altamar Garcia Mendes, Eugenio Carlos Erichsen e Irany Sant'Anna Jr., além da compreensão pelos momentos dedicados ao estudo, pela colaboração imprescindível que deram, direta ou indiretamente, para que eu pudesse ampliar minha visão sobre as coisas. Ao pessoal da CRP, em especial ao Dr. Clóvis Meurer, sempre atencioso e disponível para me mostrar o caminho das pedras. À PAT Telecom, na figura de seu sócio José Guilherme Romanini Domingos, pela oportunidade, mas principalmente pela amizade. Agradeço, ainda, aos meus pais, meus irmãos e à minha esposa por todo tipo de apoio e incentivo.

RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar o potencial da indústria de private equity no atual momento da economia brasileira. Os recursos utilizados para subsidiar essa análise foram a reconstituição histórica do mercado de *private equity* nos Estados Unidos e no Brasil, a descrição dos dados mais recentes da indústria local e a revisão de alguns casos de sucesso ocorridos no Brasil. A contextualização do momento econômico foi centrada no desenvolvimento econômico, nos níveis de poupança, investimento e crédito do sistema financeiro. Foi levada em conta, também, uma análise comparativa da situação do segmento de private equity em economias emergentes como Rússia, Índia e África do Sul, que de alguma forma se assemelham ao Brasil. Finalmente, a ponderação entre os principais riscos e benefícios inerentes ao *private equity*, tanto do ponto de vista da economia, como dos empresários e investidores, forneceu os elementos definitivos que sustentam a conclusão do trabalho.

Palavras-chave: Private Equity. Riscos. Benefícios. Potencial. Brasil.

ABSTRACT

The purpose of this work is to analyze the private equity market potential in Brazil, given the current state of its economy. The presented analysis was based on a historic perspective of the private equity market both in Brazil and in United States as well as on a description of current local private equity market data and of a few successful transactions in Brazil. The context used to define the current economic situation in Brazil was based on the economic development, internal savings, investments and capital markets' credit levels. A comparative analyses between the private equity market in emerging market countries such as Russia, India and South Africa was also used on the following work since, in a few ways, those economies resemble that of Brazil. Lastly, the weighting of risks and benefits of private equity instruments, both from an investor, borrower and economy perspective, provided the definite elements to substantiate the conclusion of this work.

Keywords: Private Equity. Risks. Benefits. Potencial. Brazil.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 – Categorias de Empresas: Faturamento, Fluxo de Caixa e TIR.....	25
Tabela 1 – Investimento Anual Norte-Americano em <i>Private Equity</i>	38
Tabela 2 - Cambridge Associates Emerging Markets Private equity Index	69

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 CONCEITOS E DEFINIÇÕES	16
2.1 EMISSORES	19
2.2 INTERMEDIÁRIOS	25
2.3 INVESTIDORES.....	31
3 HISTÓRICO	34
3.1 ESTADOS UNIDOS	34
3.2 BRASIL.....	38
4 CASOS BRASILEIROS DE SUCESSO	44
4.1 GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A.....	44
4.2 AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA	47
5 ECONOMIA BRASILEIRA	50
5.1 RELAÇÃO ENTRE INVESTIMENTO E POUPANÇA E O PAPEL DO CRÉDITO NO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO.....	51
5.2 DADOS ECONÔMICOS BRASILEIROS 2005 – DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO, INVESTIMENTO, POUPANÇA E OPERAÇÕES DE CRÉDITO DO SISTEMA FINANCEIRO.....	55
6 ECONOMIAS EMERGENTES	65
6.1 RÚSSIA.....	70
6.2 ÍNDIA.....	72
6.3 ÁFRICA DO SUL.....	74
6.4 FUNDOS DE PENSÃO	75

7 RISCOS E BENEFÍCIOS DOS INVESTIMENTOS DE <i>PRIVATE EQUITY</i>...	80
7.1 ECONOMIA.....	80
7.2 EMPRESÁRIOS	85
7.3 INVESTIDOR	88
8 CONCLUSÃO.....	91
REFERÊNCIAS	95

1 INTRODUÇÃO

O Brasil atual, de meados da primeira década do século XXI, continua sendo apontado como um dos países com capacidade para estar ao lado das grandes potências mundiais dentro de mais algumas décadas. Continua a ser, como há mais de quarenta anos, um país em desenvolvimento, com potencial.

Para se desenvolver, o Brasil precisa empreender. Por empreendimento entenda-se a introdução de uma inovação no sistema econômico. Dessa forma, a ação empreendedora é característica decisiva do desenvolvimento econômico.

O papel das empresas inovadoras como mola de desenvolvimento econômico sempre foi relevante e se tornou mais visível desde meados da década de 80, particularmente através de empresas de informática e biotecnologia.

A participação do financiamento no processo de inovação também é fundamental. Uma importante alternativa para o florescimento de empresas e ações inovadoras, sobretudo nos Estados Unidos e Europa, têm sido os investimentos através de fundos de *private equity* e de *venture capital* (PE/VC), que, investindo em pequenas e médias empresas, têm possibilitado o crescimento das empresas e rentabilidade elevada para investidor e, ainda que seus atores não ajam com esse objetivo, o desenvolvimento econômico, de uma cidade, região, estado ou país.

Os fundos de *private equity* são fornecedores de capital para empresas com projetos promissores ou inovadores e que não têm ou não querem acesso ao crédito no mercado tradicional, seja devido às exigências de garantias, seja devido ao prazo dos financiamentos, ou, mesmo, às taxas de juros.

Como o investimento via *private equity* envolve a aquisição de parte do capital da empresa, reveste-se, usualmente, de caráter de menor liquidez por um período mais longo e, conseqüentemente, de maior risco. Para compensar o risco elevado, o investidor exigirá maiores retornos, e, como forma de colaborar e ao mesmo tempo certificar-se do correto andamento dos projetos, via de regra, fazendo parte da administração das empresas investidas.

Ações recentes de governo, investidores, agentes financeiros e empresários dão demonstração de que esta modalidade, já consolidada na Europa e Estados

Unidos, com movimento anual estimado em torno de US\$ 70 bilhões, começa a se afirmar como alternativa importante de financiamento/investimento/desenvolvimento.

Da parte do governo, ações como a proposta de criação de um Programa Brasileiro de Capital Empreendedor, decorrente de estudo liderado pelo Ministério da Fazenda, cujo resultado é apresentado no relatório "Capital Empreendedor — Expansão e Intensificação da Atividade de Veículos de Investimento de Longo Prazo no Brasil"¹, além da implantação do Programa de Participação em Fundos de Investimento anunciado pelo do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) com o objetivo de estimular o empreendedorismo, o desenvolvimento de empresas inovadoras e a cultura do capital de risco no país, são sinais da disposição de fortalecimento do mercado de *venture capital* e *private equity*.

Outra ação governamental importante nesse sentido foi a formulação, através da Comissão de Valores Mobiliários, de um arcabouço normativo para os fundos de investimentos em participações, com destaque para a Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003.

A característica de longo prazo dos investimentos se adequa perfeitamente às necessidades de, entre outros, entidades de previdência privada e companhias de seguros, cujas obrigações, da mesma forma, apresentam exigibilidade de longo prazo. Esses investidores também têm dado sinais recentes no sentido de incrementar seus investimentos em fundos de participações. Os fundos de pensão Previ, Petros e Fapes anunciaram, em meados de maio de 2005, investimentos de cerca de R\$ 610 milhões e, com isso, podem atrair outros investidores de menor porte.

No mesmo sentido, os principais gestores de carteiras atuando no Brasil, sejam nacionais ou estrangeiros, também vêm demonstrando excelente capacidade de angariar recursos para novos investimentos. A conclusão bem sucedida do primeiro ciclo de investimentos no Brasil deve atrair mais investidores. Alguns dos

¹ "Grupo de trabalho que começou suas atividades em 26 de dezembro de 2004 e teve seis reuniões, a última em 18 de março de 2005. Participaram representantes do governo (ministérios da Fazenda, Planejamento, Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior e Ciência e Tecnologia; BNDES, Finep, Ipea, Apex) e dos setores empresarial e acadêmico, representados pela ABVCAP / Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR), Associação Nacional de Entidades Promotoras de Empreendimentos Inovadores (Anprotec), CRP Participações, Comissão de Valores Mobiliários, Previ, Petros, Sebrae, Fundação Getúlio Vargas e Unicamp. (J.S.)". (SIMÕES, 2005).

investimentos iniciados, sobretudo a partir do Plano Real, atingiram a maturidade e começam a ser vendidos, com destaque para os lançamentos em bolsa das ações da Gol Transportes Aéreos, da América Latina Logística (ALL) e do Submarino.

Segundo a Associação Brasileira de Private equity & Venture capital (ABVCAP), o volume dos investimentos em 2003 foi da ordem de US\$ 451 milhões, e estima-se que em 2004 o volume seja semelhante. O patrimônio total em setembro de 2005 situava-se entre R\$ 3,5 bilhões e R\$ 5 bilhões.

Diante do cenário, este trabalho tem como objetivo propor a análise dos riscos e benefícios do investimento de *private equity*, de forma a entender e avaliar seu potencial face ao cenário da economia nacional. O objetivo central é avaliar o mercado de *private equity* e seu potencial de crescimento no atual estágio da economia nacional.

Para atingir esse fim, é apresentada, em primeiro lugar, uma descrição do mercado de *private equity*, que inclui a caracterização do objeto do trabalho, descrevendo as definições utilizadas para os instrumentos em estudo, fornecendo ao leitor uma explicação clara dos conceitos adotados para fins deste trabalho, tais como *private equity*, *venture capital*, *buy-out*, etc.

A seguir, o inclui-se um relato sobre o desenvolvimento histórico dessa modalidade de investimento no exterior, de forma a compreender a etapa de evolução em que se encontra o mercado local.

Como referência para compreensão dos volumes financeiros envolvidos, quantidade e tipo de fundos, característica dos investidores e empresas investidas, rentabilidades históricas e prazos de maturação dos fundos são apresentados, com base nas mais recentes pesquisas efetuadas no setor², os dados do mercado de *private equity* nacional, proporcionando uma visão atual do mercado.

Decorre dos dados apresentados e da situação atual do mercado local a narrativa de casos recentes de sucesso no Brasil envolvendo investimentos via *private equity*. São utilizados, como ilustração, os casos da Gol Linhas Aéreas e da América Latina Logística (ALL).

O quinto capítulo procura situar o cenário econômico nacional, descrevendo-o sob duas óticas principais: desenvolvimento econômico e crédito/investimento, além

² 1º Censo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital (PE/VC) realizado pelo Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da Fundação Getúlio Vargas (GVcepe), São Paulo e a pesquisa conjunta entre a Associação Brasileira de Capital de Risco – ABVCAP e Thomson Venture Economics sobre o mercado de capital de risco em 2003.

de contextualizar o leitor quanto ao papel das taxas de juros, prazos dos empréstimos/investimentos e alternativas disponíveis, através de uma revisão de conceitos básicos das principais teorias econômicas a respeito do assunto.

A seção destinada à descrição do cenário econômico do ponto de vista do desenvolvimento não pretende esmiuçar as variáveis envolvidas no tema, nem, tampouco, fazer uma análise crítica da situação. Mas, sim, disponibilizar dados e informações sobre o nível de atividade, crescimento econômico, Produto Interno Bruto, níveis de investimento e produtividade, que subsidiarão análise posterior sobre o potencial do segmento de *private equity*.

Da mesma forma, a descrição da situação do crédito no país não é um fim em si mesma, mas também servirá de subsídio para a conclusão do trabalho. Assim, são detalhadas informações sobre a relação entre taxa de juros e volume de financiamento, acesso ao crédito, prazos médios da indústria, garantias exigidas e spread bancário.

Adicionalmente, é apresentado um relato com a descrição da situação do mercado de *private equity*, inclusive no que se refere à participação dos fundos de pensão nos principais países emergentes, de forma a contribuir com a análise do potencial do setor no mercado brasileiro.

No sétimo capítulo é apresentada, então, uma avaliação dos principais riscos e benefícios do investimento de *private equity*, tanto do ponto de vista econômico como dos pontos de vista do empresário e do investidor.

A abordagem do ponto de vista econômico está centrada na idéia “schumpeteriana” do desenvolvimento pela introdução de inovação tecnológica proporcionando uma reorganização econômica. O papel do investimento de *private equity* como elemento instigador do empreendedorismo e, conseqüentemente, da inovação, conduzindo ao desenvolvimento econômico, é a tônica da seção. Outros aspectos, como produtividade, nível de emprego e criação de infra-estrutura para o crescimento, também são abordados.

Do ponto de vista do empresário, ao tempo em que avalia-se o acesso ao capital de longo prazo, possibilitando a posta em marcha dos projetos, além da adição de capacidade de gestão e administração advinda dos novos sócios, são considerados alguns aspectos que oferecem risco ao empresário, tais como a limitação da autonomia, o conflito de interesses e a repartição dos ganhos.

Para os investidores, a modalidade de *private equity* também oferece benefícios e riscos. Como benefícios, a seção destaca a diversificação dos portfólios e a possibilidade de remunerações históricas acima do desempenho do mercado tradicional de ações. Naturalmente, rentabilidades superiores estão associadas a maiores riscos, entre eles, aborda-se a baixa liquidez, indissociável do longo prazo das aplicações, e, mais uma vez, a possibilidade de conflito de interesses, agora entre investidor e gestor do fundo, dependência de pessoal chave, seja na gestão do fundo assim como na administração das empresas investidas, e a possibilidade de redução de ganhos por escolhas equivocadas de investimento ou gestor em função da competição no mercado.

Finalmente, com base nas informações e dados disponíveis, o trabalho procura, na sua conclusão, analisar o potencial de crescimento dessa modalidade de investimento com seus riscos e benefícios associados, dado o cenário econômico nacional descrito e suas perspectivas futuras.

Em suma, pretende-se uma abordagem ampla do tema de *private equity*, desde seus principais conceitos e definições, passando por um relato histórico da modalidade, além da descrição da situação atual do mercado local. Sob diversas óticas, os riscos e benefícios inerentes a este tipo de investimento são aprofundados. Além disso, através da descrição do cenário econômico brasileiro, é contextualizado o mercado de *private equity* na economia nacional e avaliado seu potencial de crescimento.

Em um momento em que o tema povoa as páginas dos jornais e iniciativas acadêmicas como a constituição de grupos de estudo específicos para o mercado de *private equity* se multiplicam pelo país, mas em que, a literatura nacional, mesmo que com crescimento exponencial, ainda é bastante restrita, este trabalho pretende dar modesta contribuição para o debate em torno do tema.

2 CONCEITOS E DEFINIÇÕES

A tarefa deste capítulo é esclarecer ao leitor o objeto do trabalho. Isso se mostra essencial uma vez que não há consenso sobre a definição de *private equity* e *venture capital*, nem tampouco os limites e abrangências de cada um.

Como bem destacam Neves e Neves (2003), essas expressões são utilizadas de maneira intercambiável. Como modalidades de investimento, podem-se diferenciar de acordo com o porte ou com a etapa de desenvolvimento das empresas investidas, mas mesmo sob essas óticas não há consenso. Citando J.S. Levine (2002), em “Structuring venture capital, private equity and entrepreneurial transactions”, os autores destacam que fazendo uma tradução literal das expressões, *private equity* estaria relacionado ao tipo de capital empregado, e, *venture capital*, ao investimento em ações.

De forma genérica, ainda segundo Neves e Neves (2003), os dois termos designariam modalidades de investimento em empresas promissoras por meio de compra de participação acionária. São investimentos de longo prazo visando a aumentar o valor da empresas através da assunção de compromissos na sua gestão estratégica.

O entendimento majoritário do mercado financeiro quanto à distinção entre *venture capital* e *private equity*, consoante Neves e Neves (2003), é que o primeiro estaria relacionado à aquisição de empresas menores, inclusive iniciantes com acompanhamento próximo, por parte do investidor, na gestão da empresas, enquanto o segundo se caracterizaria pela aquisição de participação em empresas de maior porte, já em atividade e sem o envolvimento tão próximo do investidor na gestão do negócio.

Por outro lado, Gonçalves (2005) entende que *venture capital* é uma expressão relacionada ao tipo de atividade, enquanto *private equity* estaria relacionado ao tipo de capital. Para Gonçalves (2005), os profissionais de *venture capital* realizariam, planejando e executando, os investimentos de *private equity*, sejam eles em qualquer fase de maturação da empresa ou porte.

No trabalho preparado para o Banco Mundial e Abesco, Marçal e Magalhães (2005) lançam mão das seguintes definições:

Private Equity (“PE”) – capital para investimento em empresas desde o estágio de expansão até empresas de grande porte. Inclui investimentos em títulos não negociáveis em bolsa emitidos por empresas de capital aberto. Geralmente associado ao investimento em empresas de médio a grande porte, que geram fluxo de caixa positivo.

[...]

Venture Capital / Capital de Risco (“VC”) – capital para investimento em empresas desde o estágio inicial até o estágio de expansão. Geralmente associado ao investimento em empresas com potencial de crescimento rápido, mas que, em geral, ainda não geram fluxo de caixa positivo. (MARÇAL; MAGALHÃES, 2005, p. 7).

Apontam, assim como Neves e Neves (2003), para a intercambialidade dos conceitos, mas adotam os conceitos majoritariamente utilizados no mercado financeiro.

Santos (2003), quando tratando da definição de *venture capital*, afirma que não há 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 ao fornecimento de capital de risco é considerada como participante do mercado de *venture capital*:

Any private equity provider or mezzanine financier in Europe providing risk capital to seed stage, start-up phase, early growth, or expansions in a high risk enterprise is considered a venture capital operation. (SANTOS, 2003).

Percebe-se que o conceito europeu não diferencia claramente *private equity* e *venture capital*.

No Brasil, é necessário, ainda, discutir o conceito de capital de risco, pois este também não está livre de divergências e intercambialidades.

Para Santos (1987), capital de risco é uma atividade caracterizada pela participação no capital de empresas, geralmente novas, cujo aspecto mais dinâmico, arriscado e aventureiro do investimento é ressaltado.

No Relatório Final do Centro de Gestão Estudos Estratégicos de 2003, Paula (2003) utiliza o conceito de Schilitt¹, qual seja, capital de risco como investimento em

¹ Venture Catalysts or vulture capitalists? Readings in Venture capital. Association for Investment Management and Research, julho 1987.

empreendimentos de alto risco e alto retorno, na forma de aquisição de parte do capital da empresa. É destacado, o fato de o investidor emprestar mais do que capital, na medida em que auxilia na gestão administrativa, financeira e estratégica da investida, ampliando o potencial de sucesso do negócio.

As diversas definições destacadas anteriormente são apenas parte da ampla gama disponível na literatura nacional e internacional, revelando, de forma inquestionável, a necessidade de se estabelecer, para este trabalho, o conceito adotado, mesmo com a certeza de que não serão satisfeitos diversos entendimentos.

Desta forma, para fins deste trabalho, *private equity* será todo investimento em empresas com grande potencial de crescimento, de alto risco, em qualquer estágio de desenvolvimento e com necessidade de capital e gestão especializada; enquanto *venture capital* será o conceito adotado apenas para empresas nos estágios iniciais de desenvolvimento. Assim, o *venture capital* é um segmento abrangido pelo conceito de *private equity*.

Com relação à definição de capital de risco, é adotado o entendimento de que pode ser usado em substituição ao conceito de *private equity*, embora não se trate de termo adequado para definição da modalidade.

Satisfeito o conceito mais abrangente, uma série de definições ainda se fazem necessárias para que seja possível alcançar o objetivo do trabalho. Antes de subdividir os conceitos de forma a facilitar sua compreensão, cabem alguns esclarecimentos quanto ao termo *private equity*.

A literatura relaciona o termo *private* (privado) a duas características da modalidade: o fato das negociações serem feitas sem acesso público, de forma privada e cuja disponibilização de informações ocorre de forma privada. Existem, todavia, modalidades de operações de *private equity* cuja empresa objeto já tem ações listadas em bolsa de valores, como é caso, por exemplo, de algumas operações de *leverage-buy-out* (descritas adiante).

A presença desses elementos não é suficiente para delimitar as operações abrangidas pela definição de *private equity*. Para que se integrem ao mercado organizado de *private equity*, foco deste trabalho, é necessário que o investimento seja administrado de forma profissional pelos responsáveis pela intermediação desses negócios, relacionados mais adiante. É necessário que o investimento

resulte na aquisição de uma grande participação acionária com simultânea participação ativa no monitoramento e aconselhamento da empresa.

Como forma de agrupar alguns conceitos congêneres, é adotada a divisão por tipo de participante do mercado, assim como o fizeram Fenn, Liang e Prowse (1995). A mesma subdivisão foi adotada em entrevistas conduzidas com participantes do mercado e mostrou-se bastante didática.

Utilizando os conceitos de Fenn, Liang e Prowse (1995), o mercado organizado de *private equity* está dividido em três grupos de grandes participantes e um grupo que engloba uma série de participantes de menor relevância. Os três grandes grupos são: emissores, intermediários e investidores.

2.1 EMISSORES

Os emissores nada mais são do que as empresas que recebem os investimentos. São consideradas emissoras porque as ações (ou outros títulos negociáveis) emitidas por elas serão objeto de negociação com os investidores.

Não há um padrão pré-estabelecido para essas empresas, ao contrário, elas abrangem uma gama ampla com diferenciação tanto no porte como nas razões pelas quais pretendem receber investimentos. A semelhança entre elas é que não conseguem ou não querem acesso ao mercado de crédito tradicional e utilizam o *private equity* como alternativa para alcançar os recursos necessários à efetivação de seus planos. Essas empresas, com perfil de risco mais elevado, são incapazes de conseguir financiamentos por prazos e taxas compatíveis com seu planejamento. O *private equity*, apesar de ser uma das alternativas mais custosas para a empresa, dadas suas características de longo prazo e a *expertise* e aconselhamento adicionado pelos investidores, revela-se uma alternativa bastante atraente.

A literatura oferece uma diversificada série de nomenclaturas para diferenciar e agrupar as empresas de acordo com seu grau de desenvolvimento. Mais uma vez não há um consenso em torno da classificação, características e principalmente dos limites que diferenciam uma classe de empresas das outras. Ao contrário, certamente haverá sobreposição entre os diversos conceitos.

Sem a pretensão de estabelecer características rigorosas entre as classificações e, mais do que isso, admitindo não se tratar de um painel exaustivo, foram elencadas, a seguir, as principais classes de empresas e suas características fundamentais. Foram utilizadas as definições de diversos autores, tais como Fenn, Liang e Prowse (1995), Brown e Morrow (2001), Pavani (2003), Kunkel e Mukherjee (2004), Priestley (2005), além do conteúdo do *site* do Venture Capital e Private Equity Club A Part of Student Clubs of Harvard Business School (2005?), todavia, a descrição a seguir não representa a definição específica e completa de nenhum dos autores citados, mas a combinação delas.

As empresas foram segregadas em oito categorias, sendo algumas constituídas em função do estágio de desenvolvimento das empresas e outras pela razão pela qual se utilizam de *private equity*.

Conforme definido anteriormente, as três primeiras categorias comporiam os investimentos de *venture capital*, ou seja, os estágios iniciais de desenvolvimento das empresas, enquanto as demais são consideradas dentro de um grupo maior, que pode ser chamado de expansão, *non-venture capital* ou *development capital*.

Alguns autores utilizam o volume de faturamento para segregar os grupos de empresas e definem taxas de retorno esperadas de cada grupo (FENN, LIANG; PROWSE, 1995). Para este trabalho optou-se por não incluir esse tipo de informação nas características das categorias, pois podem variar significativamente em diferentes realidades. Um mesmo volume de faturamento pode ser considerado baixo no Estados Unidos, médio no Brasil e alto no Haiti. O mesmo se aplica às taxas de retorno, a expectativa está relacionada à situação da economia local.

As categorias utilizadas e suas principais características são:

a) *Seed Money*

As empresas nesta categoria ainda não estão completamente estabelecidas no mercado. Os recursos obtidos são comumente empregados na constituição de um plano de negócios formal, em pesquisas e desenvolvimento, construção de um protótipo e pesquisas de mercado para melhor avaliar a razoabilidade do projeto. Podem estar desenvolvendo uma nova tecnologia ou apenas uma nova abordagem

de mercado. Normalmente, empresas nesse estágio de desenvolvimento apresentam faturamento zero e fluxo de caixa negativo. Dada sua natureza de elevada incerteza, a dificuldade de acesso a fontes tradicionais de crédito é evidente. Pela mesma razão, os investidores exigirão altas taxas de retorno, fazendo com que aquelas que alcançarem sucesso compensem os fracassos.

b) Start-Up

Nesta categoria se encontram as empresas que, de alguma forma, já determinaram a razoabilidade de seus projetos, bem como a existência de um mercado para seus produtos. Os recursos podem ser empregados na finalização do desenvolvimento dos produtos e no início de uma campanha de *marketing*, mas, mais consistentemente, são utilizados para estabelecer a capacidade produtiva em escala comercial. Nessa etapa, o faturamento ainda é zero ou muito irregular e o fluxo de caixa da empresa negativo.

c) Early Stage

As empresas desta categoria já estão com seus produtos plenamente desenvolvidos e com alguma capacidade produtiva e de distribuição instaladas. Os recursos investidos serão aplicados na consolidação dessa capacidade produtiva, no financiamento de estoque e de recebíveis, *marketing*, contratação de pessoal, desenvolvimento comercial e ampliação da base de clientes. O faturamento nesse fase começa a crescer e o fluxo de caixa, mesmo que negativo, melhora significativamente.

d) *Later Stage*

Nesta categoria inicia-se a fase de expansão. A empresa normalmente já está estabelecida, contando com produtos e mercados consolidados. Essas empresas empregarão os recursos oriundos de *private equity* para financiar um maior e mais rápido crescimento através da expansão e atualização de maquinário, esforços de *marketing*, ampliação da área de atuação, conquista de novos mercados, etc. Nessa fase, a empresa apresenta um faturamento sustentável e lucros crescentes. O fluxo de caixa passa a ser positivo. Conseqüentemente, o risco oferecido por essas empresas é menor do que nos estágios anteriores, refletindo-se em expectativas menores de taxas de retorno para o investidor. Os investimentos nessa categoria usualmente são de prazos inferiores aos das etapas anteriores, isso porque apresentam condições de serem lançadas a público ou vendidas para outras empresas.

e) *Middle Market*

Fenn, Liang e Prowse (1995) enumeram as características das empresas nesta categoria e o que as diferenciam das categorias anteriores: são empresas bem estabelecidas, fundadas há várias décadas, e não novos empreendimentos como as anteriores; normalmente não estão no setor de alta tecnologia, sendo, usualmente, empresas de varejo ou da indústria de manufaturas; são empresas lucrativas, com fluxo de caixa estável, mas com taxas de crescimento inferiores a dos estágios anteriores; possuem uma ampla base de ativos que poderiam servir de garantias em casos de empréstimos, tendo a possibilidade de acessar o mercado de crédito tradicional ou mesmo lançar títulos no mercado.

Segundo os autores, essas empresas, normalmente de controle e administração familiar, que não desejam abrir o capital publicamente, buscam a alternativa de *private equity* por duas razões: alterações no controle societário ou na composição acionária e financiamento para expansão.

f) *Financial Distress*

As empresas que recebem investimentos nesta categoria estão passando por uma fase de dificuldades financeiras. Algumas já são insolventes ou estão para se tornar. A origem dessas dificuldades pode variar amplamente, desde ineficiência gerencial, situação econômica, inadequada capacidade operacional, etc. A situação será contornada através da reorganização da empresa e envolverá uma diversidade de habilidades. O processo incluirá a negociação com comitês de credores, procedimentos legais, reorganização financeira e operacional, implementação de procedimentos de controle e monitoramento, atualização tecnológica, etc.

Esta categoria oferece grandes riscos e conseqüentemente o sucesso implicará em resultados expressivos, todavia, muitas vezes o prejuízo pode ser maior do que o inicialmente imaginado.

g) *Buyout*

Assim como na categoria *middle market*, as empresas desta categoria já se encontram numa fase de maturidade econômica e estabilidade de mercado. Apresentam, no entanto, resultado abaixo de seu potencial. O *buyout* envolverá a reestruturação da empresas, razão pela qual é imprescindível a adição de *expertise* administrativa, seja dos novos acionistas, seja pela contratação de uma nova equipe administrativa, com a finalidade de aumentar a eficiência da empresa e conseqüentemente sua lucratividade.

A forma mais usual e conhecida de *buyout* é o *leverage buyout* (LBO). Um LBO envolve a aquisição, pública ou privada, de uma empresa e a sua recapitalização com parcela significativa de dívida, dessa forma, o volume de capital é alavancado pelo volume de dívida. Normalmente, as empresas objeto de *buyouts* possuem um fluxo de caixa sólido capaz de sustentar o elevado custo das dívidas. Segundo Brown e Morrow (2001), o grau de alavancagem, que na década de 80 atingiu um relação 10/1 (dívida/capital), se reduziu em 1998 para 4/1.

Outras formas de *buyout* utilizadas são o *management buyout* e *management buyin*, que consistem no financiamento a equipes de administradores. No primeiro caso, os administradores atuais da empresa e, no segundo, uma equipe externa.

h) Mezzanine e Bridge

Os candidatos a financiamentos do tipo *Mezzanine* ou *Bridge* são empresas consolidadas no mercado, lucrativas e em vias de abrir o capital (em até 18 meses *Mezzanine* e em até 12 meses *Bridge*). O financiamento não é feito na forma de capital nem de dívida, mas em instrumento híbrido de capital e dívida, tal como dívidas subordinadas. O site do Venture Capital e Private Equity Club A Part of Student Clubs of Harvard Business School (2005?) elenca três razões para as empresas desejarem esse financiamento tão próximo da data de captarem recursos via abertura de capital: I) melhorar o balanço; II) conseguir um investidor de prestígio na sua diretoria ou conselho de administração, o que ajudaria a aumentar seu valor de mercado; e III) proteger-se em caso de não conseguir abrir o capital no prazo estimado.

O gráfico a seguir é uma representação ilustrativa do contido nas descrições anteriores no que diz respeito aos comportamentos médios esperados em cada uma das categorias de empresas. Não há continuidade entre uma categoria e , nem tampouco, relação de proporcionalidade e inclinação entre as curvas. O gráfico pretende apenas mostrar que o faturamento e o fluxo de caixa têm tendência de melhoria em função do maior grau de desenvolvimento das empresas, e que, ao mesmo tempo, o retorno esperado apresenta comportamento inverso, dessa forma, nos primeiros estágios, em que as empresas oferecem maior grau de risco, o investidor espera maior retorno, enquanto nas categorias de menor risco, menor prazo e maior liquidez, o investidor contenta-se com uma taxa de retorno inferior.

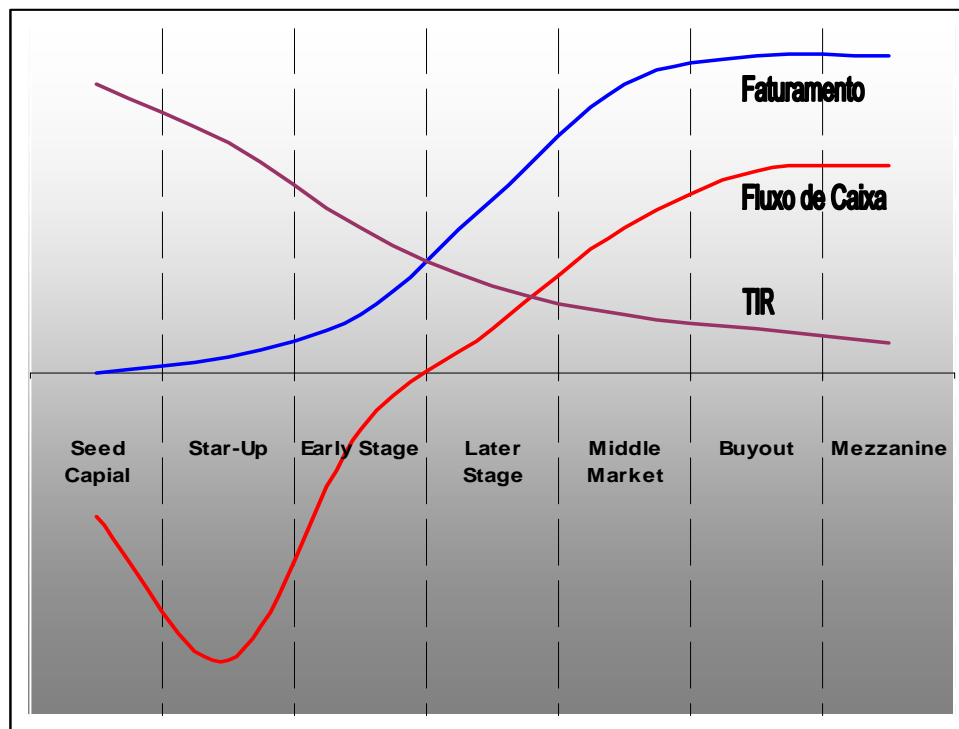


Gráfico 1 – Categorias de Empresas: Faturamento, Fluxo de Caixa e TIR

Fonte: Adaptado pelo autor a partir de: Kunkel; Mukherjee, 2004; Pavani, 2003.

2.2 INTERMEDIÁRIOS

O item anterior apresentou uma diversidade de categorias de empresas, que em fases menos ou mais avançadas de desenvolvimento, lucrativas ou em processo de depreciação, precisam de financiamento, constituindo-se o *private equity* uma alternativa compatível com seus interesses.

De fato, muitos investidores, sobretudo aqueles com exigibilidades de longo-prazo podem identificar oportunidades interessantes de ganhos acima do mercado investindo em empresas com esse perfil.

Todavia, como ressaltam Fenn, Liang e Prowse (1995), quando um investidor externo pretende fazer um investimento privado em uma empresa, dois problemas iniciais o acometem: problemas de seleção e problemas de incentivo.

Usualmente, há pouca informação pública sobre as empresas com perfil de *private equity*, desta forma, o investidor torna-se, em certa medida, refém das informações oferecidas pelo dono/administrador da empresa. Este, com amplo

conhecimento das condições da empresa e de seu mercado, tenderá a ressaltar as características positivas, minimizando os aspectos negativos de sua empresa.

Em etapa posterior, após o investimento, surge o problema do incentivo. Os administradores da empresa terão muitas oportunidades para adotar ações que os beneficiem em detrimento dos investidores. Para se contornar esse problema, alinhando os incentivos das partes, é necessária uma combinação de métodos, tais como a definição de uma estrutura de capital adequada, o uso de garantias e cláusulas restritivas, monitoramento direto e permanente, etc.

Dessa forma, para tentar se proteger de problemas futuros, o investidor deve utilizar-se intensivamente de dois instrumentos, a *due diligence* e o monitoramento pós-investimento.

Esses instrumentos, no entanto, requerem não apenas disponibilidade de pessoal, tempo e dinheiro, mas, também, um grau de especialização que limitaria a capacidade de diversificação dos investidores.

Nesse contexto, surgem os intermediários dos investimentos de *private equity*.

O perfil desses intermediários, denominados para fins deste trabalho como gestores² de *private equity*, varia bastante. Podem ser empresas ligadas a instituições financeiras, ligadas a grandes grupos econômicos ou independentes, podem ser nacionais ou dependências de grupos do exterior, podem administrar apenas fundos voltados para *private equity* ou serem administradores de fundos autorizados pela CVM, mas, de forma geral, seu papel na gestão dos investimentos de *private equity* é fundamentalmente o mesmo.

A descrição do papel do gestor de *private equity* está intimamente relacionada com a descrição da dinâmica do mercado, assim, este item, ao tempo em que procura apresentar um breve relato das atividades principais dos gestores, apresenta, também, de forma sucinta, o funcionamento do mercado.

Ainda de acordo com Fenn, Liang e Prowse (1995), as atividades desempenhadas pelos gestores podem ser encaradas em duas frentes, aquelas vinculadas ao relacionamento destes com as empresas pertencentes à carteira do fundo e aquelas derivadas do relacionamento com os investidores.

² A legislação brasileira diferencia os administradores e os gestores de fundos. Para o propósito deste trabalho é adotada a denominação genérica de gestor de *private equity* para todas as empresas envolvidas na intermediação de investimentos nesta modalidade, podendo ser ou não um administrador de fundos autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários.

Dentre as funções dos gestores no relacionamento com as empresas investidas, destacam-se o processo de seleção, a estruturação, a administração e a saída do investimento (*exit*).

A especialização do gestor é importante para o processo desde a seleção das empresas que desejam receber financiamentos de *private equity*. A rede de contatos estabelecida pelos bons gestores, incluindo bancos de investimento, consultores, advogados, contadores, etc. além das próprias empresas que já receberam investimentos no passado constituem a primeira fonte de informações na busca de oportunidade de qualidade.

Apenas uma pequena parcela de projetos prospectivos passa para uma fase mais detida de análise, já que muitas não atendem às expectativas do gestor, muitas vezes por estarem em desacordo com o perfil de investimento almejado

Dentre os projetos que passam para uma segunda fase, poucos alcançarão a fase de *due diligence*. Nessa segunda fase, os gestores se detêm nos dados disponíveis da empresa, seu segmento, região, perspectivas, etc.

A fase de *due diligence* abrange visitas à empresa, reuniões com a diretoria, com pessoal chave, fornecedores, credores, clientes, advogados, etc. Essa fase é vital para se ter uma compreensão ampla da empresa e seu ambiente, já que a disponibilidade de dados públicos é bastante restrita.

A capacidade de obtenção e processamento de informações, além de sua correta interpretação, é parte do diferencial entre os gestores, já que, como afirmam Kunkel e Mukherjee (2004), o acesso a informações não públicas é uma das fontes de resultado.

A segunda importante função do gestor é a estruturação do investimento. A estruturação abrange, mais representativamente, dois aspectos, o financeiro e o de governança.

O aspecto financeiro envolve a definição do montante de participação a ser negociado. Uma das atividades mais controversas e que certamente sempre gera discussão entre as partes é a forma de se medir o valor da empresa. A literatura oferece uma ampla gama de métodos de avaliação, sendo o tema, inclusive, objeto de trabalhos de mestrado e/ou doutorado³.

³ Neste trabalho, esses métodos não serão abordados dada sua complexidade e necessidade de extensa explanação. Basta ao propósito deste o entendimento de que o valor estimado da empresa é fundamental para a definir o montante de capital que será negociado.

Como já mencionado, a assimetria de informações entre os administrados das empresas e os gestores do *private equity* é um elemento que permeia a relação entre as partes, assim, instrumentos de governança devem ser implantados para se evitar o *moral hazard*⁴.

O primeiro instrumento de governança que pode ser utilizado é justamente um modelo de incentivos que procure alinhar os interesses de investidores e investidos. Esse modelo inclui definições sobre o nível de participação dos administradores da empresa nos resultados; cláusulas de penalização aos administradores em caso de desempenho abaixo do esperado, que podem prever a substituição do corpo gerencial ou a recompra da participação do investidor (a combinação desses dois instrumentos visa, por um lado, a incentivar o melhor desempenho, mas, por outro a controlar a disposição a riscos que a administração possa assumir em detrimento do investidor); e o tipo de título emitido para o investidor, que pode definir a prioridade do investidor de recebimento no caso de liquidação da empresa, com isso, o administrador na posição de credor menos privilegiado empreenderá esforço para não comprometer o desempenho da empresa.

Além desse arcabouço de incentivos e restrições, o gestor deve implantar mecanismos de controle. O primeiro e mais simples mecanismo de controle é o assento reservado a ele na diretoria ou conselho de administração da empresa. A presença do gestor no conselho ou diretoria deve ser qualificada, assim, mesmo que não detenha a maioria de votos, deve ter poder de veto sobre decisões estratégicas da empresa. Adicionalmente, o gestor deve controlar a entrada de novos financiamentos na empresa, vinculando-os ao atingimento de metas de performance.

A terceira atividade desempenhada pelo gestor no relacionamento com as empresas investidas elencada em Fenn, Liang e Prowse (1995) é a administração do investimento.

O grau de envolvimento do gestor na administração do investimento varia, seja pela característica própria do gestor, seja pela natureza do investimento. Em alguns casos, a participação na administração mostra-se tão ou mais decisiva no sucesso do investimento do que os próprios recursos aportados.

⁴ Pode ser traduzida como risco moral, seleção adversa, entre outros, nesse trabalho, quando não utilizado o termo original, a tradução utilizada é incentivo adverso. Este tipo de risco, presente em quase todas as operações de *private equity* é analisado mais detidamente no capítulo 7 (riscos e benefícios do investimento de *private equity*).

Como os investimentos requerem a participação do gestor, há uma tendência à especialização destes, que pode ser por tipo de indústria, região geográfica, etc. A proximidade física é um fator que facilita a interação entre as partes. A capacidade de adicionar valor à empresa é, indubitavelmente, um importante diferencial para os gestores.

Além do envolvimento no monitoramento constante, possibilitado pela implantação de um sistema de controles que muitas das empresas objeto de investimento não dispõem por não fazer parte de sua cultura, sobretudo aquelas nas fases iniciais de desenvolvimento, o gestor deve prestar uma ampla gama de serviços de consultoria.

O gestor participativo envolve-se também na solução dos grandes problemas operacionais, no controle de custos, no desenvolvimento de uma estratégia de longo prazo, na contratação de pessoal especializado, apenas para citar algumas possibilidades.

A última função do gestor no que tange ao relacionamento com a empresa é justamente a saída do investimento. É imperioso que estejam pré-estabelecidas as regras de saída do investimento e a forma de devolução dos recursos aos investidores.

Existem, fundamentalmente, três alternativas para a saída do investimento (*exit*): oferta pública de ações (*Initial Public Offering, IPO*), venda privada e recompra pela empresa. A primeira é a que, usualmente, alcança o melhor valor de mercado para as ações; a administração preserva a independência e passa a contar com um mercado líquido para seus títulos. A segunda geralmente feita para outra empresa do setor, mostra-se bem mais interessante para o investidor do que para o administrador. O investidor recebe os recursos à vista ou em títulos negociáveis enquanto os administradores podem enfrentar um processo de incorporação ou fusão em que muito provavelmente perderão a autonomia administrativa e possivelmente o emprego. A última hipótese é a recompra das ações por parte da empresa. Essa alternativa só ocorrerá satisfatoriamente para as partes no caso da empresa estar experimentando grande sucesso, apenas dessa forma seria capaz de atender ao custo elevado de remuneração do investidor.

Os investidores delegam aos intermediários parcela intensiva em trabalho, que consiste na seleção, estruturação, administração e saída do investimento,

todavia, devem estar atentos à eficiência do gestor na salvaguarda de seus interesses.

Mais uma vez o problema da assimetria de informações se apresenta, agora, no relacionamento entre o investidor e o gestor de *private equity*. Constitui-se em função do gestor empreender no seu trabalho a máxima transparência das informações aos investidores. Agindo assim o investidor jamais será “pego de surpresa” com um investimento mal sucedido ou com a perda de valor em uma empresa.

A negligência do gestor pode gerar monitoramento inadequado das empresas investidas, equívocos no aconselhamento às empresas, cobrança excessiva de taxas de administração, assunção de riscos indevidos, privilégios na distribuição dos melhores negócios, etc.

A própria natureza do relacionamento entre as partes pode ser uma primeira barreira a essas ocorrências, à medida que os gestores necessitam, para se manter ativos, regularmente captar recursos para novos fundos, o que será bastante dificultado por uma má reputação. Além disso, o gestor tende a ganhar mais quando o investidor ganha mais.

A reputação do gestor é seu principal instrumento na captação de recursos. Essa atividade, que é cara e consome muito tempo do gestor, envolvendo apresentações aos investidores, pode ser facilitada por um histórico positivo. Esse histórico positivo é uma indicação da capacidade do gestor assim como de sua preocupação em manter sua reputação.

O gestor bem conceituado pode, como primeira alternativa numa nova captação, recorrer a investidores com os quais já fez negócios e proporcionou resultados satisfatórios, diminuindo o tempo e o custo da captação.

O contrato entre o investidor e o gestor deve prever a estrutura de compensação para o gestor (participação nos resultados), cálculo das taxas de administração e cláusulas restritivas que limitem a ampla disponibilidade do gestor.

A estrutura de incentivos é o cerne do relacionamento entre os investidores e os gestores. Deve, da mesma forma como é feito com os administradores das empresas investidas, ser capaz de incentivar o desempenho do gestor, mas limitar sua disposição a assumir riscos indevidos.

2.3 INVESTIDORES

Um importante benefício para o desenvolvimento econômico resultante dos fundos de *private equity*⁵ é que eles tornam os mercados mais completos, abrindo oportunidades de investimentos diferenciadas, sobretudo com relação ao retorno esperado e o prazo de maturação.

A conseqüência econômica da ampliação das oportunidades de investimento, dadas suas diferenças intrínsecas, é o deslocamento da fronteira eficiente de ativos de risco:

Do ponto de vista da Teoria de Finanças, a existência de oportunidades de investimento em PE/VC permite que o mercado se torne mais completo. Ou seja, os investidores podem associar fluxos futuros de caixa a estados da natureza que não estariam disponíveis inicialmente. De forma simples, o mercado financeiro tradicional não oferece investimentos com o perfil de risco e retorno que o PE/VC possui. Dessa forma, na pior das hipóteses a existência dos fundos de PE/VC contribui para que os investidores tenham uma riqueza maior de opções para alocar seus fluxos futuros de caixa.

Essa complementação de mercado trazida pelos fundos de PE/VC faz com que a fronteira eficiente de ativos de risco possa ser alterada, em razão da baixa correlação entre os ativos transacionados em mercado (public equity) com os de empresas das carteiras de PE/VC. (FURTADO; LOPES, 2005, p. 8).

Ainda de acordo com os autores, a complementação do mercado e seu bom funcionamento são condições *sine qua non* para o desenvolvimento econômico. Isso porque aumenta a eficiência da alocação intertemporal de recursos entre as unidades superavitárias e deficitárias, o que: “[...] garante que as melhores oportunidades de investimento poderão competir igualmente por recursos de forma que as mais atrativas acabarão por ser realizadas.” (FURTADO; LOPES, 2005, p. 4). A conseqüência da otimização da alocação intertemporal de recursos é a criação de valor para toda a sociedade.

Em função da característica de longo prazo dos investimentos em *private equity*, os candidatos naturais a investidores são os agentes econômicos com exigibilidades também de longo prazo. Nessa categoria incluem-se os fundos de

⁵ Discutido no capítulo 7.

pensão, públicos ou privados, as entidades abertas de previdência complementar, as companhias de seguros, fundações, etc. A outra categoria de investidores, que não necessariamente possuem exigibilidades de longo prazo, mas que têm disposição para aguardar a maturação do investimento na expectativa de resultados acima das médias de mercado, diversificando suas carteiras, inclui os bancos de investimento, grandes investidores individuais, *holdings* de grandes grupos econômico, etc.

No Brasil, é possível incluir entre os investidores algumas instituições governamentais, como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social e a FINEP Financiadora de Estudos e Projetos, empresa pública vinculada ao Ministério da Ciência e Tecnologia.

As definições contidas neste capítulo, sem a pretensão de serem universalmente aceitas, delimitam o escopo do trabalho ao limitarem o segmento de *private equity* ao seu mercado organizado. Fica determinado, para efeito deste trabalho, que *private equity* será todo investimento em empresas com grande potencial de crescimento, alto risco em qualquer estágio de desenvolvimento com necessidade de capital e/ou gestão especializada, o que engloba o conceito de *venture capital*, já que este está centrado nos estágios iniciais de desenvolvimento das empresas.

O capítulo também elencou os três principais participantes do mercado organizado de *private equity*, a saber, emissores, intermediários e investidores. Com relação aos emissores foram relacionadas oito categorias, sendo algumas definidas em função do estágio de desenvolvimento e outras pela razão pela qual utilizam *private equity*. A seção destinada aos intermediários apontou suas principais atividades como sendo, a seleção do investimento, estruturação do negócio, administração e saída do investimento. O relacionamento dos intermediários, tanto com as empresas como com os investidores, é permeado de riscos que serão discutidos em capítulo posterior.

Finalmente, foram destacadas as características do investidor de *private equity*, usualmente relacionas a agentes com exigibilidades de longo prazo ou disposição para aguardar a maturação do investimento, diversificando o perfil de sua carteira. Cabe repisar a característica do segmento de *private equity* em oferecer oportunidades complementares ao mercado, abrindo possibilidades de investimento

diferenciadas, aumentando a eficiência na alocação de recursos e contribuindo para o desenvolvimento econômico.

3 HISTÓRICO

Um importante elemento para a compreensão do atual estágio de evolução do segmento de *private equity* no Brasil é o histórico da modalidade. Para tanto, é necessário descrever o processo evolutivo do *private equity* nos Estados Unidos, reconhecido como o berço deste tipo de investimento, assim como as etapas já alcançadas pelo mercado local, de forma a possibilitar que se trace um paralelo entre as duas realidades e se identifique oportunidades de evolução que forneçam indicativos do potencial do segmento no Brasil.

3.1 ESTADOS UNIDOS

Apesar das diversas referências ao financiamento de Cristóvão Colombo pela coroa espanhola como a mais antiga e uma das mais bem sucedidas operações de capital de risco da história, o desenvolvimento de um mercado organizado de *private equity* iniciou-se apenas após a II Guerra Mundial.

O fato de o 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 fosse este país fosse o berço do *private equity*, mantendo a liderança destacada na modalidade até o presente.

Todavia, em meados das décadas de 30 e 40, ainda em decorrência da Grande Depressão de 1929, a economia se ressentia de fontes de financiamento de longo prazo, e o número de novas empresas era bastante baixo.

Algumas iniciativas, além da recorrentemente citada American Research and Development (ARD), como as da família Rockefeller com a Eastern Airlines ou a J. H. Whitney & Co. especialmente com o suco Minute Maid, lançam as bases, mesmo que de forma muito insipiente ao que viria a ser o mercado organizado de *private equity*.

A ARD, fundada em 1946 por membros do Federal Reserve de Boston, professores do Massachusetts Institute of Technology e da Harvard Business School, em que se destaca o General George Doriot, conhecido como o “pai do *Venture capital*”, era uma empresa com ações negociadas publicamente o que somente viria a se repetir trinta anos depois.

Seus fundadores pretenderam alcançar o investimento de instituições financeiras, que desde a Grande Depressão eram os novos detentores dos recursos antes concentrados nas mãos das grandes famílias, além de oferecer para as empresas investidas experiência administrativa e consultoria especializada juntamente com o financiamento do capital. A captação de recursos nos primeiros anos se mostrou bastante difícil, sendo que algumas vezes a ARD teve de se desfazer de parte de seu portfólio para fazer frente a exigências de liquidez. Todavia, conforme Fenn, Liang e Prawse (1995), ao longo de vinte e cinco anos, a ARD gerou um resultado médio anualizado de 15,8%. O investimento mais bem sucedido da ARD foi a Digital Equipment, cuja rentabilidade anualizada sobre o investimento alcançou 101% a.a.

Mesmo diante dessas iniciativas, algumas das quais com resultados significativos, um estudo conduzido pelo Federal Reserve em 1957 concluiu que ainda havia escassez de financiamento ao empreendedorismo. Em plena Guerra Fria, o desenvolvimento tecnológico, sobretudo aquele ligado ao setor militar, mostrava-se vital para a afirmação dos Estados Unidos como líder mundial. A compreensão do governo foi a de que parte desse desenvolvimento poderia ser estimulada com financiamento ao capital empreendedor.

Em 1958, o governo americano editou o Small Business Investment Act, através do qual criava as Small Business Investment Companies (SBIC), cujo objetivo era oferecer, de forma profissional, financiamento para empresas de risco. Eram empresas privadas licenciadas pela Small Business Administration (SBA). Um fator encorajador do investimento via as SBICs era o fato de gozarem de certos benefícios fiscais.

Se, por um lado, havia uma série de restrições quanto ao tipo de investimento, inclusive quanto ao tamanho da empresa investida e a tomada de controle acionário, por outro a SBA oferecia financiamento às SBICs como forma de suplementação de recursos a serem investidos.

Se, em um primeiro momento, pareceram ser mais uma forma de estímulo ao investimento, os empréstimos da SBA acabaram, posteriormente, tendo efeito justamente contrário. Como deviam juros à SBA as SBICs acabavam emprestando os recursos também na forma de empréstimos e não na forma de participação no capital. Outros dois fatores contribuíram para que estas empresas não alcançassem plenamente seus objetivos. O primeiro foi que, ao invés de atrair o capital das instituições financeiras, foram os investidores individuais que mais se interessaram pela modalidade e o segundo motivo foi que muitas das SBICs foram mal geridas, talvez em função da impossibilidade de remunerar seus administradores de acordo com a performance alcançada por suas investidas.

Algumas instituições financeiras encontraram nas SBICs a alternativa para realizarem investimentos em empresas promissoras, o que de outra forma lhes era vetado pela legislação. Nessas SBICs, geridas com muito mais eficiência, sobretudo porque, normalmente, não recorriam aos empréstimos da SBA, e, portanto, realizavam investimentos de *private equity* em essência, foram formados os administradores das empresas de *private equity* que vinha se desenvolvendo sob a forma de *limited partnerships*.

As *limited partnerships*, que surgiram em paralelo com as SBICs, mostraram-se mais interessantes para a gestão de investimentos de *private equity*, pois evitavam as restrições das SBICs e atraíam, em função de sua flexibilidade, investidores mais sofisticados e administradores mais capazes.

Entre os anos de 1968/69 houve um grande número de lançamentos primários bem sucedidos, incluindo o da Digital Equipments, que, como mencionado, apresentou retorno sobre o investimento de 101% a.a.

Mas, no momento em que os resultados expressivos alcançados por alguns investimentos realizados ao longo da década de 60 indicavam para uma expansão do mercado, atraindo novos investidores, a recessão econômica do início dos anos setenta, aliado ao fraco desempenho das bolsas e a ausência de movimentos de fusões e aquisições, reduziu drasticamente a quantidade de novos lançamentos primários.

Nesse período apenas empresas com perspectivas fantásticas, muito acima de uma média de mercado e com sólidos argumentos de desenvolvimento receberam investimentos.

O baixo volume de investimentos na modalidade impeliu a SBA a estudar suas causas. Como resultado deste trabalho, a SBA emitiu um relatório, em 1977, que apontava entre outros entraves ao desenvolvimento do mercado, a interpretação corrente do Employee Retirement Income Security Act (ERISA), em especial a regra de 1974, conhecida como “prudent man”, impedia os fundos de pensão de fazer investimentos em *private equity*.

A partir de 1978, uma série de eventos benéficos ao segmento se sucedeu:

- a) revisão da regra do “prudent man” – a nova interpretação autorizava os fundos de pensão a investir em *private equity*;
- b) redução da alíquota do imposto sobre ganhos de capital, primeiro de 49,5% para 28%, depois nova redução para 20%;
- c) as poucas empresas investidas no início da década de 70 alcançaram a maturidade, dando início a um novo ciclo de lançamentos primários bem sucedidos: Federal Express (1978), Apple Computer e Genetech (1981) e Intel, entre outros.

Neste ambiente favorável, tanto do ponto de vista regulatório quanto econômico as *limited partnerships* desenvolveram-se e aperfeiçoaram sua sistemática de investimentos.

Essa fase durou, aproximadamente, até 1987, quando se instalou uma nova crise econômica nos Estados Unidos e a bolsa de valores sofreu fortemente. Muitos investidores que esperavam resultados espetaculares como os alcançados pelas empresas lançadas no início da década se decepcionaram e saíram do mercado.

Somente a partir de 1992/93 reiniciou-se um ciclo virtuoso para o segmento de *private equity*, seguindo-se dez anos consecutivos de investimentos crescentes. Esse crescimento, que atingiu seu ápice em 2001, quando foram investidos quase US\$ 105 bilhões, foi interrompido quando o grande impulsionador do segmento, as empresas “pontocom”, perderam atratividade.

O Tabela a seguir mostra que o mercado começa novamente a dar sinais de recuperação a partir de 2003:

Tabela 1 – Investimento Anual Norte-Americano em *Private Equity*

Ano	No. de Negócios	Valor médio por Negócio (USD/Milhões)	Investimento (USD/Milhões)
1990	1.433	1,93	2.767,10
1991	1.231	1,82	2.241,70
1992	1.345	2,61	3.511,10
1993	1.161	3,19	3.708,10
1994	1.197	3,44	4.120,60
1995	1.776	4,42	7.853,50
1996	2.464	4,46	10.992,90
1997	3.084	4,75	14.646,90
1998	3.557	5,88	20.899,80
1999	5.403	9,92	53.579,60
2000	7.832	13,38	104.827,40
2001	4.451	9,17	40.798,40
2002	3.042	7,09	21.579,30
2003	2.825	6,69	18.911,00
2004	2.873	7,31	21.004,40

Fonte: Adaptado pelo autor a partir de dados coletados no Money Tree Report. (PRICEWATERHOUSECOOPERS, [2005?]).

3.2 BRASIL

Uma das características mais importantes da modalidade de *private equity* é o longo prazo de maturação do investimento, e foi justamente este fator que dificultou 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, que proporcionou uma relativa estabilidade da moeda e o fim da hiperinflação, foi possível aos empresários e investidores vislumbrar um cenário um pouco mais distante. Aliado a isso, o processo de privatizações desencadeado na mesma época atraiu investidores institucionais locais e estrangeiros, colocando o país na mira de investimentos mais significativos.

No cenário externo, este mesmo período foi caracterizado por uma forte expansão no mercado de capitais norte-americano, função, sobretudo, das

empresas de internet e telecomunicações, e pela ampla disponibilidade de recursos externos para investimentos, sendo os países emergentes um foco de interesse para esse capital. As iniciativas anteriores a este período, embora não tenham atingido completamente suas intenções, não podem ser esquecidas.

Diferentemente do formato proposto por Pavani (2003), em que a autora divide o histórico do desenvolvimento em três etapas, a saber, origem (1970 a 1980), estruturação (1981 a 1994) e crescimento (1995 a 2002), este trabalho apenas relata algumas iniciativas mais relevantes anteriores ao Plano Real, sem diferenciar ou subdividir o período que antecedeu ao plano de estabilização econômica brasileiro.

No início da década de 70, no âmbito do II PND, o governo brasileiro tomou as primeiras iniciativas, que podem ser descritas como o embrião do mercado de *private equity* no Brasil. Inobstante não contemplarem todas as características do segmento, conforme descrito anteriormente, essas ações visavam, basicamente, a fomentar o desenvolvimento econômico através da inovação tecnológica.

A necessidade de intensificar o desenvolvimento econômico e, simultaneamente, dinamizar o mercado de capitais local foi o ponto de partida para a criação pelo BNDE, em 1974, das três empresas que, em 1982, viriam a formar o BNDESPar. A Mecânica Brasileira S.A. (EMBRAMEC), a Insumos Básicos S.A. (FIBASE) e a Investimentos Brasileiros S.A. (IBRASA) tinham o objetivo de fortalecer a capitalização das empresas nacionais através da subscrição de ações e debêntures conversíveis. Todavia essas empresas não participavam da gestão das investidas, mantendo o controle administrativo com os empresários nacionais.

Paralelamente, a Financiadora de Estudos e Projetos – FINEP, uma empresa pública vinculada ao Ministério da Ciência e Tecnologia, através da institucionalização e administração de fundos, como o Fundo de Financiamento de Estudos de Projetos e Programas e o Fundo de Desenvolvimento Técnico-Científico, vinha atuando no financiamento da expansão e consolidação do sistema de Ciência e Tecnologia, na implantação de grupos de pesquisa e no fortalecimento institucional da pós-graduação, atuando intensamente junto à comunidade científica.

Até 1976, a FINEP desempenhava um papel importante na ampliação da oferta e demanda de tecnologia, congregando universidades, centros de pesquisa e empresas de consultoria, mas sua atuação era bastante distante de um modelo de *private equity*. A partir de então, por meio do Programa de Apoio ao Desenvolvimento Técnico Nacional (ADTEN), através de operações de

financiamento reembolsáveis, nas modalidades de debêntures conversíveis, ações e empréstimos amortizáveis, em função do desempenho da empresa, é que a FINEP passou a considerar o capital de risco como um instrumento viável de financiamento. Ao longo dos anos, a atuação da FINEP foi mais ou menos intensa em função das diretrizes dos governos aos quais esteve vinculada, mas apenas em 2000, com a implantação do Projeto INOVAR, que visa especificamente ao estímulo à cultura de investimentos de capital de risco em empresas nascentes e emergentes de base tecnológica, é que essa cultura se consolidou.

O mesmo ano de 1976 marcou, também, a fundação da primeira companhia de *venture capital* do Brasil, uma parceria entre Unibanco e Paribas, a Brasilpar tinha o objetivo de estimular os investimentos de risco no Brasil. EM 1980 recebeu capitalização de outros grupos nacionais e internacionais como Pão de Açúcar, Villares, Multibrás e Banco Mundial. Durante a década de 80 seus investimentos concentraram-se na área de tecnologia da informação. Em 1990 após uma reestruturação transferiu suas atividade de *private equity* para a Westsphere.

A segunda ação privada significativa ocorreu em 1981 com a criação da CRP em Porto Alegre. A CRP, mais antiga empresa nacional de *private equity* ainda em atividade, agregou investimentos de grupos privados através dos bancos de desenvolvimento locais BRDE e Badesul.

A partir da implantação do Plano Real, uma sucessão de ações de fomento e consolidação do segmento de *private equity* foi viabilizada, seja pela atuação do governo, ou de grupos privados nacionais e internacionais.

Na ação do governo, destaca-se a criação pelo BNDES em 1996 do primeiro fundo de capital de risco nacional, administrado pelo Banco Garantia, a já mencionada criação do Projeto INOVAR, o desenvolvimento, no SEBRAE, de um programa específico para investimento em fundos de capital de risco, o que o transformou no segundo maior investidor na modalidade.

No âmbito privado, a criação da ABVCAP, que representa as principais fontes de recursos para o capital de risco no Brasil, dedicando-se à promoção dessa indústria, indica o início do amadurecimento do mercado local.

Este amadurecimento pode ser verificado através dos dados relacionados a seguir. Traçando um paralelo com o mercado norte-americano, constata-se que, não obstante os volumes locais ainda serem insignificantes frente àquele mercado, o Brasil apresenta uma estrutura institucional desenvolvida praticamente nos últimos

dez anos, mas que já demonstra capacidade de absorver volumes crescentes de investimentos.

As condições criadas pelo Plano Real, conforme destacado anteriormente, foram capazes de alavancar o mercado nacional de *private equity* ao seu melhor desempenho em 1998, quando atingiu o volume de US\$ 1,56 bilhões.

Desde então, esse volume vem caindo em função do ambiente macroeconômico mas, sobretudo, do fim do período das grandes privatizações e da desvalorização cambial.

Embora o volume de investimento baixo se comparado ao ano de 1998, 2004 apresentou um crescimento de mais de 200% no número de empresas investidas em relação ao ano de 1999. Enquanto no final de 1998 100 empresas receberam investimentos, em 2004 o número alcançou 315.

Esse dado faz parte do conjunto de informações preliminares divulgados pelo FGV-CEPE, que realizou o primeiro Censo da Indústria de *Private equity* no Brasil.

De acordo com o estudo, o volume de recursos comprometidos na indústria, considerando tanto os recursos já aplicados como aqueles captados e disponíveis para investimentos, totalizou cerca de US\$ 5,58 bilhões no final de 2004, superando, em muito, as expectativas iniciais do mercado, que estavam em torno de US\$ 3 bilhões.

Destes US\$ 5,58 bilhões, cerca de US\$ 1,3 bilhão não tiveram a origem dos recursos divulgada pelos administradores, por entenderem tratar-se de informação confidencial. Entre o volume restante, com origem divulgada, cerca de 60% eram de origem estrangeira. O governo brasileiro participa do mercado com cerca de US\$ 300 milhões investidos em modalidades de *private equity*.

Foram relacionados cento e dois fundos de investimentos e setenta e um gestores de recursos com atuação no mercado nacional. Destes setenta e um gestores, quarenta e cinco são independentes, vinte fazem parte de conglomerados financeiros, quatro pertencem a conglomerados industriais e dois são agências públicas. Quanto à nacionalidade dos gestores, 53 são brasileiros, 10 americanos (gerindo cerca de US\$ 1,8 bilhões), 4 europeus e quatro de outras localidades. Entre os fundos, diferenciam-se dos demais seis fundos PIPE - Private Investment in Public Equity.

No final de 2004 a indústria empregava cerca de 500 pessoas, sendo 140 sócios gestores e 93 gestores, constituindo um percentual de 47% dos participantes com poder de decisão sobre os investimentos.

Com relação à prospecção de oportunidades, o estudo revela 3 categorias, as empresas que procuram os gestores, encaminhando seus planos de negócios, as empresas indicadas por executivos ou empresários e aquelas que são procuradas pelos gestores. Na primeira categoria, a taxa de concretização de negócios é a mais baixa, situando-se, em 2004, em menos de 0,30%, com apenas 6 propostas que se tornaram negócios. Na categoria das empresas indicadas, pouco mais de 1,25% das propostas se converteram em investimentos, totalizando 16 negócios. O índice é bem melhor entre as empresas que são procuradas pelos gestores, alcançando quase 7,5% de negócios realizados em relação a propostas analisadas.

Com isso, do total de cerca de 3.500 propostas analisadas pelos gestores em 2004, 1%, ou 35 empresas, receberam investimentos dos fundos de *private equity*. Estas 35 empresas investidas em 2004 fazem parte do universo de 315 que compõem a carteira dos 102 fundos em atividade.

Das empresas que compunham a carteira no final de 2004, 36 receberam investimentos na categoria *seed money*, 74 na categoria *start up*, 100 no *early stage*, 47 no *later stage* e 43 na modalidade PIPE.

Com relação à área de atuação destas empresas, havia grande concentração na área de eletrônica e informática, representada por 92 empresas. O segundo segmento que teve maior número de empresas investidas foi o de biotecnologia com 10 empresas recebendo investimentos, seguido pelo agronegócio com 8 empresas.

No que diz respeito ao controle do capital, apenas 21% dos investidores exigiram controle do negócio, enquanto 38% se restringiram a uma participação minoritária, mas com direito de veto nas decisões estratégicas. O prazo médio de duração dos fundos foi estimado entre 7 e 10 anos.

Entre todas as estatísticas destaca-se que das 8 empresas que abriram o capital na Bolsa de Valores de São Paulo, 6 tinham apoio de fundos de *private equity*.

Os valores envolvidos nas operações de *private equity* são pequenos mesmo para a economia brasileira, mas a indústria demonstra um perfil mais maduro e capaz de absorver volumes muito mais significativos caso as condições macroeconômicas permitam seu crescimento e desenvolvimento. A evolução

alcançada pelo mercado local em pouco tempo de estabilidade econômica, assim como a projeção de crescimento decorrente um paralelo traçado com o mercado norte-americano, ressalvadas não apenas as proporções, mas algumas características intrínsecas daquele mercado, muito mais centrado no mercado de capitais, indica um forte potencial de crescimento da modalidade no Brasil.

4 CASOS BRASILEIROS DE SUCESSO

Um outro elemento que pode indicar o potencial do segmento de *private equity* no Brasil atual é a recorrência de casos recentes de sucesso, em que o investimento resultou não apenas em alta rentabilidade para o investidor, mas também crescimento significativo para a empresa, adoção de práticas de governança corporativa, utilização de instrumentos do mercado de capitais para o *exit* do investimento, criação de empregos, enfim, que tenham contribuído para o desenvolvimento econômico local. Nesse sentido, este capítulo descreve dois casos emblemáticos ocorridos no Brasil nos últimos anos.

Os dados relacionados no capítulo anterior apontaram uma forte concentração dos investimentos dos fundos de *private equity* nos segmentos de eletrônica e informática e de biotecnologia. No entanto, os dois casos mais bem sucedidos e de maior destaque na mídia no ano de 2004 não fazem parte destes segmentos.

Em junho de 2004, após alguns anos de poucas aberturas de capital na Bolsa de Valores de São Paulo, seguindo o bem sucedido lançamento de R\$ 678,2 milhões da Natura Cosméticos, ocorreram os IPO's da Gol Linhas Aéreas Inteligentes (GOL) e da América Latina Logística (ALL). A diferença destas duas últimas para a Natura é que ambas receberam recursos de *private equity*.

Nos dois lançamentos, a demanda por ações superou em muito a expectativa das empresas, abrindo perspectivas interessantes para o mercado de *private equity*. A Gol captou cerca de R\$ 1 bilhão na oferta inicial, R\$ 200 milhões acima da expectativa da companhia. A ALL captou R\$ 588 milhões frente à expectativa de R\$ 535 milhões.

4.1 GOL LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A.

A Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (GOL) foi a primeira empresa aérea de baixo custo e baixa tarifa a operar no Brasil. Constituída em agosto de 2000,

começou a transportar passageiros em 2001 com seis aeronaves atendendo cinco cidades brasileiras.

Sua atuação foi inspirada no modelo da norte-americana Southwest Airlines, primeira empresa a oferecer esse tipo de serviço, cuja gestão incluía a otimização de recursos humanos e ativos operacionais e apenas uma classe de serviço e, conseqüentemente, uma única tarifa para cada voo.

De acordo com o prospecto de lançamento público das ações da GOL, as vantagens competitivas da companhia são: a manutenção de baixos custos operacionais, resultado da combinação de fatores, como a utilização eficiente de aeronaves, operação de uma frota homogênea, alta proporção de vendas feitas pela *internet* e adoção das melhores práticas de outras companhias que atuam nesse segmento; oferta de tarifas baixas; uma frota de aeronaves novas; uma sólida situação financeira; e profissionais motivados e uma equipe administrativa experiente.

A entrada de recursos de *private equity* na empresa ocorreu no início de 2003, quando a AIG Capital Partners (AIG) adquiriu participação no capital social da GOL, por US\$ 26 milhões.

A participação da AIG no capital da GOL se deu por meio da BSSF Air Holdings, empresa controlada pela BSSF Holdings Ltd. que, por sua vez, era controlada pelos fundos de *private equity* AIG Brazil Special Situations Fund L.P. e AIG Brazil Special Situations Parallel Fund, C.V.

De acordo com o quadro resumo (NR) do AIG Brazil Special Situations Fund, trata-se de uma colaboração entre a AIG Capital Partners Inc. e a Galeazzi & Associados S/C, empresa brasileira de investimentos. O tamanho é de US\$ 250 milhões. O prazo de duração do fundo é de dez anos a contar da data de fechamento, podendo ser prorrogado duas vezes por períodos de um ano.

O foco geográfico de ação do fundo é a América do Sul, com mais ênfase no Brasil. Estrategicamente o fundo busca participações temporárias e situações de sucessão de controle, aumentos de capital e reestruturações societárias.

A distribuição pública primária e secundária das ações preferenciais da GOL compreendeu, simultaneamente, a distribuição primária de 18.750.000 ações preferenciais e distribuição secundária de 14.300.000 ações preferenciais.

A distribuição foi feita simultaneamente no Brasil e nos Estados Unidos, sendo 9.254.000 ações destinadas à oferta brasileira e 23.796.000 ações

distribuídas no âmbito da oferta internacional, na forma de American Depositary Shares ADS, sendo que cada ADS corresponde a duas ações preferenciais.

O preço de lançamento foi de R\$ 26,57 por ação preferencial e R\$ 53,14 por ADS, superando o *target price*, que estava entre R\$ 23 e R\$ 26. Foi estimado que a demanda entre investidores individuais tenha sido dez vezes o volume oferecido, com cerca de 12.000 interessados em adquirir ações da companhia. Com isso, as reservas prévias foram atendidas em apenas 26% do volume solicitado.

O lançamento permitiu a AIG, por meio de seus fundos, realizar o *exit* parcial do investimento vendendo pouco mais de 51% das ações que detinha. Ao preço de lançamento, o ganho da AIG foi de cerca de 480% em reais e 595% em dólares. Isso porque, o investimento inicial foi de cerca de US\$ 26 milhões, em torno de R\$ 96 milhões, e o valor apurado pelo lote de 51,6% de suas ações situou-se em torno de R\$ 290 milhões, correspondentes a US\$ 94 milhões.

A participação da AIG no quadro societário da GOL passou de 35,55% das ações preferenciais, correspondente a 12,5% do total de ações, para 13,06% das preferenciais, correspondentes a 5,44% do total.

Após a distribuição pública, a GOL ascendeu para o segundo lugar em participação no mercado doméstico, com 27,3%¹. Aumentou a frota de 22 aeronaves para 42 e o número de cidades atendidas de 29 para 43, além de adicionar, até o final de 2005, dois destinos internacionais (Buenos Aires e La Paz).

A comparação de alguns dados do fechamento de 2003 com 2005 comprovam o sucesso que a empresa vem alcançando: o número de passageiros pagantes passou de 7.324 para 13.000; a taxa de ocupação subiu de 64,2% para 73,5%; as decolagens passaram de 75.439 para 122.683; o número de funcionários aumentou de 2.453 para 5.456. A receita líquida da companhia em 2005 foi de R\$ 2,7 bilhões e o lucro líquido de R\$ 424,5 milhões.

Com isso, a ação da GOL, lançada em 24 de junho de 2004 ao preço de R\$ 26,57 foi cotada no pregão da Bolsa de Valores de São Paulo no último dia de 2005 a R\$ 65,57, apresentando valorização de mais de 145%.

Considerando a participação residual dos fundos de *private equity* no capital da GOL pela cotação de fechamento do dia 29.12.2005, mais o valor já realizado por ocasião da distribuição pública, o ganho proporcionado pelo investimento seria de

¹ Dado do final de 2005, fonte DAC – líder de mercado TAM com 43,5%.

quase 900% em reais e mais de 1.300% em dólares, incluindo o ganho com o câmbio.

4.2 AMERICA LATINA LOGÍSTICA

A América Latina Logística (ALL) é a maior operadora logística independente baseada em ferrovias da América Latina. Seus produtos englobam transporte porta-a-porta intermodal, serviços de terminal portuário, armazenamento, inclusive com gestão de estoques e centros de distribuição. Sua principal área de atuação inclui o estado de São Paulo, a região sul do Brasil e região central da Argentina, além de servir o Chile por meio de transporte rodoviário. Sua malha ferroviária está interligada a cinco importantes portos do Brasil e Argentina, por onde transitam 70% das exportações de grãos da América do Sul.

O programa de privatizações da malha ferroviária brasileira, até então operado pela Rede Ferroviária Federal S.A. (RFFSA) teve início em 1996. Os doze sistemas operados pela RFFSA foram distribuídos em seis malhas a serem privatizadas.

Em fevereiro de 1997, um consórcio de investidores, que já incluía participação de recursos de *private equity*, venceu o leilão de desestatização da malha Sul. Esse consórcio incluía o Garantia Partners Investimentos e o Credit Suisse First Boston. O contrato com o governo brasileiro concede direitos exclusivos de explorar e operar a rede Sul da infra-estrutura ferroviária pública por trinta anos, renováveis por mais trinta.

Em 1998, a empresa assumiu as operações da parte sul da rede ferroviária de São Paulo em conexão com a privatização de sua rede. Em 1999, foi feita a aquisição de direitos relativos a duas grandes redes ferroviárias na Argentina. No mesmo ano, adotou a atual denominação social, América Latina Logística S.A..

Em julho de 2001, arrendou ativos operacionais da Delara, uma importante companhia de transporte rodoviário brasileira, com operações no Brasil e na Argentina. Com isso, o foco da empresa foi ampliado, passando a oferecer serviços integrados de logística.

Em 2004, operava uma rede ferroviária com 16.397 quilômetros de extensão, 584 locomotivas, 17.579 vagões, 1.986 veículos para transporte rodoviário, centros de distribuição e instalações de armazenamento, quando realizou, em junho, a distribuição pública primária e secundária de ações preferências.

O desenvolvimento econômico e financeiro da ALL ao longo dos anos serve de exemplo significativo da participação na gestão das empresas a partir de grupos de investimentos de *private equity*.

Desde a privatização da Malha Sul em 1997, a ALL no Brasil aumentou o volume transportado em 14,4% a.a.; a receita bruta cresceu 28,1% a.a.; o EBITDA cresceu 71,7% a.a.; a produtividade dos funcionários aumentou 23,2% a.a.; a produtividade das locomotivas aumentou 11,5% a.a.; o ciclo médio dos vagões foi reduzido de 15,6 dias para 8,4 dias; entre outros dados que reforçam a melhoria na eficiência da empresa.

Paralelamente, a administração da ALL procurou, através do desenvolvimento tecnológico, mais um diferencial para o sucesso da empresa. Foram desenvolvidos e instalados computadores de bordo utilizando GPS e transmissão de dados por satélite em quase toda a frota de locomotivas, o que incrementou a segurança e confiabilidade das operações. A ALL desenvolveu, também, um sistema operacional próprio para otimizar os serviços prestados que equipavam, em 2004, 89% da frota de locomotivas.

A distribuição pública alcançou resultados acima das expectativas, a procura pelos papéis da empresa foi sete vezes maior do que o volume oferecido, com isso, no primeiro dia de negócios, a ação se valorizou 13,5%.

De certa forma, os casos descritos da GOL e da ALL se mostraram complementares no sentido de demonstrar a capacidade de agregar valor pela modalidade de *private equity*. Enquanto o exemplo da GOL destaca, sobretudo, o crescimento exponencial da empresa e os resultados expressivos alcançados pelos investidores, com rentabilidades muito acima das oferecidas pelo mercado, a ALL, sem prejuízo destas características, demonstra, também, o sucesso da implantação de uma cultura organizacional voltada para resultados, com sólidas práticas de governança corporativa, ênfase no desenvolvimento tecnológico e, principalmente reflexos positivos para o desenvolvimento econômico do país pela contribuição eficiente para a infra-estrutura necessária ao crescimento sustentado. Nesse sentido, o *private equity* demonstra ser uma importante modalidade de investimento

que pode e deve ser incentivada de forma a produzir casos recorrentes de sucesso como estes e, assim, fornecer alternativas para o crescimento econômico do país.

5 ECONOMIA BRASILEIRA

O objetivo central deste trabalho é compreender e avaliar o potencial do segmento de *private equity* no momento atual do Brasil, considerando, para tanto, os riscos e benefícios proporcionados pela modalidade. Para alcançar este objetivo, foram analisados aspectos como o histórico do *private equity* e sua evolução no tempo, tanto nos Estados Unidos como no Brasil, os principais e mais atualizados dados do mercado de *private equity* no mercado local e os casos mais destacados de sucesso recente ocorridos no Brasil, aspectos relacionados ao ponto de vista do mercado de *private equity*. Todavia uma outra frente ampla deve ser avaliada, o atual estágio da economia brasileira. Dessa forma, a interação entre o segmento de *private equity* e a economia brasileira terá sido analisada sob as duas óticas.

O trabalho não propõe uma análise ampla e profunda da economia brasileira, mas sim uma descrição dos dados econômicos que podem se relacionar direta ou indiretamente ao segmento de *private equity*, facilitando a compreensão do potencial do setor.

Por se tratar de uma modalidade de investimento de longo prazo, mas, ao mesmo tempo, guardar similaridade com opções de financiamento tradicionais, são destacados neste capítulo, dados econômicos de investimento, poupança e operações de crédito do sistema financeiro.

Previamente à descrição dos dados, o capítulo apresenta uma retomada teórica dos conceitos básicos das teorias econômicas que abordam a questão da relação entre poupança e investimento e o papel do crédito no desenvolvimento econômico.

No segundo momento, então, o capítulo apresenta a descrição das condições gerais da economia brasileira até o final do ano de 2005, com foco nos dados de investimento, poupança, e nas características do mercado de operações de crédito do sistema financeiro, em que é discutido um importante componente da taxa de juros das operações de crédito, o *spread* bancário.

5.1 RELAÇÃO ENTRE INVESTIMENTO E POUPANÇA E O PAPEL DO CRÉDITO NO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

A breve retomada teórica não tem a finalidade de definir paradigmas de análise, mas tão somente de possibilitar uma visão mais ampla dos dados que se seguirão, de forma a facilitar a avaliação do potencial do mercado de *private equity* em face da situação atual da economia brasileira. Para isso, foram utilizados os textos de Carvalho (2003, [200-?]), Jacob (2003) e Nitsh e Santos (2001), em que os autores apresentam de forma clara e sucinta essas teorias, cujas principais idéias são retomadas aqui.

De acordo com Carvalho [200-?], na teoria clássica, para haver investimento, é preciso haver poupança. Como investimento é acumulação de capital, para haver investimento, é condição *sine qua non* que haja capital a ser acumulado. Para os clássicos, o que diferencia consumo e investimento é a destinação do produto e não sua origem ou natureza. Ou seja, consumo e investimento são usos alternativos para o produto disponível.

Assim, somente poderá ser investido o produto não consumido, o produto poupado. A poupança significa que o produto não foi destruído via consumo, mas preservado para a possibilidade de que seja empregado produtivamente.

Mesmo com os avanços disponíveis na economia monetária moderna, o investimento continua limitado pelo montante de produto que o público está disposto a disponibilizar para o investidor, abrindo mão de consumi-lo naquele momento.

Segundo a teoria clássica, a forma de acelerar os investimentos é o público aceitar poupar frações crescentes de sua renda, de modo a aumentar a acumulação de capital.

O incentivo do público a não consumir o produto imediatamente, mas postergar o consumo para o futuro, é a taxa de juros que remunera sua poupança, de forma que, ao abrir mão de consumir em favor de poupar, possa aumentar seu consumo futuro. Nesse sentido, a taxa de juros funciona como medida da compensação exigida pelo poupador pelo sacrifício do consumo presente. Quanto maior for a taxa de juros, maior será a disposição do público a poupar.

Na outra ponta da cadeia encontra-se o investidor, para o qual, a taxa de juros significa o custo do capital que será necessário para que seu negócio seja

viabilizado. Quanto maior a rentabilidade esperada do negócio, maior será a disposição do investidor em pagar pela taxa de juros do produto.

Segundo Wicksell (1898 *apud* CARVALHO, [200-?]), a taxa de juros natural é aquela que concilia o desejo dos dois grupos. De onde se depreende que o nível de investimento da economia depende do nível da taxa de juros praticada.

Na visão clássica, enquanto a poupança não for suficiente para suportar o esforço de acumulação, não será plausível o crescimento dos investimentos e, conseqüentemente, o desenvolvimento econômico.

De acordo com os clássicos, para que a taxa de juros se aproxime da taxa natural, é preciso que sejam removidas as distorções causadas pela “repressão financeira”. “Denominada “repressão financeira”, essa forma de regulação do sistema financeiro caracteriza-se pela intervenção do Estado sobre o nível e a estrutura dos juros e por políticas de crédito seletivo e dirigido, com o objetivo de canalizar recursos financeiros a baixo custo para os setores considerados estratégicos para o desenvolvimento”. (NITSH; SANTOS, 2001, p. 173).

Carvalho (2003) apresenta, também, os principais pontos da teoria keynesiana, segundo a qual a poupança é o resultado e não o requisito para o investimento. Nas economias organizadas de forma empresarial, as decisões de produção são tomadas em função das expectativas de demanda dos empresários.

Como os produtos têm uso especializado segundo sua natureza, a escolha entre consumo e investimento é tomada em momento anterior a sua produção. Quando o empresário inicia a produção, já sabe se seu produto será destinado ao consumo ou investimento. A poupança emergirá automaticamente, sob a forma de produto não disponível ao consumo, após o investimento feito.

Na teoria keynesiana, o fator que explica a decisão de poupar é a renda do indivíduo. Sua escolha entre consumo e poupança é permeada por dois elementos fundamentais, a influência das variáveis sociais, determinante do seu nível de vida, e a incerteza quanto ao futuro, que estimula a adoção de precauções contra adversidades.

Assim, o indivíduo utiliza a poupança para se resguardar de choques adversos futuros e defender seu padrão de vida. Dentro dessa visão, as variações no volume de poupança estarão muito mais dependentes do nível de renda do indivíduo do que a taxa de juros oferecida.

Como a teoria keynesiana entende que a poupança é decorrência do investimento, contrariamente ao modelo clássico, os estímulos ao crescimento devem dirigir esforços ao incremento dos investimentos, que trarão consigo, necessariamente o aumento da poupança.

Embora o nível de poupança ser resultado dos investimentos, o comportamento do poupador não é indiferente para a economia, seus efeitos se dão pela forma como a poupança é feita. Como a poupança é o *funding* para o investimento das empresas, é necessário que a economia disponibilize ativos atrativos aos poupadores para que estes estejam seguros de que terão como concretizar, no futuro, o consumo postergado no presente.

Na formulação keynesiana, o público poderia emprestar recursos às empresas por prazos longos o suficiente para atender as necessidades de caixa de forma a viabilizar seu projetos, ou comprar os títulos emitidos por elas. Caso o público entenda que o risco representado por essas empresas ou seus papéis não é adequado aos seus parâmetros, a economia necessitará de um sistema financeiro capaz de intermediar esse fluxo.

Com relação ao comportamento dos agentes financeiros e a administração dos volumes de operações de crédito, Jacob (2003) destaca duas linhas de pensamento, ambas decorrentes da teoria keynesiana: os pós-keynesianos, representados pelas teorias de Hyman Mynsk, em que são desenvolvidos os argumentos da fragilidade financeira dos agentes econômicos e a influência da incerteza para a tomada de decisões, afetada pela preferência pela liquidez das instituições financeiras, e a teoria do modelo de racionamento de crédito, que acresce microfundamentos a base keynesiana da preferência pela liquidez. A base utilizada para a descrição dessa teoria são os textos de Joseph Stiglitz e Andrew Weiss.

A premissa básica da teoria pós-keynesiana é que os bancos operam visando ao lucro e gerenciam seus ativos conjugando liquidez e rentabilidade. Além disso, administram seus passivos de forma a atender suas necessidades de caixa.

A fragilidade financeira é a medida da capacidade dos bancos em fazer frente a seus passivos mediante a composição de seus ativos, de forma a manter seus fluxos de recursos. Tanto maior será a fragilidade financeira quanto mais agressiva for a postura do agente financeiro com relação ao gerenciamento de seus fluxos,

seja pela elevação de seu endividamento, seja pela geração de descasamentos entre ativos e passivos.

Nos ciclos econômicos, os bancos tendem a potencializar os movimentos altistas e baixistas. Isso porque, usualmente, como comportamento padrão da firma que visa a maximizar seus lucros, nos movimentos altistas, os agentes financeiros estão mais dispostos a assumir riscos e, conseqüentemente, posições mais frágeis na relação ativos/passivos, aumentando seu grau de alavancagem. Inversamente, nos momentos baixistas, os bancos dão preferência pela liquidez, o que pode levar a uma crise de crédito, já que a redução no nível de atividade tem impacto direto na renda, reduzindo a capacidade do devedor de saldar suas dívidas.

A opção dos bancos por aumentar suas exposições a risco de crédito nos momentos de euforia econômica, sancionando a demanda por crédito da economia, e, por outro lado, buscar ativos líquidos, cerceando o acesso do público a operações de crédito nos momentos de depressão econômica, confere aos bancos a capacidade de dinamizar os ciclos econômicos.

A exposição natural dos agentes financeiros a incertezas os conduz na direção da preferência pela liquidez, sendo este seu fundamento no gerenciamento de ativos e passivos, face às condições momentâneas de mercado e frente a sua expectativa quanto ao futuro.

A segunda teoria entende que existem outros microfundamentos que afetam o comportamento dos agentes financeiros. De acordo com esta teoria, as forças de mercado descritas pela teoria clássica não conseguem agir perfeitamente a ponto de a economia atingir o equilíbrio, pois existem interferências no processo. O custo de menu pode ser citado como uma interferência no funcionamento do modelo clássico, porque ajustes de preços deixam de ser realizados em função do custo das alterações serem superiores aos benefícios que proporcionariam.

De acordo com o Modelo de Racionamento de Crédito (MRC), existem situações que impedem o *market clearing*, no mercado financeiro. O modelo analisa os problemas das relações entre credores e devedores situados na existência de uma demanda por crédito não atendida.

O desequilíbrio entre oferta e demanda por crédito é decorrente da existência de assimetria de informações entre credor e devedor, com este possuindo informações mais precisas dos projetos a serem financiados e, portanto, dos riscos

envolvidos no negócio. Esse *moral hazard* é a razão pela qual os credores agem de forma a racionar o crédito.

Os agentes financeiros se deparam com a escolha entre rentabilidade e segurança, cuja composição será decorrência do nível de risco que a instituição estiver disposta a assumir.

Contrariamente ao senso comum, variações positivas na taxa de juros não beneficiam a rentabilidade dos bancos à medida em que reduz a capacidade dos credores de honrar suas dívidas já que seus projetos deverão oferecer um retorno maior, capaz de cobrir o elevado custo do endividamento.

O incremento nas incertezas de mercado remetem os bancos a três formas de reação: represamento de operações com clientes que em momento anterior poderiam ser elegíveis; aumento na exigência de garantias, de forma a minimizar a incerteza quanto ao recebimento; e elevação na preferência por ativos mais líquidos, como títulos públicos federais em relação a operações de crédito.

O comportamento dos agentes financeiro no gerenciamento de seus ativos e passivos, orientado pela preferência pela liquidez, afeta o nível de atividade econômica, não apenas em razão do volume de crédito concedido, mas, também, das condições em que essas operações se realizam. Assim, é necessário compreender o processo pelo qual os bancos determinam as taxas de seus empréstimos e as relações dessa variável com a estratégia de diversificação de ativos componentes do seu balanço.

5.2 DADOS ECONÔMICOS BRASILEIROS 2005 – DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO, INVESTIMENTO, POUPANÇA E OPERAÇÕES DE CRÉDITO DO SISTEMA FINANCEIRO¹

No ano de 2005 a economia brasileira sofreu os efeitos das variações decorrentes da política monetária, das incertezas quanto ao cenário político, da quebra da safra agrícola e da manutenção de um cenário externo positivo.

¹ Os dados e análises deste item estão baseados nas informações contidas no Relatório Anual do Banco Central do Brasil (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2004).

A política monetária, que visou à preservação das conquistas associadas ao ambiente de estabilidade de preços, foi caracterizada por dois momentos distintos.

A meta da taxa SELIC, taxa básica de juros da economia brasileira, sofreu sucessivos aumentos do início do ano até maio de 2005 visando a acomodar o ritmo de expansão da demanda agregada, assegurando a convergência do índice oficial de inflação para a meta fixada. Nestes meses, o Banco Central identificou desaceleração do nível de atividade econômica e recuo no consumo das famílias e no nível de investimentos.

A partir de setembro, a política monetária começou a ser flexibilizada frente à redução nos focos de pressão inflacionária, na melhora no cenário externo e, conseqüente, redução de riscos para a manutenção da estabilidade econômica. Neste período, houve uma expansão significativa dos investimentos, retomada do crescimento do consumo e recuperação da atividade econômica.

Entre outubro e dezembro de 2005, houve elevação da inflação no curto prazo, determinada em grande medida pelos ajustes de preços no mercado interno dos combustíveis, bem como pela reversão da dinâmica favorável dos preços dos alimentos observada nos meses anteriores. Ainda assim, a avaliação do Comitê de Política Monetária (COPOM) foi a de que se tratava de fatores transitórios e manteve o curso de reduções graduais da taxa básica, que sofreu cortes de 0,5% nos três últimos meses do ano, encerrando o ano no patamar de 18%, frente ao pico de 19,75% que vigorou entre maio e agosto.

O Produto Interno Bruto atingiu o montante de R\$ 1,938 trilhões, representando um crescimento de 2,3% no ano. A análise do Banco Central identificou aumento da demanda interna, melhoria nas condições de crédito, recuperação gradual dos rendimentos reais e do emprego e bom desempenho do comércio exterior. O fortalecimento do mercado interno respondeu por 1,5% dos 2,3% da expansão do PIB.

Os investimentos cresceram 1,6% alcançando a melhor participação do PIB dos últimos anos, 19,92% frente a 19,6% de 2004. A poupança interna, da mesma forma, atingiu seu o maior nível, observando o período pós-real, 21,57% do PIB.

Contrariando o senso comum, o nível de investimento, entendido como a formação bruta de capital fixo, cresceu mesmo diante da expressiva redução da utilização de poupança externa.

Essa relação entre poupança interna, externa e investimento, mais especificamente o caso brasileiro, é analisada por Bresser-Pereira (2006), e traz importante discussão para compreensão do fraco desempenho no Brasil em termos de desenvolvimento econômico nos últimos anos.

Segundo o autor, o Brasil adotou, pós Plano Real, a estratégia de crescimento com poupança externa, da qual decorrem altas taxas de juros e taxa de câmbio apreciada. Essa estratégia, demonstra Bresser-Pereira (2006), neutraliza a capacidade de desenvolvimento por meio de um processo de três estágios. No primeiro, momento substitui a poupança interna pela externa, passa, então, para uma situação de endividamento e fragilização financeira, que resulta no terceiro estágio, crise de balanço de pagamentos.

Os déficits em conta corrente resultantes da estratégia aumentam os salários e o consumo de forma artificial e reduzem os investimentos destinados à produção para exportação. Desta forma, o país acumula dívidas, que podem ser tanto financeiras como patrimoniais (investimento direto), com a intenção de aumentar a capacidade de investimento, no entanto, o resultado é que os recursos ingressados substituem a poupança interna, dirigindo-se para o consumo.

No período posterior à desvalorização do Real em 1999, o processo se inverteu. O país passou de um déficit em conta corrente em 1999 de 4,73% do PIB para um superávit em 2005 de 1,65%. Apesar desta significativa alteração na utilização da poupança externa a taxa de investimento não recuou, contrariamente ao que se poderia imaginar, passou de 18,90% do PIB em 1999 para 19,92% em 2005.

Essa inversão foi possibilitada e impulsionada não apenas pela taxa de câmbio, mas também pelo aumento nos preços das *commodities* exportadas pelo Brasil. Nesse segundo período, os salários se reduziram, assim como o consumo, possibilitando o aumento da poupança interna pelo lado da oferta. Sob a ótica da demanda, o aumento das exportações aumentou o investimento no setor de comercializáveis, resultando, também, no aumento da poupança interna. (BRESSER-PEREIRA, 2006).

Retomando à descrição dos dados de 2005, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES realizou investimentos de R\$ 47 bilhões, aumento de 11,3% em relação ao montante investido em 2004. Quase metade deste montante (R\$ 23 bilhões) foi direcionada para a indústria de

transformação, que recebeu 40,3% mais investimentos do BNDES do que em 2004. O segundo segmento com maior volume de investimentos recebidos foi o de comércio e serviços, com cerca de R\$ 19,5 bilhões. O setor agropecuário recebeu R\$ 4 bilhões, e a indústria extrativa cerca de R\$ 0,4 bilhões. A taxa de juros de longo prazo manteve-se estável ao longo no ano no patamar de 9,75% a.a..

A produção industrial cresceu 3,1% sendo que a indústria extrativa apresentou o melhor desempenho, 10,2%, enquanto a indústria de transformação fabril cresceu 2,7%. Esta evolução, segundo o Banco Central, esteve condicionada pelo dinamismo da produção de bens de consumo, impulsionado por melhores condições de crédito e de renda. De acordo com estimativas de órgãos representativos das indústrias, a capacidade instalada atingiu 81,7% de utilização.

O mercado de trabalho na indústria apresentou resultado positivo no ano em vários aspectos: o nível de pessoal empregado cresceu 4,3%; a massa salarial real aumentou 8,1% e; as horas trabalhadas subiram 4,6% em relação a 2004.

No comércio, o índice de volume de vendas no varejo apresentou crescimento de 4,8%, representando o aumento de vendas obtido em todos os segmentos, com exceção de combustíveis e lubrificantes. Os principais destaques foram móveis e eletrodomésticos com crescimento de vendas de 16%.

A renda nominal de vendas também cresceu, 10,2%, destes, 4,5% representam crescimento de volume e 5,1% aumento nos preços. A receita nominal dos setores de móveis e eletrodomésticos cresceu 21,5%.

Por outro lado, verificou-se também crescimento na inadimplência, mensurada pelo número de cheques sem fundo em relação ao total de cheques emitidos. A taxa líquida de inadimplência alcançou 5% ante 4,2% de 2004.

Em 2005, mesmo com crescimento da população economicamente ativa, observou-se redução do desemprego e ampliação do ritmo de contratações, sobretudo formais. Houve crescimento da ocupação em 2005 em todos os meses e todos os setores da economia. A taxa média de desemprego situou-se em 9,8% ante 11,5% de 2004.

Nas regiões metropolitanas o número de ocupados cresceu 3% em média, fruto da criação de 474 mil novas vagas. Em 2004 o número de novas vagas foi maior, totalizando 646 mil. O diferencial do ano de 2005 é que mais de 98% das vagas criadas foram com carteira assinada ao passo que em 2004 menos de 50% eram vagas formais.

A exceção de Recife, a taxa média de desemprego recuou em todas as regiões metropolitanas analisadas. Em âmbito nacional, foram criadas 1.254 mil vagas com carteira assinada, sendo que o rendimento médio nominal do trabalhador, segundo o IBGE cresceu 8,1%.

Com relação à inflação se verificou trajetória descendente tanto nos índices gerais de preços como nos de preços ao consumidor. O IPCA registrou 5,69% de inflação contra 7,6% em 2004. O índice de preços monitorados cresceu 8,96% em 2005 ante 10,22% em 2004, enquanto o de preços livres aumentou 4,32% contra 6,55% no ano anterior.

O comportamento da oferta de crédito esteve intimamente relacionado ao comportamento da meta SELIC. Com isso, o custo médio da parcela do crédito livre referencial para a taxa de juros caminhou positivamente junto com a SELIC até maio de 2005 aumentando 3,2% em relação a dezembro de 2004. A partir de junho iniciou trajetória descendente até 45,9% a.a. em dezembro de 2005.

A evolução do volume das operações de crédito concedidas no âmbito do sistema financeiro nacional foi influenciada, em parte, pelo ajuste das taxas de juros ocorridas ao longo do ano e pelo arrefecimento da atividade econômica. O crescimento verificado no volume das operações contratadas com pessoas físicas foi determinado pelo expressivo aumento dos empréstimos consignados em folha de pagamento.

A evolução dos agregados monetários esteve condicionada pelo crescimento da atividade econômica, pela expansão dos empréstimos do sistema financeiro e, principalmente, pelos fluxos externo crescente proveniente do saldo da Balança Comercial e de investimentos externos diretos.

Com relação às operações de crédito de sistema financeiro nacional, verificou-se a consolidação de sua utilização como instrumento de políticas micro e macroeconômicas, funcionando como canal de transmissão da política monetária.

O volume total de operações alcançou R\$ 607 bilhões, crescimento de 21,5% em relação a 2004. Com isso o volume das operações de crédito passou de 27% em 2004 para 31,2% do PIB em 2005 (como referência, no Japão essa relação é de 120%).

O desempenho favorável foi sustentado pelo segmento de recursos livres onde se verificou expansão das operações contratadas com pessoas físicas, com ênfase para a aquisição de bens duráveis e para o crédito pessoal, sobretudo

empréstimos consignados em folha de pagamentos. A demanda das empresas, segundo o Banco Central, foi sensibilizada pelo maior dinamismo da atividade econômica.

Os bancos privados nacionais apresentaram crescimento de 25,1% no volume de operações de crédito, representando 40,9% do total ou cerca de R\$ 248 bilhões. Os bancos estrangeiros, da mesma forma, elevaram o volume de operações de crédito em 24,4% alcançando R\$ 135 bilhões, enquanto os bancos públicos atingiram volume de R\$ 223 bilhões, 16,2% superior a 2004.

As operações destinadas ao setor privado alcançaram volume de R\$ 583,5 bilhões com crescimento de 22,1%. Os empréstimos a pessoas físicas cresceram 38,4% o que foi possibilitado, em parte, pela redução nas taxas de juros dos produtos vinculados ao consumo e crédito consignado. Verificou-se, ainda no segmento de pessoas físicas, o alongamento dos prazos dos empréstimos.

Nos empréstimos para atividades empresariais os setores com maior crescimento de volume foram o fabricante e o de serviços (administração de cartões de crédito, comunicações e energia). Os créditos à indústria aumentaram em 11% e totalizaram cerca de R\$ 139 bilhões, com destaque para os setores automobilístico, extração mineral e papel e celulose. No comércio os setores que mais influenciaram o crescimento de 17,4% no volume foram os de supermercados e de eletrônicos.

O montante de operações de crédito com consignação em folha de pagamento atingiu R\$ 32,3 bilhões, 45,7% da carteira de crédito pessoal. Em 2004 a participação desta modalidade era de 35,5% da carteira.

A consolidação dos empréstimos a aposentados e pensionistas do INSS registrou 6,8 milhões de contratos de crédito consignado. Estas operações contribuem para a bancarização do sistema, já que muitos dos clientes que a utilização não eram usuários do sistema bancário anteriormente.

A taxa de juros média da parcela do crédito livre classificada como referencial encerrou o ano no patamar de 45,9% a.a., após ter alcançado o pico em maio de 47,8% a.a.. A taxa média das operações com pessoas físicas (apenas pré-fixadas) diminuiu 1,2% em relação ao ano anterior, situando-se em 59,3% a.a. enquanto a taxa para pessoas jurídicas ficou em 31,7%, alta de 0,7% em relação a 2004.

O *spread* bancário apresentou ciclo de expansão mais longo relativamente à taxa média de juros, alcançando 29,8% em outubro. Encerrou o ano em 28,8%, 2% acima do encerramento de 2004.

O prazo médio da carteira de crédito referencial para a taxa de juros alcançou 264 dias, o que significou aumento de 31 dias em relação a 2004. O prazo médio das operações com pessoas físicas se situou em 319 dias enquanto das pessoas jurídicas foi de 218 dias. O alongamento do prazo das pessoas físicas está relacionado com as operações de financiamento de bens duráveis e consignação em folha de pagamento.

O cenário local de relativa estabilidade macroeconômica e a estruturação de novas modalidades de crédito, que reduziram as taxas ativas de juros, concorreram, segundo avaliação do Banco Central, para um processo de realocação das captações e aplicações do sistema bancário. O percentual de operações de crédito no ativo dos bancos passou de 28,6% em 2004 para 31,3%, enquanto isso, os títulos e valores mobiliários reduziram a participação de 26,7% para 25,7%. Essa alteração possibilitou que as receitas com crédito (50,4%) superassem a receita com TVMs no resultado da intermediação financeira (43,3%).

Uma questão fundamental e bastante discutida na atuação das instituições financeiras no Brasil, mais especificamente na formação das taxas praticas nas operações de crédito do sistema financeiro é o *spread* bancário. O Banco Central tem procurado atacar essa questão e através da implantação, em 1999, do Projeto Juros e Spread Bancário, várias ações foram empreendidas visando à redução do *spread* praticado no país.

As ações e medidas, descritas no relatório de acompanhamento de cinco anos de implantação do projeto, produzido pelo Departamento de Estudos e Pesquisas do Banco Central do Brasil, estão divididas em quatro grupos: macroeconômicas, microeconômicas (acesso a informações, transparência e concorrência); jurídicas e institucionais (voltadas para o sistema de insolvências e cobrança de dívidas); e criação e utilização de novos instrumentos.

As medidas macroeconômicas estão intimamente relacionadas a condução da política econômica, mais especificamente da estabilidade da moeda e do sistema financeiro. Esta estabilidade possibilita um planejamento de médio e longo prazo o que favorece o crédito e o investimento. Os efeitos da condução da política monetária e fiscal, no uso de seus instrumentos para a manutenção das metas de

inflação afetam o crédito no curto prazo, mas permitem a ampliação do horizonte de planejamento.

Os resultados fiscais possibilitados pela aprovação da Lei de Responsabilidades Fiscais também é fator positivo na formação do conjunto de variáveis que compõe o *spread* bancário, assim como o saneamento do sistema financeiro ocorrido principalmente no âmbito do Proer e Proes e que indiretamente forçaram a modernização dos procedimentos de supervisão bancária.

A implantação do Sistema de Pagamentos Brasileiro aumentou a segurança, agilidade e rapidez do sistema, reduzindo o risco das transações entre instituições financeiras com reflexos favoráveis em todos os segmentos do mercado financeiro.

Foram implementadas medidas de intensificação da transparência nas informações de crédito, com aperfeiçoamento do plano de contas das instituições financeiras, que passaram a demonstrar os níveis de risco das operações concedidas nos balanços e a implantação do Sistema de Informações de Crédito (ex-Central de Riscos).

As medidas microeconômicas visaram aumentar o acesso à informação, a transparência e a concorrência entre as instituições financeiras.

Os problemas que o Projeto Juros e Spread Bancário identificou e passou a enfrentar foram: o acesso das instituições financeiras a informações cadastrais dos clientes e a necessidade de sistemas mais eficientes de cobrança e execução de garantias que permitissem uma melhor avaliação e conseqüentemente a redução do risco envolvido nas operações.

As medidas adotadas incluíram a determinação para que as instituições passassem a divulgar diariamente e de forma detalhada as taxas de juros praticas, para que fornecessem informações detalhadas aos clientes sobre os encargos financeiros cobrados, tais como período de incidência, taxa de juros, valores debitados em conta, tarifas e impostos.

Outra determinação do Banco Central no mesmo sentido foi a obrigatoriedade de que os bancos forneçam a seus clientes informações cadastrais dos últimos dois anos, incluindo o histórico das operações de crédito e financiamento, saldo médio mensal em conta corrente, aplicações financeiras e demais modalidades de investimento, permitindo que o bons cliente façam uso desse conjunto de informações para a obtenção de tratamento diferenciado em outras instituições.

Implantada em 1997, a Central de Risco de Crédito tinha o objetivo de atender as necessidades da supervisão bancária. No entanto, com a ampliação das informações coletadas e a melhora no sistema de informática que a suportava, passou a ser um importante instrumento das instituições financeiras acerca de potenciais tomadores, reduzindo a inadimplência, os custos administrativos e conseqüentemente o custo dos empréstimos.

O terceiro grupo de medida e ações adotadas pelo Banco Central visando à redução do *spread* bancário está relacionado com insolvência e cobrança de dívidas.

As dificuldades identificadas em 1999, quando da elaboração do projeto foram a morosidade do sistema judicial, a obsolescência da Lei de Falências sobretudo a regra de prioridade a bens essenciais

De acordo com o relatório do Banco Central, um sistema eficiente de execuções de garantias tem o papel de minimizar os riscos para as instituições financeiras viabilizando o acesso ao crédito a taxas de juros mais favoráveis. Com um sistema inadequado, o crédito tende a beneficiar tomadores com renda mais elevada e grandes empresas vistas como de baixo risco e que não precisam de garantias, o que contribui para a concentração de renda, riqueza e oportunidades no país.

As medidas adotadas foram: a) criação das Cédulas de Crédito Bancário (CCB), que é um título executivo judicial que agiliza e reduz os custos de cobrança, além de serem negociáveis no mercado, aumentando a liquidez e os atrativos para a concessão de crédito; b) esclarecimentos a sociedade quanto a legalidade da cobrança de juros compostos; c) certificação de assinatura digital em contratos eletrônicos; e d) extensão da alienação fiduciária para bens fungíveis.

Mesmo após a promulgação da nova Lei de Falências, o Projeto Spread Bancário entende que há espaço para a racionalização dos processos judiciais, reforma dos códigos de processo de forma a reduzir o número de recursos e agravos e a adoção da súmula vinculante.

Finalmente, o desenvolvimento e implantação de novos instrumentos de crédito, visando à redução do risco e aumento da liquidez foi mais uma forma de ação do Banco Central na tentativa de reduzir o *spread* bancário. Entre estes novos produtos destacam-se o crédito com consignação na folha de pagamento, cujo desempenho já foi destacado anteriormente e os Fundos de Investimento em

Direitos Creditórios (FDIC) que ampliam o mercado para a securitização e negociação de recebíveis. Como referência ao potencial deste produto, no mercado norte-americano esses fundos movimentam US\$ 5 trilhões.

Os dados da economia brasileira apontam o relativo sucesso, até o momento, na manutenção da estabilidade macroeconômica por meio do uso intensivo da política monetária, através de variações na taxa básica de juros da economia, cujos efeitos ficaram claramente evidenciados nas flutuações do nível de atividade econômica. Isto aliado a uma política fiscal restritiva que resulta em uma das maiores cargas tributárias do mundo. Com isso a evolução do PIB de 2,3% em 2005 ficou muito abaixo de países similares.

Merece destaque a melhora no nível de investimento e, sobretudo, a substituição da poupança externa pela interna. Todavia, a taxa de câmbio mais uma vez apreciada e a ainda alta taxa de juros local podem induzir a economia para um novo ciclo de inversão no saldo de conta corrente.

Os dados atuais indicam um bom momento para a expansão do investimento, visto que mesmo com o incremento da poupança interna o nível de emprego e a massa salarial apresentaram recuperação em 2005.

Com relação às operações de crédito, o aumento nos volumes não significaram melhorias nas alternativas de investimento, visto que, boa parte dos recursos foi canalizada para o crédito ao consumidor. Esse direcionamento, diferentemente da expectativa da equipe econômica, ao apenas antecipar consumo futuro, compromete a renda do trabalhador e pode imobilizar o consumo no médio prazo. Os esforços visando à redução do spread bancário surtiram efeito, mas ainda há muito a ser feito.

Neste cenário, se o mercado de *private equity* encontra indicadores favoráveis sobretudo na, mesmo que tímida, retomada do crescimento econômico e na elevação do nível de investimento do país, a economia, em si, encara um momento de indefinição, se retoma a dependência da poupança externa ou se altera seu modelo de desenvolvimento o construindo sob a poupança interna.

6 ECONOMIAS EMERGENTES

No capítulo 3 o trabalho descreveu o histórico da modalidade no Brasil e nos Estados Unidos e traçou um paralelo com este país de forma a proporcionar uma visão prospectiva do potencial do segmento no Brasil. O mercado norte americano por sua liderança isolada em todos os quesitos de volumes financeiros e número de negócios além de contar com grande número de participantes em todas as categorias e ser o precursor na modernização de técnicas e práticas do setor é um modelo de inspiração, mas como objeto de comparação guarda desproporções irreconciliáveis com o momento atual brasileiro. Assim, este capítulo propõe a descrição do segmento de *private equity* em economias com características e momentos similar ao Brasil de forma a fornecer mais uma perspectiva de análise do potencial do mercado de *private equity*.

Neste sentido, o capítulo inicia com um panorama retrospectivo do mercado de *private equity* nas principais economias emergentes, a seguir descreve o segmento em três países, Rússia, Índia e África do Sul e finaliza com a descrição do atual estágio de envolvimento de um importante participante do mercado, os fundos de pensão, nas economias emergentes.

Em meados dos anos noventa, com o fortalecimento do domínio do pensamento capitalista, prevaleceu a idéia de que o setor privado e não o Estado deveria ser o catalisador de novos investimentos e do desenvolvimento. (LEEDS; SUNDERLAND, 2003).

Na rota desta idéia central, alguns países emergentes procuraram consolidar o caminho do crescimento econômico com redução das taxas de juros e da inflação e a consolidação de um ambiente político e regulatório favoráveis ao mercado aberto e à redução de barreiras competitivas.

Na segunda metade da década de 90 muitos investidores globais estavam com recursos disponíveis, fruto da performance extraordinária dos mercados financeiros e de *private equity* dos países industrializados e foram atraídos pela falta de oferta de recursos nos países emergentes. Essa falta de oferta possibilitou o acesso de investidores a um grande número de empresas em busca de expansão

de capital dispostas a sub-avaliações e que por conseguinte carregaram grandes taxas de retorno para o investidor.

Encorajados por melhoras macroeconômicas verificadas em diversos países emergentes, pela receptividade dos governos aos investidores estrangeiros e a perspectiva de altos retornos, os investidores passaram a buscar investimentos de maior risco nesses países emergentes.

A abordagem dos investimentos e as estruturas dos fundos foram importadas dos Estados Unidos sem um prévio processo de adaptação à realidade do país e, na maioria das vezes, não encontraram amparo no arcabouço legal e regulatório locais.

Foram usados os mesmos métodos já existentes para identificar, analisar e avaliar as empresas potenciais para investimento, assim como, para estruturar os negócios, apesar de significativas diferenças nos padrões contábeis, práticas de governança corporativa e de alternativas para a saída do investimento.

No final da década de 90 os fundos de mercados emergentes haviam se proliferado. Na América Latina mais de 100 novos fundos contribuíram para um crescimento médio de 114% a.a. (entre 1992 e 1997) elevando o montante de investimentos de US\$ 100 milhões para US\$ 5 bilhões. Na Ásia cerca de quinhentos fundos elevaram o volume de investimentos para a expressiva cifra de US\$ 50 bilhões no final de 1999. Além disso, muitas instituições de desenvolvimento bilateral como Banco Interamericano de Desenvolvimento e o Banco para Reconstrução da Europa investiam e davam suporte a investimentos nos países emergentes.

Enquanto nos Estados Unidos a modalidade de *private equity* se desenvolveu e se aperfeiçoou ao longo de trinta ou quarenta anos, estimulada por uma forte demanda de empreendedores, um ambiente legal confiável, políticas governamentais favoráveis, estabilidade política e econômica além de um mercado financeiro desenvolvido, nos países emergentes os investimentos se depararam com um baixo padrão de governança corporativa em termos da qualidade da informação para subsidiar decisões de investimento e monitoramento da performance dos investimentos, com um sistema legal frágil incapaz de fazer valer os contratos e preservar os investidores e ainda, a pequena, as vezes inexistente, alternativa para a saída de investimentos via emissões primárias de ações (IPO).

No que se refere à governança corporativa, os investidores encontraram uma grande maioria de empresas familiares firmadas na tradição da autonomia administrativa, no sigilo e na independência de gestão. Eram empresas usualmente

não auditadas que deixavam o investidor à mercê dos administradores para acessar informações críticas à sua avaliação. Muitas vezes essas empresas adotavam a prática de diversas contabilidades paralelas para evitar os impostos o que frustrava as tentativas de *due diligence*. Além disso, passivos contingentes ocultos, subsidiária não mencionadas ou contabilizadas e vendas *off-shore* fora de balanço foram ocorrências comuns.

Os mercados de capitais limitavam muito as opções de saída dos investimentos, restringindo as alternativas ao *management buyout* e a vendas estratégicas. Essas alternativas se mostram menos rentáveis do que as saídas via IPO. Nos Estados Unidos as saídas via IPO rendem 60% a.a. em média, enquanto as vendas estratégica situam-se em cerca de 15% a.a. Na Europa Oriental, nesse período, 38% dos *exits* foram através de vendas para investidores estratégicos contra 3% via IPO e 16% através de ofertas secundárias. Na América Latina, entre 1998 e 2000 apenas 2 *exits* em 18 se deram por meio de IPO. Na Ásia, onde houve maior atividade de IPO, o mercado foi dominado por empresas de tecnologia, seguindo a tendências das empresas pontocom americanas.

O mercado de capitais, mesmo nas economias mais desenvolvidas entre os emergentes, falhou em fornecer opção de saída para os investimentos.

A conjunção de todos esse fatores contribuiu para a formação de resultados pouco expressivos frente às expectativas e conseqüentemente o arrefecimento no ímpeto dos investidores estrangeiros que colaborou para a instabilidade global observada no início da década de 2000.

No entanto, essa primeira leva de investimentos trouxe ensinamentos relevantes para o mercado. Os investidores se deram conta de que os resultados serão melhores se os administradores dos fundos alinharem seus modelos de negócios à realidade dos mercados emergentes, que a presença física do administrador no país que recebe os investimentos gera conhecimento mais profundo dos mercados, facilita a prospecção de novas oportunidades, possibilita a condução de *due diligences* mais eficazes e mantém um envolvimento direto permanente.

Outro ponto vital de aprendizado foi o de que o papel do administrador adicionando valor às empresas é vital ao sucesso do investimento. Uma boa avaliação do negócio é fundamental, mas tornar as perspectivas do negócio em realidade na fase pós-investimento é a base dos ganhos. Os administradores devem

se envolver na implementação das melhores práticas de governança corporativa, reestruturar a administração e deixar a empresa em posição adequada para uma saída lucrativa.

Além disso, critérios mais rigorosos na seleção de negócios, que incluam a busca pró-ativa de oportunidades, a preferência por gestões mais modernas e abertas a discussão sem os entraves de hábitos administrativos de empresas familiares tradicionais, devem fazer parte da nova abordagem de investimentos.

Por outro lado, espera-se de governos que pretendam utilizar essa modalidade de investimento como mola propulsora de desenvolvimento econômico, a implementação de prática de proteção aos direitos dos acionistas, a promoção de padrões básicos de governança corporativa, a redução de restrições para investidores institucionais, como foi o caso na Índia, que reduziu os impostos para investimentos em *private equity* ou da Coreia do Sul que permitiu investimentos dos fundos de pensão em *private equity* e, finalmente, facilitar o acesso ao mercado de capitais promovendo revisões legais e normativas.

De acordo com a *Emerging Markets Private Equity (2005c)*, o final do ano de 2005 demonstrou que o mercado de *private equity* parece iniciar um novo ciclo positivo com o interesse renovado nesta modalidade por parte dos investidores.

Com base nos dados da Cambridge Associates Emerging Markets *Private Equity Index (EMERGING MARKETS PRIVATE EQUITY ASSOCIATION, 2005c)* compartilhados com a EMPEA, o retorno médio anual para os investidores nos 169 fundos que compõem a base de dados totalizou 22,1% para o período de junho de 2004 a junho de 2005. A Europa Oriental e a Rússia obtiveram desempenhos particularmente expressivos com base nos dos dados de março de 2005 superando os resultados obtidos nos Estados Unidos (data-base dez/04) nos períodos de um, três e cinco anos.

O Cambridge Associates Emerging Markets Private Equity Index é composto por 169 fundos, dos quais 60% atuam na Ásia, 20% entre Rússia, Europa Central e Oriental, 14% na América Latina, 2% na África e 4% são fundos globais. 75% dos fundos que compõem o índice foram constituídos entre 1994 e 2000 e os 25% restantes dividem-se igualmente entre fundados antes e depois deste período. Os retornos dos fundos e, conseqüentemente, a rentabilidade do índice, são estimados com base nos fluxos de caixa dos e para os investidores nos fundos ao longo de

diferentes períodos de tempo mais o valor líquido dos ativos que compõem a carteira dos fundos mas que ainda não foram realizados.

A Tabela a seguir, extraída do *quarterly newsletter* Emerging Markets Private Equity (2005c), da Emerging Markets Private Equity Association, e alterado pelo autor, contém a evolução dos índices de *private equity* da Ásia, da Rússia, da América Latina, além do índice geral composto conforme descrito anteriormente (os demais são índices derivados deste). Os dados referem-se ao ano encerrado em Junho de 2005.

Tabela 2 - Cambridge Associates Emerging Markets *Private equity* Index (*)

Index	1 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr
EM VC & PE Index	18	6,7	0,2	1,8
Asian PE Index	10,6	5,5	0,1	1,8
CEE Russia PE Index	52,2	22,2	12,6	9
Lat Am PE Index	16,1	-2,8	-8,9	-5,5
EM Index, June '03	-9,3	-9,1	-4,6	-4,1

(*) – Esse quadro é Cambridge Associates LLC Proprietary Index
 Fonte: Adaptado do Emerging Markets Private Equity, 2005c.

O quadro revela a evolução, para qualquer intervalo de tempo, entre os dados de 2005 e de dois anos antes, quando para todos os períodos os retornos foram negativos. Os resultados mais significativos são alcançados pelo índice de fundos russos, com rentabilidade de no período de um ano de mais de 52% a.a.

A Ásia apresenta a menor rentabilidade para o intervalo de cinco anos, período que inclui as dificuldades econômicas decorrentes das desvalorizações cambiais ocorridas na região. Todavia, no intervalo de dez anos o índice favorável de anos anteriores melhora o resultado final.

O índice da América Latina ainda apresenta os resultados das mais recentes crises econômicas que afetaram a região. Apenas no intervalo de um ano a rentabilidade é positiva.

A mensuração da qualidade dos investimentos em *private equity* refletidos em rentabilidades espelhadas por estes índices fica prejudicada pela influência das instabilidades econômicas que os países emergentes atravessaram nos intervalos

de tempo que compõem a amostra. Não sendo possível isolar resultados decorrentes de investimentos bem ou mal sucedidos dos efeitos macroeconômicos sobre eles.

Uma análise mais detalhada do que a representada pelos índices sobre alguns países emergentes pode fornecer melhores indicativos sobre a evolução e o atual estágio do mercado de *private equity* nestes países de forma a contribuir com a análise posterior sobre os riscos e benefícios deste segmento para a economia, bem como sobre o potencial do setor na realidade brasileira. Nesse sentido foram selecionados três países em estágio de evolução diferentes, mas todos mais significativos do que o do Brasil. As informações a seguir estão baseadas nas análises dos *quarterly newsletter* Emerging Markets Private Equity (2006; 2005a; 2005b; 2005c).

6.1 RÚSSIA

O mercado de *private equity* na Rússia tem demonstrado um alto grau de amadurecimento, mesmo que convivendo com um ambiente político e econômico em transição. Isto tem sido possibilitado pela persistente melhoria macroeconômica e por desempenhos significativos obtidos pelos participantes deste mercado.

Entre 1993 e 2003 os administradores de fundos investiram US\$ 2,3 bilhões em 353 empresas russas. A Associação Russa de *Private equity* (RVCA) estima que haja 60 fundos de *private equity* e 46 administradores de fundos com um volume médio por fundo de US\$ 100 milhões.

No final de 2004 havia cerca de US\$ 4,1 bilhões administrados pelos fundos. Em 2005 mais de US\$ 1 bilhão foi captado para novos aportes.

Os primeiros investimentos ocorreram na esteira da queda no comunismo e estiveram focados, principalmente, nas privatizações das antigas empresas estatais da União Soviética.

Alguns aportes para fundos de *seed money* foram realizados por programas dos governos europeus e americano. Investiram nos fundos russos entidades como a US Overseas Private Investment Corporation (OPIC) e o European Bank for Reconstruction and Development (EBRD).

Em um segundo momento, administradores como o Delta *Private equity* Partners, Norum, Quadriga e Baring Vostok Capital Partners assumiram o papel de protagonistas na captação e administração de recursos para *private equity* tanto junto a investidores locais como estrangeiros. Em 2005, apenas 10% dos recursos foram captados junto a investidores russos.

O ambiente para investimentos tem melhorado consistentemente, fruto de um contexto econômico mais racional. No início dos anos noventa a economia russa não apresentava indicadores muito promissores, havia um grande déficit público e o governo era incapaz de coletar impostos de forma consistente que pudesse fazer frente a seus gastos. A desvalorização da moeda e a moratória dos títulos soberanos, ocorrida em 1998 tornaram impossível para o governo acessar novos recursos.

Diante desse quadro, o governo do Presidente Putin conseguiu sucesso econômico através de uma reforma fiscal que equilibrou as contas do país. Foi implementada uma política fiscal simplificada, com taxa *flat* de 15%, que aumentou significativamente as receitas do governo. A austeridade do governo no controle de suas contas, que aplicava 100% do superávit fiscal na quitação das dívidas federais, ajudada pela elevação nos preços das *commodities* de exportação da Rússia, possibilitaram a redução de 50% da dívida pública e o incremento do nível de reservas internacionais para US\$ 150 bilhões, cifra que supera o montante da dívida russa.

Esses fatores contribuíram, também, para o crescimento rápido do mercado de capitais que fomentou a liquidez do sistema bancário. Apesar disso, ainda há falta de recursos para empréstimos, mesmo com os bancos emprestando tanto para empresas como para pessoas físicas, já que as taxas pagas pelo governo não são mais tão atraentes, o sistema permanece ineficiente e incapaz de oferecer recursos de longo prazo.

Os administradores de recursos de *private equity* demonstraram ter adequado suas estratégias e formas de ação à evolução do mercado, da era das privatizações e reestruturações, passando pelo financiamento à indústria bélica, para investimentos em empresas em estágios iniciais relacionadas aos setores de consumo e tecnologia. A capacidade de adicionar valor destes administradores continua a ser um diferencial no desempenho das empresas. A implantação de uma cultura de governança corporativa, com melhoria da transparência nas informações

e a adoção de práticas contábeis aceitas internacionalmente têm produzido a elevação das avaliações destas empresas.

Muitas oportunidades que em um mercado com o norte-americano teriam sido descartadas por pertencerem a atividades saturadas ou com grande competitividade e, portanto, com baixo retorno, têm se mostrado interessantes na Rússia, tais como fábricas de chocolate, restaurantes, redes de mercearias, etc.

O canal de saída dos investimentos continua sendo primordialmente a venda estratégica, mas a liquidez para IPOs tem melhorado. Em 2005 aconteceram cinco IPOs de empresas russas em Londres.

6.2 ÍNDIA

O Mercado indiano ainda é pequeno em termos globais, mas os US\$ 2,7 bilhões captados em 2005 representaram um aumento de dez vezes dos volumes captados dois anos antes e quase três vezes dos captado na Rússia no mesmo período. Até recentemente o mercado de *private equity* indiano era mais conhecido pelo seu fraco desempenho e por perdas significativas.

O *quarterly newsletter* Emerging Markets Private Equity (2006) destaca três fatores que contribuem para o rápido crescimento verificado: a diversidade de alternativas de *exit* possibilitadas em grande parte pelo crescimento do mercado acionário; a expansão do foco de investimentos do ramo de tecnologia para as oportunidades oferecidas pelo crescimento dos gastos no consumo; e o próprio ciclo virtuoso que criou um ambiente de euforia. A economia indiana vem experimentando crescimento significativo nos últimos cinco anos, com taxa média composta de 6,6% a.a., e, segundo a APER, os principais setores econômicos cresceram a taxas superiores como o setor de manufaturas e ligados ao consumo.

Muitas oportunidades de *private equity* decorrem da grande fragmentação das indústrias, como a farmacêutica, por exemplo, que conta com cerca de 50.00 empresas participando do mercado, sendo que as 20 maiores não respondem por 20% de *market share*. Embora a renda per capita indiana seja baixa, está se consolidando uma classe média urbana capaz de aumentar o consumo de produtos e serviços modernos, compatíveis com o estilo de vida ocidental.

O grande talento indiano em engenharia e ciências tem contribuído para o desenvolvimento do setor manufatureiro de ponta, capacitando o país a competir com vantagem em setores como o farmacêutico e de componentes para automóveis. Um Estudo do International Institute for Management Development relaciona a Índia como detentora do segundo maior contingente de talentos científicos do mundo.

A combinação destes talentos com empreendedorismo e capital qualifica a Índia como um dos maiores potenciais econômicos dos próximos anos.

Outro fator crucial para o desenvolvimento do segmento de *private equity* é o mercado de capitais indiano. A Índia tem um dos maiores, mais antigos e líquidos mercados de ações entre os países emergentes, com mais de 7.000 empresas listadas em bolsa. Em 2005, 25 *exits* de investimento de *private equity* foram realizados por meio de IPOs.

Esse crescimento rápido pode oferecer alguns riscos. Se, por um lado, há uma crescente e pujante oferta de capital e de oportunidades, por outro, há o perigo do surgimento de uma bolha nos preços. Quanto mais dinheiro perseguindo negócios, maiores serão as avaliações das oportunidades e menor o tempo de análise, conseqüentemente, menor o retorno e maior o risco.

Todavia a Índia tem demonstrado capacidade de absorver esses recursos em novos setores, como o de infra-estrutura, por exemplo, cujos problemas decorrentes de sua enorme população são conhecidos. Problemas como aeroportos lotados, estradas, ferrovias e portos em péssimo estado de conservação, falta de energia, de água, de moradia, de hospitais, ao tempo que representam entraves ao desenvolvimento econômico, oferecem oportunidades interessantes de investimento.

Existe, também, um importante mercado potencial de *buyouts* na Índia, em que grande parte da economia encontra-se sob o comando de famílias que, via de regra, são relutantes em ceder o controle acionário de suas empresa. Porém, a crescente pressão competitiva sobre estes conglomerados pode ser o caminho para investidas sobre seus proprietários.

O governo indiano vem dando sinais da possibilidade de alterações na política cambial, passando para um regime de convertibilidade plena, o que deve abrir caminho para toda uma nova onda de oportunidade de negócios.

6.3 ÁFRICA DO SUL

De acordo com a Pricewaterhousecoopers (2004), a África do Sul, em 2004, possuía o décimo segundo maior mercado de *private equity* do mundo, com cerca de US\$ 6,6 bilhões de recursos administrados por 85 fundos.

O processo de consolidação deste mercado teve início mais de dez anos antes, com a eleição de Nelson Mandela, e a reintegração econômica da África do Sul no cenário mundial.

Hoje, o país detém uma estrutura de qualidade para o desenvolvimento do mercado de *private equity* e oferece oportunidade de alta rentabilidade, conjugando estrutura de primeiro mundo com retornos de países emergentes.

A maior parte do capital investido (62%) é proveniente de fontes sul-africanas, e a maioria dos fundos é gerida por empresas de serviços financeiros e pelo governo.

Além da transição democrática, a gestão econômica do governo, com rígida disciplina fiscal, tem possibilitado a construção de um macroambiente positivo no país. A inflação, que em meados da década de 90 elevou-se acima de 10%, situa-se, atualmente, entre 1% e 3%. A taxa de juros declinou de cerca de 20% para 10% a.a.. O déficit público foi reduzido de 8%, em 1994, para 1,7%, mesmo com investimentos do governo de US\$ 25 bilhões em infra-estrutura. As baixas reservas internacionais do início da década de 90 deram lugar a US\$ 30 bilhões. Em 1994, a Moodys classificava a África do Sul como abaixo de *investment grade*, hoje o *rating* sul-africano é AA1.

Essa consolidação possibilitou uma diversificação na economia, gerando oportunidades em um mercado antes dominado pelo setor de mineração. Durante o *apartheid*, o ouro respondia por cerca de 45% das exportações do país.

Segundo a Pricewaterhousecoopers (2004), em 2004, o setor de mineração e recursos naturais recebeu apenas 6% dos investimentos de *private equity*. O setor de serviços foi o líder em investimentos, com 20%, seguido pelo manufatureiro, com 19%, varejo com 16%, tecnologia da informação com 13%, infra-estrutura com 11% e serviços financeiros e seguros com 9%.

O ambiente regulatório, inspirado no modelo inglês e suportado por um sistema judiciário independente, aliado a práticas de governança corporativa, são

fatores que sustentam não apenas o crescimento da indústria de *private equity*, mas da economia como um todo.

O fim do embargo econômico, que permitiu a reintegração da África do Sul ao mercado global, estimulou as empresas a expandirem seus negócios, facilitando o influxo de capitais.

O governo tem estimulado o desenvolvimento econômico da população negra, criando incentivos para grupos de investidores negros comprarem empresas sul-africanas, muitas vezes através de parcerias com empresas de *private equity*.

O crescimento do mercado de consumo de massa também tem contribuído para a indústria de *private equity*. A população de baixa renda tem melhorado a qualidade de vida e começa a se integrar ao mercado consumidor. De acordo com Malcom Segal, CEO da Sasfin Private Equity e Chairman da South África Private Equity and Venture Capital Association (SAVCA), a África do Sul está deixando de ser uma economia de cinco milhões de trabalhadores para se transformar em uma economia de quarenta e dois milhões. Essa é a razão de seu crescimento.

Os investimentos de *private equity* têm crescido a taxas médias anuais de 61% nos últimos anos, o número de *exits* realizados por empresas de *private equity* também tem crescido sistematicamente nos últimos quatro anos. Em 2004, aconteceram 130 *exits* no mercado, sendo o principal canal de saída a venda estratégica.

Os desafios para o mercado de *private equity* na África do Sul hoje são: aumentar a competitividade entre as empresas de *private equity* pela reestruturação de negócios; buscar uma expansão geográfica no resto da África; e aumentar os investimentos nos estágios iniciais, visando ao setor de pesquisa e desenvolvimento para inovações tecnológicas.

6.4 FUNDOS DE PENSÃO

A melhora verificada tanto nos volumes como no desempenho do mercado de *private equity*, na maioria dos países emergentes, a obrigação de obter resultados capazes de fazer frente ao envelhecimento da população e a necessidade de

diversificar seus portfólios pode ser a combinação a atrair os fundos de pensão para o mercado de *private equity*.

Nos Estados Unidos e Europa, esses investidores são grandes participantes do mercado e continuam a aumentar suas exposições.

Esse processo está induzindo os países emergentes a reduzir, ou até mesmo, eliminar barreiras regulatórias de acesso dos fundos de pensão ao mercado de *private equity*.

A experiência norte-americana é um importante sinalizador da contribuição recíproca que os fundos de pensão e o mercado de *private equity* podem gerar, com ganhos de escala e rentabilidades superiores.

Em 1978, os fundos de pensão americanos foram autorizados a investir em *private equity*. Em 1979, o volume investido alcançou US\$ 64 milhões. Sete anos depois, em 1986, os investimentos somavam US\$ 4,4 bilhões.

Evidentemente, uma série de diferenças podem ser destacadas, tanto no ambiente interno norte-americano como no contexto global, em que os dois momentos se inserem, mas, independentemente dos volumes envolvidos, a interação entre estes agentes econômicos deve ser considerada relevante. Alguns argumentos questionam a capacidade dos mercados em absorver estes recursos, os riscos incompatíveis com a natureza dos fundos de pensão, a inconstância dos resultados, etc., mas essa é uma aposta que terá de ser aceita.

Os fundos de *private equity* têm se confrontado com alterações no perfil demográfico, exigindo diversificação em seu portfólio que os capacite a atender às novas exigências da população. A redução da força de trabalho, principalmente na Ásia, obrigou os fundos de pensão a questionar suas alternativas de investimento, passando a incluir a capacidade de geração de empregos e renda entre os atributos de decisão.

Quanto à capacidade de absorção do volume de recursos, a alternativa do *private equity* pode funcionar, inclusive, como válvula de descompressão sobre o mercado de capitais, que, de outra forma, seria o alvo preferencial destes recursos, aumentando a exposição a eventuais elevações injustificadas nos preços. Ademais, os mercados modernos de *private equity* têm sido capazes de desenvolver novos instrumentos e segmentos de investimento com demanda suficiente para absorver a oferta de recursos a preços competitivos.

A reforma da previdência no Chile foi um dos primeiros passos internacionais no sentido da maior liberalização de atuação dos fundos de pensão. Dela resultou a movimentação de 95% da população para fundos de pensão privados, os chamados AFPs. Esses fundos respondem, hoje, por 70% do mercado de títulos e 7% do mercado de ações, sendo que os ativos administrados correspondem a mais de 50% do PIB chileno.

Em 1990, os APFs foram autorizados a investir em *private equity*, mas a experiência inicial fracassou em função da instabilidade econômica de toda a região ao longo da década de 90. Atualmente, inicia-se uma modesta tentativa de reaproximação. Uma série de medidas estão sendo gestadas para que o mercado ganhe escala e se torne mais atrativo aos APFs, entre elas: permitir que investidores locais e estrangeiros invistam no mesmo "veículo" chileno; facilitar investimentos regionais; eliminar ou diminuir significativamente o imposto sobre ganhos de capital; e permitir diferentes séries de ações nos fundos, de forma a replicar a relação entre administradores e investidores usualmente utilizada no resto do mundo. O próprio governo do Chile, através do aporte de US\$ 120 milhões em fundos de *venture capital*, procura estimular diretamente o investimento em *private equity*.

O Peru é um dos países que já enfrenta escassez de alternativas de investimento no mercado tradicional para absorver os recursos disponíveis. A reforma na legislação que permitiu aos fundos de pensão investir em *private equity* ainda não alcançou sucesso. O mercado aguarda uma ação mais direta do governo que encoraje os investidores.

México e Colômbia são dois outros países sul-americanos que têm, através de reformas no conjunto de normas e leis, procurado estimular o desenvolvimento do mercado, permitindo aos fundos de pensão investir em *private equity*.

Mais uma vez, a África do Sul demonstra liderança entre os emergentes no estímulo ao mercado de *private equity*. O fundo pensão ESCOM e a para-estadual Transnet investiram em dois fundos de *private equity*. O Public Investment Corporation, um fundo de pensão com ativos da ordem de US\$ 78 bilhões, está fazendo aporte de US\$ 1 bilhão em um fundo chamado Isibya, que fará investimentos de longo prazo em infra-estrutura.

Na Europa Oriental, os fundos de pensão russos, apesar de autorizados a atuar no mercado, ainda não fizeram nenhum investimento em *private equity*. Na Hungria, houve uma reforma nos fundos de pensão no ano de 2000, que vem

alterando o perfil de ativos dos fundos, reduzindo a participação dos títulos públicos e aumentando o percentual de ações nas carteiras. Em 2005, os fundos de pensão iniciaram investimentos em fundos de *private equity* domésticos. Na Polônia, os fundos de pensão são bastante ativos no mercado de capitais, mas, inobstante a possibilidade de direcionarem 5% de seus ativos para *private equity*, nenhum fundo fez investimentos até o momento.

Na Ásia, a Coreia do Sul é o país que demonstra maior interesse neste mercado. O National Pension Corporation investiu recentemente US\$ 200 milhões em um fundo de *buyout* coreano. Na Tailândia e na Malásia, os fundos de *private equity* têm buscado alternativas de investimento, mas poucos recursos foram destinados a *private equity*. Neste país, o governo organizou um fundo de *private equity* com investimentos de fundos de pensão para estimular os demais participantes do mercado. Naquele, existem restrições quanto aos percentuais permitidos de investimento em ações (20%). No Vietnã, os fundos de pensão têm alocado recursos em títulos e ações, mas nada em *private equity*.

Dois dos maiores mercados emergente do mundo, a China e a Índia, não permitem investimentos dos fundos de pensão em *private equity* e não demonstram tendência em alterar esta diretriz.

A primeira onda de investimentos em *private equity* nos mercados emergentes, se não proporcionou os resultados financeiros esperados, capacitou seus gestores para o futuro. Através daquela experiência, os gestores entenderam que era necessário adaptar seus modelos de negócios às realidades locais, que sua presença física nas praças onde os investimentos eram feitos proporcionava maior conhecimento do mercado e abria novas oportunidades, facilitava a condução de *due diligences* pela melhora da compreensão das práticas e normas locais e, finalmente, que era necessário impor critérios mais rigorosos na seleção de seus investimentos.

Da mesma forma, os governos dos países emergentes perceberam que para atrair investimentos de *private equity* era necessário implementar práticas de proteção aos direitos dos acionistas, promover padrões básicos de governança corporativa, reduzir as restrições para investidores institucionais, facilitar o acesso ao mercado de capitais e implantar um arcabouço legal e normativo. Os países que levaram esse aprendizado a sério e tentaram implantar, ao menos em parte, esse receituário, vêm alcançando resultados.

Os casos de Rússia, Índia e África do Sul, ao tempo que oferecem diferentes exemplos de práticas que resultaram no crescimento do mercado, também apresentam características comuns, como a implantação de política de disciplina fiscal, redução do déficit público, redução da taxa de juros, enfim, a consolidação de um ambiente macroeconômico consistente e, sobretudo, crescimento econômico. Como desafio, resta a inclusão com maior vigor dos fundos de pensão neste mercado.

Ao Brasil, que já vem avançando em vários aspectos, é preciso encarar os exemplos com visão crítica, de forma a absorver os exemplos positivos e realizar seu potencial.

7 RISCOS E BENEFÍCIOS DOS INVESTIMENTOS DE *PRIVATE EQUITY*

Este capítulo do trabalho discorre sobre os principais riscos e benefício do mercado de *private equity*, tanto para a economia como um todo como para empresários e empresas que recebem os investimentos, e para os investidores, mesmo que sob a intermediação dos gestores de fundos, sem ter a pretensão de ser exaustivo.

7.1 ECONOMIA

A relação entre inovação tecnológica e desenvolvimento econômico não é nova. Há quase um século Joseph A. Schumpeter fundamentou sua teoria do desenvolvimento econômico no papel do empreendedor como agente da introdução de inovações no sistema econômico.

De acordo com Schumpeter (1985), a causa dos ciclos econômicos de prosperidade e depressão está no progresso. Os períodos de prosperidade são sempre precedidos de depressão, em que a demanda por empréstimos é menor. Portanto a taxa de juros declina, mas, como nenhuma depressão dura para sempre, mais cedo ou mais tarde é sucedida por um período de prosperidade. Para o autor, é fácil explicar que a prosperidade é precedida por taxas de juros baixas, mas isto não significa que as baixas taxas de juros sejam a causa da prosperidade, assim como a noite que precede o dia não é sua causa.

Para Schumpeter (1985), o progresso, e não as baixas taxas de juros, ou influências irregulares externas à esfera da economia, ou, mesmo, forças que produzam mudanças de forma lenta e contínua, é a causa dos ciclos econômicos. E, por progresso, o autor entende a alteração nos métodos de produção. É isso que altera de forma mais significativa a superfície e a estrutura da economia. Fazer as coisas de forma diferente e mais econômica é o que faz as nações do mundo se tornarem mais ricas.

Os empresários, na teoria “schumpeteriana”, são os agentes executores da introdução das inovações no sistema econômico. Como o empresário não se caracteriza necessariamente pela posse do capital, mas sim por sua inserção como empreendedor no ciclo produtivo, deve recorrer, sistematicamente, a fontes de financiamento.

Considerando esse aspecto, o financiamento ao empresário e, portanto, a introdução de uma inovação são condições decisivas no processo. O crédito pode ser baseado na poupança do público, mas, segundo Schumpeter (1985), esse volume será, via de regra, insuficiente. Com o desenvolvimento da inovação e a entrada de novos participantes no mercado, a demanda por crédito aumenta significativamente, e os bancos fazem frente a esta demanda por meio do multiplicador bancário. Ao fazer isso, os bancos aumentam o poder de compra do público e, como consequência, o nível de preços se eleva, já que há mais meios de pagamento disponíveis enquanto a quantidade de bens ainda não aumentou.

O processo de inovação, na fase de implementação, estimula o crescimento dos preços dos materiais envolvidos nesta nova produção. Vislumbrando possibilidades de lucros, outros homens de negócios tentarão expandir suas atividades aumentando pedidos, tomando empréstimos e investindo na produção. Dessa forma, a prosperidade se espalha por toda a cadeia econômica até que se perca de vista sua origem. À medida que os empresários realizam seus lucros e quitam os empréstimos bancários, a demanda por recursos é reduzida. A disponibilidade de meios de pagamento inicia a fase de declínio que conduz a depressão econômica.

Os investimentos de *private equity* estão intimamente ligados ao desenvolvimento de inovações tecnológicas, sobretudo quando realizados nos estágios iniciais de desenvolvimento das empresas.

De acordo com um estudo conduzido pela Global Insight (2004), denominado *Venture Impact 2004: Venture capital Benefits to the U.S. Economy*, a contribuição do *venture capital*¹ para a criação de empregos, crescimento econômico e progresso tecnológico nos Estados Unidos cresceu constantemente nos últimos três anos,

¹ O estudo *Venture Impact 2004: Venture capital Benefits to the U.S. Economy* utiliza o conceito de *venture capital* no mesmo sentido amplo que este trabalho utiliza a expressão *private equity* e não em referência ao segmento de *private equity* focado nos estágios iniciais de desenvolvimento das empresas conforme definido no capítulo 2. Para não alterar as definições contidas no estudo, enquanto forem citadas suas conclusões, o termo *venture capital* estará referindo-se ao conceituado, para fins deste trabalho, como *private equity*.

desempenhando papel fundamental no desenvolvimento econômico ao possibilitar que novos conceitos e negócios virem realidade.

O estudo aponta que as empresas apoiadas por *venture capital* empregam mais de dez milhões de trabalhadores americanos (correspondente a 9,4% do total) e geram US\$ 1,8 trilhões em vendas (correspondente a 9,6% do total)².

O desempenho das empresas apoiadas por *venture capital* tem sido superior em relação às demais no que se refere a empregos e vendas. No período de 2000 a 2003, os empregos cresceram 6,5% nas empresas com *venture capital*, enquanto no setor privado houve redução de 2,3%. O crescimento das vendas foi de 12% para as empresas apoiadas por VC contra 6,5% do restante. Estas empresas criaram 600.000 empregos líquidos na economia americana no período de 2000 a 2003.

As empresas apoiadas por *venture capital* gastam o dobro em pesquisa e desenvolvimento (P&D) do que as demais. Particularmente as pequenas empresas dos setores de tecnologia da informação e relacionadas ao setor médico são exemplos desta tendência. O percentual de investimentos em P&D de empresas com menos de 500 funcionários cresceu de 5,8% em 1984 para 20,7% em 2003. Em termos financeiros, o crescimento foi de US\$ 4,4 bilhões para US\$ 40,1 bilhões no mesmo período.

Mesmo quando pequenas empresas suportadas por *venture capital* se tornam grandes corporações, líderes de segmentos, como o caso da Microsoft, Cisco e Intel, continuam com políticas de investimento em P&D acima de seus concorrentes.

De acordo com o estudo, a indústria de *venture capital* deu grande contribuição para a indústria de alta tecnologia, em retorno, a alta tecnologia incrementou a produtividade. Os 3% de taxa de crescimento anual de produtividade, desde 1996, decorrem de investimentos em uma ampla gama de indústrias de tecnologia, como computadores, softwares e equipamentos de comunicação. O desenvolvimento destes setores possibilitou que indústrias tradicionais, como de varejo, manufaturas ou companhias aéreas alcançassem melhor produtividade.

O artigo de Romain e Van Pottelsberghe (2004) busca, através de um estudo econométrico, utilizando dezesseis países da OECD como base de análise, avaliar a mesma questão, qual seja, a contribuição dos investimentos de *private equity* para o desenvolvimento econômico.

² Dados do encerramento do ano de 2003.

O estudo confirmou a hipótese de que o *venture capital* contribui para o crescimento econômico através de dois canais: introdução de novos produtos e processos no mercado e no desenvolvimento de uma melhor capacidade de absorção do conhecimento gerado por instituições públicas ou privadas de pesquisa.

De acordo com os autores, o retorno social é muito maior nos investimentos de *private equity* do que nos investimentos privados ou públicos em P&D, provavelmente devido ao prêmio de risco e ao potencial de propagação das externalidades decorrentes do conhecimento. As grandes empresas focam suas pesquisas em produtos ou melhoria de processos com baixo risco e, conseqüentemente, retornos sociais inferiores.

Da combinação entre as teorias de Schumpeter (1985) e estudos recentes acerca dos impactos dos investimentos de *private equity* no desenvolvimento econômico emanam os benefícios que esta modalidade transmite à economia.

Podem ser destacados: aumento da produtividade, criação de empregos, desenvolvimento tecnológico, desenvolvimento da capacidade de absorção de novos conhecimentos, capilarização da economia, desenvolvimento do mercado de capitais, transferência para o setor privado dos riscos e incertezas associados ao processo de inovação.

Apesar de sistematicamente associado ao desenvolvimento de novas tecnologias de produtos ou processos, resultado mais recorrente em investimentos nos estágios iniciais, o investimento de *private equity* proporciona aumento de produtividade não apenas por este canal lógico, mas, também, pelo ganho de escala obtido com fusões ou aquisições, assim como pela contribuição na administração das empresas, conferindo caráter mais profissional, focado no resultado e, sobretudo, pela implantação de padrões de governança corporativa, que resultam na efficientização da empresa como um todo.

A criação de empregos também pode ser analisada de forma restrita, incluindo apenas os empregos possibilitados pelo aporte financeiro capaz de colocar em andamento projetos, como de forma ampla, incluindo entre estes os empregos decorrentes da expansão dos efeitos irradiados pela empresa que passa a integrar o mercado movimentando outros setores, como proposto por Schumpeter (1985).

O desenvolvimento tecnológico é um dos benefícios mais citados na literatura como decorrentes dos investimentos de *private equity*. Ao dar acesso a recursos a empresas e projetos que de outra forma não teriam como sair do papel, a indústria

de *private equity* caracteriza-se por seu papel primordial de estimular o desenvolvimento tecnológico. Falam por si exemplos como Microsoft, Intel, Cisco e tantas outras cuja contribuição tecnológica para o desenvolvimento não apenas regional, mas global, é tão significativa que pode ser comparada à invenção da luz elétrica.

O incremento da capacidade de absorção de novos conhecimentos, apresentado no trabalho de Romain e Van Pottelsberghe (2004), está ligado ao desenvolvimento de *know-how* e habilidades que induzam o uso efetivo do conhecimento existente para melhorar o sistema produtivo. Com empresas interagindo mais com o desenvolvimento tecnológico, a capacidade que terão em compreender e desenvolver mecanismos de usos para os conhecimentos decorrentes de pesquisas públicas ou privadas tende a ser amplamente maior. De nada adianta uma grande invenção se não se sabe o melhor proveito que dela pode decorrer.

Quando pequenas e médias empresas têm acesso ao capital necessário ao andamento de seus projetos e se inserem no mercado de forma mais contundente, a economia ganha novos canais de propagação. A desconcentração, seja de capital, de conhecimento, ou regional, produz efeitos significativos decorrentes da capilarização da economia. A capacidade de irrigação de setores antes estagnados ou relegados se amplia e introduz novos participantes no mercado, de forma que o ganho econômico seja disseminado.

O desenvolvimento do mercado de capitais é condição necessária para o melhor funcionamento da indústria de *private equity*. Os investimentos de *private equity* necessitam de um mercado de capitais consolidado, que ofereça oportunidades de *exit*, maximizando o potencial das empresas investidas. Mas, ao mesmo tempo, a utilização deste mercado pelos agentes envolvidos com *private equity*, seja nos lançamentos primários, seja nos *buyouts* e outras movimentações de ações ou debêntures decorrentes dos investimentos de *private equity*, torna o relacionamento de benefícios recíprocos. Para a economia, a capacidade do mercado de capitais de promover a poupança e sua alocação eficiente, de forma a possibilitar o crescimento das empresas produtivas e distribuir seus resultados equilibradamente, transfere ao seu desenvolvimento a responsabilidade de ser peça fundamental na habilidade de qualquer país em desenvolver-se e realizar seu potencial.

Finalmente, os investimentos de *private equity* produzem o benefício de transferir para o setor privado os riscos e incertezas associados ao processo de inovação, que, de outra forma, seriam assumidos pelo governo ou, caso ninguém o fizesse, manteriam o país à margem do desenvolvimento, restando apenas o papel de coadjuvante no cenário internacional.

Os riscos para a economia são melhor elaborados pelas palavras de Schumpeter (1985) ao citar Clemant Julgar: “*the only cause of the depression is prosperity*”, ou seja, decorrem do progresso os períodos de crise enfrentados pela economia.

7.2 EMPRESÁRIOS

Ao tentar relacionar os principais benefícios que os investimentos de *private equity* oferecem aos empresários, alguns surgem de imediato, confundindo-se com a própria razão de ser desta modalidade de investimento.

O principal benefício destacado para os empresários é o acesso ao capital necessário para a pôr em marcha de seus projetos. O acesso ao crédito é uma dificuldade quase intransponível para a maioria das empresas que se enquadram no perfil de *private equity*.

Usualmente, a avaliação de crédito bancário é baseada na retrospectiva do cliente e não na visão perspectiva, no seu potencial. Como estas empresas, nos estágios iniciais, não possuem histórico de crédito, garantias, ou fluxo de caixa positivo, não encontra alternativas de financiamento. Por outro lado, empresas maiores, elegíveis a reestruturação ou troca de controle, muitas vezes já estão com limites de crédito tomados ou garantias comprometidas.

Adicionalmente, e talvez mais importante, alinham-se dois outros problemas, as taxas de juros e os prazos. Quando estas empresas alcançam os recursos, não apenas os custos relacionados ao seu perfil inviabilizam o negócio, mas também o exíguo prazo dos empréstimos. Sem carência para iniciar as amortizações, o cliente não tem tempo hábil para que seu negócio se desenvolva e alcance a maturidade suficiente para gerar um fluxo de caixa capaz de conciliar as exigências passivas com as entradas de caixa.

Dessa forma, estas empresas dificilmente se encaixarão no perfil de crédito dos bancos, pelas incertezas e imprevisibilidade de seus resultados. As instituições bancárias trabalham cada vez mais com limites prudenciais impostos pelos órgãos reguladores, que dificultam a adequação dos créditos para estas empresas ao perfil da carteira pretendida pelo banco.

Os investimentos de *private equity* contornam estas dificuldades, fundamentando suas análise na viabilidade do negócio. Incontestável que a capacidade futura depende, em alguma medida, da vida pregressa da empresa/empresário, mas o fundamental é a plausibilidade e, certamente, a rentabilidade potencial do negócio analisado.

Da forma como o investimento de *private equity* é realizado, o empresário não apenas tem acesso ao capital necessário, como o tem por prazos compatíveis e com um custo que poderá absorver, mesmo que eventualmente mais elevado do que o representado pela taxa de juros, à medida que se será exigido apenas quando a empresa estiver plenamente instalada e gerando resultados positivos.

A participação dos investidores na administração da empresa representa outro benefício fundamental ao empresário, ainda que eivada de riscos, como será tratado mais adiante. A presença dos investidores diretamente ou por meio de participação nas decisões estratégicas da empresa é um importante mecanismo de adição de valor à empresa. Esta adição de valor se dá pela *expertise* administrativa do investidor, de seu conhecimento de mercado, de seus relacionamentos, da soma de garantias, à medida que confere mais credibilidade à empresa, enfim da implantação de uma cultura de eficiência.

Sem poder diferenciar a inter-relação ou a cadeia de dependências entre causas e efeitos, outros benefícios são destacados em conjunto: aumento da competitividade, expansão das atividades, acesso a novos mercados e ganhos de escala.

Uma vez realizado o investimento e posto em marcha o projeto, a empresa tende a se inserir de forma mais agressiva no mercado, respaldada pelos próprios recursos aportados, como por uma administração mais eficiente, de forma que terá condições de ser mais competitiva, e, até mesmo, no caso do desenvolvimento de uma inovação, dominar um mercado, mesmo que temporariamente. Da mesma forma a empresa tem acesso aos meios necessários para expandir suas atividades para novos produtos e/ou mercados.

Por fim, um benefício comum a todos os participantes do mercado e à própria economia, é a implantação de padrões de governança corporativa. Ao adotar metodologias contábeis claras e uniformes e práticas de transparência, a empresa é capaz de ser melhor administrada e, especialmente, melhor avaliada.

Mas o investimento de *private equity* também oferece alguns riscos ao empresário, o conflito de interesses é citado como um importante risco no relacionamento entre o empresário e o investidor, representado pelo gestor do fundo. Eventualmente, ocorrem desalinhamentos entre as expectativas do empresário e do investidor quanto ao andamento do negócio. O gestor do fundo pode tender a acelerar ou desacelerar investimentos de forma a “forçar” resultados que a empresa não está preparada a atender. Este conflito de interesses tende a criar custos de agência pela necessidade de implantação de mecanismos de controle de parte a parte.

A maioria dos conflitos pode ser mitigada pela elaboração de contratos claros, em que questões como a forma e o prazo dos aportes, a duração do investimento, a estratégia de saída, as opções de recompra do empresário, entre outros, estejam bem definidas.

Outro fator de risco é a perda de autonomia administrativa e estratégica. Inerente ao negócio, a participação do investidor, ao tempo em que oferece uma série de benefícios listados anteriormente, muitas vezes é encarada como intromissão nos negócios. Os vícios administrativos são uma barreira aos empresários que administram seus negócios há muitos anos e entendem suas empresas de forma diversa dos investidores. Existe um risco de conflito de culturas comerciais.

A diluição da participação do empresário também é um risco recorrente. Com o desenvolvimento do negócio e abertura de novas oportunidades, o investidor pode ser tentado a aumentar o capital da empresa tanto para fazer frente às necessidades financeiras decorrentes da conclusão de projetos em andamento como para alcançar as oportunidades que se apresentam. Se o empresário for incapaz de acompanhar o ritmo de novos aportes na empresa, o que via de regra acontece, verá sua participação ser minimizada.

A assimetria de informações é um risco maior para o investidor mas, também, afeta o empresário. Se, por um lado, o empresário detém mais informações sobre a empresa, sobretudo no período de *due diligence* e fases iniciais do relacionamento,

nas fases finais, tanto em saídas estratégicas como em IPOs, o domínio das informações é dos investidores, pela própria afinidade com as negociações envolvidas, que fogem à *expertise* dos empresários.

7.3 INVESTIDOR

O investidor está em busca de rentabilidade. O atrativo para o investidor de *private equity* é o retorno potencial que o mercado oferece. As incertezas associadas aos projetos apoiados pelos investimentos de *private equity* conferem a eles uma relação de risco-retorno em patamares mais elevados.

A segunda razão da inclusão das cotas de fundos de *private equity* nas prospecções de investimentos é a diversificação de portfólios. A inclusão de investimentos em *private equity* nos portfólios agrega expectativas de retorno diferentes da carteira de renda fixa e de ações, e, por conseguinte, faz com que a fronteira eficiente de ativos de risco se altere dada a baixa correlação entre os investimento em *private equity* e os ativos transacionados no mercado. (FURTADO; LOPES, 2005).

O investimento em *private equity* fornece alternativa de diversificação de portfólio não apenas do ponto de vista da relação risco/retorno, mas, também, em relação aos prazos de investimento. Conforme mencionado anteriormente, os candidatos naturais a investidores são os agentes econômicos com exigibilidades de longo prazo que podem, através desta modalidade de investimento, gerenciar seus fluxos de caixa com instrumentos que ofereçam a possibilidade de casamento de prazos. Nessa categoria, incluem-se os fundos de pensão, públicos ou privados, as entidades abertas de previdência complementar, as companhias de seguros, fundações, etc. A outra categoria de investidores, que não necessariamente possui exigibilidades de longo prazo, mas que tem disposição para aguardar a maturação do investimento na expectativa de resultados acima das médias de mercado, diversificando suas carteiras, inclui os bancos de investimento, grandes investidores individuais, *holdings* de grandes grupos econômico, etc.

Quanto aos riscos a que estão expostos os investidores, destacam-se, à frente dos demais, a assimetria de informações, conflito de interesses e a falta de liquidez.

A assimetria de informações afeta o investidor, sobretudo, no primeiro momento, quando da avaliação. Detentor de toda a informação vital sobre a empresa, o empresário pode tentar nublar a visão do investidor no processo de *due diligence*, de forma a restringir informações críticas à sua avaliação, tais como a existência de passivos contingentes ocultos, subsidiárias não mencionadas ou contabilizadas, contabilidades paralelas com propósito de fugir de impostos, etc.

O conflito de interesses se dá, sobretudo, no relacionamento entre investidor e gestor do fundo. O conflito pode-se dar em várias áreas de atrito. Uma delas é a questão do tamanho do fundo. Enquanto fundos menores oferecem, potencialmente, maiores retornos inerentes em função da capacidade de alocação destes recursos, fundos maiores geram melhores taxas de administração. Com isso, estabelece-se uma disputa pelo tamanho do fundo, com o investidor procurando limitar, e, o gestor, expandir seu capital.

Outro ponto de atrito é o incentivo do gestor ao risco. Como, via de regra, o gestor é remunerado pela performance do fundo, quanto maior o risco assumido por ele, maior será seu retorno potencial, estando, de toda sorte, garantida sua remuneração pela administração do fundo. Uma forma de evitar isso é fazer com que o gestor participe com capital próprio na constituição do fundo.

Se a característica de longo prazo oferece, de um lado, benefícios ao investidor à medida que disponibiliza uma alternativa de casamento para fluxos de caixa mais longos, por outro, limita a capacidade de mobilidade do investidor. Esta falta de liquidez é um dos componentes do retorno esperado, mas, de toda forma, mantém o investidor imóvel mesmo em caso de crises econômicas iminentes, ou, até mesmo, necessidades de caixa inesperadas. Os prazos de desinvestimento são definidos previamente e a possibilidade de saída antecipada do investidor é remota.

Um risco ao investidor, mais presente nos casos de *buyouts*, é a tendência à elevação do nível de alavancagem da empresa, o que a deixa mais suscetível em caso de alterações bruscas no cenário econômico.

As dificuldades de relacionamento com o empresário oferecem riscos também aos investidores, que podem se deparar com resistência do empresário em conceder

o controle administrativo, dificuldades de acesso ao dia-a-dia da empresa, limitações na capacidade de implantação de culturas comerciais e administrativas, etc.

Finalmente, o próprio crescimento do mercado pode oferecer riscos ao investidor. Com maior competição por negócios pode haver uma tendência à redução dos critérios de seleção, resultando em maior número de investimentos mal sucedidos.

Sob todos os aspectos, ao sopesar os riscos e benefícios do mercado de *private equity*, há uma nítida inclinação para o lado dos benefícios. Destacam-se, do ponto de vista da economia, a comprovada capacidade de contribuir para a criação de empregos, a promoção o crescimento econômico e o desenvolvimento tecnológico; para os empresários, o acesso e capital com prazos compatíveis a suas necessidades, implantação de padrões de governança corporativa, aumento da competitividade e a adição de valor à empresa por meio de uma gestão eficiente voltada para resultados; e, para os investidores, a possibilidade de retornos acima do mercado, a diversificação do portfólio e casamento de prazos. Por outro lado, os riscos oferecidos para as partes envolvidas, se não totalmente eliminados, podem ser significativamente mitigados com a implantação de controles gerenciais consistentes e com a crescente especialização dos participantes.

O Brasil demonstra ter a capacidade para contornar os riscos associados à modalidade, dada a capacidade gestora dos intermediários que atuam no mercado, assim como o crescente grau de maturidade de empresários e investidores, e empreender esforços para consolidar o *private equity* como importante instrumento de desenvolvimento econômico.

8 CONCLUSÃO

Nos próximos cinquenta anos, o Produto Interno Bruto brasileiro crescerá a uma taxa média anual de 3,6%. O tamanho de sua economia superará o da Itália no ano de 2025, o da França em 2031 e o da Alemanha e Reino Unido em 2036. No ano de 2050, o PIB brasileiro será o quinto maior do mundo, atrás apenas de China, Estados Unidos, Índia e Japão. Não se trata de exercício de futurologia, mas de conclusões de um trabalho de muita consistência da Goldman Sachs (WILSON; PURUSHOTHAMAN, 2003), uma das instituições financeiras mais conceituadas do mundo.

Para que essas previsões virem realidade, o Brasil precisa trabalhar um conjunto de fatores econômicos: a manutenção da estabilidade macroeconômica; consolidação de instituições, tais como o sistema judicial, o mercado financeiro, os sistemas de saúde e educação, infra-estrutura e redução da máquina administrativa do governo em todas as esferas, de forma a melhorar a eficiência da economia; intensificação da abertura econômica de forma a permitir o acesso a novas tecnologias e maiores mercados e; ampliação do nível de escolaridade, possibilitando a formação de uma população qualificada de trabalhadores capaz de provocar e se adaptar ao desenvolvimento econômico.

É neste cenário, em que a potencialidade do país precisa de elementos de sustentação, que o mercado de *private equity* pode se desenvolver. Os benefícios dos investimentos de *private equity* para a economia, amplamente descritos no trabalho, podem fornecer exatamente os requisitos necessários à economia neste momento, tais como a criação de empregos, aumento da produtividade, desenvolvimento tecnológico, capilarização da economia, etc.

No entanto, a sugestão de que os investimentos de *private equity* possam ser suficientes para o desenvolvimento de novas indústrias, inovações maravilhosas e produtos revolucionários, além de solucionar os problemas da economia do país é, obviamente, pretensiosa demais.

Da mesma forma que a economia precisa trabalhar um conjunto de fatores econômicos, a indústria de *private equity* também tem um longo caminho a percorrer

para que possa se desenvolver a ponto de contribuir significativamente para o desenvolvimento econômico.

Entre as medidas necessárias, podem ser destacadas: o fortalecimento do mercado de capitais, de forma a ampliar as alternativas de *exit*; revisão da tributação sobre ganhos de capital relacionados aos investimentos de *private equity*, de forma a estimular os investidores; reforma legal e normativa que assegure os direitos dos minoritários possibilite melhora na rapidez e transparência das decisões e façam prevalecer as previsões contratuais; e estímulo à participação dos fundos de pensão no mercado de *private equity*.

Evidentemente muito já foi feito, e, ao longo do trabalho, as evidências do potencial do segmento se acumularam, desde a descrição do histórico da modalidade, que revelou um mercado em franco amadurecimento, com instituições já com retrospecto de sucesso e reconhecimento de qualidade.

Os casos Gol e da ALL são emblemáticos do potencial do mercado, seja pela rentabilidade que proporcionaram a seus clientes, seja pela implantação de uma administração qualificada, voltada para resultados, que contribuiu para o grande crescimento das empresas, pela difusão de padrões de governança corporativa, pelos investimentos em desenvolvimento tecnológico e pela contribuição à melhoria da infra-estrutura do país. Os resultados obtidos por essas duas empresas são a essência do segmento e representam a capacidade do país em produzir recorrentemente casos semelhantes, beneficiando, por meio do desenvolvimento econômico, todos os envolvidos diretamente e a população como um todo.

A análise da economia do Brasil em 2005 demonstrou um relativo sucesso na manutenção da estabilidade econômica, mas a um custo significativo para o crescimento, verificado não apenas no desempenho do PIB, mas nas oscilações da atividade econômica ao longo do ano. O dado relevante foi o crescimento dos investimentos apoiado, crescentemente, na poupança interna. Com relação às operações de crédito, se, por um lado, o crescimento dos volumes foi decorrente da expansão das operações ligadas ao consumo e, portanto, pouco relevante na contribuição ao investimento e ao crescimento econômico do país, por outro, os esforços do Banco Central na redução do *spread* bancário indicam a disposição em proporcionar melhora das condições gerais do mercado.

Nesse cenário, se o mercado de *private equity* encontra indicadores favoráveis, sobretudo na, mesmo que tímida, retomada do crescimento econômico e

na elevação do nível de investimento do país, a economia, em si, encara um momento de indefinição: se retoma a dependência da poupança ou se altera seu modelo de desenvolvimento, construindo-o sob a poupança interna.

Os exemplos de economias emergentes destacados no capítulo 6 indicam justamente esse segundo caminho. As três economias, Rússia Índia e África do Sul, cresceram mais de cinco por cento em 2005. Passaram por processos de disciplina fiscal, redução dos déficits públicos e das taxas de juros e encontraram o caminho do crescimento. O mercado de *private equity* que havia se estruturado após a primeira leva de investimentos, beneficiou-se de gestores melhor preparados e adaptados às realidades locais e de governos, dispostos a incentivar a modalidade. O Brasil não está distante dessa realidade, sendo significativo o potencial que pode advir das ações destacadas anteriormente.

Finalmente, a comparação entre os riscos e benefícios da modalidade inclina-se fortemente para o lado do segundo. A capacidade de estimular a criação de empregos e o desenvolvimento tecnológico; de contribuir na reconstrução da infraestrutura nacional; de oferecer complementariedade ao mercado, vital ao desenvolvimento econômico; de fornecer acesso a recursos de longo prazo, tão necessários como escassos na nossa economia; e de implantar padrões de governança corporativa e transparência para as empresas aumentando sua competitividade internacional; são razões suficientes para que esse mercado seja estimulado e possa realizar seu potencial.

A consolidação da indústria de *private equity* é um processo longo, e assim o foi até mesmo nos Estados Unidos, onde as condições estruturais e uma economia centrada no mercado de capitais deram suporte vital. Os resultados desta consolidação só poderão ser verificados em décadas. Hoje, o Brasil conta com relativa estabilidade macroeconômica, que possibilita aos investidores um planejamento de mais longo prazo, constituindo-se em base fundamental para o desenvolvimento do mercado de *private equity*.

A conclusão deste trabalho, analisado o mercado, tanto de países desenvolvidos como em desenvolvimento, e as condições estruturais geradas pelo atual estágio da economia brasileira, é de que os investimentos em *private equity*, mesmo diante de alguns desafios, apresentam enorme potencial de crescimento e a promoção de seu desenvolvimento pode fazer mais do estimular o crescimento do

desenvolvimento econômico, pode assegurar a ampliação dos participantes nesta nova riqueza.

REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL [site]. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br>>. Acesso em: 01 jun. 2006.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Departamento de Estudos Especiais . **Juros e spread bancário no Brasil**. Out. 1999. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SPREADBR>>. Acesso em: 10 maio 2005.

_____. Relatório Anual 2004. **Boletim do Banco Central do Brasil**. Brasília, v. 40, p. 1-229. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2004>>. Acesso em: 10 maio 2005.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **Substituição de poupança interna pela externa e seu inverso**: o caso do Brasil. Jun. 2006. Disponível em : <<http://www.bresserpereira.org.br/papers/2006/06.11.SubstituiçãodaPoupança.7.1.p.pdf>>. Acesso em: 15 ago. 2006.

BROWN, A.; MORROW, B. **Private equity investing**. 2001. Disponível em: <<http://www.haifc.com/articles/priveq.PDF>>. Acesso em: 13 jan 2005.

CARVALHO, F. J. C. Sistema financeiro, crescimento e inclusão. In: SEMINÁRIO BRASIL EM DESENVOLVIMENTO, 2003, Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: UFRJ, 2003. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/desenvolvimento/pdfs/sistema_financieiro_crescimento_e_inclusao.pdf>. Acesso em: 15 maio 2006.

_____. **Investimento, poupança e financiamento**: financiando o crescimento com inclusão social. [200-?]. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/investimento_poupanca_e_financiamento.pdf>. Acesso em: 15 jan. 2006.

EMERGING MARKETS PRIVATE EQUITY: A Quarterly Newsletter of the Emerging Markets Private Equity Association. Wasington, DC: **Emerging Markets Private Equity Association**, v. 1, n. 2, jun. 2005a. Disponível em : <http://www.empea.net/docs/newsletters/EMPEA_Newsletter_Jun_2005_FINAL.pdf> acesso em: 10 jan. 2006

EMERGING MARKETS PRIVATE EQUITY: A Quarterly Newsletter of the Emerging Markets Private Equity Association. Washington, DC: **Emerging Markets Private Equity Association**, v. 1, n. 3, Q3, 2005b. Disponível em: <<http://lv0.net/VoiceNet/DocLib/DocLib.aspx?DocID=%5c%5clv-mkt02%5cDocLibFiles%5c421%5cRoot%5c0EMPEA+Q3+final.pdf>>. Acesso em: 20 maio 2006.

EMERGING MARKETS PRIVATE EQUITY: A Quarterly Newsletter of the Emerging Markets Private Equity Association. Washington, DC: **Emerging Markets Private Equity Association**, v. 1, n. 4, Q4, 2005c. Disponível em: <<http://lv0.net/VoiceNet/DocLib/DocLib.aspx?DocID=%5c%5clv-mkt02%5cDocLibFiles%5c421%5cRoot%5c0EMPEA+Newsletter+Issue+4.pdf>>. Acesso em: 20 maio 2006.

EMERGING MARKETS PRIVATE EQUITY: A Quarterly Newsletter of the Emerging Markets Private Equity Association. Washington, DC: **Emerging Markets Private Equity Association**, v. 2, n. 1, Q1, 2006. Disponível em: <<http://lv0.net/VoiceNet/DocLib/DocLib.aspx?DocID=%5c%5clv-mkt02%5cDocLibFiles%5c421%5cRoot%5c0EMPEA+Volume+2+Issue+1.pdf>>. Acesso em: 20 maio 2006.

FENN, G. W.; LIANG N.; PROWSE, S. The economics of the private equity market. **Board of Governors of the Federal Reserve System**. Washington, DC. Dec. 1995. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/1990-99/ss168.pdf>>. Acesso em: 28 fev. 2005.

FURTADO, C. V.; LOPES, A. B. **Private equity e venture capital na carteira de investimentos na carteira de investimentos das entidades de previdência das entidades de previdência complementar**. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 08 mar. 2005. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/UpLoad/Arquivo/Technicalnote%2008-03-2005%20v1.pdf>>. Acesso em: 25 nov. 2005.

GLOBAL INSIGHT. **Venture Impact 2004**: Venture Capital Benefits to the U.S. Economy. 2004. Disponível em: <<http://www.nvca.org/pdf/VentureImpact2004.pdf>>. Acesso em: 27 jan. 2006.

GONÇALVES, A. L. **Apresentação na Reseller Conference**. Mar. 2005. Disponível em: <<http://www.resellerconference.com.br/conteudo/downloads/AlvaroGoncalves.pdf>>. Acesso em: 10 jun. 2005.

JACOB, C. A. **Crédito bancário no Brasil: uma interpretação heterodoxa**. 2003. Tese (Doutorado em Economia)-Instituto de Economia Campinas, Universidade Estadual de Campinas, São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://libdigi.unicamp.br/document/?code=vtls000315016>>. Acesso em: 13 maio 2006.

KUNKEL, T.; MUKHERJEE, B. **The benefits of private equity**: 2004 update. Amherst: Center for International Securities and Derivatives Markets Research Department, Isenberg School of Management, The University of Massachusetts. 2004. Disponível em: <<http://cisdm.som.umass.edu/research/pdf/benefits/privateinvestment.pdf>>. Acesso em: 26 ago. 2004.

LEEDS, R.; SUNDERLAND, J. Private equity in emerging markets. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 15, n. 4, p. 8-19, Spring 2003. Disponível em: <http://www.sais-jhu.edu/centers/bizgovcenter/pdfs/journal_of_acf_final_5102.pdf>. Acesso em: 28 fev. 2005.

LEVINE, J. S. **Structuring venture capital, private equity and entrepreneurial transactions**. Chicago: Aspen Law & Business, 2002.

MARÇAL, M. E.; MAGALHÃES, P. C. **Oportunidades e desafios ao desenvolvimento de canais para financiamento de ESCOs e empresas fornecedoras de tecnologia para eficientização energética no Brasil**. 2005. Trabalho preparado para o Banco Mundial e ABESCO. Disponível em: <<http://www.abesco.com.br/pdf/docs/relatoriobrasil.doc>>. Acesso em: 10 jun. 2005.

NEVES, M. S.; NEVES, C. A indústria de capital de risco no Brasil: desafios e tendências. In: SIMPÓSIO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO, 10., 2003, Bauru. **Anais eletrônicos...** Bauru: UNESP, 2003. Disponível em: <<http://www.simpep.feb.unesp.br/anais10/gestaoeconomica/arq05.PDF>>. Acesso em: 9 jun. 2005.

NITSH, M.; SANTOS, C. A. Da repressão financeira ao microcrédito. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 21, n. 4 (84), p. 172-183, out./dez. 2001. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/84-10.pdf>>. Acesso em: 3 maio 2006.

PAULA, T. B. (Coord.). **Capital de risco no Brasil: marco legal e experiência internacional: Relatório Final**. Brasília: Centro de Gestão Estudos Estratégicos, abr. 2003. Disponível em: <http://www.cgee.org.br/arquivos/estudo014_03.pdf>. Acesso em: 13 jan. 2005.

PAVANI, C. **O capital de risco no Brasil: conceito evolução perspectivas**. Rio de Janeiro: E-papers, 2003.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. **Doing deals in Brazil**. January 2005. Disponível em: <[http://www.lavca.org/lavca/resdb.nsf/cbce38d7e371c22586256fc700811a07/b263d6b9380c911086256fc7006b3daf/\\$FILE/Doing%20Deals%20in%20Brazil%20-%20PWC%20January%202005.pdf](http://www.lavca.org/lavca/resdb.nsf/cbce38d7e371c22586256fc700811a07/b263d6b9380c911086256fc7006b3daf/$FILE/Doing%20Deals%20in%20Brazil%20-%20PWC%20January%202005.pdf)>. Acesso em: 8 nov. 2005.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. **Global private equity 2004**. 2004. Disponível em: <<http://www.pwc.com/tech/images/gpe.pdf>>. Acesso em: 8 maio 2006.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. **Money Tree Report**. [2005?]. Disponível em: <<http://pwcmoneytree.com/moneytree/index.jsp>>. Acesso em: 28 mar. 2005.

PRIESTLEY, M. **Introduction to private equity investing**. Mar. 2005. Disponível em: <<http://www.internertfinancialnews.com/2005/0328.html>>. Acesso em: 13 jan. 2005.

ROMAIN, A.; VAN POTTELSBERGHE, Bruno. The economic impact of venture capital. **Discussion Paper Series 1**: Studies of the Economic Research Centre, n. 18, Frankfurt, 2004. Disponível em: <<http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/dkp/2004/200418dkp.pdf>>. Acesso em: 8 nov. 2005.

SANTOS, E. J. **Venture capital: an option for financing Latin America's small and medium enterprises**. 2003. Disponível em: <<http://www.lavca.org/lavca/resdb.nsf/0/9E9C4F14245B5B7A86256FC700818EEB>>. Acesso em: 9 jun. 2005.

SANTOS, S. A. **Criação de empresas de alta tecnologia: capital de risco e os bancos de desenvolvimento**. São Paulo: Pioneira, 1987.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do desenvolvimento econômico: Uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico**. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985. (Coleção Os Economistas).

SIMÕES, J. Venture Capital para o Brasil. **Inovação UNICAMP**, São Paulo n. 32, 2 jun. 2005. Disponível em: <<http://www.inovacao.unicamp.br/report/news-capitalderisco.shtml>>. Acesso em: 20 set. 2005.

THOMSON VENTURE ECONOMICS. **State of the market venture capital/private equity**. 2004. Disponível em:
<http://www.cob.sjsu.edu/solt_m/files/New%20Venture%20Finance/pwc%20cfo%20state%20of%20market-final-2004.ppt>. Acesso em: 2 jul. 2005.

VENTURE CAPITAL & PRIVATE EQUITY CLUB (PART OF STUDENT CLUBS OF HBS). **VC industry explained**. [2005?]. Disponível em:
<http://sa.hbs.edu/vc/vcpi_explained.html>. Acesso em: 8 maio 2006.

WILSON, D.; PURUSHOTHAMAN, R. Dreaming with BRICs: the path to 2050. **Global Economics Papers**, New York, n. 99, oct. 2003. Disponível em:
<<http://www.gs.com/insight/research/reports/99.pdf>>. Acesso em: 8 nov. 2005.