

**A INDÚSTRIA DE *PRIVATE EQUITY* E
VENTURE CAPITAL – PRIMEIRO CENSO
BRASILEIRO**

**A INDÚSTRIA DE *PRIVATE EQUITY* E
VENTURE CAPITAL – PRIMEIRO CENSO
BRASILEIRO**

**Antonio Gledson de Carvalho
Leonardo de Lima Ribeiro
Cláudio Vilar Furtado**

Editora Nonono

Índice

Prefácio	xi
Agradecimentos	xiii
CAPÍTULO 1 A Indústria Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> em Perspectiva	1
CAPÍTULO 2 Os Participantes da Indústria Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>	23
2.1 - Organizações Gestoras	23
2.1.1 - Origens e Configuração	23
2.1.2 - Recursos Humanos e Remuneração nas Organizações Gestoras	31
2.2 - Veículos de Investimento	37
2.3 - Investidores dos Fundos	45
CAPÍTULO 3 O Ciclo do <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> no Brasil	51
3.1 - Captação de Recursos	52
3.2 - Originação e Seleção de Investimentos	54
3.3 - Estruturação dos Investimentos	63
3.4 - Monitoramento e Adição de Valor	74
3.4.1 - O Conselho de Administração das Empresas Investidas	75
3.4.2 - Contato, Distância e Estratégias de Adição de Valor	79
CAPÍTULO 4 A Governança Entre Gestores e Investidores	85
4.1 - Duração dos Veículos de Investimento	86
4.2 - Governança do Processo de Investimento	87
4.3 - Remuneração das Organizações Gestoras	92
4.4 - Solução de Conflitos	100
Apêndice	105

Índice de Tabelas

Tabela 1.1 - Negócios de PE/VC	11
Tabela 1.2 - Distribuição Geográfica das Empresas Investidas	13
Tabela 1.3 - Setores de Atuação das Empresas Investidas	14
Tabela 1.4 - Estágio das Empresas Investidas quando do Primeiro Aporte de PE/VC	17
Tabela 1.5 - Teses dos Investimentos	18
Tabela 1.6 - Saídas de Negócios	20
Tabela 1.7 - Abertura de Capital na Bovespa: Empresas Emissoras e Investidores de PE/VC	21
Tabela 2.1 - Afiliação das Organizações Gestoras	24
Tabela 2.2 - Fonte do Capital	26
Tabela 2.3 - País de Origem das Organizações	26
Tabela 2.4 - Situação e Intenção de Permanência no Setor	29
Tabela 2.5 - Presença Geográfica das Organizações	30
Tabela 2.6 - Concentração do Capital pelas Organizações	31
Tabela 2.7 - Cargos ocupados pelos Profissionais da Indústria	32
Tabela 2.8 - Distribuição Etária dos Gestores	34
Tabela 2.9 - Escolaridade dos Gestores na Indústria	34
Tabela 2.10 - Área de Conhecimento / Atuação dos Gestores	35
Tabela 2.11 - Origem Profissional dos Gestores	35
Tabela 2.12 - Experiência dos Gestores na Indústria	36
Tabela 2.13 - Remuneração Fixa Anual dos Gestores	38
Tabela 2.14 - Estrutura Legal dos Veículos de Investimento	43
Tabela 2.15 - País de Constituição dos Veículos	45
Tabela 2.16 - Investidores de PE/VC	48
Tabela 2.17 - Investidores de PE/VC e SUA Nacionalidade	50
Tabela 3.1 - Penalidade para Falta de Integralização de Capital	54
Tabela 3.2 - Seleção de Projetos	55
Tabela 3.3 - Prazos para Fechamento de Novos Negócios	58

Tabela 3.4 - Atuação do Comitê de Investimentos na Fase de Seleção	58
Tabela 3.5 - Condicionantes na Seleção de Investimentos	60
Tabela 3.6 - Originação: Distribuição Geográfica	62
Tabela 3.7 - Condicionantes da Estruturação dos Investimentos	65
Tabela 3.8 - Grau de Propriedade nas Empresas em Portfólio	66
Tabela 3.9 - Percentual de Assentos no Conselho de Administração	67
Tabela 3.10 - Participação do Conjunto dos Investidores de PE/VC nos Conselhos de Administração	68
Tabela 3.11 - Unificação e Duração de Mandatos	70
Tabela 3.12 - Utilização de Comitês Técnicos do Conselho de Administração	71
Tabela 3.13 - Indicação de Executivos-Chave	73
Tabela 3.14 - Decisão de Saída (%)	73
Tabela 3.15 - Frequência de Reunião dos Conselhos de Administração	76
Tabela 3.16 - Presença dos Gestores nos Conselhos de Administração	77
Tabela 3.17 - Participação dos Gestores em Conselhos de Administração	77
Tabela 3.18 - Remuneração dos Membros dos Conselhos de Administração	79
Tabela 3.19 - Tempo de Contato com as Empresas Investidas	80
Tabela 3.20 - Frequência de Contato por Mensagens Eletrônicas com Empresas Investidas	81
Tabela 3.21 - Distância Média entre Organizações Gestoras e Empresas Investidas	82
Tabela 3.22 - Distância Máxima entre Organizações Gestoras e Empresas Investidas	82
Tabela 3.23 - Conferência entre CEOs de Empresas do Portfólio	83
Tabela 4.1 - Prazo de Duração dos Veículos de Investimento	86
Tabela 4.2 - Duração e Possibilidade de Extensão	87
Tabela 4.3 - Critério DOS Veículos para Aprovação dos Investimentos	89
Tabela 4.4 - Encontros entre Investidores e Empresas Durante Processo Seletivo	89
Tabela 4.5 - Encontros entre Investidores dos Veículos e Empresas Investidas	90
Tabela 4.6 - Período de Investimentos	91

Tabela 4.7 - Autoridade sobre a Decisão de Saída	92
Tabela 4.8 - Taxa de Administração	95
Tabela 4.9 - Taxa de Administração por Estrutura Legal dos Veículos	95
Tabela 4.10 - Base de Cálculo da Taxa de Administração	96
Tabela 4.11 - Taxa de Performance dos Veículos de Investimento	97
Tabela 4.12 - Cobrança de Taxa de Performance por Estrutura Legal dos Veículos	98
Tabela 4.13 - Taxa de Administração versus Taxa de Performance	99
Tabela 4.14 - Taxa-Piso (<i>Hurdle Rate</i>)	100
Tabela 4.15 - Dedução da Taxa de Administração do Montante da Performance	101
Tabela 4.16 - Remuneração Preferencial (<i>Preferred Return</i>)	101
Tabela 4.17 - Cláusula de <i>Catch-Up</i>	101
Tabela 4.18 - Uso de Arbitragem Segundo País de Constituição do Veículo	103
Tabela 4.19 - Câmaras de arbitragem Utilizadas	104

Índice de Gráficos

Gráfico 1.1 - Evolução do Capital Comprometido	5
Gráfico 1.2 - Novos Comprometimentos de capital na indústria	7
Gráfico 1.3 - Novos Comprometimentos de Capital em Veículos Típicos de PE/VC	8
Gráfico 1.4 - Novos Comprometimentos de Capital em veículos pipe	8
Gráfico 1.5 - Capital investido pelo total de organizações	10
Gráfico 1.6 - Capital investido pelas organizações típicas de PE/VC	10
Gráfico 1.7 - Capital investido por organizações do tipo pipe	11
Gráfico 2.1 - Início de Atividade no Brasil	28
Gráfico 2.2 - Lançamento e Fechamento de Veículos	46
Gráfico 3.1 - Prazo para captação de recursos	53
Gráfico 4.1 - Lançamento de Veículos e uso de Arbitragem	103

Prefácio

O primeiro grande ciclo da indústria de *private equity* e *venture capital* no Brasil começou com a abertura e estabilização econômica no início dos anos 90 e teve a sua conclusão marcada pela primeira leva de IPOs de empresas investidas de PE/VC nos anos de 2004 e 2005. Ao final de 2005, o PE/VC estava definitivamente estabelecido no país. No entanto, não se dispunha de informações sistematizadas e confiáveis sobre esta indústria. Neste contexto, este trabalho vem oferecer uma primeira fotografia da estrutura do PE/VC no Brasil: características dos seus participantes (organizações gestoras, investidores, veículos de investimento e empresas investidas), práticas correntes e governança.

O Primeiro Censo Brasileiro da Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* é resultado de aproximadamente dois anos de trabalho. Sua semente surgiu no dia em que Leonardo Ribeiro entrou em meu escritório e pediu-me que o orientasse em uma dissertação de mestrado sobre *venture capital*. Era a chance de retomar um projeto antigo de criar informações sistematizadas sobre a indústria aos moldes do que existia nos Estados Unidos. A meta desta parceria era modesta: produzir alguns artigos acadêmicos e uma dissertação de mestrado. Foram vários meses dedicados à confecção de dois questionários que serviram de base para a coleta de dados. Conhecedores da notória dificuldade no acesso a dados das organizações gestoras, ficaríamos contentes com a resposta de 35 delas.

O rumo deste projeto mudou radicalmente quando nos associamos ao Prof Cláudio Furtado e ao Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP (GVcepe). O primeiro trouxe, além de seu conhecimento teórico sobre o tópico, um vasto conhecimento sobre o PE/VC no Brasil. Suas contribuições foram fundamentais para o aprimoramento dos questionários e

desenho final do projeto. O segundo trouxe todos os recursos necessários a um projeto de envergadura: apoio financeiro (desenvolvimento de questionários eletrônicos, equipe de pesquisadores de campo, processamento de dados, bolsa de estudos, publicação etc.) e, principalmente, apoio institucional (rede de contatos, credibilidade à garantia de confidencialidade e o envolvimento de várias pessoas associadas ao GVcepe que acabou sendo fundamental para o sucesso do projeto).

A fase de coleta de dados talvez tenha sido a mais instigante de todas: como conseguir que pessoas extremamente ocupadas dedicassem tempo considerável para responder dois questionários extensos contendo informações consideradas confidenciais por suas organizações? O sucesso deste processo foi possível somente com o envolvimento de um extenso *network* criado pelo GVcepe. Afora a perspicácia de Leonardo e Cláudio (dois gigantes nessa atividade), contamos com a colaboração de vários gestores, investidores de PE/VC, órgãos oficiais e, até mesmo, organismos internacionais que tiveram papel fundamental em conscientizar as organizações gestoras acerca da importância que este projeto teria para a indústria brasileira de PE/VC. Ao final deste processo, tínhamos algo com o qual não havíamos sonhado: um censo (informações de todas as organizações gestoras com escritório no país) e, conseqüentemente, a possibilidade de apresentar dados sobre o agregado da indústria. O resto foi o trabalho de formiga característico da profissão acadêmica.

Ao final de todo este processo, temos a satisfação de entregar à grande comunidade do *private equity* e *venture capital* este trabalho que é um tributo à maturidade alcançada pela indústria no Brasil.

Antonio Gledson de Carvalho
São Paulo, SP
Dezembro de 2005

Agradecimentos

Este trabalho só foi possível devido à dedicação de diversos colaboradores. Inicialmente, gostaríamos de expressar a mais sincera gratidão a todos aqueles que responderam aos questionários do Censo. Agradecemos, em especial, aos gestores que participaram, da fase de pré-testes: Álvaro Gonçalves, Eduardo Buarque de Almeida, Edson Matsubayashi, Mario Malta, Patrice Etlin, Paulo Henrique Santos, Rafael Vieira e Sidney Chameh.

O apoio institucional da ABVCAP, EMPEA, Endeavor, FINEP, BOVESPA e IFC foram fundamentais para o sucesso desse projeto. Nessas organizações, destacamos o empenho pessoal de Álvaro Gonçalves (ABVCAP), Roger Leeds e Sarah Alexander (EMPEA), Marília Rocca (Endeavor), Eduardo Costa e Patrícia Freitas (Finep), Maria Helena Santana e Cláudio Jacob (BOVESPA), Haydée Celaya e Jean Laprovette (IFC). O termo de confidencialidade fornecido pela FGV-EAESP por meio de seu diretor, Fernando Meirelles, viabilizou que muitas organizações nos fornecessem dados considerados confidenciais e que, de outro modo, não seriam fornecidos.

Moacyr Fioravante, Paulo Góes e toda a equipe do departamento de informática da FGV-EAESP construíram o software de coleta de dados que garantiu a facilidade do preenchimento e a segurança da informação.

Agradecemos aos pesquisadores de campo que viajaram por mais de oito cidades em seis Estados para angariar a participação dos gestores e auxiliá-los no preenchimento dos questionários.

Tiago Cruz, Gisele Gaia e Fábio Barreto da equipe GVcepe prestaram valioso auxílio durante todo o percurso.

Margaret Müller, Ludmila Myiazato e Elizabeth Johnson ofereceram valiosa colaboração na identificação da população de organizações gestoras com atividades baseadas no Brasil. Eduardo Sá e equipe (BNDES), Rogério Pilotto e Anna Lúcia Horta (IFC), Carlos Alberto Rosa (FUNCEF) e Marcos Rechtman (FGV) introduziram-nos a diversos gestores.

Antonio Gledson de Carvalho gostaria de agradecer à FAPESP (Projeto 03/08825-7), CNPq (Projeto 477572/2003-0), GVpesquisa e GVcepe pelo apoio financeiro.

Leonardo de Lima Ribeiro agradece ao CNPq e ao GVcepe pelo auxílio financeiro e a FEA-USP por tê-lo acolhido durante a pós-graduação.

Antonio Gledson de Carvalho
Leonardo de Lima Ribeiro
Cláudio Vilar Furtado.

1

A INDÚSTRIA BRASILEIRA DE *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL* EM PERSPECTIVA

A indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* (PE/VC) é composta por quatro participantes: organizações gestoras, veículos de investimentos, investidores e empresas investidas. As organizações gestoras administram veículos de investimento (usualmente chamados de *fundos de PE/VC*). Os investidores (fonte dos recursos comprometidos com investimentos no setor) fazem aporte de capital nos veículos de investimento. Os recursos desses veículos, por sua vez, são aplicados nas empresas investidas (ou empresas do portfólio). O aporte dos veículos nas investidas geralmente ocorre por meio da compra de participação acionária. Outros instrumentos financeiros tais como dívidas conversíveis em ações, opções de compra, opções de venda e bônus de subscrição (*warrants*) também são usados. Os investimentos de PE/VC são temporários e de longo prazo. Os veículos costumam ter prazo de duração limitada. Findo o prazo, os gestores devem liquidar todos os investimentos e retornar os proventos aos investidores.

As organizações gestoras¹ apresentam origem e forma estrutural diversa. No escopo deste trabalho, foram consideradas tanto organizações nacionais quanto internacionais, desde que estejam presentes no Brasil com um ou mais escritórios. Esse corte foi decorrência da inviabilidade, neste primeiro momento, de um levantamento global de todas as instituições nacionais e internacionais que mantêm no Brasil investimentos típicos ou assemelhados aos de PE/VC. Por não terem escritórios no País, foram desconsideradas as organizações que possuem ou possuíam participação relevante na indústria brasileira de PE/VC, tais como CVC²; Hicks, Muse, Tate, and Furst; Newbridge; UBS Capital; GE Capital; CDC Capital Partners; e Bank of America Equity Partners. Tampouco foram consideradas as organizações que encerraram suas atividades antes de dezembro de 2004³. Assim, ao longo deste trabalho, o termo *indústria de PE/VC* faz referência somente às organizações operantes e com escritório no Brasil em dezembro de 2004.

Durante a realização da pesquisa, também foram identificados veículos que realizam investimentos predominantemente em empresas já listadas em bolsa de valores. No Brasil, esses veículos são usualmente chamados de *fundos de governança e liquidez*, *fundos de valor e liquidez* ou simplesmente *PIPEs* (do inglês *Private Investment in Public Equity*⁴). A inclusão do PIPEs neste estudo justifica-se pela semelhança de seus investimentos com aqueles típicos de PE/VC, ou seja: i) os aportes são realizados na forma de capital acionário; ii) as empresas investidas apresentam baixa liquidez; iii) os gestores dos fundos são

¹ Organização pode ser diferente de *empresa* à medida que uma empresa pode ser representada por mais de uma organização. Por exemplo, empresas que possuem departamentos separados de PE/VC e PIPE tiveram tais departamentos considerados como organizações diferentes. O mesmo ocorre com empresas em que a atividade de PE/VC é subdividida em mais de um departamento e cada departamento atua apenas com empresas de determinado porte ou que estejam em determinado estágio de desenvolvimento.

² Em dezembro de 2004, o Opportunity já tinha sido destituído da função de gestor do fundo, que passou a ser administrado pelo CVC nos EUA.

³ A coleta de dados foi efetuada entre dezembro de 2004 e maio de 2005. Portanto, salvo menção, as informações aqui reportadas referem-se a dezembro de 2004.

ativos com respeito à gestão estratégica das empresas do portfólio – tanto em termos de monitoramento e definição dos mecanismos de governança corporativa quanto em termos de participação ativa nas estratégias empresariais e iv) há a expectativa de saída dos investimentos e liquidação do fundo em prazo estabelecido [em seu regulamento](#).⁵ A menos que explicitamente mencionado, os resultados aqui apresentados incluem os [veículos do tipo PIPE](#).⁶

Alguns veículos de PE/VC possuem comprometimento de capital definido, i.e., os investidores se comprometeram a fornecer um montante predefinido (o capital geralmente é aportado à medida que é solicitado pelo gestor). Outros veículos não possuem comprometimento definido, ou seja, não há um acordo prévio sobre o montante exato que será aportado (a definição sobre o aporte é tomada [a cada período](#)).⁷ Alguns exemplos deste último caso são: 1) as organizações gestoras de recursos proprietários, quando a empresa gestora se confunde com o próprio veículo de investimento, e.g., uma empresa tem um departamento ou subsidiária que faz investimentos de PE/VC (denominados *corporate ventures*) e 2) fundos em que os investidores têm a opção de participar ou não de cada um dos negócios estruturados pela organização gestora.

Quando o comprometimento no veículo é definido contratualmente e este é dedicado exclusivamente a investimentos no Brasil, não existe dúvida sobre o que venha a ser o valor comprometido para o Brasil. No entanto, alguma dúvida existe quando o veículo não possui comprometimento definido em contrato ou realiza investimentos em outros países além do próprio Brasil. Nestes casos, tor-

⁴ Nos EUA, investimentos do tipo PIPE são regulamentados pela *Regulation D* da *Security and Exchanges Commission* (SEC), sendo facilmente identificados. No Brasil, não há uma regulamentação equivalente e só puderam ser considerados os gestores que classificaram seus investimentos como PIPE.

⁵ A diferença básica entre os veículos PIPEs e os tradicionais de PE/VC é o fato de a empresa alvo de investimentos/aquisição ser listada em bolsa de valores.

⁶ As organizações gestoras que gerenciam fundos PIPE são referidas como organizações PIPE.

⁷ Como por exemplo, nos casos de alguns *corporate ventures*.

nou-se necessária a adoção de um critério definindo o montante do capital comprometido para o Brasil. Assim, para organizações e veículos que não possuem compromettimentos definidos contratualmente, considerou-se como capital comprometido o valor (calculado a custo) do portfólio de empresas investidas no Brasil. Quando o comprometimento no veículo é definido contratualmente, mas o veículo também realiza investimentos em outros países, considera-se comprometimento no Brasil: 1) o limite do que pode ser alocado para o Brasil, quando este limite existe; 2) o valor total do comprometimento no veículo menos o que já foi investido em outros países, para os casos em que o regulamento do veículo não impõe limite ao montante que pode ser investido no país. Assim, o montante que de fato foi ou será investido no país pode ser diferente do que aqui é reportado como comprometimento em PE/VC no Brasil.

Em dezembro de 2004, a indústria brasileira de PE/VC, tal como aqui caracterizada, contava com 71 organizações gestoras que administravam 97 veículos de investimentos (o Apêndice 1 apresenta a listagem completa de todas estas organizações gestoras). Seis organizações gestoras administravam sete veículos PIPE. O valor agregado dos compromettimentos dedicados ao Brasil somava **US\$8 5,58 bilhões**.⁹ O Gráfico 1.1 mostra a evolução do capital comprometido no período entre 1999 e 2004.¹⁰ Deve-se notar que este valor refere-se somente aos compromettimentos das organizações operantes em dezembro de 2004. Todas as organizações que atuaram no período e que desativaram seus escritórios no Brasil

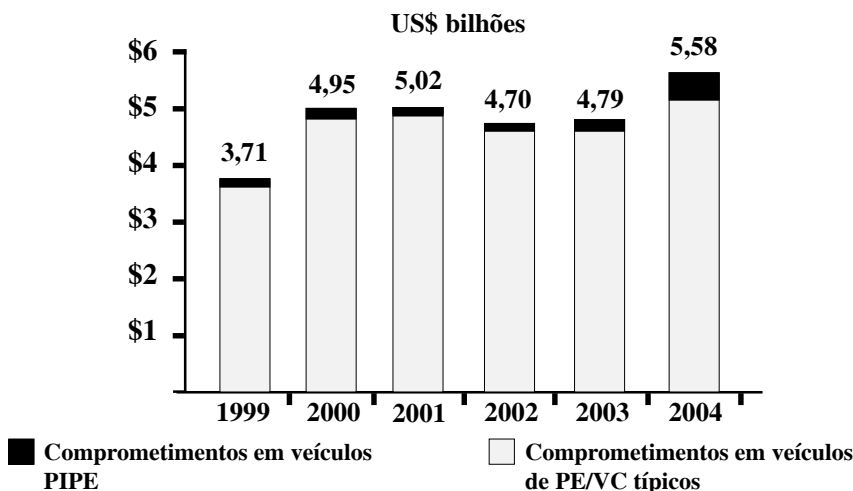
⁸ Os respondentes tiveram a liberdade de relatar os volumes monetários em reais ou dólares. Os valores em reais foram convertidos em dólares usando a cotação média anual publicada pelo Banco Mundial (1,81 para 1999; 1,83 para 2000; 2,36 para 2001; 2,92 para 2002; 3,08 para 2003 e 2,93 para 2004).

⁹ Para tornar os valores de capital comprometido comparáveis entre os diversos tipos de gestores e veículos de PE/VC, foi adotado o seguinte conceito: $CC = DI + V$, onde CC = Capital Comprometido, DI = Disponível para investimento (sem se excluir eventual previsão para pagamento da taxa de administração) e V = Valor do portfólio a custo. Ou seja, para fundos do tipo CVM 209, *Limited Partnerships* e a maior parte dos CVM 391, enquanto decorre o período de investimento, o capital comprometido coincide com o valor de comprometido no início do fundo, já que a soma de DI e V é, grosso modo, constante. Ao final deste período, ao invés de zerar o valor de capital comprometido, optou-se por contabilizá-lo como igual ao valor do portfólio a custo, tendo em vista que a eventual

Gráfico 1.1

EVOLUÇÃO DO CAPITAL COMPROMETIDO

Saldo de Capital Comprometido ao final de cada ano segundo tipo de investimento (PE/VC tradicional ou PIPE). Foi contabilizado o valor integral dos veículos pan-americanos que não têm limites preestabelecidos de alocação dos recursos para o Brasil. Não inclui comprometimentos de ABN Amro Capital, Innovate e VentureLabs. Os comprometimentos da Intel Capital foram estimados com base em informações públicas, assumindo o aporte médio de US\$ 1 milhão por empresa investida.



Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

parcela dos comprometimentos que não foi aplicada em ativos de PE/VC foi absorvida pelo gestor na forma de taxa de administração ou foi cancelada/devolvida aos investidores. Já para veículos do tipo *holding*, veículos informais e alguns casos de alocações orçamentárias, em que, a priori, não há um valor pré-aprovado para investimento, foi contabilizado como capital comprometido apenas o valor do portfólio a custo, sendo considerado aumento de capital o valor agregado dos investimentos realizados em um determinado ano. Acreditamos que o critério adotado seja o que melhor reflete de modo conservador o montante de recursos administrados pelo gestor (*capital under management*). A partir de entrevistas com gestores, verificamos que o conceito de comprometimento é usado tanto para descrever o capital a ser investido quanto o capital que já está integralizado ou investido em ativos de PE/VC. Em contrapartida, a palavra capital sob gestão poderia levar parte dos gestores a contabilizar apenas a parcela de capital que foi integralizada pelos investidores.

antes da realização do estudo foram desconsideradas. Deste modo, os valores anteriores a 2004 podem subestimar o verdadeiro valor. O agregado dos compromettimentos aumentou significativamente entre 1999 e 2000 (de US\$ 3,71 para US\$ 4,95 bilhões). De 2000 a 2004 este valor permaneceu relativamente estável, na casa dos US\$ 5 bilhões. O Gráfico 1.1 também nos permite observar que os compromettimentos em veículos PIPE correspondem a parcela diminuta do total.

Os Gráficos 1.2 a 1.4 mostram o histórico de comprometimento de novos recursos¹¹ entre os anos de 2000 e 2004. O Gráfico 1.2 mostra fortes oscilações anuais nos valores e no número de veículos que realizaram as captações: os valores oscilam entre US\$ 230 milhões e US\$ 1.258 milhões e o número de veículos em captação varia entre 14 e 28. Isso indica que a atividade de captação é extremamente volátil. Durante o ano 2000, houve o aumento significativo de US\$ 1.258 milhões nos recursos comprometidos para o Brasil (Gráfico 1.2). Esse montante foi levantado por 19 veículos de investimento. A quase totalidade deste valor foi captada por 18 veículos típicos de PE/VC (Gráfico 1.3). Já em 2003, foram levantados apenas US\$ 230 milhões por 14 veículos (Gráfico 1.2). Os valores captados entre 2001 e 2003 foram bastante modestos, correspondendo a uma média de US\$ 274,5 milhões ao ano. Em 2004 a atividade de captação foi retomada, com levantamento de US\$ 762 milhões (Gráfico 1.2). A captação realizada por veículos PIPEs, que entre 2000 e 2002, representava menos de 10% da captação total, passou para valores entre 30 e 40% nos anos de 2003 e 2004 (Gráficos 1.2 e 1.4). O bom momento de captação em 2004 pode guardar relação com a realização de diversas saídas (venda de participação) por meio de aberturas de capital no mercado acionário (IPO), uma vez que das oito empresas que realizaram IPO na BOVESPA durante o ano de 2004, seis haviam sido financiadas por veículos de PE/VC.¹²

¹⁰ O valor do comprometimento agregado varia em função de novas captações, bem como em função dos desinvestimentos.

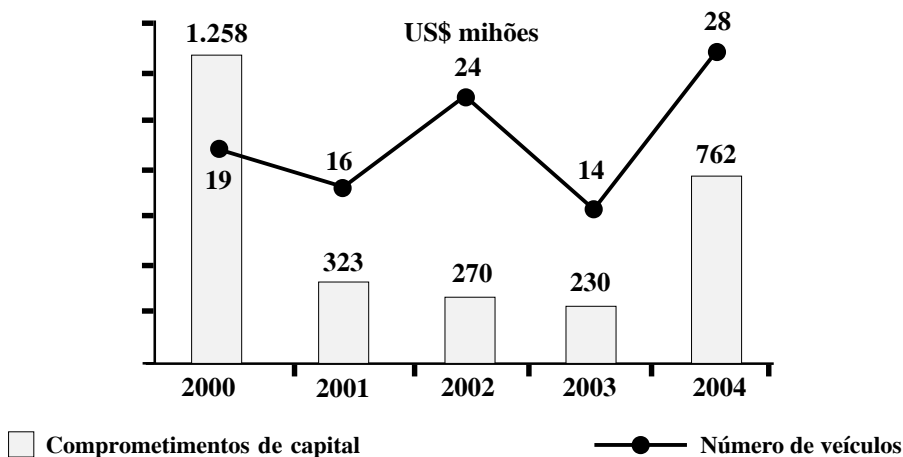
¹¹ As organizações gestoras também podem aumentar o capital comprometido ao assumirem veículos de investimento que eram gerenciados por outros gestores. Existem dois casos clássicos em que isso pode ocorrer no momento da destituição de um gestor de PE/VC ou quando um investidor (e.g. fundo de pensão ou banco de desenvolvimento) decide subcontratar a gestão de parte ou totalidade do portfólio que construiu. Para isso, emprega uma organização gestora de PE/VC (o investidor passa então a ocupar a posição de

Os Gráficos 1.5 a 1.7 mostram os investimentos realizados pelas organizações gestoras entre 1999 e 2004. Pode-se observar que, em média, cerca de apenas 30 organizações realizaram investimentos em cada ano. O agregado dos valores investidos varia entre US\$ 555 e 370 milhões (Gráfico 1.5).

Uma figura mais nítida sobre o movimento dos investimentos da indústria surge quando segregamos as organizações PIPEs daquelas típicas de PE/VC

Gráfico 1.2 NOVOS COMPROMETIMENTOS DE CAPITAL NA INDÚSTRIA

Capital novo levantado por veículos de PE/VC (não inclui integralizações na forma de investimentos já realizados) e número de veículos por meio dos quais o capital foi levantado. Foi contabilizado o valor integral dos veículos pan-americanos que não têm limites preestabelecidos de alocação para o Brasil. Não foram considerados veículos em captação que ainda não obtiveram comprometimentos de capital ou aqueles que não revelaram o capital comprometido. Os comprometimentos da Intel Capital foram estimados com base em informações públicas (considerou-se investimento médio de US\$ 1 mi).



Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

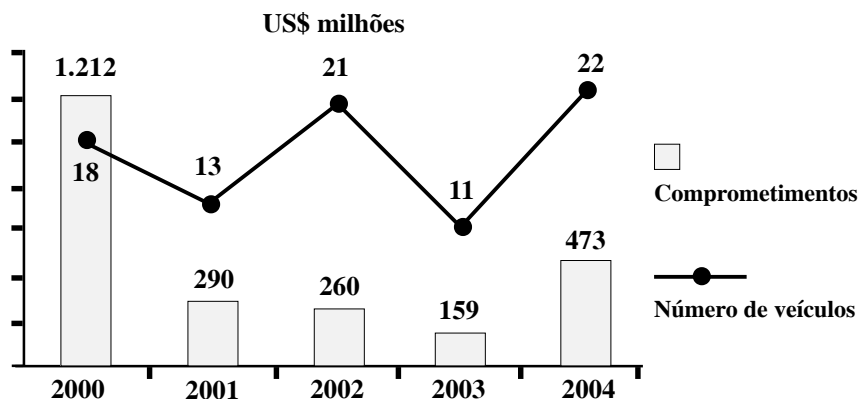
cotista ou acionista do veículo criado para este fim). Como exemplos recentes, pode-se citar: i) a criação da Bradespar em 2000, que assumiu ativos de PE/VC que estavam sob a tutela do Banco Bradesco (no início a Bradespar recebeu mandato para realizar novos investimentos) e ii) em 2001, o BNDESPar subcontratou a BPE Investimentos e a Dynamo VC. Cada um recebeu uma parcela do portfólio do BNDESPar mais integralizações em capital para a realização de novos investimentos.

¹² Natura, Gol, ALL, DASA, CPFL, TAM, Grendene e Porto Seguro. A Natura recebeu investimentos do BNDESPar na forma de debêntures conversíveis em ações. Como as ações de TAM

Gráfico 1.3

NOVOS COMPROMETIMENTOS DE CAPITAL EM VEÍCULOS TÍPICOS DE PE/VC

Capital novo levantado por veículos típicos de PE/VC (não inclui integralizações na forma de investimentos já realizados) e número de veículos por meio dos quais o capital foi levantado. Foi contabilizado o valor integral dos veículos pan-americanos que não têm limites preestabelecidos de alocação dos recursos para o Brasil. Os comprometimentos da Intel Capital foram estimados com base em informações públicas, assumindo o aporte médio de US\$1 milhão por empresa investida.

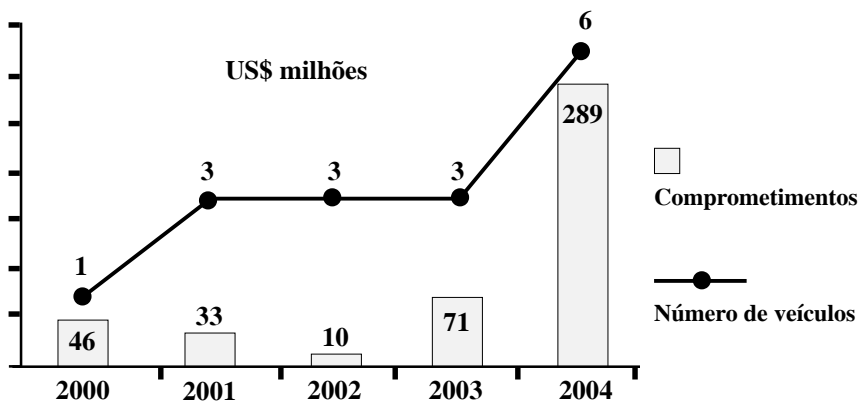


Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Gráfico 1.4

NOVOS COMPROMETIMENTOS DE CAPITAL EM VEÍCULOS PIPE

Capital novo levantado por veículos PIPE (não inclui integralizações na forma de investimentos já realizados) e número de veículos por meio dos quais o capital foi levantado. Os veículos com alocação global ou pan-americana, que não têm limites preestabelecidos de alocação dos recursos por país tiveram o valor integral contabilizado na análise. Número de veículos segundo o ano em que houve o aumento do capital comprometido. Os comprometimentos da Intel Capital foram estimados com base em informações públicas, assumindo que o investimento médio foi de US\$1 milhão por empresa investida.



Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

(Gráfico 1.6 e Gráfico 1.7). Pode-se observar que o valor dos investimentos das organizações típicas cai consistentemente durante todo o período (Gráfico 1.6), enquanto os investimentos das organizações PIPEs sobem da mesma maneira durante todo o período, dobrando no período 1999-2004 (Gráfico 1.7).

Como resultado dos investimentos de PE/VC, em dezembro de 2004, 82 dos 97 veículos de PE/VC **existentes no Brasil**¹³ possuíam 306 empresas distintas em seus portfólios (ou simplesmente **306 investidas**).¹⁴ Dos demais veículos, 14 ainda não haviam iniciado o ciclo de investimento e apenas um não reportou esta informação. No entanto, como algumas investidas receberam o aporte de mais de um veículo de PE/VC, essas mesmas 306 empresas representam um **total de 357 negócios**¹⁵ de PE/VC. Estes dados estão descritos na **Tabela 1.1**, que revela um número de 264 empresas que têm apenas um acionista de PE/VC, enquanto 42 empresas contavam mais de um investidor de PE/VC (co-investimento).

É importante notar que nem todas estas empresas que estão no portfólio de um determinado veículo representam negócios originados pelo próprio gestor do veículo de PE/VC. Isto se deve a um número de transações secundárias (transferência de participações acionárias) entre empresas gestoras. Em particular, destacam-se as transferências de empresas do portfólio do BNDESPar para gestores independentes. A originação de negócios será abordada na Seção 3.2.

anteriormente negociadas na BOVESPA (*free float*) representavam menos de 1% do capital social da empresa, consideramos a emissão da TAM realizada em 2004 como se fosse um IPO.

¹³ Este número inclui os PIPEs.

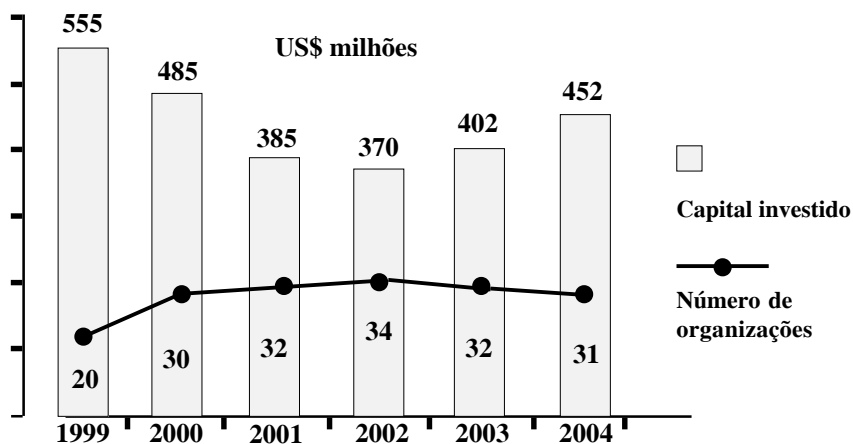
¹⁴ Para evitar dupla contagem, em uma seção do questionário solicitamos aos gestores que fornecessem informação somente para as empresas nas quais eles eram investidores independentes ou co-investidores líderes.

¹⁵ O número de negócios de cada veículo é o número de empresas nas quais o veículo aportou capital. Como o número de co-investimentos em uma mesma empresa é diferente de zero, o número agregado de empresas em portfólio difere do número agregado de negócios.

Gráfico 1.5

CAPITAL INVESTIDO PELO TOTAL DE ORGANIZAÇÕES

Investimentos realizados anualmente e número de organizações gestoras responsáveis pelos investimentos.

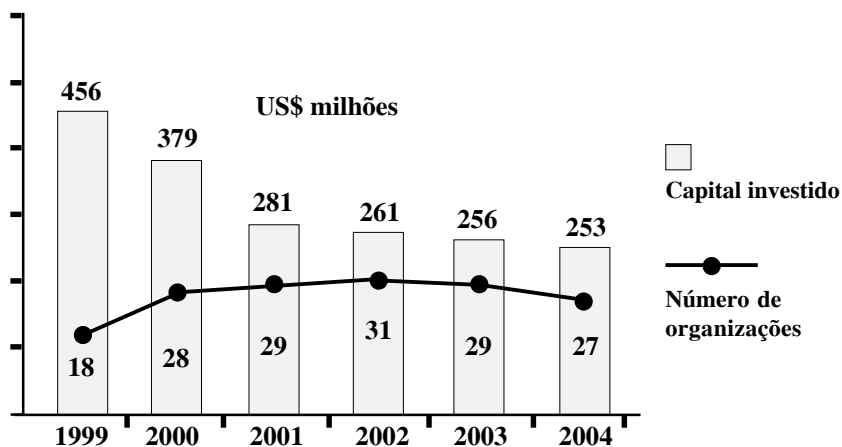


Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Gráfico 1.6

CAPITAL INVESTIDO PELAS ORGANIZAÇÕES TÍPICAS DE PE/VC

Investimentos realizados anualmente e número de organizações gestoras responsáveis pelos investimentos.

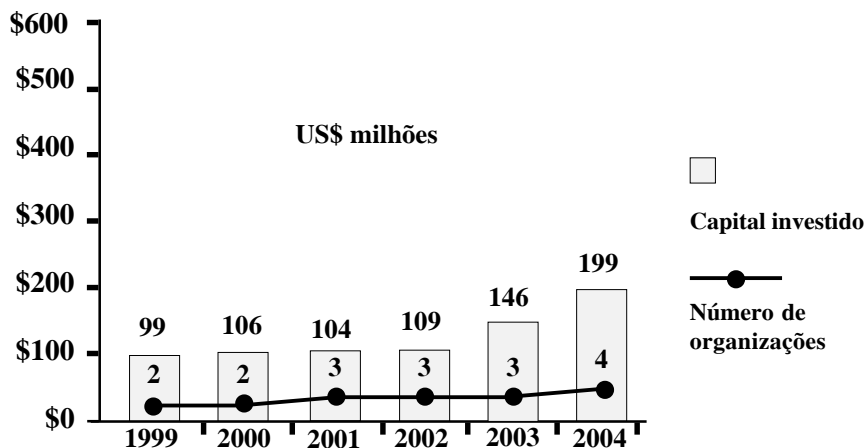


Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Gráfico 1.7

CAPITAL INVESTIDO POR ORGANIZAÇÕES DO TIPO PIPE

Investimentos realizados anualmente e número de organizações gestoras responsáveis pelos investimentos.



Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Tabela 1.1

NEGÓCIOS DE PE/VC

Distribuição dos investimentos que se encontravam no portfólio dos veículos de investimento em dezembro de 2004. Dezesseis veículos gerenciados por 15 organizações gestoras não possuíam empresas no portfólio em dezembro de 2004.

Tipo de investimento	Número de Negócios	Porcentagem
Investimento independente	264	73,9
Co-investimento na qualidade de líder	42	11,8
Co-investimento na qualidade de não-líder	51	14,3
Total	357	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

A [Tabela 1.2](#) apresenta a distribuição geográfica dessas empresas (como este censo não inquiriu sobre os valores investidos em cada empresa, esta distribuição é apenas numérica). Como era de se esperar, a região Sudeste concentra a maior parte das empresas do portfólio com 195 empresas (64,2% do total de empresas). Em seguida vêm as regiões Sul com 83 empresas (27,4% do total), Nordeste com 16 empresas (5,2%) e Centro-Oeste com nove empresas (2,9%). Apenas um investimento (menos de 1%) localiza-se na região Norte.

A carteira de empresas encontra-se distribuída em uma grande variedade de setores da economia. [A Tabela 1.3](#) apresenta esta distribuição. À semelhança do que ocorre em outros países, os setores tecnológicos representam a maior parte do portfólio: eletrônica e informática (30% do número total de empresas), telecomunicações (9,2%), biotecnologia (3,3%), medicina e estética (2,6%), etc. No entanto, também há investimentos em setores menos intensivos em tecnologia: indústrias diversas (13,4%), varejo (6,9%), alimentos, bebidas e fumo (4%), entretenimento e turismo (2,9%), transportes (3,6%), têxteis (2,3%), construção civil e imóveis (3%), entre outros. Pode-se notar que, mesmo nos setores tradicionais, parte das empresas que recebem aporte de PE/VC costumam ser intensivas em inovação: em indústrias diversas existe o exemplo uma empresa de distribuição de materiais de manutenção; em varejo, pode-se citar as empresas de venda pela Internet; em alimentos, franquias de alimentação. No setor de transportes, o caso da GOL exemplifica a inovação no modelo de negócios do setor de transporte aéreo de passageiros. No entanto, alguns investimentos estão em setores tradicionais e não necessariamente apresentam grandes inovações, tais como: parques temáticos, vestuário, supermercados, distribuição de petróleo, livrarias, distribuição de energia elétrica etc.

Os investimentos de PE/VC são invariavelmente feitos em empresas com grande potencial de crescimento. A elevada possibilidade de retorno e taxa de crescimento são condições necessárias para justificar os custos elevados envolvidos na estruturação, negociação e monitoramento do investimento, bem como a baixa liquidez e risco associados ao investimento em empresas fechadas ou de baixa capitalização. O aporte de PE/VC pode ser feito em diversos estágios do desenvolvimento da empresa. Em termos gerais, costuma-se empregar o termo

Tabela 1.2
DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA DAS EMPRESAS INVESTIDAS

Distribuição das empresas do portfólio agregado em dezembro de 2004 segundo a região, o estado e a cidade onde estão localizadas. Foram considerados apenas investimentos feitos de forma independente ou co-investimentos em que o gestor agiu como líder. Grande São Paulo inclui os municípios de Arujá, Barueri, Biritiba-Mirim, Caieiras, Cajamar, Carapicuíba, Cotia, Diadema, Embu, Embu-Guaçu, Ferraz de Vasconcelos, Francisco Morato, Franco da Rocha, Guararema, Guarulhos, Itapeverica da Serra, Itapevi, Itaquaquecetuba, Jandira, Juquitiba, Mairiporã, Mauá, Mogi das Cruzes, Osasco, Pirapora do Bom Jesus, Poá, Ribeirão Pires, Rio Grande da Serra, Salesópolis, Santa Isabel, Santana de Parnaíba, Santo André, São Bernardo do Campo, São Caetano do Sul, São Lourenço da Serra, Suzano, Taboão da Serra e Vargem Grande Paulista. Grande Rio de Janeiro inclui: Belford Roxo, Duque de Caxias, Magé, Mesquita, Nilópolis, Niterói, Nova Iguaçu, Queimados, São Gonçalo e São João de Meriti. Grande Belo Horizonte inclui: Betim, Contagem, Ibitiré, Nova Lima, Ribeirão das Neves, Sabará, Santa Luzia e Vespasiano. Grande Porto Alegre inclui: Alvorada, Barra do Ribeiro, Cachoeirinha, Campo Bom, Canoas, Dois Irmãos, Eldorado do Sul, Estância Velha, Esteio, Gravataí, Guafba, Ivoti, Novo Hamburgo, Portão, São Leopoldo, Sapiranga, Sapucaia do Sul e Viamão. Grande Curitiba inclui: Almirante Tamandaré, Araucária, Campo Largo, Campo Magro, Colombo, Fazenda Rio Grande, Pinhais, Piraquara e São José dos Pinhais.

	Estado	Número de Empresas	Porcentagem Válida
	Sudeste	195	64,2
São Paulo	Grande São Paulo	112	36,9
	Interior/litoral	15	4,9
Rio de Janeiro	Grande Rio	39	12,8
Minas Gerais	Grande Belo Horizonte	26	8,6
	Interior	2	0,7
Espírito Santo	Interior/litoral	1	0,3
	Sul	83	27,4
Rio Grande do Sul	Grande Porto Alegre	32	10,6
	Interior/litoral	6	2,0
Santa Catarina	Grande Florianópolis	14	4,6
	Interior/litoral	16	5,3
Paraná	Grande Curitiba	14	4,6
	Interior/litoral	1	0,3
	Nordeste	16	5,2
Bahia	Grande Salvador	5	1,6
Pernambuco	Grande Recife	5	1,6
Paraíba	Interior/litoral	1	0,3
Rio Grande do Norte	Grande Natal	2	0,7
Ceará	Grande Fortaleza	3	1,0
	Centro-Oeste	9	2,9
Goiás	Grande Goiânia	3	1,0
Mato Grosso	Grande Cuiabá	1	0,3
Distrito Federal	Brasília	4	1,3
Mato Grosso do Sul	Interior/litoral	1	0,3
	Norte	1	0,3
Pará	Grande Belém	1	0,3
	Sem informação	2	-
	Total	306	100

Tabela 1.3
SETORES DE ATUAÇÃO DAS EMPRESAS INVESTIDAS

Número e porcentagem das empresas do portfólio agregado em dezembro de 2004 segundo o principal setor econômico de atuação. Para empresas que atuam em mais de um setor, foi considerado apenas o principal setor de atuação. Foram considerados apenas investimentos feitos de forma independente ou co-investimentos onde o gestor atuou como líder.

Setor econômico	N	%	Setor econômico	N	%
1. Eletrônica e Informática	92	30,0	7.1.Humana	7	2,3
1.1.Software	50	16,5	7.2.Vegetal	2	0,6
1.2.Outsourcing de Proc. de Dados	14	4,7	7.3.Animal	1	0,3
1.3.Internet	8	2,5	8. Serviços Financeiros	10	3,3
1.4.Máquinas e Equipamentos TI	7	2,3	8.1.Seguros	2	0,6
1.5.Serviços de Suporte TI	5	1,6	8.2.Planos de Saúde Odontológica	1	0,3
1.6.Automação Comercial	2	0,6	8.3.Cartões de Crédito	1	0,3
1.7.Integradora de Sistemas	1	0,3	8.4.Não-identificado	6	2,0
1.8.Segurança Digital	1	0,3	9. Construção Civil/Imóveis	9	3,0
1.9.Varejo	1	0,3	9.1.Materiais para Construção	6	2,0
1.10.Equipamentos Elétricos	1	0,3	9.2.Empreendimentos Imobiliários	2	0,6
1.11.Equipamento de Segurança	1	0,3	9.3.Serviços Imobiliários	1	0,3
1.12.Componentes Eletrônicos	1	0,3	10. Entretenimento/Turismo	9	2,9
2. Indústrias Diversas	41	13,4	11. Agronegócios	8	2,5
2.1.Siderúrgica	7	2,3	11.1.Agricultura e pecuária	4	1,3
2.2.Máquinas e Equipamentos	7	2,3	11.2.Máquinas e equipamentos	2	0,6
2.3.Indústria de Base	6	2,0	11.3.Insumos	1	0,3
2.4.Automação Industrial	4	1,3	11.4.Reflorestamento	1	0,3
2.5.Automotiva	3	1,0	12. Medicina e Estética	8	2,6
2.6.Química	3	1,0	12.1.Fármacos	3	1,0
2.7.Lavanderia Industrial	2	0,6	12.2.Prod. Médico-Hospitalares	2	0,6
2.8.Sistemas Industriais de Visão	2	0,6	12.3.Franquias em Estética e Saúde	1	0,3
2.9.Esterilização	1	0,3	12.4.Serviços Méd. e Laboratoriais	1	0,3
2.10.E engenharia	1	0,3	12.5.Instrumentos Médicos	1	0,3
2.11.Móveis	1	0,3	13. Energia	7	2,3
2.12.Embalagens	1	0,3	13.1.Distribuição	3	1,0
2.13.Tratamento de Água	1	0,3	13.2.Produção	3	1,0
2.14.Dist. de Materiais de Manut.	1	0,3	13.3.Planejamento Energético	1	0,3
2.15.Cerâmica	1	0,3	14. Têxteis	7	2,3
3. Telecomunicações	28	9,2	15. Comunicação/Mídia	7	2,3
3.1.Serviços	21	6,9	16. Logística/Distribuição	7	2,3
3.2.Equipamentos	7	2,3	17. Educação	3	1,0
4. Varejo	21	6,9	18. Incubadora	3	1,0
5. Alimentos, Bebidas e Fumo	12	4,0	19. Eletrodomésticos	2	0,6
5.1.Alimentos	10	3,3	20. Holding	2	0,6
5.2.Fast-food e Franquias	2	0,6	21. Mineração	2	0,6
6. Transporte	11	3,6	22. Call Center	1	0,3
6.1.Aéreo	4	1,3	23. Calçados	1	0,3
6.2.Ferrovário	4	1,3	24. Equipamentos de segurança	1	0,3
6.3.Terrestre	2	0,6	25. Leilão	1	0,3
6.4.Marítimo	1	0,3	26. Saneamento	1	0,3
7. Biotecnologia	10	3,3	sem informação	2	-
Total			306	100,0	

venture capital (VC) como sinônimo de investimento em empresas que se encontram na fase inicial do desenvolvimento. Ao investir nessas empresas, o gestor tende a se envolver intensamente na estruturação do negócio. Já o termo *private equity* (PE) é comumente empregado como sinônimo de investimentos em empresas amadurecidas, sem que isso necessariamente implique um menor envolvimento do gestor. Os estágios incluídos em VC são: 1) capital semente (*seed capital*): geralmente representa um pequeno aporte, feito em fase pré-operacional, para desenvolvimento de um produto ou ainda para testes de mercado ou registro de patentes; 2) estruturação inicial (*start-up*): aporte de capital para empresa em fase de estruturação, em geral no primeiro ano de seu funcionamento, quando ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente. Nessa fase a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para colocar em prática seu plano de negócios e 3) expansão: aporte de capital para a expansão das atividades de uma empresa que já vende seus produtos comercialmente (capital de giro, expansão da planta, da rede de distribuição ou ainda o investimento em comunicação e marketing).¹⁶

Os investimentos típicos de PE ocorrem sob diversas modalidades, tais como: 1) estágios avançados (*late stage*): aporte de capital em empresas que já atingiram uma taxa de crescimento relativamente estável e já apresentam fluxo de caixa positivo; 2) financiamento de aquisições (*aquisition finance*): capital para expansão por meio da aquisição de outras empresas; 3) tomada de controle pelos executivos (MBO/I para *management buyout/in*): capital para financiar a equipe de gestores, da própria empresa ou externos, que objetivam adquirir o controle de uma empresa; 4) estágio pré-emissão (*bridge finance*): aporte feito quando a empresa planeja uma introdução em bolsa de valores em prazo de até dois anos, podendo envolver a reestruturação de posições acionárias de grandes acionistas; 5) recuperação empresarial (*turnaround*): aporte feito quando a empresa se encontra em dificuldade ope-

¹⁶ A definição dos estágios e sua classificação como PE ou VC é arbitrária. Alguns preferem incluir expansão entre os estágios do PE, outros classificam *seed* como uma categoria em si. Como apresentamos os dados para cada um dos estágios, o leitor pode refazer os cálculos usando sua própria classificação.

racional e/ou financeira e existe a aposta na recuperação; 6) mezanino: investimentos em estágios avançados do desenvolvimento da empresa por meio de dívidas subordinadas e 7) PIPE (*private investment in public equity*): é um estágio à parte, representando a aquisição do capital acionário de empresas já listadas em bolsa.

A Tabela 1.4 mostra a etapa do desenvolvimento na qual a empresa recebeu o primeiro aporte de PE/VC. Dois terços do portfólio agregado receberam aporte de capital típico de *venture capital* (204 das 306 empresas em portfólio). Destas, 36 empresas (11,8%) receberam o primeiro aporte na forma de capital semente (*seed capital*), 72 (23,5%) receberam-no durante a fase de estruturação inicial do negócio (*start-up*) e 96 (31,4%) no estágio de expansão. O baixo número de empresas que receberam aporte na fase de capital semente mostra que, apesar de já haver alguma capacitação nessa modalidade de investimentos, ainda há muito espaço para ganhos relacionados à extensão de financiamento a empresas em sua fase inicial. Isto se torna mais evidente quando se considera que, de fato, inexistiam veículos de investimentos exclusivamente dedicados a empresas neste estágio do desenvolvimento empresarial

São 102 (33,3%) os investimentos típicos de *private equity*. Destes, 42 (13,7%) ocorreram quando a empresa já estava em estágio avançado do desenvolvimento (*late stage*). Outras fases da maturidade empresarial, tais como financiamento de aquisições, pré-emissão, recuperação industrial, mezanino e tomada de controle pelos administradores, representam parcela inferior a 10% do número de investimentos. Finalmente, os PIPEs (empresas que receberam o primeiro aporte quando já tinham seus papéis negociados no mercado acionário) somam 43 empresas (14,1%).

Normalmente, a tese que embasa o investimento fundamenta-se na criação de negócios que venham a suprir necessidades do mercado ou no desenvolvimento de negócios já existentes. No entanto, outras estratégias também podem ser utilizadas. Por exemplo, pode-se antever a consolidação das operações de empresas independentes com atividades semelhantes ou complementares, com objetivo de explorar ganhos de escala em indústrias fragmentadas, de escopo ou de eficiência organizacional. Em casos de privatização ou de suces-

Tabela 1.4
ESTÁGIO DAS EMPRESAS INVESTIDAS QUANDO
DO PRIMEIRO APORTE DE PE/VC

Distribuição das empresas do portfólio agregado em dezembro de 2004 segundo o estágio em que se encontravam quando receberam o primeiro aporte de capital. Os estágios significam: *Seed capital*: Pequeno aporte, feito em fase pré-operacional, para desenvolvimento de uma idéia de um projeto ou ainda para testes de mercado ou registro de patentes. *Start-up*: Aporte de capital para empresa em fase de estruturação, em geral no primeiro ano de seu funcionamento, quando ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente. Nesta fase a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para se colocar em prática o plano de negócios. *Expansão*: Aporte de capital, em geral de giro, para a expansão de empresa que já vende seus produtos/serviços comercialmente. O aporte também pode ser destinado à expansão da planta, da rede de distribuição ou ainda para ser investido em comunicação e marketing. *Later stage*: Nesse estágio, a empresa já atingiu uma taxa de crescimento relativamente estável e já apresenta fluxo de caixa positivo. *Aquisition Finance*: Aporte de capital para que a empresa adquira uma terceira companhia. Inclui-se nesta categoria o financiamento do tipo *mezanino*, que utiliza uma combinação de dívida e empréstimo. *Management buyout/in*: Aporte para que uma equipe de gestores, da própria empresa ou externos, adquira o controle. *Bridge finance*: Aporte feito quando a empresa planeja uma introdução em bolsa de valores em prazo de até um ano. Também pode envolver a reestruturação de posições acionárias de grandes acionistas. *Turnaround*: Financiamento para empresa com dificuldade operacional e/ou financeira. *PIPE*: Aporte em ações pouco líquidas de empresas listadas em bolsa de valores.

Estágio	Número de Empresas	Porcentagem
Venture Capital	204	66,7
Capital semente (<i>Seed capital</i>)	36	11,8
Estruturação inicial (<i>Start-Up</i>)	72	23,5
Expansão (<i>Expansion</i>)	96	31,4
Private Equity	102	33,3
Estágio avançado (<i>Late stage</i>)	42	13,7
Financiamento para aquisição (<i>Acquisition finance</i>)	5	1,6
Tomada de controle p/ executivos (<i>Management buyout</i>)	3	1,0
Capital pré-emissão (<i>Bridge finance</i>)	1	0,3
Recuperação empresarial (<i>Turnaround</i>)	6	2,0
Mezanino	2	0,6
PIPEs	43	14,1
Total	306	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

são familiar, a aposta está no crescimento resultante da melhora na gestão, aumento da capacidade de investimento e conseqüente ganho de produtividade. Os PIPEs geralmente realizam investimento em: 1) empresas com pequena capitalização bursátil, que estejam momentaneamente subavaliadas pelo mercado (*small caps*, *value stocks* e *growth stocks*) ou 2) empresas para as quais a melhora da governança corporativa (respeito a direitos de acionistas minoritários

e melhoria da relação com investidores) e conseqüente ganho de produtividade, mesmo que sem a aquisição do controle, justifica o investimento. Em determinadas ocasiões, o negócio pode originar-se de grupos empresariais interessados em se desfazer de uma filial, subsidiária ou departamento (*spin-off*). Após o *spin-off*, a nova empresa deixa de ser fornecedora exclusiva da empresa à qual pertencia e pode iniciar a prospecção de outros clientes.

A Tabela 1.5 mostra as teses de investimento que nortearam os negócios realizados nas 306 empresas do portfólio. Para 214 empresas, ou cerca de dois terços da amostra, a tese foi o desenvolvimento de um negócio novo ou existente. A segunda tese mais frequente foi de investimentos em *small caps*, *value stocks* e *growth stocks*, utilizada em 40 investimentos (13%). A tese de consolidação industrial norteou o investimento em 15 empresas (4,9%). Privatização e sucessão familiar nortearam respectivamente 11 (3,6%) e seis (2%) investimentos. Os *spin-offs* constituíram 10 investimentos (3,3%).

Tabela 1.5
TESES DOS INVESTIMENTOS

Distribuição das empresas do portfólio agregado em dezembro de 2004 segundo a tese de investimento que norteou o aporte inicial. *Outros* inclui: *Reverse IPO*, *Public-to-Private (P2P)* e aporte para continuidade operacional da empresa. *Reverse IPO* refere-se à transação onde se adquire o controle de uma empresa cotada para que a mesma adquira empresas do portfólio do adquirente. *P2P* é o investimento em empresa cotada com vistas a removê-la da bolsa de valores.

Estratégia de Investimento	Número de Empresas	Porcentagem Válida
Criação e/ou desenvolvimento de um negócio	214	69,9
Consolidação industrial	15	4,9
Privatização	11	3,6
<i>Small caps</i> , <i>growth stocks</i> e <i>value stocks</i>	40	13,0
<i>Spin-off</i> de grupos empresariais	10	3,3
Melhorias na governança de empresa listada	3	1,0
Sucessão familiar	6	2,0
Reestruturação	4	1,3
Outros	3	1,0
Total	306	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Finalmente, a **Tabela 1.6** mostra o retrospecto de saídas de negócios realizadas pela indústria. É importante notar que o número de negócios é diferente do número de empresas: uma empresa com dois investidores de PE/VC é computada como dois negócios. Os anos de 2001 e 2002 são marcados por um grande número de liquidações (*wright-offs*), muito possivelmente como consequência dos investimentos gerados a partir do grande volume de novos comprometimentos em 2000 (conforme Gráfico 1.2). O ano de 2004 marca o início do primeiro ciclo de desinvestimentos da indústria brasileira de PE/VC por meio de IPOs e por isso pode ser entendido como o início da maturação da indústria, uma vez que mostra a sua capacidade de realizar um ciclo completo de investimentos, tal como ocorre nos países desenvolvidos.

A **Tabela 1.7** lista todos os IPOs realizados em 2004 e 2005. Vemos que, dos sete IPOs realizados em 2004, cinco foram de empresas investidas de PE/VC. Observa-se que em 2004, 77,8% dos recursos levantados por meio da abertura de capital (incluindo emissões primárias e secundárias) corresponderam a empresas financiadas pela indústria de PE/VC no Brasil. Em 2005 o mercado continuou ativo com nove IPOs, muito embora a participação das empresas investidas de PE/VC tenha sido menor (quatro IPOs correspondendo a 35% dos R\$5.443 milhões captados). Isto representou o primeiro grande surto de saídas da indústria por meio de IPOs no país.

A Tabela 1.6 mostra que as nove saídas de negócios (sete saídas parciais e duas totais) via IPO correspondem a apenas 21,4% do total de 42 saídas de negócios. O mecanismo de venda estratégica (*trade sale*) ainda predomina como forma de saída, correspondendo a 33,5% dos casos no período de 1999 a 2004. Infelizmente, não temos informações sobre os valores levantados, um a um, dos meios de saída para melhor avaliar a importância de cada um.

Tabela 1.6
SAÍDAS DE NEGÓCIOS

Número de saídas de negócios realizadas anualmente segundo o mecanismo utilizado. Entende-se por saída total a venda da totalidade da participação detida pelos fundos geridos pela organização de PE/VC, bem como uma liquidação total dos ativos da empresa do portfólio. Caso a saída tenha ocorrido através de várias saídas parciais, foi considerada a última transação como uma saída total e as anteriores como saídas parciais. IPO: *initial public offering* ou emissão pública inicial. *Trade-sale*, ou venda estratégica, é a venda de totalidade da participação para um comprador estratégico. Em geral, um grupo industrial interessado em integrar a empresa verticalmente ou horizontalmente. *Secondary-sale* é a venda para outro investidor temporário. *Buyback* é a recompra de participação por parte do empresário ou empreendedor. *Write-off/down* é a liquidação total dos ativos da empresa, significando a descontinuação das operações. *Venda secundária no mercado* é a venda de ações de empresas que já têm ações negociadas em bolsa. Entende-se por *incorporação de empresas* a fusão com outras empresas do portfólio. Não inclui PIPEs.

Mecanismo de Saída	Ano					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Saídas Totais de Negócios						
IPO	-	-	-	-	-	2 (6,4)
<i>Trade-sale</i>	4 (57,1)	13 (39,4)	8 (21,6)	6 (24,0)	6 (27,3)	15 (48,4)
<i>Secondary-sale</i>	-	16 (48,5)	1 (2,7)	1 (4,0)	4 (18,2)	2 (6,5)
<i>Buyback</i>	3 (42,9)	1 (3,0)	8 (21,6)	3 (12,0)	9 (40,9)	8 (25,8)
<i>Write-off/down</i>	-	3 (9,1)	20 (54,1)	15 (60,0)	3 (13,6)	4 (12,9)
Total	7	33	37	25	22	31
Saídas Parciais de Negócios						
IPO	-	-	-	-	-	7 (63,6)
<i>Secondary-sale</i>	1 (100,0)	2 (66,7)	4 (66,7)	3 (60,0)	1 (50,0)	2 (18,2)
<i>Buyback/Amortização</i>	-	1 (33,3)	2 (33,3)	2 (40,0)	1 (50,0)	2 (18,2)
Total	1	3	6	5	2	11
Total Geral	8	36	43	30	24	42

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Tabela 1.7
ABERTURA DE CAPITAL NA BOVESPA:
EMPRESAS EMISSORAS E INVESTIDORES DE PE/VC

Tabela elaborada a partir de dados fornecidos pela BOVESPA. As empresas consideradas para análise são aquelas que realizaram oferta pública inicial entre janeiro de 2004 e setembro de 2005. A Natura recebeu investimentos do BNDESPar na forma de debêntures conversíveis em ações. Dado que as ações da TAM anteriormente negociadas na BOVESPA (*free float*) representavam menos de 1% do capital social da empresa, pode-se considerar a emissão realizada em 2004 como se fosse um IPO. Valores em parênteses representam porcentagem em relação ao total.

Ano	Empresa	VOLUME (R\$ milhões)	Investidores do Tipo PE/VC
2005	Cosan	886	
	Energias do Brasil	1.185	
	OHL Brasil	496	
	Localiza	265	CSFB Private Equity
	Nossa Caixa	954	
	Renar Maçãs	16	
	Submarino	473	GP Invest.; Warburg Dillon; TH Lee Putnam/ Santander; JP Morgan e Flatiron
	TAM	543	CSFB e Bassini, Playfair e Wright
	UOL	625	Latintech
Total 2005		5.433	
Total das Investidas de PE/VC		1.906	
2004	ALL	588	GP Invest; CSFB; Electra e GEF
	CPFL	821	Bradespar
	DASA	437	Pátria; JP Morgan e Flatiron
	Gol	878	AIG Capital Partners
	Grendene	617	
	Natura	768	BNDESPar
	Porto Seguro	377	
Total 2004		4.486	
Total das Investidas de PE/VC		3.492	

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

2

OS PARTICIPANTES DA INDÚSTRIA BRASILEIRA DE *PRIVATE EQUITY* *E VENTURE CAPITAL*

2.1 – Organizações Gestoras

2.1.1 – Origens e Configuração

A totalidade das organizações gestoras é composta por 65 organizações [típicas de PE/VC](#)¹⁷ e seis organizações especializadas em PIPE (o Apêndice 1 apresenta a listagem completa). Conforme descrito [na Tabela 2.1](#), o conjunto das organizações gestoras é composto por: i) 45 organizações independentes que gerenciam comprometimentos de US\$ 2,99 bilhões, representando 53,4% de todo o capital comprometido na indústria; ii) 20 organizações afiliadas a instituições

¹⁷ Entre estas organizações estão três que realizam investimentos exclusivamente por meio de debêntures conversíveis. Muito embora sua atuação enquanto investidor seja limitada em alguns aspectos (como a participação em conselhos de administração), no geral apresentam uma participação ativa na vida empresarial que é característica do PE/VC.

Tabela 2.1
AFILIAÇÃO DAS ORGANIZAÇÕES GESTORAS

Distribuição das organizações gestoras com escritório no país segundo a afiliação e o montante de capital comprometido em dezembro de 2004. Valores em parênteses representam porcentagem em relação ao total. Valores reportados em Reais foram convertidos em dólares usando a cotação média anual do Banco Mundial. Não inclui comprometimentos de três veículos/organizações de pequeno porte que não forneceram estes dados.

Afiliação	Número de Organizações	Comprometimentos (US\$ bilhões)
Organizações independentes^a	45 (63,4)	2,99 (53,4)
Instituições financeiras	20 (28,2)	2,11 (37,9)
Grupos industriais (<i>Corporate ventures</i>)^b	4 (5,6)	0,33 (6,0)
Setor público	2 (2,8)	0,15 (2,7)
Total	71 (100,0)	5,58 (100,0)

^a Existem organizações que, apesar de terem como único investidor um grupo industrial ou uma instituição financeira, consideram-se independentes e, de fato, não portam o nome da organização investidora.

^b De modo consistente com informações exclusivamente públicas, os comprometimentos da Intel Capital foram estimados assumindo um investimento médio de US\$1 milhão por empresa investida.

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

financeiras com comprometimentos de US\$ 2,11 bilhões, representando 37,9% do capital comprometido; iii) quatro organizações afiliadas a grupos industriais (frequentemente denominadas pelo termo inglês *corporate ventures*) com comprometimentos de US\$ 0,33 bilhões, representando 6% do capital comprometido; e iv) duas instituições afiliadas ao setor público com comprometimentos de US\$ 0,15 bilhões, representando 2,7% do total comprometido. Este último grupo é composto pelos dois braços de investimento em participações do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES): BNDESPar *Private Equity* e BNDESPar *Venture Capital*. Das seis organizações do tipo PIPE, três são organizações independentes e três são afiliadas a instituições financeiras. Os PIPEs possuem comprometimento de capital de US\$ 0,51 bilhões, representando pouco mais de 9% dos US\$ 5,58 bilhões comprometidos na indústria.

Tanto em termos numéricos quanto de capital comprometido, esta indústria é primordialmente composta por organizações independentes ou afiliadas a instituições financeiras. A Tabela 2.1 também mostra que o papel do governo como gestor direto de PE/VC é relativamente limitado. O comprometimento do BNDESPar é inferior a 3% do capital comprometido na indústria. Entretanto, como será visto adiante, o número de empresas que estava na carteira de investimentos do BNDESPar até dezembro de 2004 representa mais de 10% de todas as empresas do portfólio agregado da indústria. Também é importante notar que o setor público tem um papel importante como investidor em diversos veículos geridos por organizações independentes.

As organizações gestoras de PE/VC administram tanto recursos provenientes de terceiros quanto dos **próprios sócios**¹⁸ (recursos proprietários). A **Tabela 2.2** mostra a distribuição das organizações de acordo com a origem do capital comprometido dos fundos que administram. Nota-se que 30 organizações (42,3% do total de 71 organizações) administram recursos oriundos somente de terceiros que totalizam US\$ 1,65 bi (29,6% do total de recursos comprometidos na indústria). Outras 13 organizações (18,3%) administram apenas recursos proprietários. No entanto, estas organizações são responsáveis por apenas 9,3% de todo o capital comprometido. Finalmente, as organizações que gerem recursos de terceiros em conjunto com alocações proprietárias somam 28 (39,4%) e mostram maior capacidade de atração de capital, uma vez que gerenciam US\$ 3,41 bi (61,1% do capital comprometido agregado).

Como reportado **na Tabela 2.3**, a grande maioria das organizações gestoras de PE/VC atuantes no Brasil, tanto em termos numéricos quanto em termos de capital comprometido, são de origem nacional. As 53 organizações de origem nacional (74,7% de todas as organizações) gerenciam US\$ 3,54 bi (63,4% do capital comprometido). Os Estados Unidos aparecem como a segunda origem mais frequentemente citada: 10 organizações (14,1%) gerenciando US\$ 1,76 bi (31,6% do capital comprometido). Portanto, Brasil e

¹⁸ Sejam eles os próprios gestores ou a organização-mãe.

Tabela 2.2
FONTES DO CAPITAL

Distribuição das organizações gestoras com escritório no país segundo a fonte predominante do capital comprometido ao final de 2004. Valores em parênteses representam o percentual em relação ao total. Valores reportados em Reais foram convertidos em Dólares usando a cotação média anual, tal como publicado pelo Banco Mundial. Recursos de terceiros podem incluir pequena parcela de recursos investidos pelos gestores.

Origem dos Recursos	Número de Organizações	Comprometimentos (US\$ bilhões)
Recursos de terceiros	30 (42,3)	1,65 (29,6)
Recursos proprietários ^a	13 (18,3)	0,52 (9,3)
Recursos de terceiros e proprietários	28 (39,4)	3,41 (61,1)
Total	71 (100,0)	5,58 (100,0)

^a Não inclui comprometimentos de três veículos/organizações de pequeno porte que não forneceram estes dados. De modo consistente com informações exclusivamente públicas, os comprometimentos da Intel Capital foram estimados assumindo um investimento médio de US\$1 milhão por empresa investida.

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Tabela 2.3
PAÍS DE ORIGEM DAS ORGANIZAÇÕES

Distribuição das organizações gestoras com escritório no Brasil segundo o país de origem e o montante de capital comprometido ao final de 2004. Valores em parênteses representam o percentual em relação ao total. Valores reportados em Reais foram convertidos em Dólares usando a cotação média anual, tal como publicado pelo Banco Mundial. *Europa* inclui: Espanha, Holanda, Inglaterra e Suíça. *Outros* inclui: Chile, Ilhas Cayman e Ilhas Virgens Britânicas. Não inclui comprometimentos de três veículos/organizações de pequeno porte que não forneceram estes dados.

Origem dos Recursos	Número de Organizações	Comprometimentos (US\$ bilhões)
Brasil	53 (74,7)	3,54 (63,4)
Estados Unidos ^a	10 (14,1)	1,76 (31,6)
Europa	4 (5,6)	0,09 (1,6)
Outros	4 (5,6)	0,19 (3,4)
Total	71 (100,0)	5,58 (100,0)

^a Os comprometimentos da Intel Capital foram estimados com base em informação publicamente disponível. Considerou-se que o investimento médio foi de US\$1 milhão por empresa na carteira do fundo.

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Estados Unidos são origens de organizações que, juntas, representam 95% de todo o capital comprometido em PE/VC no país.

O Gráfico 2.1 mostra o histórico do início das operações das organizações gestoras. Esta análise é imperfeita, pois omite as instituições que encerraram suas atividades antes da [realização da pesquisa](#).¹⁹ Apesar desta deficiência, propicia uma visão do processo histórico da formação da indústria de PE/VC no Brasil. Pode-se observar que: a) os primórdios da atividade de PE/VC no Brasil remontam ao início dos anos 80 – muito antes de o modelo americano de PE/VC ter se tornado referência internacional; b) o grande ciclo do PE/VC no Brasil inicia-se após a primeira metade da década de 1990, acelerando após a estabilização econômica do Brasil iniciada em 1994; c) houve interrupção na entrada de organizações em 1998, provavelmente correlacionada com a antecipação da alteração do regime cambial do [início de 1999](#)²⁰ e a crise econômica da Rússia em 1998; d) a grande expansão do período 1999-2001 está possivelmente relacionada ao barateamento dos ativos domésticos quando mensurados em dólares e à bolha especulativa da *Nova Economia*. O pico deste período foi atingido em 2000, com a entrada de 14 organizações no mercado; e) desde 2002, a taxa de entrada tem sido estável com cerca de quatro novas organizações ao ano.

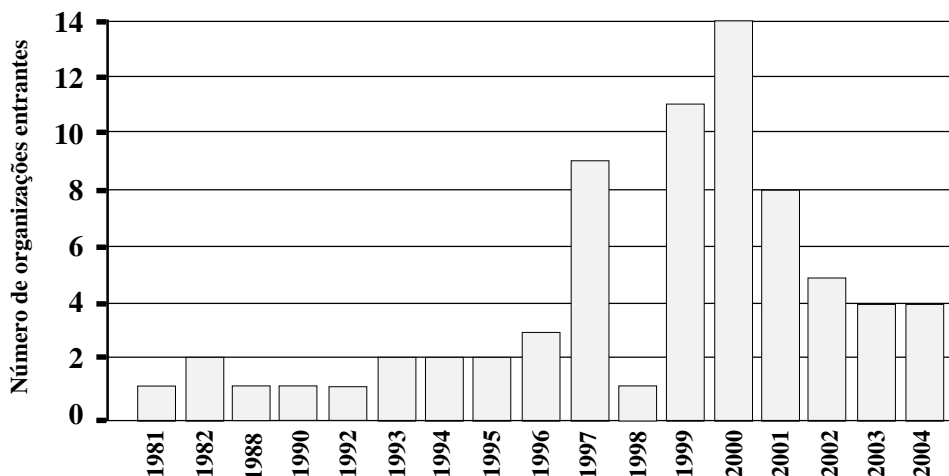
Das 71 organizações que compõem a população, 55 estavam ativas na busca de novas oportunidades de investimento em dezembro de 2004 (denominadas *ativas*), enquanto as outras 16 haviam encerrado a prospecção de investimentos e simplesmente gerenciavam o portfólio existente (denominadas *inativas*). Dentre as inativas, sete mostraram a intenção de abandonar o setor e uma revelou indecisão,

¹⁹ Trata-se de um viés típico de seleção, no qual os resultados refletem apenas o histórico das organizações sobreviventes.

²⁰ A desvalorização do Real frente ao Dólar, ocorrida após a adoção do regime de câmbio flutuante, mostra quão sobrevalorizada estava a moeda. Isso fazia com que os ativos brasileiros fossem menos atraentes para investidores internacionais. Após o ajuste, tal anomalia foi corrigida e a indústria viu a entrada de 25 organizações apenas no biênio 1999-2000.

Gráfico 2.1 INÍCIO DE ATIVIDADE NO BRASIL

Distribuição das organizações gestoras com escritório no país segundo o ano de início das operações no Brasil. Não inclui organizações que foram extintas ou deixaram o país antes de dezembro de 2004.



Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

enquanto as outras oito declararam a intenção de voltar à atividade no futuro. As 55 organizações ativas concentram cerca de 78% do capital comprometido. Somando-as às oito organizações inativas que pretendem voltar à atividade, chega-se à conclusão de que 63 das 71 organizações existentes em 2004 (que respondem por 89% do capital comprometido) pretendem continuar no setor. Este baixo índice de abandono (11%) sugere que a indústria está se consolidando. [A Tabela 2.4](#) sumariza estes dados.

As 71 organizações gestoras de PE/VC presentes no País possuem escritórios em dez cidades: Belo Horizonte, Brasília, Campinas, Curitiba, Florianópolis, Petrópolis, Porto Alegre, Recife, Rio de Janeiro e São Paulo, sendo que as cidades de Brasília, Recife e Petrópolis são cobertas apenas por escritórios secundários ([Tabela 2.5](#)). Em relação às sedes das organizações, há uma concentração expressiva na cidade de São Paulo: 47 (66,2%) organizações com comprometimentos de US\$4,45 bi (79,7% do comprometimento agregado).

Tabela 2.4
SITUAÇÃO E INTENÇÃO DE PERMANÊNCIA NO SETOR

Distribuição das organizações gestoras com escritório no país segundo o grau de atividade na busca de investimentos, medida pela resposta às questões: i) *a organização está ativa na busca de oportunidades de investimento?* e ii) *a organização tem a intenção de continuar ou voltar a investir em PE/VC no Brasil?*

Situação atual	Intenção Quanto ao Futuro			Total
	Inativa	Ativa	Não sabe	
Inativa	7	8	1	16
Ativa	0	55	0	55

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Isto é indicativo da formação de um *cluster* de PE/VC. Mais ilustrativo ainda dessa concentração é o fato de que a região das avenidas Faria Lima e Berrini sedia 29 organizações gestoras com comprometimentos de US\$3,73 bi (66,8% do capital comprometido). A cidade do Rio de Janeiro vem em segundo lugar, com 19 organizações (26,8%) e 18,8% do capital comprometido. O Rio de Janeiro congrega importantes investidores (e.g., fundos de pensão PREVI, PETROS e FAPES), organizações governamentais fomentadoras do mercado de PE/VC (e.g., FINEP e BNDES) e a sede da Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP), tornando-a um pólo importante desta indústria. Juntas, as cidades de São Paulo e Rio de Janeiro congregam 66 das 71 organizações gestoras (aproximadamente 99% de todo o capital de PE/VC no Brasil). Como será visto adiante, isso não significa que o capital seja investido, na mesma proporção, em empresas localizadas nestas regiões, em detrimento de outras cidades e estados da federação. O próprio fato de essas 66 organizações possuírem escritórios em quatro das cinco macrorregiões brasileiras (Sul, Sudeste, Nordeste e Centro-Oeste) indica o interesse por certa diversificação regional. No entanto, esta diversificação é ainda tímida, uma vez que a região Nordeste conta com apenas dois escritórios e a região Norte, não possui nenhum.

Assim como as organizações gestoras e o capital comprometido estão concentrados em poucas cidades e sub-regiões, um pequeno número de organi-

Tabela 2.5
PRESENÇA GEOGRÁFICA DAS ORGANIZAÇÕES

Distribuição regional dos escritórios das organizações gestoras e montante de capital comprometido ao final de 2004. Valores em parênteses representam o percentual em relação ao total. Valores reportados em Reais foram convertidos em Dólares usando a cotação média anual, tal como publicado pelo Banco Mundial. Alguns valores foram omitidos para evitar que informação individual confidencial fosse identificada (*n.d.* significa *não disponível* e *n.a.* significa *não aplicável*). O total de Capital Comprometido inclui os valores não reportados. Total de escritórios inclui sedes e escritórios secundários. Organizações com CEP iniciado por 045 ou 0145 foram agrupadas na região das avenidas Faria Lima e Berrini. CEP iniciado com 013 refere-se à região da Av. Paulista. Devido à forma como é estruturada, a empresa pública BNDESPar foi considerada como duas organizações. Empresas com departamentos de PE/VC e PIPE separados também foram consideradas duas vezes. Não inclui comprometimentos de três veículos/organizações de pequeno porte que não forneceram estes dados.

Cidade Sede	Números de sedes das Organizações	Total de Escritórios	Comprometimentos (US\$ bilhões)
Brasília	-	3 (3,0)	n.a.
Recife	-	2 (2,0)	n.a.
Petrópolis	-	1 (1,0)	n.a.
Belo Horizonte	1 (1,4)	4 (3,9)	n.d.
Campinas	1 (1,4)	1 (1,0)	n.d.
Curitiba	1 (1,4)	4 (3,9)	n.d.
Florianópolis	1 (1,4)	1 (1,0)	n.d.
Porto Alegre	1 (1,4)	4 (3,9)	n.d.
Rio de Janeiro	19 (26,8)	27 (26,8)	1,05 (18,8)
São Paulo: Total da Cidade	47 (66,2)	54 (53,5)	4,45 (79,7)
Faria Lima – Berrini e adjacências^a	29 (40,8)	n.d.	3,73 (66,8)
Total	71 (100,0)	101 (100,0)	5,58 (100,0)

^a Os comprometimentos da Intel Capital foram estimados com base em informação publicamente disponível. Considerou-se que o investimento médio foi de US\$1 milhão.

zações concentra a maior parte do capital: a **Tabela 2.6** mostra que as 15 maiores organizações, em termos de capital comprometido, administram 76,2% do capital comprometido na Indústria. As cinco maiores concentram quase metade do comprometimento agregado. Isto é indicativo de uma indústria nascente e ainda fragmentada, onde o porte médio dos 15 maiores gestores é de US\$ 283 milhões, enquanto cada um dos demais 56 gestores gerencia em média US\$ 26 milhões.

2.1.2 – Recursos Humanos e Remuneração nas Organizações Gestoras

A indústria de PE/VC é notoriamente parcimoniosa quando se considera o número de profissionais diretamente empregados pelas organizações gestoras. A **Tabela 2.7** mostra que em dezembro de 2004 as 71 organizações gestoras empregavam 498 profissionais, sendo 233 gestores e 265 profissionais de apoio.

Tabela 2.6
CONCENTRAÇÃO DO CAPITAL PELAS ORGANIZAÇÕES

Grupos de organizações segundo o tamanho, medido pelo montante de capital comprometido ao final de 2004. Valores entre parênteses representam o percentual em relação ao comprometimento total na indústria. Valores reportados em Reais foram convertidos em Dólares usando a cotação média anual, tal como publicado pelo Banco Mundial.

Grupos de organizações por tamanho	Comprometimentos (US\$ bilhões)	Comprometimento médio (US\$ milhões)
5 maiores	2,56 (45,9)	513
10 maiores	3,61 (64,7)	361
15 maiores	4,25 (76,2)	283
Demais 55^a	1,33 (23,8)	26
Todos os fundos	5,58 (100,0)	85

^a A média exclui as organizações que estavam sem capital comprometido. Não inclui comprometimentos de três veículos/organizações de pequeno porte que não forneceram estes dados. Os comprometimentos da Intel Capital foram estimados com base em informação publicamente disponível. Considerou-se que o aporte médio foi de US\$1 milhão.

São considerados *gestores* os profissionais com poder de decisão em pelo menos uma das etapas do processo de PE/VC (captação de recursos, a originação de negócios, monitoramento, desinvestimento etc.). Profissionais de apoio englobam analistas, *controllers*, estagiários, secretárias etc., que atuam sob orientação dos gestores. A parcimônia fica evidente quando se observa que existe, em média, menos de um profissional de apoio para cada gestor da indústria.

Dos 233 gestores, 60,1% são sócios das organizações em que trabalham. É importante notar que, em algumas situações, é natural que o gestor não seja um sócio. Por exemplo, quando a organização é afiliada a instituição financeira ou ao governo. Nestes casos, os gestores são executivos contratados. O mesmo acontece em alguns *corporate ventures* e em certas organizações internacionais. Em 21 das 71 organizações de PE/VC presentes no Brasil, não existe a figura do sócio-gestor. Considerando-se apenas o conjunto dos gestores das organizações que possuem sócios-gestores, constata-se que 76% dos gestores são sócios de suas organizações.

A indústria de PE/VC apresenta um perfil demográfico jovem e masculino: 97% dos gestores são homens (das sete gestoras identificadas, apenas três são sócias). A Tabela 2.8 mostra que 56,9% dos gestores têm idade igual

Tabela 2.7

CARGOS OCUPADOS PELOS PROFISSIONAIS DA INDÚSTRIA

Distribuição dos profissionais da indústria segundo o cargo que ocupam em suas organizações. Inclui apenas um dos gestores da Intel Capital.

Cargo	Número de Gestores	Porcentagem
Sócio-gestor	140	28,1
Gestor	93	18,7
Analista sênior ou superior	91	18,3
Analista júnior	57	11,4
Estagiário / Trainee	31	6,2
Outros	86	17,3
Total	498	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

ou inferior 40 anos. Dificilmente um gestor tem mais de 60 anos de idade (apenas seis casos). Possivelmente, o perfil jovem dos gestores está ligado ao fato de a própria indústria de PE/VC nacional estar ainda em seu nascedouro.

As Tabelas 2.9 a 2.12 evidenciam que os gestores de PE/VC são profissionais de alta qualificação profissional e experiência. A Tabela 2.9 mostra que 3,5% dos gestores são doutores. Os que possuem um mestrado, MBA ou LLM²¹ somam 55,4%. No total, 73,6% fizeram alguma pós-graduação.

Cada organização também declarou a principal área de atuação ou de conhecimento de seus gestores (Tabela 2.10). Aquela mais frequentemente citada foi a de Administração²² (121 gestores, representando 52,4% do total) que junto com Economia e Contabilidade, soma mais de 75% dos gestores. Esse padrão de resposta reflete o fato de PE/VC ser uma atividade que exige domínio de estratégia empresarial, marketing, gestão de recursos humanos, finanças, contabilidade e controladoria etc., competências típicas das especializações mencionadas.

No que se refere à experiência profissional, a Tabela 2.11 mostra que grande parte dos gestores, 36,4%, é oriunda do setor financeiro. Por outro lado, executivos de empresas não financeiras, que costumam ter uma experiência mais consentânea à elaboração e execução de estratégias empresariais (CEOs, empreendedores, consultores e *business angels*), representam mais de metade do total de gestores. Apenas 10,1% dos gestores provêm de outras origens (membros do governo, acadêmicos, advogados etc.).

²¹ LLM, do latim *Legum Magister*, é o programa de Mestrado *lato sensu* em Direito, que se desenvolve em um ano de estudos. O LL.M. é o diploma em Direito equivalente ao MBA na Administração.

²² Alguns respondentes que se declararam administradores podem, de fato, ser formados em outros cursos, tal como Engenharia, e fizeram pós-graduação em Administração ou sempre atuaram como administradores. Portanto, a resposta capta o julgamento do gestor sobre seu próprio perfil profissional e não necessariamente a sua formação.

Tabela 2.8
DISTRIBUIÇÃO ETÁRIA DOS GESTORES

Distribuição dos gestores segundo a idade em dezembro de 2004. A maior e a menor idade encontradas foram de 76 anos e 24 anos, respectivamente.

Faixa Etária	Número de Gestores	Porcentagem Válida	Porcentagem Acumulada
x > 60	6	2,7	2,7
50 < x ≤ 60	33	14,8	17,5
40 < x ≤ 50	57	25,6	43,1
30 < x ≤ 40	87	39,0	82,1
x ≤ 30	40	17,9	100,0
Sem informação	10	-	-
Total	233	100,0	

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Tabela 2.9
ESCOLARIDADE DOS GESTORES NA INDÚSTRIA

Distribuição dos gestores segundo a maior titulação obtida. LLM, do latim *Legum Magister*, é o programa de Mestrado *lato sensu* em Direito, que se desenvolve em um ano de estudos (o LLM é no Direito o título equivalente ao MBA em Administração).

Escolaridade	Número de Gestores	Porcentagem Válida	Porcentagem Acumulada
Doutorado	8	3,5	3,5
Mestrado/MBA/LLM	128	55,4	58,9
Especialização	34	14,7	73,6
Superior completo	57	24,7	98,3
Sem nível superior	4	1,7	100,0
Sem informação	2	-	-
Total	233	100,0	

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Tabela 2.10**ÁREA DE CONHECIMENTO / ATUAÇÃO DOS GESTORES**

Distribuição dos gestores segundo a principal área de conhecimento ou de atuação. Em *Outras* estão: Computação, Agronomia, Química, Jornalismo, Matemática, Medicina, Biologia e outras ciências sociais não mencionadas. Alguns respondentes que se declararam administradores são, de fato, formados em outros cursos, tal como engenharia, e fizeram pós-graduação em administração ou sempre atuaram como administradores.

Área	Número de Gestores	Porcentagem Válida
Administração	121	52,4
Economia	49	21,2
Engenharia	41	17,8
Direito	6	2,6
Contabilidade	4	1,7
Outras	10	4,3
Sem informação	2	-
Total	233	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Tabela 2.11**ORIGEM PROFISSIONAL DOS GESTORES**

Distribuição dos gestores segundo a experiência anterior que mais contribui para a atividade atual em PE/VC.

Área	Número de Gestores	Porcentagem Válida
Setor financeiro / Auditor	83	36,4
CEO / Diretor do setor não-financeiro	47	20,6
Consultor	44	19,3
Empreendedor	29	12,7
Membro do governo	16	7,0
Advogado	5	2,2
Business Angel	2	0,9
Acadêmico	2	0,9
Sem informação	5	-
Total	233	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Tabela 2.12
EXPERIÊNCIA DOS GESTORES NA INDÚSTRIA

Distribuição dos gestores segundo o tempo de experiência em PE/VC, medido em dezembro de 2004.

Anos na Indústria	Número de Gestores	Porcentagem Válida	Porcentagem Acumulada
$x \geq 17$	21	9,3	9,3
$13 < x < 16$	18	8,0	17,3
$9 < x < 12$	20	8,9	26,2
$5 \leq x \leq 8$	81	36,0	62,2
$x \leq 4$	85	37,8	100,0
Sem informação	8	-	-
Total	233	100,0	

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Por meio das entrevistas e consulta aos currículos dos gestores (normalmente disponíveis nos *websites* das organizações gestoras), observou-se que todos aqueles que declararam a experiência anterior mais relevante como membro do governo, atuam ou atuaram no BNDES. Desses, sete estavam atuando em seis organizações outras que não o próprio BNDESPar. Aparentemente, existiu no período uma externalidade positiva da atuação do BNDES, formando gestores para organizações privadas de PE/VC.

O fato de os advogados representarem uma parcela diminuta da população de gestores fortalece a percepção de que as organizações gestoras preferem utilizar serviços de escritórios especializados, ao invés de internalizar atividades tais como estruturação de contratos, realização de *due dilligences*, contencioso etc.

Apesar de contar com gestores com sólida experiência na atividade (9,3% dos gestores têm mais de 17 anos de experiência na indústria), a maioria (73,8%) atua na indústria há menos de oito anos (Tabela 2.12). Esses dados refletem o grande ciclo de entradas e crescimento da indústria de PE/VC na década de 1990 (como descrito na Seção 2.1). Por meio de entrevistas, verificou-se que alguns gestores acumularam experiência em PE/VC fora do Brasil e que outros

havia contabilizado os anos de experiência em atividades como as de investidor anjo (*angel investor*). Conseqüentemente, a experiência acumulada pelos gestores pode não estar diretamente correlacionada à entrada de organizações gestoras no mercado brasileiro de PE/VC.

A remuneração é composta por duas componentes: uma fixa (salário fixo) e outra variável (bônus de performance). Esta estrutura, no entanto, pode variar. Quando os gestores são todos sócios da organização gestora, o conceito de bônus não se aplica. Os gestores dividem entre si o montante obtido pela organização gestora a título de taxa de performance (*carry*) quando da realização das saídas.

A Tabela 2.13 mostra o perfil de remuneração fixa anual dos gestores por organização. Das 56 organizações (com 163 gestores) para as quais a informação esta disponível, 45 (80,4%) organizações com 124 gestores reportaram salários fixos na média inferiores a US\$ 100 mil. Em apenas seis organizações com 21 gestores os salários fixos são superiores a US\$ 200 mil. Por outro lado, também são raros os casos de gestores com salários fixos inferiores a US\$ 35 mil. Trata-se de apenas 11 organizações de pequeno porte, com não mais do que um gestor em cada uma delas.

2.2 – Veículos de Investimento

A atividade das organizações gestoras de PE/VC consiste no gerenciamento de um ou mais veículos de investimento. Tais veículos são estruturados de formas diversas. As mais usuais são *limited partnership* (LP), *holdings*, fundos regidos pelas instruções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), ou divisões de empresas não-financeiras. Em dezembro de 2004, as 71 organizações gestoras existentes no país eram responsáveis por um total de 101 veículos de investimentos. Foi possível obter informações sobre a quase totalidade deles: 97 veículos.²³

Instituído nos EUA pela *Uniform Limited Partnership Act* (ULPA) de 1916, a *Limited Partnership* (LP) é um dos veículos mais comuns em PE/VC

Tabela 2.13
REMUNERAÇÃO FIXA ANUAL DOS GESTORES

Distribuição das organizações gestoras segundo a faixa de remuneração fixa anual dos gestores. Valores reportados em Reais foram convertidos em dólares usando a cotação média anual do Banco Mundial para 2004 (US\$1,00 = R\$2,93). Assim, valores entre R\$50.001 e R\$100.000 correspondem à faixa de US\$15.001 a US\$35.000. Valores entre R\$100.001 e R\$150.000 correspondem à faixa de US\$35.001 a US\$50.000. Valores entre R\$150.001 e R\$300.000 correspondem à faixa de US\$50.001 a US\$100.000. Valores de R\$300.001 a R\$500.000 correspondem à faixa de US\$100.001 a US\$200.000. Valores superiores a R\$500.000 (ou cerca de US\$170.000) foram discricionariamente incluídos na categoria *acima de \$200.000*.

Faixa de Remuneração Fixa Anual por Gestor	Número de Organizações	Porcentagem Válida	Número de Gestores	Porcentagem Válida
Valores Reportados em US Dólares				
15.001 a 35.000	11	19,6	11	6,7
35.001 a 50.000	20	35,7	66	40,5
50.001 a 100.000	14	25,0	47	28,8
100.001 a 200.000	5	9,0	18	11,1
Acima de 200.000	6	10,7	21	12,9
Sem informação	15	-	70	-
Total	71	100,0	233	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

nos EUA. Outros países como [Canadá e Chile](#)²⁴ e alguns paraísos fiscais como as Ilhas Cayman, Panamá e Bermudas também incluíram em seus sistemas jurídicos a provisão para este tipo de estrutura. A *limited partnership* não está prevista na legislação brasileira. Uma das principais vantagens da LP é a sua flexibilidade tributária. Os ganhos são tributados apenas no momento do resgate das cotas e cada investidor paga a alíquota à qual está sujeito. Na LP, o gestor assume a figura de *general partner* (GP) e os investidores recebem a denominação de *limited partner* (LP).²⁵ Em troca de seu distanciamento da gestão cotidiana do veículo e, conseqüentemente, do controle sobre a atividade de PE/VC, o LP não assume nenhuma responsabilidade legal sobre passivos que venham a ultrapassar o mon-

²³ Não obtivemos dados para quatro veículos: Darby Technology Ventures (DTV) e outros três veículos gerenciados pelo J.P. Morgan Partners (os nomes destes veículos não foram mencionados).

²⁴ No Chile, a *sociedad en comandita* é similar à estrutura legal de um *Limited Partnership*.

tante de capital investido. No entanto, isso não o impede de participar dos conselhos de investimentos (*investment committee*) e de administração (*advisory board*) da LP. Já o GP assume todas as responsabilidades legais advindas do gerenciamento do fundo (veículo de investimentos). Em uma LP os GP não podem ser destituídos, a não ser que haja uma violação dos termos de constituição da LP. Este aspecto é fundamental para o PE/VC: considerando o risco inerente aos investimentos de PE/VC e a importância de seu gerenciamento, a remuneração dos gestores precisa necessariamente ser variável e atrelada à performance dos investimentos (denominada *taxa de performance*). O componente fixo da remuneração (denominado *taxa de administração*) é menor que o variável e normalmente é destinado à cobertura das despesas administrativas. Como os retornos obtidos com os investimentos em geral se realizam financeiramente ao final da existência do veículo, a possibilidade de remanejamento do gestor coloca sobre este um risco inaceitável (trabalhar vários anos recebendo uma remuneração muito baixa e ao final ser destituído antes de receber sua parcela nos ganhos de capital).

No Brasil, até 1994 as empresas *holdings* eram os veículos mais apropriados para os investimentos típicos de PE/VC. Pela legislação brasileira, as *holdings* podem exercer poderes de gestão, seja elegendo administradores, seja participando de órgãos de governança (conselho de administração, conselho fiscal etc.) das empresas controladas. No entanto, quando investem por meio de uma *holding*, os investidores de PE/VC tornam-se acionistas e, portanto, sujeitos às leis e regulamentos aplicáveis às sociedades anônimas. Assim, inexistente a segregação clássica entre investidor de fundos e seu administrador com papel nitidamente fiduciário. Como veículos de PE/VC, as *holdings* apresentam algumas deficiências que não são apresentadas pelas LPs, dentre as quais: 1) os impostos sobre ganhos de capital realizados com a liquidação dos investimentos são recolhidos pela própria *holding*, significando que todos os investidores pagam a mesma *alíquota que a empresa: 34%*;²⁵ 2) não têm duração limitada; 3) apresentam dificuldades para

²⁵ A sigla LP será usada tanto para denominar *limited partnership* quanto *limited partner*. A distinção é evidente pelo gênero do substantivo (feminino para *limited partnership* e masculino para *limited partner*).

apropriação de créditos tributários;²⁷ e 4) só pode receber investimentos de investidores estrangeiros qualificados se for uma empresa de capital aberto, incorrendo em todos os custos de manutenção de uma companhia aberta.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade reguladora do mercado de capitais, em vista da inexistência de veículos adequados aos investimentos de PE/VC no Brasil, instituiu estruturas que se aproximam das LPs. Assim, surgiram a [Instrução CVM 209](#)²⁸ de 1994 (instituindo os *Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes* – FMIEE) e a [Instrução CVM 391](#)²⁹ de 2003 (instituindo os *Fundos de Investimento em Participações* – FIP). Estes fundos, que funcionam sob a forma de condomínios fechados, são estruturas jurídicas especialmente voltadas para investimentos em empresas de capital fechado. Alguns dos elementos que tornam as *holdings* deficientes como veículos de PE/VC não estão presentes nos fundos FIP e FMIEE. Por exemplo: 1) podem receber investimentos de investidores estrangeiros qualificados sem que sejam de capital aberto; 2) os fundos permitem uma tributação diferenciada aos seus cotistas: todos os ganhos provenientes dos fundos aparecem na forma de ganhos de capital e os impostos são recolhidos apenas no momento do resgate das cotas pelos investidores que recolhem impostos proporcionalmente às alíquotas às quais estão sujeitos.³⁰ Além do mais, caso haja reinvestimento, os impostos são automaticamente postergados; 3) têm duração limitada; 4) são mais ágeis para a apropriação de créditos tributários; 5) apresentam maior facilidade para a cobrança da taxa de administração e 6) o processo de liquidação financeira dos investimentos é mais simplificado. Como principal desvantagem, existe a necessidade de transparência na gestão, o que muitas vezes é

²⁶ Os ganhos de capital no Brasil variam por classes de investidores. Fundos de pensão e investidores individuais recolhem uma alíquota menor que os 34% que as empresas recolhem. A forma de evitar isto seria criando uma *holding* para cada uma das empresas investidas.

²⁷ Os prejuízos são realizados no início do ciclo de investimentos, ao passo que os lucros aparecem concentrados ao final do ciclo. Como o código tributário brasileiro impõe limites para o uso dos créditos tributários, os créditos obtidos com os prejuízos gerados no início das atividades do veículo podem não ser apropriados ao final da existência do veículo.

²⁸ A Instrução CVM 209 foi posteriormente alterada pelas instruções CVM 225/94, 236/96, 253/96, 363/2002 e 368/2002.

²⁹ Esta instrução foi posteriormente complementada pela Instrução CVM 406.

indesejável; como, por exemplo, o fornecimento de informações consideradas *estratégicas pelo gestor*.³¹

A gestão do FMIEE (CVM 209) é exercida por meio de pessoa física ou jurídica autorizada pela CVM. A administração e a governança dos fundos são exercidas segundo regulamento próprio do fundo, aprovado por uma assembléia geral de cotistas cujas deliberações serão tomadas por maioria segundo a regra de um voto por cota. O prazo do FMIEE é limitado a dez anos, podendo ser prorrogado por uma única vez por mais cinco anos. Diferentemente do que ocorre com as *limited partnerships* nos EUA, as cotas das FMIEE, depois de integralizadas, poderão ser admitidas à negociação no mercado de bolsas ou de balcão com a aprovação da CVM. O número de investidores é limitado ao máximo de 35. Cada investidor deve subscrever individualmente valores não inferiores a R\$ 400 mil.

A política de investimentos dos FMIEE é formalmente estabelecida no seu regulamento e deve atender a alguns requisitos mínimos fixados pela CVM tais como: 1) os investimentos devem ser feitos em valores mobiliários (ações, debêntures, bônus de subscrição) emitidos por uma companhia estruturada como sociedade anônima; 2) as empresas-alvo devem apresentar receita anual inferior a R\$ 100 milhões, não integrar grupo econômico que tenha patrimônio líquido consolidado superior a R\$ 200 milhões e não apresentar no seu quadro societário ou de administração gestores do próprio fundo com participação superior a 10% do capital social.

A Instrução CVM 391 que instituiu os fundos de investimentos em participações (FIP) é outro importante marco para a indústria de PE/VC no

³⁰ No Brasil, a alíquota efetiva de tributação dos ganhos de capital do investidor cotista de um fundo (FMIEE, FIP) pode ser substancialmente alterada em função do status do veículo de investimento na empresa investida, de sua natureza jurídica (entidade assistencial, fundo de empregados) ou sua sede (investidor nacional, investidor com domicílio em paraíso fiscal, em país não considerado paraíso fiscal, ou investidor internacional qualificado – Resolução CMN nº 2689).

³¹ Possíveis rivais das investidas saberão qual o limite de recursos do investidor de PE/VC.

Brasil. Em relação aos FMIEE, os FIP: 1) removem a limitação de tamanho das companhias investidas (existente nos FMIEE), que podem também ser abertas ou fechadas; 2) regulamentam a participação dos gestores/administradores no processo decisório das companhias investidas; 3) adotam um modelo de governança do fundo composto de comitês de investimento e técnico e conselhos consultivos; 4) regulamentam processos decisórios de investimento e desinvestimento; 5) obrigam à transparência de informação para os cotistas e 6) requerem que as regras contábeis de avaliação de investimentos e cotas sejam estabelecidas no regulamento do fundo. A liberdade contratual entre as partes (gestores/administradores e cotistas) e o registro automático dos FIP na CVM conferem inegável flexibilidade ao novo instrumento para investimentos em PE/VC no Brasil.

Os gestores de PE/VC também podem instituir veículos de investimentos sob a instrução da CVM 409 de 2004. Dentre as diversas modalidades de fundos com designação padronizada pela CVM 409 estão os *fundos de ações* usados como veículos de PE/VC. Estes fundos devem manter 67% de sua carteira em títulos negociados em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado (especialmente adequados para investimentos do tipo PIPE e mezanino). As decisões de investimentos seguem diretrizes de uma política emanada de uma assembléia geral de cotistas, cabendo ao gestor a execução dos negócios com títulos e valores mobiliários em nome do fundo. Pela CVM 409, os fundos podem se estruturar sob a forma de fundos abertos ou fechados, sendo nesse último caso dirigidos apenas a investidores qualificados, com requisito adicional de terem suas cotas registradas na CVM antes da distribuição. A Instrução CVM 409 determinou que os fundos que estivessem instituídos sob a CVM 302 teriam prazo até 31 de dezembro de 2004 para se enquadrar à nova regulamentação (CVM 409). Como a pesquisa foi realizada ao final de 2004, alguns veículos ainda estavam estruturados segundo a CVM 302.

A **Tabela 2.14** agrupa os veículos de acordo com a estrutura legal sob a qual estão constituídos. Nota-se que as LPs têm peso relativamente importante na indústria. Embora representem apenas 29 dos 97 veículos (29,9%), congre-

gam 61,8% de todo o capital comprometido para o Brasil. Por outro lado, as empresas de participação (*holdings*), embora relativamente numerosas (20), concentram menos de 10% do capital. Das 20 *holdings* existentes, apenas duas são listadas [em bolsa de valores](#).³²

Os fundos constituídos sob instruções da CVM são as estruturas mais frequentes: 44 veículos, totalizando US\$1,29 bilhões (23,1% do total comprometido na indústria). São 21 FMIEE com comprometimentos de US\$ 170 milhões (3% do capital); 11 FIP com comprometimentos de US\$ 620 milhões (11,1% do capital) e 12 veículos sob as Instruções CVM 302 e 409, com comprometimentos de US\$ 500 milhões (9% do capital). Dos fundos CVM, apenas dois são listados [em bolsa de valores](#).³³

Tabela 2.14

ESTRUTURA LEGAL DOS VEÍCULOS DE INVESTIMENTO

Distribuição dos veículos de investimento segundo a estrutura legal utilizada. Valores entre parênteses representam o percentual em relação ao total. Valores reportados em Reais foram convertidos em Dólares usando a cotação média anual, tal como publicado pelo Banco Mundial.

Estrutura Legal	Número de Veículos	Comprometimentos (US\$ bilhões)
<i>Limited Partnership</i>	29 (29,9)	3,45 (61,8)
FMIEE (CVM 209)	21 (21,6)	0,17 (3,0)
FIP (CVM 391)	11 (11,3)	0,62 (11,1)
CVM 302 e 409	12 (12,4)	0,50 (9,0)
Empresa de participações (<i>holding</i>)^a	20 (20,6)	0,52 (9,3)
Divisão de empresa não-financeira	2 (2,1)	0,31 (5,6)
Outros	2 (2,1)	0,01 (0,2)
Total	97 (100,0)	5,58 (100,0)

^a Não inclui comprometimentos de três veículos/organizações de pequeno porte que não forneceram estes dados. Os comprometimentos da Intel Capital foram estimados com base em informação publicamente disponível, considerando que o investimento médio foi de US\$1 milhão.

Os veículos PIPES se enquadram dentro das instruções CVM. Dos seis PIPES existentes, cinco estão estruturados segundo a Instrução CVM 409 e um utiliza a CVM 391.

A Tabela 2.15 mostra a distribuição dos veículos de investimento de acordo com o país em que o veículo foi constituído. Observa-se que as Ilhas Cayman são a sede de 13 veículos (12 LPs e uma *holding*) que representam nada menos que 47,5% de todo o capital comprometido para o país.³⁴ Como a figura jurídica da LP ainda não é reconhecida pela legislação brasileira, a totalidade das LPs tem sede fora do país, sendo 12 nas Ilhas Cayman, nove nos Estados Unidos e sete em outros locais. São 63 os veículos constituídos no Brasil (67,7% dos veículos), correspondendo a 37,8% do capital comprometido para o País. Assim, os veículos estruturados no Brasil são consideravelmente menores do que os estruturados em outros países (mais particularmente aqueles baseados nas Ilhas Cayman).

A evolução do número de veículos lançados e captados ao longo do tempo pode ser vista pelo Gráfico 2.2. Nota-se um movimento similar entre o lançamento de veículos e de organizações gestoras (comparação com o Gráfico 2.1): o lançamento de veículos começou a se tornar freqüente a partir dos anos 90. Este movimento foi desacelerado com o prenúncio da mudança de regime cambial de 1999. Logo após a desvalorização, houve um aumento expressivo de lançamentos: no período entre 1999 e 2004 foram lançados, em média, 11 veículos por ano.

³² Bradespar e Ideiasnet.

³³ Estes são os fundos *IP.com*, constituído como um CVM 209 e o *Bradesco Templeton de Valor e Liquidez*, instituído como um CVM 409.

³⁴ Alguns paraísos fiscais têm sido utilizados por gestores de PE/VC devido às vantagens tributárias, simplicidade dos processos burocráticos e ambiente judiciário favorável à solução de eventuais conflitos que envolvam o veículo. O estado norte-americano de Delaware, bem como a província de Ontário no Canadá, apresentam benefícios semelhantes para a estruturação de LPs.

Tabela 2.15
PAÍS DE CONSTITUIÇÃO DOS VEÍCULOS

Distribuição dos veículos de investimento segundo o país utilizado como base fiscal para as operações do veículo. Valores entre parênteses representam o percentual em relação ao total. Valores reportados em Reais foram convertidos em dólares usando a cotação média anual, tal como publicado pelo Banco Mundial.

País de Constituição	Número de Veículos	Comprometimentos (US\$ bilhões)
Ilhas Cayman^b	13 (14,0)	2,65 (47,5)
Estados Unidos	9 (9,7)	0,34 (6,1)
Brasil^a	63 (67,7)	2,11 (37,8)
Demais países	8 (8,6)	0,36 (6,5)
Sem informação^c	4 -	0,12 (2,1)
Total	97 (100,0)	5,58 (100,0)

^a Não inclui os comprometimentos de VentureLabs.

^b Os comprometimentos da Intel Capital foram estimados com base em informação publicamente disponível. Considerou-se que o investimento médio foi de US\$1 milhão.

^c Não inclui comprometimentos de três veículos/organizações de pequeno porte que não forneceram estes dados.

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

O Gráfico 2.2 também apresenta o número de veículos que encerrou a captação a cada ano. Esse número pode não ser igual ao número de veículos lançados, tendo em vista que costuma haver um intervalo de tempo entre o lançamento e o fechamento (encerramento da captação). Para fins de ilustração, dois dos nove veículos lançados em 2003 ainda não haviam concluído a captação em dezembro de 2004. Por outro lado, três dos 11 veículos lançados em 2004 concluíram a captação no mesmo ano.

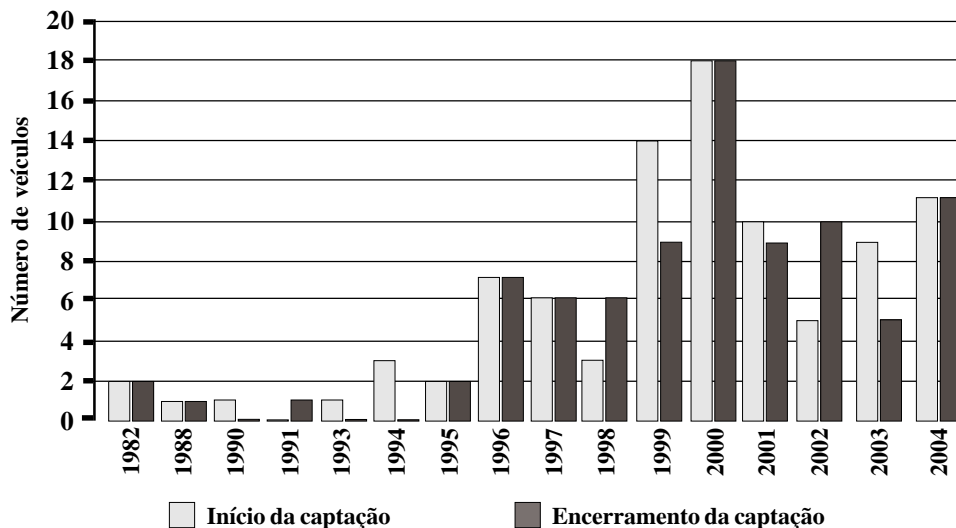
2.3 – Investidores dos Fundos

Dadas as características de baixa liquidez, elevado risco e alta expectativa de retorno, os veículos de PE/VC são especialmente atrativos para investidores com elevado nível de riqueza e com longo horizonte de investimento – ricos investidores individuais, investidores institucionais (companhias segurado-

Gráfico 2.2

LANÇAMENTO E FECHAMENTO DE VEÍCULOS

Distribuição dos veículos segundo o ano de início e encerramento da captação. Dez veículos não reportaram a data de fechamento, pois continuavam em captação em dezembro de 2004. Para quatro veículos, o respondente não soube informar a data de início da captação (lançamento). Não inclui veículos de organizações que foram extintas ou deixaram o país antes de dezembro de 2004.



Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

ras e fundos de pensão), *trusts* e *endowments*, empresas, *holdings* bancárias, instituições multilaterais etc. Dada a importância do PE/VC para a criação de empresas, geração de empregos e investimentos em tecnologia e inovação, vários países têm visto na promoção do PE/VC um mecanismo para potencializar o crescimento econômico. Por esta razão, também é comum encontrar entre os investidores de PE/VC agências de fomento, instituições multilaterais, bancos oficiais etc.

A Tabela 2.16 descreve a origem dos recursos comprometidos na indústria brasileira de PE/VC de acordo com a natureza do investidor. Como não foi possível determinar a origem de US\$ 1,29 bilhões, as porcentagens apresentadas referem-se ao total dos recursos para os quais a origem foi determinada, i.e., US\$ 4,29 bi. Conforme esperado, o principal grupo de investidores são os institucionais (i.e., fundos de pensão e seguradoras) que aportaram 22,4% de todo o capital comprometido; 39 dos 97 veículos de PE/VC existentes no Brasil

Tabela 2.16
INVESTIDORES DE PE/VC

Distribuição do capital comprometido ao final de 2004 segundo a classe de investidor. Valores reportados em Reais foram convertidos em Dólares usando a cotação média anual, tal como publicado pelo Banco Mundial. *Número de veículos* refere-se ao número de veículos que possui pelo menos um investidor na categoria. *Instituições oficiais internacionais* incluem instituições multilaterais e instituições governamentais estrangeiras. *Outros* incluem classes de investidores com comprometimento agregado inferior a US\$60 mi: bancos nacionais, empresas privadas nacionais, organizações gestoras de PE/VC nacionais, fundos de investimento nacionais, ONGs e *holdings*.

Classe	Número de Veículos	Comprometimentos (US\$ bilhões)	Porcentagem Válida
Investidores institucionais	39	0,96	22,4
Organizações-mãe	23	0,61	14,2
Pessoas físicas externas à organização	33	0,41	9,6
Trusts e endowments	7	0,35	8,2
Fundos de investimento internacionais	12	0,34	7,9
Governo e empresas públicas	27	0,31	7,2
Organizações internacionais de PE/VC	8	0,28	6,5
Bancos internacionais	15	0,26	6,1
Empresas privadas internacionais	14	0,23	5,4
Sócios da organização gestora	37	0,19	4,4
Instituições oficiais internacionais	19	0,13	3,0
Outros	-	0,22	5,1
Sem informação	-	1,29	-
Total	-	5,58	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

contavam com pelo menos um investidor institucional como cotista ou acionista. A segunda grande fonte de fundos são as 23 organizações-mãe³⁵ (recursos proprietários), responsáveis por 14,2% do total comprometido. Pessoas físicas externas às organizações aparecem em terceiro lugar com aporte em 33 veículos, correspondendo a 9,6% do capital total na indústria. Os demais investidores em ordem de importância são os *trusts e endowments* (sete veículos e 8,2% do

³⁵ Organização-mãe é a empresa que teve a iniciativa de criar a organização gestora. Conforme a Tabela 8, estas são compostas por 19 instituições financeiras e quatro grupos industriais.

Tabela 2.17**INVESTIDORES DE PE/VC E SUA NACIONALIDADE**

Distribuição do capital comprometido ao final de 2004 segundo a classe de investidor e sua nacionalidade. Valores reportados em Reais foram convertidos em Dólares usando a cotação média anual, tal como publicado pelo Banco Mundial. *Número de veículos* refere-se ao número de veículos que possui pelo menos um investidor na categoria. *Outros* incluem: bancos nacionais, empresas privadas nacionais e organizações gestoras de PE/VC nacionais.

Classe	Número de Veículos	Comprometimentos (US\$ bilhões)	Porcentagem
Nacionais			
Investidores institucionais	26	0,63	36,0
Organizações-mãe	13	0,40	22,9
Governo e empresas públicas	27	0,31	17,7
Pessoas físicas externas à organização	22	0,14	8,0
Sócios da organização	29	0,10	5,7
Outros	-	0,17	9,7
Total nacional		1,75	100,0
Internacionais			
Trusts e endowments	6	0,35	13,8
Fundos de investimento	9	0,34	13,4
Investidores institucionais	14	0,33	13,0
Organizações de PE/VC	8	0,28	11,0
Pessoas físicas externas à organização	12	0,27	10,6
Bancos	15	0,26	10,2
Empresas privadas	14	0,23	9,1
Organizações-mãe	11	0,21	8,3
Instituições oficiais	20	0,13	5,1
Sócios da organização	10	0,09	3,5
Outros	-	0,05	2,0
Total internacional	-	2,54	100,0
	Sem informação	1,29	
	Total Global	5,58	

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

capital), fundos de investimento internacionais (12 veículos e 7,9% do capital), governo e empresas públicas (27 veículos e 7,2% do capital), organizações internacionais de PE/VC (8 veículos e 6,5% do capital), bancos internacionais (15 veículos e 6,1% do capital), empresas privadas internacionais (14 veículos e 5,4% do capital), sócios das organizações gestoras (37 veículos e 4,4% do capital) e instituições oficiais internacionais (19 veículos e 3% do capital).

Analisando o quadro de investidores, alguns detalhes merecem destaque: 1) somente 37 veículos contam com aporte de capital de seus gestores. Como existem 45 organizações gestoras na análise, alguns veículos não contam com aporte de seus próprios gestores; 2) os recursos oriundos do setor público montam a somente 7,2% do comprometimento, mas estão distribuídos em 27 veículos. Isso mostra a preocupação do setor público em fomentar o setor de PE/VC e 3) os recursos provenientes de instituições oficiais internacionais também são pouco volumosos, apenas 3%, e diluídos em 19 veículos, também evidenciando a preocupação com o fomento à indústria de PE/VC.

A Tabela 2.17 segrega as origens dos recursos entre nacionais e estrangeiras (uma vez mais, destaca-se que não foi possível determinar a origem de US\$ 1,29 bilhões – as porcentagens apresentadas na tabela referem-se ao total dos recursos para os quais a origem foi determinada). Inicialmente, destaca-se que mais de 50% do capital comprometido na indústria brasileira de PE/VC provêm de fontes estrangeiras: dos US\$ 4,29 bilhões para os quais foi possível determinar a origem, US\$ 2,54 (59,2%) provêm de investidores internacionais.

Dentre os *principais investidores domésticos*, os mais importantes são: 1) investidores institucionais – US\$ 630 milhões em 26 diferentes veículos; 2) organizações-mãe – US\$ 400 mi em 13 diferentes veículos; 3) setor público – US\$ 310 mi em 27 diferentes veículos; 4) sócios das organizações – US\$ 100 mi em 29 diferentes veículos e 5) pessoas físicas externas à organização – US\$ 140 mi em 22 diferentes veículos. As demais categorias aqui omitidas somam US\$ 170 mi.

Dentre os *principais investidores internacionais*, tem-se: 1) *trusts e endowments* – US\$ 350 milhões em seis diferentes veículos; 2) fundos de investimento – US\$ 340 milhões em nove diferentes veículos; 3) investidores institucionais – US\$ 330 milhões em 14 diferentes veículos; 4) organizações de PE/VC – US\$ 280 milhões em oito diferentes veículos; 5) pessoas físicas externas à organização – US\$ 270 mi em 12 diferentes veículos; 6) bancos – US\$ 260 milhões em 15 diferentes veículos; 7) empresas privadas – US\$ 230 milhões em 14 diferentes veículos; 8) organizações-mãe – US\$ 210 mi em 11 diferentes veículos; 9) instituições oficiais – US\$ 130 mi em 20 diferentes veículos; 10) sócios das organizações – US\$ 90 mi em 10 diferentes veículos. As demais categorias aqui omitidas somam US\$50 mi.

3

O CICLO DO *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL* NO BRASIL

O ciclo da captação de recursos e do investimento em PE/VC pode ser dividido em cinco grandes fases: i) *captação de recursos*: estruturação de novos veículos de investimento e captação de recursos adicionais para veículos existentes; ii) *originação e seleção de investimentos*: identificação de oportunidades de negócios e seleção das empresas elegíveis ao aporte de capital de PE/VC; iii) *estruturação e execução dos investimentos*: negociação dos termos, montagem da estrutura financeira e realização dos aportes segundo metas preestabelecidas; iv) *monitoramento e adição de valor*: avaliação contínua das empresas do portfólio, participação nas reuniões de conselho, intervenções para agregação de valor (e.g., negociação com clientes, bancos e fornecedores, estruturação de aquisições, complementação da equipe de executivos) e v) *preparação e execução da saída*: busca de liquidez para o investimento de forma a facilitar a venda da participação detida pelo veículo, propiciando o retorno sobre o capital. Cada uma dessas etapas é abordada neste capítulo.

3.1 – Captação de Recursos

A captação de recursos envolve a estruturação de novos veículos e a busca de recursos. Em geral, o gestor estrutura o veículo e parte para a realização de eventos, em que o novo veículo é apresentado para potenciais investidores (*road shows*). Nesse caso, o veículo resultante conterà, predominantemente, recursos de terceiros (embora seja comum a aplicação de recursos pessoais do gestor para demonstrar o alinhamento de interesses com os investidores). A situação pode ser inversa: o investidor estrutura o veículo e contrata o gestor (esse é o caso dos *corporate ventures*, das organizações afiliadas a instituições financeiras e das organizações gestoras pertencentes ao setor público). Nesse último caso, a totalidade ou a maior parte dos recursos geridos por essas organizações é oriunda da própria organização-mãe (investidor que patrocinou a criação do veículo).

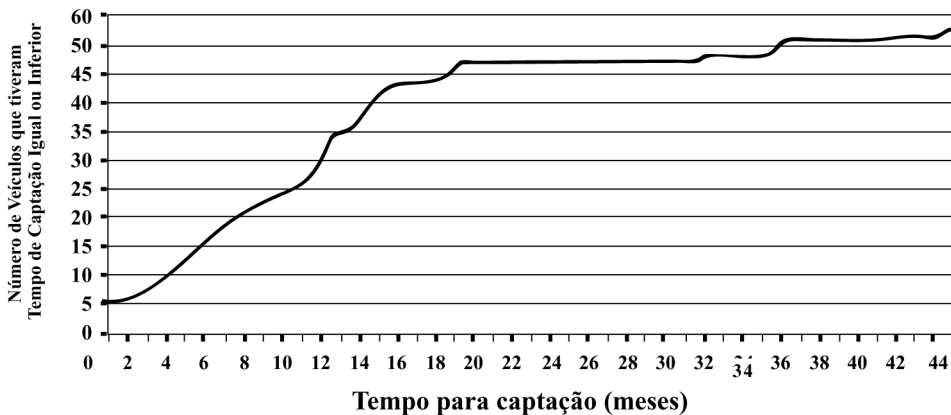
Do lançamento de um veículo até o encerramento da captação passam-se, em média, 12 meses. O Gráfico 3.1 apresenta o número de veículos em função do tempo de captação,³⁶ medido pela diferença entre início e fim da mesma. Cada ponto da curva indica o número de veículos que tiveram tempo de captação igual ou inferior ao tempo que aparece no eixo horizontal. Dos 57 veículos que puderam ser analisados, 47 (82,5%) tiveram tempo de captação inferior a 15 meses. Apenas um pequeno grupo de seis veículos teve tempo de captação entre 32 e 45 meses, média bastante superior aos demais. Um fato

³⁶ O total de veículos para os quais temos o tempo de captação (57) é inferior ao número de veículos na amostra (97) em razão da existência de 14 veículos que não haviam concluído a captação até dezembro de 2004 e outros que não informaram a data de início da captação. Também foram excluídos da análise os veículos para os quais o conceito de tempo de captação não se aplica ou não traduz o que se quer medir: o tempo necessário para se congregarem investidores em veículos para investimento em PE/VC (veículos que operam exclusivamente com recursos proprietários ou veículos criados para assumir portfólio existente).

Gráfico 3.1

PRAZO PARA CAPTAÇÃO DE RECURSOS

Número de veículos segundo o tempo decorrido entre o início e o fim da fase de captação. Para cada ponto, o eixo vertical denota o número de veículos que tiveram tempo de captação igual ou inferior ao número do eixo horizontal. Inclui 57 veículos que declararam datas de início e fim da captação e que operam com recursos de terceiros. Foram excluídos os veículos criados para assumir portfólio de outros veículos (transações secundárias e veículos formados exclusivamente para desinvestimento), bem como os veículos abertos que não tiveram data precisa de encerramento da captação junto ao primeiro grupo de investidores.



Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

interessante é que dois desses seis veículos foram levantados por gestores que já tinham pelo menos um veículo sob gestão, sugerindo que o tempo elevado de captação não se deve a uma eventual inexperiência na atividade de PE/VC.

Normalmente a integralização do capital comprometido ocorre posteriormente ao momento do comprometimento, segundo normas estabelecidas no regulamento do fundo. A demora na integralização do capital pelos investidores pode causar inconvenientes às organizações gestoras. Assim, pesquisou-se que tipos de penalidade são impostas quando há falha em integralizar o capital. A [Tabela 3.1](#) mostra os dispositivos usados em tal caso. A maioria dos veículos não prevê qualquer penalidade. A penalidade mais comum pela falta de integralização é o desconto ou a diminuição na participação. Muito pouco comum é o uso de multas ou colocação das cotas à disposição de outros investidores.

Tabela 3.1
PENALIDADE PARA FALTA DE INTEGRALIZAÇÃO DE CAPITAL

Penalidade	Número de Veículos	% Válida	Comprometimento (US\$ bilhões)	% Válida
Sem penalidade	57	64,8	2,83	57,0
Desconto/diminuição na participação	18	20,5	0,82	16,5
Incidência de juros	5	5,7	1,22	24,5
Decidido em assembléia	3	3,4	0,02	0,4
Multa	3	3,4	0,02	0,4
Coloca suas cotas à disposição	1	1,1	0,03	0,6
Multa e cotas à disposição	1	1,1	0,03	0,6
Sem informação	9	-	0,61	-
Total	97	100,0	5,58	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

3.2 – Originação e Seleção de Investimentos

Uma vez encerrada a captação de recursos, inicia-se o processo de originação e seleção dos investimentos. São três os meios utilizados para isso: prospecção dos próprios gestores, indicação de terceiros e candidatura espontânea (propostas de investimentos que empreendedores levam diretamente aos gestores). A [Tabela 3.2](#) apresenta o número agregado de [propostas recebidas](#)³⁷ no ano de 2004, bem como o detalhamento do processo de seleção de investimentos (análise da proposta, *due diligence*, realização do investimento). No total, 3.598 propostas foram recebidas e 177 foram prospectadas. Dessas, 840 (23,3%) foram analisadas. Apenas 140 (16,7% das que foram analisadas) passaram para a fase de *due diligence*. Finalmente, 35 das 140 propostas tornaram-se investimentos (25% das que passaram por *due diligence*). Esses 35

³⁷ As organizações PIPE foram excluídas desta análise porque realizam investimentos em empresas com ações negociadas em bolsa de valores, para as quais existe informação amplamente disponível. Além disso, as ações dessas empresas são adquiridas em ambiente de negociação onde os contratos de investimento são muito padronizados. Conseqüentemente, as variáveis de originação e seleção de negócios típicas da indústria de PE/VC não se aplicam.

Tabela 3.2
SELEÇÃO DE PROJETOS

Número de propostas (e.g. planos de negócios) recebidas pelos gestores segundo o meio utilizado, número de propostas que foram analisadas por completo, número de propostas que passaram por *due diligence* e número de investimentos realizados em 2004 sobre os quais existe informação quanto ao meio utilizado. Valores entre parênteses representam a porcentagem das propostas que passaram da fase anterior para a fase seguinte. Não inclui transações do tipo PIPE nem gestores que não estavam em busca de investimentos (inativos). Transações que envolveram operação casada de investimento de um gestor em outra organização gestora e transferência das empresas do portfólio do primeiro para o último foram desconsideradas. Uma organização que realizou análises para que outra organização fizesse os investimentos também foi excluída a fim de evitar a dupla contagem.

Fase	1	2	3	4
Meios de Apresentação	Propostas Recebidas	Propostas Analisadas	<i>Due Diligences</i>	Investimentos Realizados
Espontâneas	2.297 (15,4)	353 (8,2)	29 (20,7)	6
Recomendação	1.301 → (23,8)	310 → (25,2)	78 → (20,5)	16
Prospecção		177 → (18,6)	33 → (39,4)	13
Total	3.598 → (23,3)	840 → (16,7)	140 → (25,0)	35

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

investimentos decompõem-se em seis negócios oriundos de candidaturas espontâneas, 16 indicações e 13 prospecções dos próprios gestores. A Tabela 3.2 confirma a estimativa conhecida pela indústria de PE/VC de que a cada 100 projetos recebidos pelos gestores, apenas um recebe aporte de PE/VC. Esses números permitem afirmar que o processo seletivo é bastante rigoroso no Brasil e que um grande volume de recursos, tanto em termos de recursos financeiros quanto em termos de tempo, é empregado na seleção dos investimentos em ativos de PE/VC.

A Tabela 3.2 também permite verificar que o meio pelo qual a proposta chega às mãos dos gestores influencia a taxa de sucesso do processo. Em 2004, as candidaturas espontâneas (propostas que chegam por e-mail, correio ou telefone) foram a maior fonte de propostas de investimento: 2.297 propostas. No

entanto, apenas 353 delas (15,4%) passaram ao estágio seguinte da análise. No mesmo ano, 1.301 propostas foram recebidas por indicação de consultores, investidores, bancos ou pessoas do círculo de negócios dos gestores. Dessas, 310 (23,8%) foram analisadas integralmente pelos gestores.

A diferença é ainda mais marcante quando medida pela proporção de projetos que passam para a fase de *due diligence*. Dos 353 projetos que vieram por candidatura espontânea e que foram analisados, apenas 29 (8,2%) passaram para a fase de *due diligence*. Dentre as 310 propostas que foram recomendadas e analisadas, 78 (25,2%) chegaram à *due diligence*. Também no ano de 2004, 177 oportunidades de investimento foram detectadas por meio de prospecção própria do gestor; dessas 33 (18,6%) passaram para *due diligence*.

Por fim, a indicação aparentemente não influi na chance de um projeto passar pela fase de *due diligence*. Tanto as candidaturas espontâneas quanto as recomendadas apresentam uma taxa de sucesso nessa fase de aproximadamente 20%. O quadro é diferente para as oportunidades prospectadas, que apresentam duas vezes mais chance de passar com sucesso pela fase de *due diligence* e receber o aporte (39,4%).

Infelizmente, pouco se pode falar sobre o fluxo de propostas (*deal flow*) para o agregado da indústria, pois: 1) os dados referem-se somente a 2003 e 2004; 2) foi coletado apenas o número de propostas recebidas pelas organizações gestoras (a soma das propostas recebidas pela totalidade dos gestores pode conter múltiplas contagens) e 3) há uma variação no número de organizações gestoras ativas na prospecção de investimentos entre 2003 e 2004. Ignorando o problema da dupla contagem, excluindo os PIPEs e considerando apenas as organizações gestoras ativas nesses dois anos, os dados sugerem que o fluxo de oportunidades de investimentos manteve-se praticamente estável: 3.221 propostas em 2003 e 3.192 em 2004 (uma variação inferior a 1%). Similarmente, os números de candidaturas espontâneas e de indicações não se alteraram de forma significativa: candidaturas

espontâneas aumentaram em 2% (de 1.996 para 2.033), e indicações caíram 5% de (1.225 para 1.159).

O tempo necessário para que todo o processo de seleção seja concluído e o primeiro aporte de capital seja realizado é objeto da [Tabela 3.3](#), que contém informação de 37 das 71 [organizações gestoras](#).³⁸ Tais organizações foram divididas em quatro grupos (quartis), de acordo com o tempo médio consumido pelo processo. O primeiro quartil reúne as organizações gestoras mais rápidas na fase de seleção e fechamento de negócios. Nesse quartil, a empresa mais rápida conduziu o processo de seleção e fechamento de negócios em um mês na média. A organização mais lenta do mesmo quartil consumiu em média cinco meses. Ainda nesse quartil, o processo mais rápido consumiu apenas um mês, enquanto o processo mais demorado consumiu 10 meses. Já no grupo das mais lentas (quarto quartil), o processo consome em média entre oito e 12 meses. Nesse grupo, o processo mais rápido consumiu quatro meses, enquanto o mais demorado consumiu longos 24 meses. É conveniente ressaltar que o tempo consumido não necessariamente representa a capacidade dos gestores de avaliar projetos. Outros fatores, por exemplo: foco dos investimentos (estágio, região, setor etc.) e negociação quanto a aquisição de controle, poder de veto e valor do investimento, também influenciam nesse prazo.

O comitê de investimentos é o órgão responsável pela aprovação final dos investimentos. Em geral, o comitê atua na fase final do processo, quando a proposta de investimento já foi devidamente analisada pelos gestores. Consequentemente, espera-se que as decisões do comitê sejam bastante objetivas. A [Tabela 3.4](#) mostra que para 35,3% das organizações, que concentram 27,9% do capital comprometido, o comitê costuma analisar as propostas em média apenas uma vez. Nesse mesmo grupo, os comitês jamais analisaram uma proposta mais do que três vezes. O mesmo número de organizações, mas com um

³⁸ Os veículos PIPE e outros que não haviam iniciado o processo de investimento foram excluídos desta análise.

Tabela 3.3**PRAZOS PARA FECHAMENTO DE NOVOS NEGÓCIOS**

Tempo mínimo, médio e máximo, em meses, para que um projeto passe por todas as fases do processo seletivo e receba o primeiro aporte de capital. Como critério de classificação, as organizações foram ordenadas de acordo com o tempo médio. Para cada quartil indica-se o tempo mínimo e o máximo consumidos por um projeto. A análise contempla apenas 37 das 71 organizações gestoras tendo em vista a exclusão de PIPEs e de gestores que ainda não realizaram investimentos.

Quartil (ordenado por tempo médio)	Prazos Observados em Cada Quartil (meses)		
	Mínimo	Prazo Médio	Prazo Máximo
1º (mais ágeis)	1	1 a 5	10
2º	2	5 a 6	12
3º	2	6 a 8	12
4º (menos ágeis)	4	8 a 12	24

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Tabela 3.4**ATUAÇÃO DO COMITÊ DE INVESTIMENTOS NA FASE DE SELEÇÃO**

Distribuição das organizações gestoras segundo o número de vezes que o comitê de investimentos analisou as propostas de negócios que receberam aportes. Para cada grupo de organizações com um mesmo valor médio, a coluna *Número Máximo de Análises* apresenta o maior valor reportado por qualquer uma das organizações do grupo. Considera apenas as organizações que reportaram o valor médio. Não inclui PIPEs.

Número de Análises		Número de Organizações	%	Comprometimento (US\$ bilhões)	%
Médio	Máximo				
1	3	18	35,3	1,24	27,9
2	6	18	35,3	0,88	19,8
3	6	8	15,6	1,34	30,1
4	7	5	9,8	0,99	22,2
6	6	1	2,0	n.a.	n.a.
8	12	1	2,0	n.a.	n.a.
Total		51	100,0	4,45	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

percentual de 19,8% do capital comprometido, analisa em média duas vezes cada proposta de investimento. No entanto, é bastante comum que os comitês avaliem uma mesma proposta de investimento várias vezes antes que esta seja finalmente aprovada.

A Tabela 3.2 mostra que apenas 1% das propostas recebidas (espontaneamente ou por indicação) pelos gestores consegue passar por todas as etapas da seleção e tornar-se um investimento de PE/VC. A seguir, discutem-se alguns dos fatores que afetam as chances de uma proposta ser aceita.

Os gestores utilizam diversos critérios para selecionar as empresas investidas. O principal obstáculo analítico desse processo seletivo é a dificuldade de obter informações sobre o negócio, a proposição de valor e as características do empreendedor e de seu time gerencial. Dado o caráter privado dos negócios que realizam, gestores são avessos a fornecer informação sobre empresas do portfólio. Assim, para tornar viável o estudo desse aspecto do processo de PE/VC, recorreu-se nessa pesquisa a questões assertivas. Ou seja, os gestores receberam uma lista de proposições e expressaram o grau de concordância com cada uma delas. Os resultados dessa análise são apresentados na Tabela 3.5.³⁹

Inicialmente, destaca-se que a exigência da assinatura de um contrato de confidencialidade para que os detalhes do projeto sejam expostos é um requisito impeditivo para apenas 30% dos gestores (assertiva “*não investimos quando o empresário exige que assinemos um termo de confidencialidade antes de nos mostrar detalhes do projeto*”). Por sua vez, as **características mais importantes** para avaliar o mérito do projeto são: 1) a experiência profissional dos gestores (assertiva “*para investirmos, é essencial que os principais gestores tenham sólida experiência profissional*”), com 78,6% de concordância. Isso indica que, ao adquirir participação em uma empresa, o gestor de PE/VC está, na realidade, apostando na capacidade empreendedora dos empresários e executivos da investida; 2) inexistência de informalidade nos negócios (assertiva “*não investimos quando parte ou a totalidade dos negócios está na informalidade*”), com 75% de concordância; 3) bases sólidas para o cálculo do valor da empresa (assertiva “*não investimos quando temos poucos elementos para calcular o valor da*

³⁹ Nesta análise foram consideradas apenas as 56 organizações que estavam ativas na prospecção de investimentos. Todos os PIPEs foram excluídos.

Tabela 3.5
CONDICIONANTES NA SELEÇÃO DE INVESTIMENTOS

Foram consideradas apenas as 56 organizações que responderam às assertivas. Não inclui PIPEs. Todos os valores são porcentagens do total das 56 organizações gestoras que responderam.

Assertiva	Discordância		Neutro	Concordância	
	Total	Parcial		Parcial	Total
Para investirmos é essencial que...					
... os principais gestores tenham sólida experiência profissional	1,8	8,9	10,7	37,5	41,1
...os balanços e demonstrativos existentes sejam auditados	16,1	8,9	16,1	17,9	41,1
... os principais gestores tenham estudado em boas escolas	26,8	14,3	39,2	17,9	1,8
... a empresa já tenha recebido algum capital de <i>business angels</i> ou do governo	55,4	10,7	32,1	1,8	0,0
Não investimos quando...					
... parte ou a totalidade dos negócios está na informalidade	5,4	10,7	8,9	23,2	51,8
... temos poucos elementos para calcular o valor da empresa	17,9	3,6	17,9	30,3	30,3
... a empresa tem um grande número de investidores minoritários	16,1	21,4	23,2	33,9	5,4
... o empresário exige que assinemos termo de confidencialidade antes de nos mostrar detalhes do projeto	55,5	7,1	7,1	10,7	19,6
... trata-se de empresa familiar	44,7	12,5	33,9	8,9	0,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

empresa”), com 60,6% de concordância; 4) dados contábeis confiáveis, (assertiva “para investirmos, é essencial que os balanços e demonstrativos existentes sejam auditados”), com 59% de concordância; e 5) número excessivo de acionistas (assertiva “não investimos quando a empresa tem um grande número de acionistas minoritários”), com 39,3% de concordância.

As **características menos importantes** são: 1) qualificação educacional dos administradores (assertiva “*para investirmos, é essencial que os principais gestores tenham estudado em boas escolas*”), com 19,7% de concordância; 2) ser a empresa familiar (assertiva “*não investimos quando se trata de uma empresa familiar*”), com apenas 8,9% de concordância; e 3) experiência com investidores estranhos ao negócio (assertiva “*para investirmos, é essencial que a empresa já tenha recebido algum capital de business angels ou do governo,*”), com 1,8% de concordância.

O último aspecto a ser destacado na etapa de seleção de projetos é a localização geográfica. Os gestores de PE/VC geralmente dedicam muito tempo às empresas do portfólio (seleção, monitoramento, participação em conselho de administração etc.). Assim, a distância física entre a sede da investida e o escritório mais próximo do gestor pode ser um fator impeditivo para o investimento, ou pode significar custos elevados de monitoramento na fase pós-investimento. A **Tabela 3.6** mostra a distribuição geográfica dos negócios originados pela indústria de PE/VC e que ainda se encontravam no portfólio dos gestores **ao final de 2004**.⁴⁰ Observa-se que a maioria dos investimentos está concentrada nas áreas onde se localizam os escritórios das organizações gestoras (marcadas na tabela com um asterisco). A região de **Brasília e Goiânia**,⁴¹ com importância econômica relativamente pequena, mas com três escritórios de organizações gestoras de PE/VC, conta com cinco investimentos. As regiões **de Recife e Natal**⁴², que também contam com escritórios de PE/VC, são sede de cinco investimentos de PE/VC. Isso contrasta, por exemplo, com o fato de que Bahia e Ceará (os dois estados do Nordeste que

⁴⁰ Esta tabela se distingue da Tabela 1.2 por excluir investimentos realizados por PIPES e investimentos realizados pela BNDESPar que posteriormente foram transferidos para a gestão de PE/VC.

⁴¹ A distância entre Goiânia e Brasília que conta com três escritórios de PE/VC é de aproximadamente 200 Km.

⁴² A distância entre Natal e Recife que conta com dois escritórios de PE/VC é de aproximadamente 300 Km.

Tabela 3.6**ORIGINAÇÃO: DISTRIBUIÇÃO GEOGRÁFICA**

Distribuição dos investimentos originados pela indústria de PE/VC em dezembro de 2004 segundo a região, o estado e a cidade onde estão localizadas. Foram considerados apenas investimentos feitos de forma independente ou co-investimentos em que o gestor agiu como líder. Investimentos do tipo PIPE ou originados pela BNDESPar foram desconsiderados. *Grande São Paulo* inclui os municípios de Arujá, Barueri, Biritiba-Mirim, Caieiras, Cajamar, Carapicuíba, Cotia, Diadema, Embu, Embu-Guaçu, Ferraz de Vasconcelos, Francisco Morato, Franco da Rocha, Guararema, Guarulhos, Itapeverica da Serra, Itapeví, Itaquaquecetuba, Jandira, Juquitiba, Mairiporã, Mauá, Mogi das Cruzes, Osasco, Pirapora do Bom Jesus, Poá, Ribeirão Pires, Rio Grande da Serra, Salesópolis, Santa Isabel, Santana de Parnaíba, Santo André, São Bernardo do Campo, São Caetano do Sul, São Lourenço da Serra, Suzano, Taboão da Serra e Vargem Grande Paulista. *Grande Rio de Janeiro* inclui: Belford Roxo, Duque de Caxias, Magé, Mesquita, Nilópolis, Niterói, Nova Iguaçu, Queimados, São Gonçalo e São João de Meriti. *Grande Belo Horizonte* inclui: Betim, Contagem, Ibirité, Nova Lima, Ribeirão das Neves, Sabará, Santa Luzia e Vespasiano. *Grande Porto Alegre* inclui: Alvorada, Barra do Ribeiro, Cachoeirinha, Campo Bom, Canoas, Dois Irmãos, Eldorado do Sul, Estância Velha, Esteio, Gravataí, Guafba, Ivoiti, Novo Hamburgo, Portão, São Leopoldo, Sapiranga, Sapucaia do Sul e Viamão. *Grande Curitiba* inclui: Almirante Tamandaré, Araucária, Campo Largo, Campo Magro, Colombo, Fazenda Rio Grande, Pinhais, Piraquara e São José dos Pinhais. Asteriscos indicam cidades com escritórios de PE/VC.

Estado		Número de Empresas	Porcentagem
Sudeste		142	65,8
São Paulo	Grande São Paulo	84	38,9 *
	Interior/litoral	12	5,6
Rio de Janeiro	Grande Rio	25	11,6 *
Minas Gerais	Grande Belo Horizonte	18	8,3 *
	Interior	2	0,9
Espírito Santo	Interior/litoral	1	0,5
Sul		55	25,5
Rio Grande do Sul	Grande Porto Alegre	21	9,7 *
	Interior/litoral	2	0,9
Santa Catarina	Grande Florianópolis	12	5,6 *
	Interior/litoral	10	4,6
Paraná	Grande Curitiba	9	4,2 *
	Interior/litoral	1	0,5
Nordeste		11	5,0
Bahia	Grande Salvador	4	1,8
Pernambuco	Grande Recife	4	1,8 *
Rio Grande do Norte	Grande Natal	1	0,5
Ceará	Grande Fortaleza	2	0,9
Centro-Oeste		7	3,2
Goiás	Grande Goiânia	3	1,3
Mato Grosso	Grande Cuiabá	1	0,5
Distrito Federal	Brasília	2	0,9 *
Mato Grosso do Sul	Interior/litoral	1	0,5
Norte		1	0,5
Pará	Grande Belém	1	0,5
Total		216	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

mais têm crescido) não contam **com escritórios de PE/VC**⁴³ e apresentam apenas seis investimentos de PE/VC. Toda a região Norte, que não possui nenhum escritório de PE/VC, recebeu apenas um investimento.

3.3 – Estruturação dos Investimentos

Os investimentos típicos de PE/VC concentram-se em empresas de alta expectativa de crescimento e retorno, mas com risco elevado e baixa liquidez. Para navegar em tal ambiente, as organizações de PE/VC nos Estados Unidos adotam alguns mecanismos que visam **mitigar possíveis conflitos**.⁴⁴ Alguns desses mecanismos são: 1) acordo de acionistas para alinhar interesses entre os proprietários da empresa; 2) direito de escolha dos auditores de modo a garantir confiabilidade nos dados contábeis; 3) indicação de executivos-chave, tais como o diretor financeiro e/ou CEO; 4) adoção de instrumentos financeiros que permitam a aquisição de controle ou forcem a liquidação do negócio caso o desempenho da empresa investida se deteriore ou esteja muito aquém das projeções; 5) realização dos aportes financeiros de forma gradual segundo a consecução de metas de desempenho preestabelecidas, dando ao gestor a opção de desistir do investimento caso o desempenho do negócio se desvie demasiadamente do previsto; 6) cláusulas que evitem divergências ou graves conflitos de interesse que dificultem o processo de saída do investimento; 7) cláusula de não-competição para os principais executivos da empresa, impedindo que estes venham a trabalhar para concorrentes ou iniciar empreendimento concorrente durante um determinado período de tempo, o que reduz o risco de que informações estratégicas possam ser utilizadas por concorrentes.

⁴³ Os escritórios de PE/VC mais próximos de Fortaleza e Salvador estão em Recife, distantes 640 e 840 Km, respectivamente.

⁴⁴ As referências básicas são: William Sahlman (1990) *The Structure and Governance of Venture Capital Organizations*, *Journal of Financial Economics*, 27, pags. 473-521 e Paul Gompers e Josh Lerner (2001) *The Venture Capital Revolution*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol 15 (2), pags. 145-168.

Nesse primeiro censo da indústria de PE/VC, não foi possível um estudo aprofundado sobre a estruturação dos investimentos. No entanto, algumas questões assertivas permitem uma primeira abordagem dessa etapa do ciclo de PE/VC no Brasil. As respostas dadas a essas questões [são apresentadas na Tabela 3.7.](#)⁴⁵

Para 89,2% das organizações gestoras, a existência de um acordo prévio entre os acionistas é condição fundamental para o investimento (assertiva “*não investimos quando não se chega a um acordo prévio sobre os termos básicos do acordo de acionistas*”). A opinião dos respondentes sobre esse ponto é tão forte que 76,7% concordam totalmente com a assertiva e apenas 7,2% discordam.

Os profissionais de PE/VC no Brasil também têm uma forte opinião sobre a conveniência de se evitar que informações estratégicas sejam usadas por competidores: 82,1% dos respondentes concordaram com a assertiva “*para investirmos, é essencial que os principais executivos da empresa assinem cláusulas de não-competição*”. Mais da metade, 55,3%, manifestou uma forte opinião ao concordar totalmente com a assertiva. Apenas 5,4% discordaram da afirmação.

Contrariamente ao que se poderia imaginar, a aquisição de controle não aparece como um ponto fundamental para a grande maioria dos profissionais de PE/VC no Brasil. Apenas 28,5% dos respondentes concordam com a assertiva “*para investirmos, é essencial que possamos adquirir o controle*” (apenas 8,9% concordam totalmente). Mais forte ainda é a discordância (64,4%), sendo que 41,3% discordam totalmente.

O grau de propriedade que os veículos de investimento detêm nas empresas do portfólio permite um aprofundamento do tema *controle*. O grau de propriedade foi ordenado em cinco categorias: minoritário, minoritário com

⁴⁵ Nesta análise foram consideradas apenas as 56 organizações que estavam ativas na prospecção de investimentos. Todos os PIPEs foram excluídos.

Tabela 3.7**CONDICIONANTES DA ESTRUTURAÇÃO DOS INVESTIMENTOS**

Foram consideradas apenas as 56 organizações que responderam às assertivas. Não inclui PIPEs. Todos os valores são porcentagens em relação ao número total de 56 organizações gestoras.

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

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

poder de veto, minoritário com controle, controle compartilhado e majoritário com pleno controle. Para cada veículo, tem-se o número de *negócios* estruturados em cada uma das categorias. Agregando-os, tem-se o conjunto de *negócios* realizados pela indústria. É forçoso mencionar que a referência é o número de negócios e não o número de empresas distintas no portfólio (os casos em que a empresa recebeu investimentos de dois ou mais veículos, as características dessas empresas foram contabilizadas duas ou mais vezes para a finalidade desta análise). Os resultados apresentados na **Tabela 3.8** confirmam um dado curioso: a aquisição de controle não é a regra no Brasil: dos 325 negócios referidos, apenas 115 (35,3%) apresentam algum tipo de controle pelos gestores de PE/VC. A maneira mais freqüente de obter o controle é a participação majoritária (em 21,2% de todos os negócios); a segunda mais freqüente utilizada é a participação **minoritária com controle**⁴⁶ (utilizada em 9,2% dos negócios). O controle compartilhado aparece em apenas 4,9% dos

⁴⁶ Isto pode ser obtido com uso de ações preferenciais, *golden shares* e cláusulas de maioria qualificada para aprovação de algumas matérias incluídas nos estatutos das empresas investidas.

Tabela 3.8**GRAU DE PROPRIEDADE NAS EMPRESAS EM PORTFÓLIO**

Número de negócios em portfólio segundo o grau de propriedade. Considera os investimentos feitos de forma independente e os co-investimentos em que o gestor atuou como líder ou como não-líder. Portanto, a soma é maior do que o número de empresas distintas no portfólio agregado. Não inclui PIPEs.

Grau de Propriedade	Número de Negócios	Porcentagem
Participação minoritária	85	26,2
Participação minoritária com poder de veto	125	38,5
Participação minoritária com controle	30	9,2
Controle compartilhado	16	4,9
Participação majoritária com pleno controle	69	21,2
Total	325	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

negócios. Aparentemente, a ausência do controle é compensada pelo poder de veto em favor dos gestores de PE/VC, como ocorre em 125 negócios, que representam 38,5% do total. Finalmente, a participação minoritária pura e simples representa 26,2% dos negócios.

O órgão de governança por meio do qual as organizações gestoras naturalmente exercem controle nas empresas investidas é o conselho de administração (CA). Assim, o grau de controle descrito na Tabela 3.8 está exemplificado nas Tabelas 3.9 e 3.10. A Tabela 3.9 mostra a proporção média dos assentos dos CAs das empresas investidas que é detida pelas organizações gestoras. Pode-se observar que apenas 12 organizações detêm, em média, mais de 50% dos CAs. Essas 12 organizações apresentam um portfólio com um total de 61 negócios (cerca de um quinto do número global de negócios). Tendo em vista que cada organização reportou, de forma independente, apenas o valor médio⁴⁷ para essa variável, não se pode inferir com precisão o número de empresas que têm o seu CA controlado por um único investidor de PE/VC (o número pode

⁴⁷ Note que o dado é sobre a proporção média. Se um gestor apresenta duas empresas no portfólio, controlando 90% do conselho de uma e ausente do conselho da outra, a proporção média será 45%.

Tabela 3.9**PERCENTUAL DE ASSENTOS NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO**

Percentual de assentos no conselho de administração controlado pela organização gestora. Não inclui PIPEs. Foram incluídas organizações com pelo menos uma empresa em portfólio. Os dados reportados nesta tabela foram obtidos a partir da resposta à questão “em geral, qual proporção dos assentos dos conselhos de administração das empresas de portfólio é ocupada pela sua organização de PE/VC?”

Percentual	Número de Organizações	Comprometimento (US\$ bilhões)	Número de Negócios
80 ≥ x > 70	5 (9,1)	0,46 (11,1)	39 (13,6)
70 ≥ x > 60	3 (5,5)	0,37 (8,9)	9 (3,1)
60 ≥ x > 50	4 (7,3)	0,27 (6,5)	13 (4,5)
50 ≥ x > 40	3 (5,5)	0,11 (2,8)	7 (2,4)
40 ≥ x > 30	13 (23,6)	0,46 (11,1)	66 (23,2)
30 ≥ x > 20	15 (27,2)	1,35 (32,6)	105 (36,8)
20 ≥ x	12 (21,8)	1,12 (27,0)	47 (16,4)
Não especificado	3 -	0,93 -	25 -
Total	58 (100,0)	5,07 (100,0)	311 (100,0)

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

ser maior ou menor que os 61 negócios acima). Importa também observar que mais de 50% das organizações gestoras que representam 60% dos negócios participam em conselhos com uma representação entre 20 e 40% dos assentos.

O co-investimento é bastante comum na atividade de PE/VC, muitas vezes tornando possível que individualmente nenhum investidor de PE/VC detenha o controle de uma investida, mas que o conjunto dos investidores de PE/VC de uma particular [empresa o detenha](#).⁴⁸ Para verificar quão comum é esse recurso,

Tabela 3.10
PARTICIPAÇÃO DO CONJUNTO DOS INVESTIDORES DE PE/VC
NOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO

Não inclui PIPEs. Foram incluídas organizações com pelo menos uma empresa em portfólio. Os dados reportados nesta tabela foram obtidos a partir da resposta à questão “*em geral, qual a proporção dos assentos dos conselhos de administração das empresas de portfólio é ocupada pela totalidade dos investidores de PE/VC (inclusive sua organização)?*”

Percentual	Número de Organizações	Comprometimento (US\$ bilhões)	Número de Negócios
100 ≥ x > 80	3 (5,8)	0,98 (24,6)	13 (5,4)
80 ≥ x > 70	7 (13,5)	0,73 (18,3)	61 (25,4)
70 ≥ x > 60	2 (3,8)	0,12 (3,0)	4 (1,7)
60 ≥ x > 50	10 (19,2)	0,63 (15,8)	35 (14,6)
50 ≥ x > 40	8 (15,4)	0,19 (4,8)	21 (8,8)
40 ≥ x > 30	15 (28,9)	0,39 (9,8)	67 (27,9)
30 ≥ x > 20	5 (9,6)	0,70 (17,7)	37 (15,4)
20 ≥ x > 0	2 (3,8)	0,24 (6,0)	2 (0,8)
sem informação	6 -	1,10 -	71 -
Total	58 (100,0)	5,08 (100,0)	311 (100,0)

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

os gestores informaram a proporção do CA que em média é ocupada pela totalidade dos investidores de PE/VC. Este dado pode ser observado na Tabela 3.10. Agora, o número de organizações gestoras que compartilham o controle

⁴⁸ O controle compartilhado também pode ocorrer por meio de um acordo com outros acionistas que não sejam gestores de PE/VC.

sobe para 22. Essas organizações gestoras gerenciam um portfólio com 113 negócios (pouco mais de um terço do número global de negócios). Em suma, os dados das Tabelas 3.9 e 3.10 são consistentes com a opinião reportada na Tabela 3.7, de que o controle não é requisito essencial para investimentos de PE/VC no Brasil.

A configuração do mandato dos conselheiros também é um aspecto relevante da estruturação de investimentos. O mandato unificado é importante para garantir a representatividade **proporcional no CA**.⁴⁹ Mandatos com duração curta também são importantes por permitir que o conselho se adapte rapidamente a mudanças do quadro de acionistas. Dados sobre esses aspectos foram coletados por meio das seguintes questões: 1) “*em geral, qual a duração do mandato dos membros dos CAs das empresas do portfólio?*” e 2) “*quando das eleições dos membros dos CAs das empresas do portfólio, qual proporção do conselho é, em geral, passível de ser substituída?*”. Os resultados estão na **Tabela 3.11** (a análise não contempla as organizações do tipo PIPE). Para 38 organizações gestoras que apresentavam empresas em portfólio em dezembro de 2004, o mandato dos conselheiros é unificado. Essas 38 organizações gestoras detinham investimentos em 195 empresas. Para 28 organizações (com 213 negócios em portfólio), o mandato tem duração de um ano. Finalmente, para 20 das 58 organizações gestoras (com 135 negócios em portfólio), o mandato dos conselheiros é unificado com duração de um ano. O PE/VC é reconhecido por preparar empresas com melhores práticas de governança corporativa. Assim, é surpreendente que para 15 organizações gestoras que detêm investimentos em 65 empresas o mandato dos conselheiros não seja unificado, enquanto para 28 que detêm investimentos em 90 empresas, o mandato dos conselheiros seja superior a um ano.

⁴⁹ Quando o mandato não é unificado, a maioria pode indicar todos os conselheiros. Por exemplo: se o conselho é composto por três conselheiros com mandatos de três anos e renovação de um conselheiro ao ano, o acionista majoritário acabará indicando os três conselheiros.

Tabela 3.11
UNIFICAÇÃO E DURAÇÃO DE MANDATOS

Distribuição das organizações gestoras segundo a duração e o tipo de mandato dos conselheiros das empresas do portfólio. Não inclui PIPEs. Considera apenas organizações com pelo menos uma empresa em portfólio. Valores em colchetes representam o número de negócios no portfólio agregado dos gestores.

Tipo de Mandato	Duração do Mandato (anos)				Total
	1	2	x ≥ 3	Não Informado	
Unificado	20 [135]	14 [52]	4 [8]		38 [195]
Não unificado	6 [38]	4 [10]	5 [17]		15 [65]
Não informado	2 [40]	1 [3]		2 [8]	5 [51]
Total	28 [213]	19 [65]	9 [25]	2 [8]	58 [311]

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Os gestores de PE/VC também podem influir na empresa por meio da definição do *modus operandi* do conselho de administração. Várias atividades do CA demandam muito tempo e, por essa razão, podem ser mais bem exercidas por comitês técnicos especializados. Os comitês, que normalmente contam com a presença de conselheiros, estudam os assuntos de sua competência e fornecem pareceres para que o conselho de administração tome a decisão final. Portanto, o uso de comitês técnicos do conselho permite que assuntos complexos sejam tratados com maior profundidade, diminuindo os riscos de que o conselho os examine superficialmente e tome decisões erradas. Os comitês permanentes são considerados importantes elementos da governança corporativa, pois permitem aos conselheiros manter um acompanhamento [mais ativo dos processos da empresa](#).⁵⁰ Os dados sobre o uso de comitês permanentes foram obtidos por meio da questão “*os conselhos de administração das empresas do portfólio utilizam-se de comitês responsáveis por assuntos específicos?*”. Os resultados dessa análise encontram-se na

⁵⁰ Os comitês do CA são menos funcionais em empresas menores quando os conselheiros são naturalmente mais envolvidos com as atividades da empresa.

Tabela 3.12. O *comitê de auditoria financeira* é o mais comum (18 organizações gestoras que detêm 83 empresas no portfólio). Em seguida, aparecem os *comitês de planejamento estratégico* (15 gestores com 54 negócios no portfólio); *remuneração* (15 organizações gestoras com 78 negócios no portfólio); *monitoramento estratégico* (sete organizações gestoras com 23 negócios no portfólio); *planejamento tributário* (sete organizações gestoras com 22 negócios no portfólio) e *marketing* (quatro organizações gestoras com 15 negócios no portfólio). Outros comitês usados com menos frequência são o *comercial*, de *governança corporativa*, *financeiro*, de *operações*, de *captação de recursos*, de *processos de gestão*, de *recursos humanos*, de *riscos* e de *desenvolvimento de negócios*. Trinta e uma organizações gestoras com 196 negócios no portfólio afirmaram não usar comitês de acompanhamento.

Tabela 3.12
UTILIZAÇÃO DE COMITÊS TÉCNICOS DO
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Comitês de apoio utilizados pelos conselhos das empresas do portfólio e número de organizações que possuem investimentos em empresas que o utilizam. Dados obtidos a partir das respostas à questão “*os conselhos de administração das empresas do portfólio utilizam-se de comitês responsáveis por assuntos específicos?*” Estes resultados incluem apenas organizações com pelo menos uma empresa em portfólio e exclui os PIPEs.

Comitê Utilizado	Número de Organizações	Número de Negócios
Auditoria financeira	18	83
Planejamento estratégico	15	54
Remuneração	15	78
Monitoramento estratégico	7	23
Planejamento tributário	7	22
Marketing estratégico	4	15
Comercial	2	8
Governança corporativa	2	8
Financeiro	2	6
Operações	2	5
Captação de recursos	1	3
Processos de gestão	1	8
Recursos humanos	1	8
Riscos	1	5
Desenvolvimento de negócios	1	1
Não utilizam comitês	31	196

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

O último aspecto abordado da etapa de estruturação de investimentos foi a indicação de pessoas-chave na gestão das empresas, e.g., principais executivos, auditores independentes etc. Muitas vezes, essas indicações são consideradas condição *sine qua non* para a efetivação do negócio. A [Tabela 3.13](#) mostra que, para 68,4% dos gestores, a escolha de um auditor independente é condição essencial para um investimento (assertiva “*para investirmos, é essencial que os auditores independentes sejam escolhidos por nós*”). Uma grande parcela, 35,1%, mostrou uma opinião muito forte ao concordar totalmente com a assertiva. Além do mais, apenas 14,1% discordam. Existe também uma forte opinião sobre a necessidade de indicação [do diretor financeiro \(CFO\)⁵¹](#): 58,9% das organizações gestoras afirmaram que para investir é essencial que possam indicar o CFO (assertiva “*para investirmos é essencial que o CFO seja substituído/indicado por nós*”). No entanto, esse é um aspecto para o qual existe muita diferença de opinião na indústria, uma vez que para 25% a escolha do CFO não é essencial.

Os veículos típicos de PE/VC costumam ter prazo de duração determinado. As saídas (liquidação dos investimentos) devem ocorrer antes do fim desse prazo. Assim, a possibilidade clara da saída é condição fundamental para que uma empresa receba aporte de PE/VC. Mais do que isso, o investimento precisa ser estruturado de modo a facilitar essa saída. Algumas questões qualitativas permitem averiguar como a saída influencia a estruturação dos investimentos no Brasil. Os resultados dessas questões encontram-se na [Tabela 3.14](#). Como esperado, as definições sobre a saída influem muito na estruturação do investimento: para a maioria das organizações gestoras (69,7% dos respondentes), a inexistência de um acordo prévio quanto à estratégia de saída é impedimento para um investimento (proposição “*não investimos quando não se chega a um acordo prévio quanto à estratégia de saída*”). Essa atitude é reforçada por uma opinião generalizada (78,8% dos respondentes) de que uma idéia clara sobre a saída futura é condição essencial para investir. Para apenas 21,2%, isso não é condição essencial (proposição “*para investirmos, é essencial que tenhamos uma idéia clara da saída que teremos no futuro*”).

⁵¹ Do inglês *chief financial officer*.

Tabela 3.13
INDICAÇÃO DE EXECUTIVOS-CHAVE

Foram consideradas apenas as 56 organizações que responderam às assertivas. Não inclui PIPEs. Todos os valores são porcentagens em relação ao número total de organizações gestoras.

Assertiva	Discordância		Neutro	Concordância	
	Total	Parcial		Parcial	Total
Para investirmos é essencial que...					
... os auditores independentes sejam escolhidos por nós	8,8	5,3	17,5	33,3	35,1
...o CFO seja substituído/ indicado por nós	16,1	8,9	16,1	17,9	41,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Tabela 3.14
DECISÃO DE SAÍDA (%)

Considera apenas as respostas de organizações que estavam ativas na prospecção de novos investimentos. Todos os PIPEs foram excluídos. A questão só se aplicou a 55 das 65 organizações.

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

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

A negociação de termos que evitem um futuro conflito pode ser uma explicação para a pouca preocupação que 21,4% dos gestores demonstraram acerca de um acordo prévio quanto à estratégia de saída. A principal dificuldade gerada pela falta de acordo prévio refere-se à possível inexistência de consenso entre os acionistas quanto à saída. Por exemplo, a falta de consen-

so pode inviabilizar uma saída via venda estratégica (*trade-sale*), quando o adquirente deseja 100% do capital da empresa. Uma maneira de evitar esse problema é incluir uma cláusula de arraste (*drag along*) que força os acionistas minoritários a vender suas participações caso o controlador aceite uma oferta de compra de 100% do capital, nas mesmas condições oferecidas ao controlador. A Tabela 3.14 mostra que a cláusula de arraste é importante para a grande maioria: 85,9% dos respondentes julgam-na essencial (proposição “*para investirmos, é essencial que os outros investidores nos concedam o direito de arraste – drag along*”).

3.4 – Monitoramento e Adição de Valor

Os gestores de PE/VC são reconhecidamente ativos enquanto investidores ou representantes de acionistas. Como as empresas-alvo dos investimentos de PE/VC possuem características de alto crescimento e risco, tanto o monitoramento quanto a definição de estratégias de adição de valor são fundamentais. [Vários trabalhos](#)⁵² descrevem essa faceta da atividade de PE/VC nos Estados Unidos, onde os gestores participam do conselho de administração, ajudam na definição de estratégias de negócios, provêm conhecimento sobre a indústria na qual o investimento se insere, ajudam a estruturar operações com fornecedores, clientes e bancos e até se envolvem na contratação de empregados em posições-chave. Além disso, cumprem um papel certificador nas empresas investidas, dando conforto para que certos clientes adquiram seus produtos e/ou serviços, bancos forneçam crédito etc. Este primeiro censo aborda apenas alguns desses aspectos. Os resultados reportados a seguir excluem os PIPEs porque as empresas de capital aberto (alvos dos PIPEs) tendem a requerer menor monitoramento do que aquelas de capital fechado e dependem menos da participação [do gestor de PE/VC](#).⁵³

⁵² As referências básicas são: William Sahlman (1990) The Structure and Governance of Venture Capital Organizations, *Journal of Financial Economics*, 27, pags. 473-521 e Paul Gompers e Josh Lerner (2001) The Venture Capital Revolution, *Journal of Economic Perspective*, Vol 15 (2), pags. 145-168.

Assim, o total de gestores considerados para a análise apresentada nesta seção é diferente daqueles 233 mencionados no Capítulo 2.

3.4.1 – O Conselho de Administração das Empresas Investidas

No processo de monitoramento e adição de valor (ou simplesmente acompanhamento das investidas), a participação nos conselhos de administração (CA) é uma das atividades mais importantes. É por meio do CA que o investidor pode interferir nos rumos da empresa, aconselhando-a estrategicamente. Ao participar de diversos CAs, os gestores ganham experiência estratégica em negócios com perfil diferente. Isso pode reverter positivamente para todas as empresas em que o gestor participa. Por exemplo, estratégias adotadas em uma empresa podem ser úteis na definição de estratégias de outra empresa; dificuldades vivenciadas em um negócio podem facilitar a antecipação ou a solução de problemas em empresas com características semelhantes; e certas informações sobre mercado podem ser importantes para mais de uma empresa investida. Quantitativamente, o controle de um número elevado de assentos no conselho permite maior interferência nos rumos da empresa. Qualitativamente, podem ser citadas todas as atividades de assessoria prestadas pelos conselheiros (aconselhamento, definição de estratégias etc.) e, sobretudo, a implementação das práticas de equidade, responsabilização e transparência inerentes às boas práticas de governança corporativa.

A intensidade do acompanhamento pode ser vista pela frequência com a qual os conselhos de administração se reúnem. A **Tabela 3.15** mostra o número médio de reuniões do CA por organização gestora. Para 27 organizações gestoras (47,4%), que detêm investimentos em 139 negócios (45,6%), os CAs das investidas reúnem-se pelo menos uma vez ao mês. Para outras 12 organizações (21%) que possuem 82 negócios em portfólio (26,9%), as reuniões costumam ocorrer com intervalos que variam entre um e dois meses. Finalmente, para um

⁵³ Os investimentos em empresas de capital aberto, mesmo em papéis de baixa liquidez, são substancialmente mais líquidos do que os investimentos em empresas fechadas. Isso permite que o investidor revenda sua participação no mercado caso identifique algo que o desagrada.

Tabela 3.15
FREQUÊNCIA DE REUNIÃO DOS CONSELHOS
DE ADMINISTRAÇÃO

Distribuição das organizações gestoras segundo a frequência de reunião das empresas do portfólio. Não inclui PIPEs. Considera apenas organizações com pelo menos uma empresa em portfólio. Valores entre parênteses representam porcentagem em relação ao total.

Número de Reuniões do <i>Board</i> ao ano	Número de Organizações	Comprometimento (US\$ bilhões)	Número de Negócios
$x \geq 12$	27 (47,4)	2,77 (55,4)	139 (45,6)
$12 > x > 6$	12 (21,0)	1,48 (29,6)	82 (26,9)
$x \leq 6$	18 (31,6)	0,75 (15,0)	84 (27,5)
Sem informação	1 -	0,07 -	6 -
Total	58 (100,0)	5,07 (100,0)	311 (100,0)

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

grupo de 18 gestores (31,6%), com 84 negócios em portfólio (27,5%), as reuniões ocorrem em intervalos maiores que dois meses. Apenas uma organização não divulgou essa informação.

A participação nos conselhos de administração requer o envolvimento dos gestores de PE/VC. A [Tabela 3.16](#) mostra a participação dos gestores nos CAs das empresas investidas. De um total de 181 gestores, 149 participam de algum CA. Em média, cada gestor participa de aproximadamente dois CAs. No entanto, essa distribuição é bastante desigual: 32 gestores não participam de nenhum CA, enquanto 12 gestores participam de seis ou mais, podendo chegar até 12.

A [Tabela 3.17](#) é uma combinação das Tabelas 3.15 e 3.16: para cada um dos 149 gestores que de fato participam de CAs, multiplicou-se o número de CAs do qual o gestor faz parte pelo número médio de reuniões [de CAs ao ano](#).⁵⁴ Assim como existe uma grande variação entre as organizações gestoras,

Tabela 3.16**PRESENÇA DOS GESTORES NOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO**

Distribuição dos gestores segundo o número de assentos que ocupam em conselhos de administração das empresas em portfólio. Considera apenas os gestores de organizações que possuem pelo menos uma empresa em portfólio. Não inclui PIPEs.

Número de Conselhos em que o Gestor Participa	Número de Gestores	Porcentagem
0	32	17,7
1	45	24,8
2	34	18,8
3	38	21,0
4	12	6,6
5	8	4,4
6	5	2,8
7	4	2,2
8	2	1,1
12	1	0,6
Total	181	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Tabela 3.17**PARTICIPAÇÃO DOS GESTORES EM CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO**

Distribuição do grau de intensidade de contato via conselho (número de conselhos no qual o gestor participa multiplicado pela frequência média de reunião dos conselhos na organização na qual o gestor atua). A análise contempla 149 gestores de 54 organizações gestoras que possuem portfólio e revelaram a frequência de reunião dos conselhos dessas empresas. Não inclui PIPEs.

Número médio de Reuniões de CAs ao mês	Número de Gestores	Porcentagem	Porcentagem Acumulada
0 < x ≤ 1	64	42,9	42,9
1 < x ≤ 2	32	21,5	64,4
2 < x ≤ 3	26	17,4	81,8
3 < x ≤ 4	12	8,1	89,9
4 < x ≤ 6	12	8,1	98,0
6 < x ≤ 8	3	2,0	100,0
Total	149	100,0	

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

o número de reuniões por gestor também varia bastante: 42,9% dos gestores, em média, participam de no máximo uma reunião ao mês; 64,4% participam de no máximo duas reuniões. No entanto, 10,1% dos gestores participam de mais de quatro reuniões ao mês. Essa grande variação possivelmente reflete diferenças no empenho em atividades de monitoramento e adição de valor entre as organizações gestoras, nas diferentes atribuições de diferentes gestores de uma mesma organização e no porte das empresas investidas. A variação entre as organizações gestoras pode refletir uma diferença de estilo de gestão ou foco de investimento. A variação entre gestores de uma mesma organização pode estar relacionada à definição ampla do [conceito de gestor utilizada](#).⁵⁵

A remuneração dos membros dos conselhos de administração das empresas do portfólio é o objeto da [Tabela 3.18](#). Pode-se observar que os gestores da organização de PE/VC que ocupam assentos nos conselhos das empresas investidas raramente recebem remuneração por parte das empresas que aconselham: para 42 organizações gestoras (76,4% das organizações gestoras), com 201 negócios (75,6% dos negócios) não há pagamento aos gestores pela participação no CA. Já para membros externos (conselheiros que não são nem investidores nem gestores da empresa), a remuneração é bem mais frequente: para 25 organizações gestoras (48,1%), com 146 negócios (59,1%), há pagamento aos membros externos. É surpreendente que o modelo em que os conselheiros externos não são remunerados seja tão frequente (27 organizações com 101 negócios). Isso provavelmente se deve à participação de membros relacionados aos gestores de PE/VC nesses conselhos (como, por exemplo, administradores de outras empresas do portfólio da organização gestora). Nos casos em que há pagamento, as formas mais comuns são honorários mensais, jetons, ações e opções de ações.

⁵⁴ Se o Gestor A faz parte de cinco conselhos e os CAs das empresas investidas de sua organização reúnem-se em média uma vez ao mês. Assumimos que o Gestor A participa de cinco reuniões de conselho ao mês.

⁵⁵ São considerados gestores todos os profissionais que tenham poder de decisão em pelo menos uma das etapas do processo de PE/VC (captação de recurso, a originação de negócios, monitoramento, desinvestimento, etc.). Assim, é possível que haja gestores que não se envolvam diretamente no processo de monitoramento das empresas investidas.

Tabela 3.18
REMUNERAÇÃO DOS MEMBROS DOS
CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO

Distribuição das organizações gestoras segundo o tipo de remuneração aplicado aos gestores enquanto membros dos conselhos de administração das empresas investidas. Não inclui PIPEs. Foram consideradas apenas organizações com pelo menos uma empresa em portfólio.

	Número de Organizações	% Válida	Número de Negócios	% Válida
Gestor				
Não remunerado	42	76,4	201	75,6
Remunerado	13	23,6	65	24,4
Não informado	3	-	45	-
Organizações sem portfólio	7	-	0	-
Total	65	100,0	311	100,0
Membro Externo				
Não remunerado	27	51,9	101	40,9
Remunerado	25	48,1	146	59,1
Sem informação	6	-	64	-
Organizações sem portfólio	7	-	0	-
Total	65	100,0	311	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

3.4.2 – Contato, Distância e Estratégias de Adição de Valor

Os gestores de PE/VC têm a reputação de participar ativamente da vida das empresas do portfólio: aconselhamento, provisão de contatos (com clientes, fornecedores e organizações creditícias), definição de estratégias etc. Esse envolvimento requer contato permanente com as empresas investidas. A [Tabela 3.19](#) mostra o número médio de horas de contato entre as organizações gestoras e cada uma das empresas investidas. Isso inclui reuniões e conversas telefônicas e exclui o tempo relacionado a mensagens eletrônicas e reuniões de CA. Pode-se observar uma grande variação de padrão entre organizações gestoras. A moda da distribuição está entre cinco e 10 horas mensais despendidas por 19 gestores (34,5% do total de gestores) responsáveis por 154 negócios (51,7% do total de 298 negócios⁵⁶). Um grupo um pouco menor, 17 gestores com 71

Tabela 3.19**TEMPO DE CONTATO COM AS EMPRESAS INVESTIDAS**

Número de horas em reuniões (excluindo reuniões do conselho) e conversas telefônicas despendidas pela organização gestora com cada uma das empresas investidas. A análise contempla 55 organizações que deram a informação e possuem pelo menos uma empresa em portfólio. Não inclui PIPEs.

Tempo de contato (horas/mês/empresa)	Número de Organizações	Porcentagem	Número de Negócios	Porcentagem
0 < x ≤ 5	10	18,2	44	14,8
5 < x ≤ 10	19	34,5	154	51,7
10 < x ≤ 30	17	30,9	71	23,8
30 < x ≤ 50	3	5,5	6	2,0
50 < x	6	10,9	23	7,7
Total	55	100,0	298	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

negócios, dedica entre 10 e 30 horas por mês. No extremo superior, aparecem seis organizações gestoras (com 23 negócios) que dedicam em média mais de 50 horas mensais a cada um de seus negócios. No extremo inferior, temos 10 organizações com 44 negócios que mantêm contato inferior a cinco horas ao mês.

Completando o perfil de contato dos gestores com as empresas investidas, temos a **Tabela 3.20** reportando a frequência de contato por mensagens eletrônicas. Aqui também notamos uma grande variação de práticas. Algumas organizações (cinco com 13 negócios em portfólio) chegam a trocar mais de 100 mensagens ao mês. Outras dez, com 78 negócios em portfólio, trocam em média menos de 10 mensagens com suas investidas.

A relação próxima e freqüente requerida entre organização gestora e empresa investida coloca um limite à distância geográfica entre gestoras e investidas. Esse é o objeto das **Tabelas 3.21 e 3.22** que apresentam, respectivamente, as distâncias médias e máximas entre gestores e investidas. Para 15 organizações com 62 empresas em carteira (19,9% do portfólio global), a distância média

⁵⁶ Este total de negócios é diferente do citado anteriormente, porque algumas empresas que não responderam a esta pergunta foram excluídas da análise.

Tabela 3.20
FREQUÊNCIA DE CONTATO POR MENSAGENS
ELETRÔNICAS COM EMPRESAS INVESTIDAS

Distribuição das organizações gestoras segundo a frequência de contato por mensagens eletrônicas com empresas investidas. Considera apenas organizações com pelo menos uma empresa em portfólio. Não inclui PIPEs.

Número de mensagens (mensagens/empresa/mês)	Número de Organizações	%	Número de Negócios	%
0	5	8,6	19	6,1
0 < x < 5	2	3,4	8	2,6
5 < x < 10	3	5,2	51	16,4
10 < x < 20	19	32,8	125	40,1
20 < x < 35	17	29,3	68	21,9
35 < x < 50	3	5,2	10	3,2
50 < x < 100	4	6,9	17	5,5
x ≥ 100	5	8,6	13	4,2
Orgs. sem portfólio	7	-	0	-
Total	65	100,0	311	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

não passa de 10 Km (Tabela 3.21). No outro extremo, identifica-se um grupo de 10 gestores com 65 empresas em carteira (20,9% dos negócios) para os quais a distância média é superior a 500 Km.⁵⁷ Esse quadro é complementado com as distâncias máximas (Tabela 3.22). Um grupo de 15 gestores nunca se locomove por mais de 50 Km para visitar um de seus 43 negócios. Por outro lado, longas distâncias são comuns na indústria: 29 gestores (com 197 negócios) possuem investimentos em pelo menos uma empresa que dista mais de 500 Km do escritório de sua organização mais próximo.

Uma das maneiras pelas quais o gestor de PE/VC pode adicionar valor às empresas investidas é a exploração de possíveis sinergias que possam existir entre as diversas empresas investidas. A troca de informação, de experiên-

⁵⁷ Deve-se considerar que a distância média pode ser condicionada por uns poucos investimentos. Por exemplo, um gestor de São Paulo que tenha cinco investidas, sendo todas vizinhas e apenas uma em Fortaleza, apresentará uma distância média de 500Km.

Tabela 3.21
DISTÂNCIA MÉDIA ENTRE ORGANIZAÇÕES GESTORAS
E EMPRESAS INVESTIDAS

As organizações responderam à pergunta: “com relação à distância entre os escritórios de sua organização de PE/VC e as sedes das empresas em portfólio, qual a distância média?” A análise contempla apenas 58 das 71 organizações gestoras, tendo em vista a exclusão de PIPEs e de gestores sem empresas em carteira.

Distância Média (Km)	Número de Organizações	%	Número de Negócios	%
0 < x ≤ 10	15	25,9	62	19,9
10 < x ≤ 25	6	10,3	25	8,0
25 < x ≤ 50	5	8,6	30	9,6
50 < x ≤ 100	5	8,6	21	6,8
100 < x ≤ 250	6	10,3	38	12,2
250 < x ≤ 500	11	19,0	70	22,6
500 < x ≤ 1.000	7	12,1	61	19,6
1.000 ≤ x	3	5,2	4	1,3
Total	58	100,0	311	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Tabela 3.22
DISTÂNCIA MÁXIMA ENTRE ORGANIZAÇÕES GESTORAS
E EMPRESAS INVESTIDAS

As organizações responderam à pergunta: “com relação à distância entre os escritórios de sua organização de PE/VC e as sedes das empresas em portfólio, qual a distância máxima?” A análise contempla apenas 58 das 71 organizações gestoras, tendo em vista a exclusão de PIPEs e de gestores sem empresas em carteira.

Distância Média (Km)	Número de Organizações	%	Número de Negócios	%
0 < x ≤ 10	10	17,2	27	8,7
10 < x ≤ 25	3	5,2	9	2,9
25 < x ≤ 50	2	3,4	7	2,3
50 < x ≤ 100	3	5,2	13	4,2
100 < x ≤ 250	1	1,7	3	1,0
250 < x ≤ 500	10	17,2	55	17,7
500 < x ≤ 1.000	16	27,7	69	22,1
1.000 ≤ x	13	22,4	128	41,1
Total	58	100,0	311	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

cia e de conselhos entre empresários pode ser de grande valia. No entanto, é preciso que haja o fator confiança. A afiliação a uma instituição comum pode promover a confiança e a cooperação entre empresários. Nesse sentido, algumas organizações de PE/VC promovem conferência entre os CEOs das empresas investidas. A **Tabela 3.23** mostra que essa estratégia é perseguida por 26 organizações gestoras que detêm 155 negócios em portfólio.

Tabela 3.23**CONFERÊNCIA ENTRE CEOs DE EMPRESAS DO PORTFÓLIO**

Distribuição das organizações gestoras segundo o hábito de realizar ou não conferências entre os CEOs das empresas em portfólio. Valores entre parênteses representam porcentagem em relação ao total válido. Não inclui PIPEs.

Realiza Conferência entre CEOs	Número de Organizações	Comprometimento (US\$ bilhões)	Número de Negócios
Sim	26 (43,3)	2,10 (41,8)	155 (50,8)
Não	34 (56,7)	2,92 (58,2)	150 (49,2)
Sem informação	5 -	0,05 -	6 -
Total	65 (100,0)	5,07 (100,0)	311 (100,0)

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

4

A GOVERNANÇA ENTRE GESTORES E INVESTIDORES

A duração do ciclo de investimento de PE/VC é longa e pode facilmente consumir sete anos antes do seu principal evento de liquidez. O reflexo disso para o investidor é um prazo de comprometimento longo (raramente inferior a oito anos e com possibilidade de prorrogação), uma posição ilíquida e muito pouco controle sobre a gestão dos investimentos. Desse modo, os investidores ficam sujeitos a possíveis comportamentos oportunistas dos gestores (a exceção a isso são as organizações afiliadas a instituições financeiras, *corporate ventures* e alguns fundos estruturados como *holdings*, nos quais os investidores mantêm forte controle sobre a gestão.) Nesse ambiente típico da indústria de PE/VC, torna-se essencial que o desenho da governança dos veículos minimize potenciais conflitos entre investidores e gestores. Este capítulo trata exatamente da governança dos veículos de investimentos, e.g., duração dos veículos, processo de investimento, relação entre veículos distintos, remuneração de gestores e demais temas relacionados.

4.1 – Duração dos Veículos de Investimento

A **Tabela 4.1** contém o prazo de duração dos 97 veículos pesquisados no Censo. Nota-se que a maioria dos veículos têm duração entre sete e 10 anos. Os modelos de contrato mais comuns prevêem sete ou oito anos (24 veículos, representando 23,2% do capital comprometido) ou nove e 10 anos de duração (33 veículos que representam 47,8% do capital comprometido). Pode-se também notar uma pequena concentração de veículos com prazo entre 16 e 20 anos (sete veículos, representando 5,2% do capital comprometido). Esses veículos normalmente têm seu foco em infra-estrutura e concessões públicas, em que o prazo de maturação é notoriamente longo. Finalmente, 24 veículos, que representam 18,4% do capital comprometido, não possuem duração definida. A **Tabela 4.2** complementa a informação sobre prazo de duração mostrando que a maioria dos veículos prevê a possibilidade de extensão do prazo: apenas 13 veículos com duração definida não prevêem extensão de prazo. O prazo de extensão mais freqüente é de dois anos.

Tabela 4.1

PRAZO DE DURAÇÃO DOS VEÍCULOS DE INVESTIMENTO

Número de veículos e capital comprometido segundo o prazo original do veículo. Não foi contabilizado o eventual período de prorrogação.

Prazo de Duração (anos)	Número de Veículos	% Acumulada (veículos)	Capital Comprometido (US\$ bilhões)	% Acumulada (capital)
5 e 6	9 (9,4)	9,4	0,30 (5,4)	5,4
7 e 8	24 (24,7)	34,1	1,29 (23,2)	28,6
9 e 10	33 (34,0)	68,1	2,67 (47,8)	76,4
16 a 20	7 (7,2)	75,3	0,29 (5,2)	81,6
Sem prazo	24 (24,7)	100,0	1,03 (18,4)	100,0
Total	97 (100,0)	- -	5,58 (100,0)	- -

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Tabela 4.2
DURAÇÃO E POSSIBILIDADE DE EXTENSÃO

Distribuição dos veículos segundo o prazo de duração e o período de extensão que pode ser aplicado ao prazo.

Prazo (anos) de Extensão de Duração	Número de Anos							Extensão Indefinida	Total
	1	2	3	4	5	6	10		
5 e 6	1	3	2	2	-	-	-	1	9
7 e 8	1	20	1	-	-	-	-	2	24
9 e 10	1	18	-	1	6		1	6	33
16 a 20	-	1	-	-	-	2	-	4	7
Duração indefinida	-	-	-	-	-	-	-	24	24
Total	3	42	3	3	6	2	1	37	97

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

4.2 – Governança do Processo de Investimento

O grau de delegação no processo de seleção de investimentos varia significativamente entre os veículos. O investidor pode ter grande ou nenhuma influência sobre a decisão de investir nas empresas-alvo do veículo. Nos veículos do tipo *blind pool*, os gestores tomam a decisão em nome dos investidores, sendo mínima a influência do investidor (possivelmente a participação em um conselho consultivo com o direito de veto em algumas matérias). Nos veículos em que o investidor participa do comitê de investimento, aqui denominados *veículos com comitês participativos*, os investidores podem influenciar a escolha das empresas que comporão o portfólio. Esse poder varia de acordo com o quorum e a qualificação de *maioria* para a tomada de decisão (maioria simples, maioria absoluta, unanimidade etc.). Por sua vez, os veículos denominados *pledge funds* dão ao investidor a opção de, individualmente, participar ou não de cada um dos investimentos estruturados pelos gestores. Embora essa estrutura se assemelhe aos chamados *club deals* – em que negócios são identificados por um intermediário e oferecidos a potenciais investidores – a prin-

cipal diferença é que no *pledge fund* os investidores já estão comprometidos com um veículo de investimento, e o gestor tem a função de identificar e oferecer negócios para esse grupo restrito de investidores, sendo remunerado por isso e tendo plena responsabilidade fiduciária. Finalmente, nos *corporate ventures e holdings*, em que as noções de veículo e organização gestora se confundem, a decisão pode caber à diretoria ou a um conselho específico integrado por pessoas da organização-mãe. Em outras palavras, há *controle total do investidor*.

A **Tabela 4.3** apresenta a distribuição dos veículos segundo o critério de aprovação de investimentos. Pode-se notar que os veículos do tipo *blind pool*, apesar de representarem apenas 29% da amostra, detêm 60% do **capital comprometido**.⁵⁸ Por outro lado, os veículos que possuem comitê participativo são mais comuns e ocorrem em 57,1% dos casos. Entretanto, representam apenas 25,8% do capital comprometido.

Ainda sobre a participação do investidor na seleção de oportunidades de investimento, as organizações gestoras foram indagadas quanto à realização de encontros entre investidores e empresas candidatas a receber investimentos dos fundos. Tendo em vista a existência de comitês participativos em que o gestor opina quanto à realização dos investimentos, o contato com empresas na fase de seleção permite que o investidor conheça de perto a empresa e sua equipe gerencial, permitindo, assim, uma decisão mais informada no comitê. Como se observa pela **Tabela 4.4**, 44,5% das organizações ativas na busca de investimentos realiza esse tipo de encontro, sendo que para 35,6% este tipo de encontro deve ocorrer obrigatoriamente antes que a empresa entre para o portfólio de negócios do fundo. Por outro lado, é notório que 55,5% das organizações não promovem esse tipo de encontro.

⁵⁸ Deve-se notar que entre os veículos *blind pool* encontram-se os voltados a investimentos em regiões mais amplas do que o Brasil. Ou seja, existe uma probabilidade alta de que apenas uma parcela do capital comprometido nestes veículos seja investida no Brasil. Mesmo excluindo esses veículos, verificou-se a predominância dos veículos do tipo *blind pool* em termos de capital comprometido.

Tabela 4.3
CRITÉRIO DOS VEÍCULOS PARA
APROVAÇÃO DOS INVESTIMENTOS

Número de veículos de investimento segundo o modelo de aprovação de novos investimentos. Valores entre parênteses representam porcentagem em relação ao total.

Nível de Delegação	Número de Veículos	Comprometimento (US\$ bilhões)
<i>Blind pool</i>	27 (29,0)	3,27 (60,0)
Controle total do investidor	7 (7,5)	0,51 (9,3)
Comitê Maioria simples do capital	23 (24,8)	0,61 (11,2)
Comitê Maioria qualificada	17 (18,3)	0,47 (8,6)
Comitê Unanimidade	13 (14,0)	0,33 (6,0)
<i>Pledge fund</i>	6 (6,4)	0,27 (4,9)
não se aplica/sem informação	4 -	0,12 -
Total	97 (100,0)	5,58 (100,0)

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Tabela 4.4
ENCONTROS ENTRE INVESTIDORES E EMPRESAS
DURANTE PROCESSO SELETIVO

Distribuição das organizações gestoras segundo realização de encontros entre investidores e empresas durante o processo seletivo de oportunidades de investimento. Considera apenas organizações ativas na busca de oportunidades de investimento. Não inclui PIPEs.

O Encontro é ...	Número de Organizações	Porcentagem	Comprometido (US\$ milhões)	Porcentagem
Obrigatório	16	35,6	0,60	15,0
Ocasional	4	8,9	1,17	29,3
Nunca ocorre	25	55,5	2,23	55,7
Sem informação	5	-	0,07	-
Org. inativas	15	-	1,00	-
Total	65	100,0	5,07	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Como já mencionado, de acordo com a natureza do ciclo de investimentos de PE/VC, os investidores podem ficar sujeitos a possíveis comportamentos oportunistas das organizações gestoras. Nesse ambiente, o contato direto entre os investidores de PE/VC e as empresas do portfólio pode ser um importante mecanismo de monitoramento para os investidores. Gestores que estejam desempenhando bem seu papel podem se beneficiar desses encontros para demonstrar aos investidores os resultados ainda não realizados de seu trabalho. Já nos casos em que o gestor esteja sendo ineficiente, o investidor tem a oportunidade de identificar eventuais falhas cometidas pelo gestor na administração dos investimentos. A **Tabela 4.5** mostra que 29 organizações gestoras (cerca de metade das organizações gestoras que possuem pelo menos uma empresa em portfólio) promovem encontros entre investidores e empresas investidas. Outras 26 organizações revelaram que não realizam esse tipo de interação. Essa proporção permanece semelhante quando medida pelo número de empresas no portfólio. Aparentemente, o encontro entre investidores e essas empresas não ocorre com muita frequência. Para quase 70% dos que realizam encontros, a frequência não passa de duas vezes ao ano. Já para um grupo reduzido de

Tabela 4.5
ENCONTROS ENTRE INVESTIDORES DOS VEÍCULOS E
EMPRESAS INVESTIDAS

Distribuição das organizações gestoras segundo o número de encontros que promovem anualmente entre seus investidores e as empresas do portfólio. Considera apenas organizações com pelo menos uma empresa em portfólio. Não inclui PIPEs.

Número de Encontros ao Ano	Número de Organizações	%	Número de Negócios	%
0	26	47,2	136	45,9
0 < x ≤ 2	20	36,4	93	31,3
2 < x ≤ 4	4	7,3	58	19,5
4 < x ≤ 6	1	1,8	1	0,3
6 < x < 12	0	0,0	0	0,0
x ≥ 12	4	7,3	9	3,0
Sem informação	3	-	14	-
Orgs. sem portfólio	7	-	0	-
Total	65	100,0	311	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

quatro organizações gestoras, essas reuniões acontecem mais de 12 vezes ao longo do ano.

Para incentivar o gestor a realizar os investimentos em prazo adequado, é comum a inclusão de cláusulas no regulamento do fundo estabelecendo um período de investimento (prazo para seleção de empresas e primeiro aporte de capital). No contrato mais freqüente, durante a vigência do prazo, o gestor costuma ser remunerado com base no capital comprometido para investimento. Findo o período, nenhum novo investimento pode ser contratado, e a taxa de administração passa a incidir sobre o capital que de fato foi investido em empresas. Conseqüentemente, o gestor tem o incentivo de criar o portfólio de empresas dentro do prazo de investimento. Conforme a **Tabela 4.6**, apenas 52 veículos têm tal prazo estipulado (muito embora tais

Tabela 4.6
PERÍODO DE INVESTIMENTOS

Descrição dos veículos segundo o prazo de investimento em anos. Valores entre parênteses representam porcentagem em relação ao total.

Período de Investimento (anos)	Número de Veículos	Comprometimento (US\$ milhões)
Sem período de investimento	45 (46,4)	1,85 (33,2)
6	2 (2,1)	0,78 (14,0)
5	14 (14,4)	1,50 (26,9)
4	14 (14,4)	0,72 (12,9)
3	18 (18,6)	0,61 (10,9)
2	4 (4,1)	0,12 (2,1)
Total	97 (100,0)	5,58 (100,0)

veículos representem 66,8% do capital comprometido). Mais frequentemente, o prazo de investimento varia entre três e cinco anos.

O último aspecto da governança do processo de investimento a ser abordado é a autoridade sobre a decisão de saída (Tabela 4.7). Observa-se que em 36 veículos com 64,5% de todo o capital comprometido, os gestores decidem sobre o processo de saída. O comitê de investimentos tem autoridade sobre a saída em 30 veículos; no entanto, o montante de capital comprometido nesses veículos é de apenas 16,5%. Em outros 27 veículos que representam 15,7% do capital comprometido, a decisão é conjunta de gestores e investidores. Este quadro sugere um modelo no qual gestores com maior reputação e maior volume de capital comprometido governam o processo de saída e gestores com menor reputação e menor volume de capital comprometido dividem com os investidores a autoridade sobre o processo de saída.

4.3 – Remuneração das Organizações Gestoras

Em geral, a remuneração dos gestores inclui dois componentes: um percentual fixo incidente sobre o capital comprometido ou investido denominado taxa de administração (*management fee*) e um variável denominado taxa de performance (*carried interest*). A taxa de administração normal-

Tabela 4.7
AUTORIDADE SOBRE A DECISÃO DE SAÍDA

Autoridade	Número de Veículos	% Válida	Comprometimento (US\$ bilhões)	% Válida
Gestores	36	37,5	3,52	64,5
Comitê de investimentos	30	31,3	0,90	16,5
Gestores e investidores	27	28,1	0,86	15,7
Decisão de diretoria	3	3,1	0,18	3,3
Sem informação	1	-	0,12	-
Total	97	100,0	5,58	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

mente é vista como a fonte de recursos para cobrir as despesas administrativas das organizações gestoras do veículo de PE/VC (funcionários, consultores, componente fixo da remuneração dos gestores etc.).

O montante sobre o qual a taxa de administração incide pode variar ao longo da vida do veículo. Frequentemente, durante a vigência do período de investimento, a taxa de administração incide sobre o capital comprometido. Após o período de investimento, a taxa usualmente declina e passa a incidir ou sobre o custo do investimento ou sobre o valor do investimento nas empresas investidas do veículo (*net asset value*). Para vários veículos, tais como *holdings*, *corporate ventures* e veículos cativos de instituições financeiras, a taxa de administração não faz sentido, uma vez que as despesas administrativas são cobertas pela própria instituição-mãe. Tais organizações costumam orçar as despesas administrativas e submetê-las a aprovação da instituição patrocinadora.

A taxa de performance normalmente incide somente sobre o que exceder uma taxa-piso (*hurdle rate*), mas pode ser paga de diversas maneiras: 1) sobre investimentos individuais (*deal-by-deal basis*): nesse caso os investidores estabelecem uma taxa-piso (*hurdle rate* ou *preferred rate*), e a taxa de performance incide apenas sobre a parte do retorno auferido que exceder a taxa-piso e será paga somente após os investidores haverem recebido o capital aportado remunerado à taxa-piso. Caso a taxa de retorno obtida sobre um investimento em particular no momento da saída seja menor que a taxa-piso, os gestores não recebem remuneração a título de performance sobre aquele investimento; 2) método da agregação (*aggregation method*): consiste no pagamento da performance sobre o agregado da carteira de investimentos.

Existem duas formas para a execução do pagamento de performance. Na primeira, o gestor passa a receber por performance após a totalidade do capital comprometido ter sido devolvida aos investidores. Na segunda, o gestor passa a receber performance somente após o valor dos investimentos da carteira ter atingido o custo dos investimentos acrescidos de um percentual pré-pactuado

(distribuição aos investidores antes da **taxa de performance**).⁵⁹ Em quaisquer desses casos, o pagamento da performance dos gestores somente será efetivado após o cumprimento das metas de remuneração para os investidores do fundo estabelecidas no regulamento do veículo (*remuneração preferencial*, ou *preferred return*). Em alguns casos, após o cumprimento dessas metas, todos os proventos advindos das saídas de investimentos são destinados integralmente ao pagamento dos gestores até que a divisão de retornos pactuada entre gestores e investidores atinja a razão preestabelecida no regulamento (essa regra é denominada em inglês *catch up once preferred return is met*). Em outros casos, os proventos após o pagamento da remuneração preferencial são distribuídos proporcionalmente entre gestores e investidores, e somente no final é feito o ajuste para compensar os gestores pela parcela dos resultados que ainda não lhes tiver sido paga.

As Tabelas 4.8 a 4.19 apresentam as estatísticas sobre as taxas de remuneração pagas aos gestores dos veículos de investimentos e sobre a utilização da cláusula de *catch-up*. Na Tabela 4.8, observa-se que 25 (27,8% dos veículos e 20,6% do capital comprometido na indústria) não prevêem uma taxa de administração. Em 74,4% dos veículos (correspondendo a 87,1% do capital), a taxa não excede os 2%. Em somente 23 veículos (25,6% dos veículos correspondendo a 12,9% do capital) a taxa de administração é superior a 2%. A moda estatística da taxa de administração praticada é 2% (29 veículos).

A Tabela 4.9 contém um detalhamento da cobrança de taxa de administração por estrutura jurídica do veículo. Observa-se que das LPs, pouco mais de 25% utiliza a técnica de orçamento (a contribuição referente às taxas de administração é definida *a posteriori*) ou simplesmente não cobram a taxa de administração. Todos os veículos enquadrados em alguma instrução CVM cobram taxa de administração. Dentre os demais (veículos do tipo *holdings*, alocações orçamentárias e os veículos que se enquadram na categoria *outras*), 79,2% não cobram uma taxa de administração definida.

⁵⁹ Nos Estados Unidos, freqüentemente a taxa pré-pactuada é de 20%. Para maiores detalhes ver Paul Gompers e Josh Lerner (2002) *The Venture Capital Cycle*, pags. 57-94, MIT Press, Cambridge, Mass.

Tabela 4.8
TAXA DE ADMINISTRAÇÃO

Valores entre parênteses representam porcentagem em relação ao total

Taxa (porcentagem)	Número de Veículos	Porcentagem Acumulada (veículos)	Capital Comprometido (US\$ bilhões)	Porcentagem Acumulada (capital)
Sem taxa	25 (27,8)	27,8	0,95 (20,6)	20,6
0 < x ≤ 0,5	3 (3,3)	31,1	0,04 (0,9)	21,5
0,5 < x < 1	2 (2,2)	33,3	0,25 (5,4)	26,9
1 < x < 1,5	7 (7,8)	41,1	1,38 (29,9)	56,8
1,5 < x < 2	30 (33,3)	74,4	1,40 (30,3)	87,1
2 < x < 3	21 (23,3)	97,7	0,59 (12,7)	99,8
3 < x	2 (2,3)	100,0	0,01 (0,2)	100,0
Sem informação	7 -		0,96 -	
Total	97 (99,9)		5,58 (100,0)	

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Tabela 4.9
TAXA DE ADMINISTRAÇÃO POR ESTRUTURA LEGAL DOS VEÍCULOS

Valores entre parênteses representam porcentagem em relação ao total.

Cobrança de Taxa	Estrutura Legal			Total
	CVM	LP	Outras	
Não	- -	6 (22,2)	19 (79,2)	25 (26,3)
Sim	44 (100,0)	21 (77,8)	5 (20,8)	70 (73,3)
Sem informação	- -	2 -	- -	2 -
Total	44 (100,0)	29 (100,0)	24 (100,0)	97 (100,0)

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

A **Tabela 4.10** mostra que existe uma grande variação na base sobre a qual incide a taxa de administração. Mais frequentemente (26 veículos, correspondendo a 43,8% do capital comprometido), a taxa de administração incide sobre o valor do capital comprometido. Em nove veículos (4,2% do capital), a taxa incide sobre o capital integralizado; em seis veículos (17,4% do capital), sobre o custo dos investimentos, e em 12 veículos (7,1% do capital), sobre o valor de mercado dos investimentos. Em alguns outros veículos, a taxa de administração muda após o final do período de investimentos. Por exemplo: em oito veículos, a taxa incide inicialmente sobre o capital comprometido e posteriormente sobre o valor de mercado dos investimentos.

A **Tabela 4.11** apresenta a distribuição de taxa de performance. Observa-se que a taxa de performance predominante na indústria é de 20% (63,7% dos veículos, representando 76,8% do capital comprometido). É também relevante observar que 29,8% dos veículos, representando 20,5% do capital comprometi-

Tabela 4.10**BASE DE CÁLCULO DA TAXA DE ADMINISTRAÇÃO**

Distribuição dos veículos de investimento segundo a base de cálculo para o valor cobrado a título de taxa de administração. Para um número de veículos, a base altera-se ao término do período de investimento.

Base de Cálculo		Número de veículos	% Válida	Comprometimento (US\$ bilhões)	% Válida
Durante Período de Investimento	Após Período de investimento				
Comprometido	Comprometido	26	37,7	1,66	43,8
Comprometido	Integralizado	2	2,9	0,25	6,6
Comprometido	Valor de mercado dos investimentos	8	11,6	0,24	6,3
Comprometido	Custo dos Investimentos	2	2,9	0,36	9,5
Integralizado	Integralizado	9	13,0	0,16	4,2
Custo dos Investimentos	Custo dos Investimentos	6	8,7	0,66	17,4
Valor de mercado dos investimentos	Valor de mercado dos investimentos	12	17,4	0,27	7,1
Orçamento de Despesas	Orçamento de Despesas	2	2,9	0,10	2,7
Outros		2	2,9	0,09	2,4
Sem informação		28	-	1,79	-
Total		97	100,0	5,58	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

do na indústria, indicaram não haver cobrança de taxa de performance. São quatro os veículos (4,3% dos veículos, representando 2,4% do capital comprometido) que prevêem taxas inferiores a 20%. São apenas dois os casos em que a taxa de performance supera os 20%.

A **Tabela 4.12** contém um detalhamento da cobrança de taxa de performance por estrutura jurídica do veículo. Em 29,5% dos veículos, não há estabelecimento de taxa de performance. Isso, no entanto, não representa inexistência de incentivos aos gestores baseados em performance, pois dos 28 veículos que não pagam taxa de performance 20 são *holdings* e seis são *limited partnerships* (nesses casos, os gestores normalmente detêm parcela do capital). O modelo de taxa de performance é absolutamente predominante nos veículos CVM (95,5% dos casos) e nas *limited partnerships* (77,8% dos casos). Isso sugere uma forma de alinhamento de interes-

Tabela 4.11
TAXA DE PERFORMANCE DOS VEÍCULOS DE INVESTIMENTO

Valores entre parênteses representam porcentagem em relação ao total.

Taxa (porcentagem)	Número de Veículos	% Acumulada	Capital Comprometido (US\$ bilhões)	% Acumulada
Sem taxa	28 (29,8)	29,8	0,96 (20,5)	20,5
6,0	1 (1,1)	30,9	0,03 (0,6)	21,1
10,0	2 (2,1)	33,0	0,01 (0,3)	21,4
12,0	1 (1,1)	34,1	0,07 (1,5)	22,9
20,0	60 (63,7)	97,8	3,60 (76,8)	99,7
22,5	1 (1,1)	98,9	0,01 (0,3)	100,0
25,0	1 (1,1)	100,0	0,00 (0,0)	100,0
Sem informação	3 -	-	0,90 -	-
Total	97 (100,0)		5,58 (100,0)	

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Tabela 4.12
COBRANÇA DE TAXA DE PERFORMANCE POR
ESTRUTURA LEGAL DOS VEÍCULOS

Valores entre parênteses representam porcentagem em relação ao total.

Cobrança de Taxa	Estrutura Legal			Total
	CVM	LP	Outras	
Não	2 (4,5)	6 (22,2)	20 (83,3)	28 (29,5)
Sim	42 (95,5)	21 (77,8)	4 (16,7)	67 (70,5)
Sem informação	-	2 -	-	2 -
Total	44 (100,0)	29 (100,0)	24 (100,0)	97 (100,0)

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

ses entre a organização gestora e cotistas dos fundos de PE/VC similar à que prevalece nos EUA.

A **Tabela 4.13** apresenta uma tabulação cruzada de taxas de administração e performance. Observa-se que o modelo de remuneração mais usual na indústria de PE/VC estabelece a cobrança de uma taxa de administração de 2% sobre o capital comprometido e uma taxa de performance de 20% sobre os ganhos de capital que excederem a taxa-piso (presente em 28 veículos). No entanto, a combinação de taxa de performance de 20% e taxa de administração igual ou superior a 2,5% também é bastante freqüente (19 veículos, 21,1% dos casos declarados).⁶⁰ Podemos observar também que existe mais variação em termos de taxa de administração do que em termos de taxa de performance.

A **Tabela 4.14** apresenta as taxas-piso usuais no Brasil. Pode-se observar que predominam dois modelos: taxas denominadas em reais e pós-fixadas (com

⁶⁰ Estes percentuais devem ser examinados com cautela posto que apresentam uma fotografia de uma indústria nascente. Pesquisas internacionais indicam que as taxas de administração e performance dependem de diversos fatores, dentre os quais porte do fundo, desem-

Tabela 4.13
TAXA DE ADMINISTRAÇÃO VERSUS TAXA DE PERFORMANCE

Exclui veículos que não divulgaram taxa de administração ou taxa de performance.

Taxa de Administração	Taxa de Performance				Não declarada	Total
	Sem taxa	$6,0 \leq x < 12,0$	20	$22,5 \leq x < 25,0$		
Sem taxa	22	1	2			25
$0 < x \leq 1,0$	2	1	2			5
$1,25 \leq x < 1,75$		2	6			8
2,0	1		28			29
2,5	1		10			11
$2,8 \leq x \leq 5$	1		9	2		12
Sem informação	1		3		3	7
Total	28	4	60	2	3	97

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

indexador de preços) e taxas denominadas em dólar e pré-fixadas. Dentre os indexadores de preços, predomina o IGPM (30 dos 59 veículos que declaram uma taxa-piso, 50,9%), seguido por INPC e IPCA (ambos presentes em quatro veículos). As taxas mais comuns são 6%, quando denominada em reais, e 8%, quando denominada em dólares.

Em alguns casos, o montante relativo à taxa de administração constitui, de fato, um adiantamento aos gestores, que posteriormente é deduzido do valor bruto sobre o qual incide a taxa de performance. Em outros, a taxa de administração se assemelha a uma despesa e não é, portanto, deduzida da taxa de performance. A [Tabela 4.15](#) mostra que na maioria dos casos (39 veículos), a taxa de administração é deduzida do montante sobre o qual incide a performance. Nesses casos, mais freqüentemente, não se atualiza o valor da taxa de administração antes de deduzi-la (27 veículos). Em outros 12 veículos, a taxa de administração é atualizada antes de ser deduzida.

A [Tabela 4.16](#) apresenta os valores da remuneração preferencial dos investidores antes do pagamento da taxa de performance aos gestores. Pode-se observar que na maioria das vezes (27 veículos), utiliza-se o sistema de pagamento de performance no momento da liquidação (saída) de cada investimento (*deal-by-*

Tabela 4.14
TAXA-PISO (*HURDLE RATE*)

Número de veículos de investimento segundo o índice e o *spread* utilizados para correção do capital investido. Utilizado como taxa de retorno preferencial antes que o gestor possa cobrar da taxa de performance

Índice	Taxa (%)	Número de Veículos	Capital Comprometido (US\$ bilhões)
IGPM	10 ou +	3	0,04 (1,3)
	8	8	0,34 (10,9)
	6	19	0,34 (10,9)
IPCA	10 ou +	4	0,24 (7,7)
INPC	6 a 12	4	0,25 (8,0)
US\$	10	3	0,76 (24,5)
	8	8	0,59 (19,0)
	6 ou	4	0,17 (5,5)
Outros		6	0,38 (12,2)
Não se aplica/ sem informação		38	2,47 -
Total		97 (100,0)	5,58 (100,0)

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

deal basis). Em 21 veículos, predomina o método da agregação (*aggregation method*): em quatro veículos, a remuneração preferencial limita-se ao capital investido, enquanto em outros 17 casos, inclui também a taxa de administração. Em 28 veículos, o regulamento não estabelece uma taxa de performance. Finalmente, a Tabela 4.17 mostra que a cláusula de *catch up* é muito pouco freqüente, pois apenas 10 veículos a aplicam.

4.4 – Solução de Conflitos

Devido à notória morosidade do Poder Judiciário, em especial no Brasil, agentes de várias atividades econômicas têm recorrido ao sistema de arbitragem

Tabela 4.15
DEDUÇÃO DA TAXA DE ADMINISTRAÇÃO DO
MONTANTE DA PERFORMANCE

Taxa (porcentagem)	Número de Veículos	% válida	Comprometimento (US\$ milhões)	% válida
Deduz-se o valor atualizado	12	18,2	934,6	24,7
Deduz-se o valor nominal	27	40,9	1.317,6	34,8
Não se deduz	27	40,9	1.529,9	40,5
Sem informação	31	-	1.794,5	-
Total	97	100,0	5576,6	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Tabela 4.16
REMUNERAÇÃO PREFERENCIAL (*PREFERRED RETURN*)

Distribuição dos veículos de investimento segundo a base de cálculo da taxa de performance.

Montante	Número de Veículos	% válida	Comprometimento (US\$ bilhões)	% válida
Capital investido	4	5,3	0,37	9,2
Capital investido + taxa de administração	17	22,4	0,53	13,2
Cobrança a cada saída	27	35,5	2,15	53,6
Sem taxa de performance	28	36,8	0,96	24,0
Não especificado/sem informação	21	-	1,57	-
Total	97	100,0	5,58	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Tabela 4.17
CLÁUSULA DE *CATCH-UP*

Distribuição dos veículos de investimento segundo a utilização de cláusula de *catch-up*. Esse dispositivo pode ser utilizado quando o investidor exige que um mínimo de capital seja devolvido antes que o gestor possa iniciar cobrança da taxa de performance. Com *catch-up*, tão logo o montante exigido pelos investidores é devolvido, o gestor passa a receber a totalidade dos recursos obtidos através de saídas até que tenha recebido montante equivalente à taxa de performance x capital devolvido aos investidores.

<i>Catch-up</i>	Número de Veículos	% válida	Comprometimento (US\$ bilhões)	% válida
Sim	10	10,8	0,59	12,9
Não	55	59,1	3,03	66,2
Sem taxa de performance	28	30,1	0,96	20,9
Sem informação	4	-	1,00	-
Total	97	100,0	5,58	100,0

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

para a solução de conflitos. Esse procedimento tem pelo menos dois benefícios: i) velocidade com que uma decisão judicialmente válida é tomada e ii) a [qualidade do julgamento](#).⁶¹

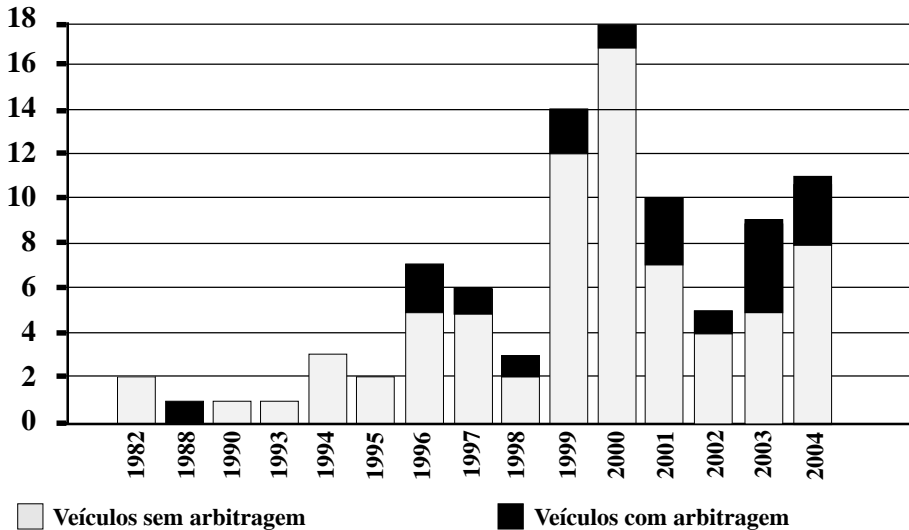
No setor de PE/VC, apenas 20 dos 97 veículos de investimento optaram por esse mecanismo para a solução de conflitos entre organizações gestoras e investidores (o [Gráfico 4.1](#) mostra o lançamento de veículos e uso de câmaras de arbitragem). Apesar do primeiro veículo de investimentos em PE/VC a adotar a arbitragem ter sido lançado em 1988, a arbitragem começou a se tornar mais frequente no Brasil e incluída nos regulamentos dos veículos de PE/VC somente a partir de 1996, quando a Lei 9.307 aboliu a necessidade de homologação judicial para as decisões arbitradas no Brasil.

Diferentemente do que se poderia imaginar, dos veículos atuantes no Brasil, aqueles com sede nos EUA são os que mais frequentemente estabelecem cláusula de arbitragem ([Tabela 4.18](#)). Dos sete veículos baseados nos EUA que foram lançados após 1995, cinco utilizam a arbitragem e são responsáveis por aproximadamente 80% de todo o capital levantado pelos sete veículos. Esse fato é surpreendente, haja vista que o poder judiciário norte-americano é considerado como um dos mais eficientes do mundo. Por sua vez, os veículos baseados no Brasil ainda não são grandes usuários da arbitragem, muito embora a Instrução CVM 391 tenha tornado obrigatório o uso da arbitragem para a solução de conflitos nos regulamentos dos veículos organizados sob sua supervisão.

As câmaras de arbitragem mais utilizadas aparecem na [Tabela 4.19](#). Como a Lei de Arbitragem no Brasil só foi sancionada em 1996, a maior parte das câmaras brasileiras foi criada no final da década de 1990. As mais antigas (e.g. CCBC) só viram o número de adesões aumentar significativamente após a aprovação da Lei 9.307. Vale mencionar que a constitucionalidade da Lei só foi ratificada pelo [Supremo Tribunal Federal em 2001](#).⁶²

penho histórico do gestor, número de fundos sob sua administração, tese de investimento do fundo etc.

Gráfico 4.1
LANÇAMENTO DE VEÍCULOS E USO DE ARBITRAGEM



Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Tabela 4.18
USO DE ARBITRAGEM SEGUNDO PAÍS DE
CONSTITUIÇÃO DO VEÍCULO

Foram considerados apenas os veículos lançados a partir de 1996 (inclusive), ano em que foi promulgada a Arbitragem no Brasil (Lei 9.307/1996). Descrição dos veículos que contêm cláusula de arbitragem no seu regulamento segundo o país onde está constituído. Entre parênteses está a proporção do número e montante de capital comprometido em relação ao total de 97 veículos.

País de Constituição	Número de Veículos com Arbitragem	Comprometimento (US\$ bilhões)
Brasil	10 (10,3)	0,27 (4,8)
Estados Unidos	5 (5,2)	0,22 (3,9)
Demais países	3 (3,1)	0,09 (1,6)
Total	18	0,58

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

Tabela 4.19
CÂMARAS DE ARBITRAGEM UTILIZADAS

Câmara de arbitragem e número de veículos que estão cadastrados. Como um veículo pode utilizar mais de uma câmara de arbitragem, a soma não guarda relação com o número total de veículos. A soma é maior do que o número de veículos, haja vista que um veículo pode subscrever a mais de uma câmara de arbitragem.

Câmara de Arbitragem	Número de Veículos	Data de Criação
Câmara de Arbitragem do Mercado (Bovespa)	6	2001
Câmara de Comércio Brasil-Canadá (CCBC)	3	1979
<i>International Court of Arbitration at the International Chamber of Commerce (ICC)</i>	2	1923
Câmara Americana de Comércio (Amcham)	2	2000
Câmara de Mediação e Arbitragem de SP (FIESP)	2	1995
<i>Centro de Arbitraje y Mediación de la Cámara de Comercio de Santiago (CAM Santiago)</i>	1	1992
Câmara não especificada	6 ^a	-
Não utiliza câmara de arbitragem	77	-

^a Um veículo especificou mais de uma câmara arbitral.

Copyright © 2005 Censo Brasileiro de PE/VC. Todos os direitos reservados.

⁶¹ Os signatários podem escolher a câmara arbitral de modo a garantir que os árbitros tenham conhecimento específico sobre os potenciais conflitos.

⁶³ Acórdão do STF publicado no Diário Oficial da União (DOU) em 30 de abril de 2004.

Apêndice 1

Lista das organizações de PE/VC com escritório nos país

ORGANIZAÇÕES GESTORAS PARTICIPANTES DA PESQUISA

Organizações Independentes	
Advent International Ltda.	Rio Bravo Investimentos S.A.
Angra Partners Consult. Empresarial e Part. Ltda.	Rio Bravo Investimentos S.A. DTVM (PIPE)
Axial Participações e Projetos Ltda.	Rosegarden Consultoria e Empreendimentos Ltda.
BPE Investimentos	SP Administração de Fundos Ltda.
Baring Latin America Partners	Stratus Investimentos Ltda.
Bassini, Playfair & Wright	TMG Participações
Bertrati Partners Ltd.	VentureLabs Brasil Emp. em Tecnologia S.A.
Busato S.A. Participações	Verticals Capital
CRP Companhia de Participações	e-Platform Venture Partners S.A.
Centerless Competence Network	Mifactory Venture Capital
DGF Decisão Gestão de Fundos	Corporate Ventures
Dynamo Administração de Recursos (PIPE)	Eastman do Brasil Ltda
Dynamo Venture Capital	Intel Capital Corp. (apenas dados públicos)
Eccelera Gestão de Participações Societárias Ltda.	Votorantim Novos Negócios Ltda.
Ecoinvest Assessoria e Desenv. de Projetos Ltda.	Afiliadas a instituições financeiras
Econergy Brasil Ltda.	ABN Amro Capital
Econotech 02 Administradora de Recursos S.A.	AIG Capital Investments do Brasil
Electra Capital Partners	Axxon Group
FAMA Investimentos Ltda. (PIPE)	BB Administração de Ativos – DTVM S.A.
FIR Capital Partners Ltda.	Banco Brascan S.A.
GP Investimentos S.A.	Banco Merrill Lynch de Investimentos S.A.
Icatu Equity Partners, L.P.	Bradesco Templeton Asset Management (PIPE)
IdeiasNet S.A.	Bradespar S.A.
Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda.	Bueninvest Representações Comerciais Ltda.
Itamby Participações e Desenvolvimento	Credit Suisse First Boston Private Equity
Jardim Botânico Partners	Darby Overseas Investment Ltd. (Mezanino)
K2 Achievements Ltda.	Darby Overseas Investment Ltd.
LAEP Gestora de Recursos Ltda.	Fator Administração de Recursos Ltda.
LatinTech Capital Participações Ltda.	Grupo Santander Banespa
MVP - Mercato Venture Partners	IdeaCapital
Oliveira Trust D.T.V.M. S.A.	Innovate (Internet Novel Technologies)
Orbe Investimentos e Participações Ltda.	J. P. Morgan Partners L.L.C.
Perroti Participações - Invest Tech	Máxima D.T.V.M. (PIPE)
Phoenix Strategic Financial Advisors Ltda.	Pactual Asset Management
Plataforma Capital Ltda.	Pactual Gestão Participativa (PIPE)
Pátria - Banco de Negócios	Setor Público
	BNDESPar (Private Equity)
	BNDESPar (Venture Capital)

