

2 Referencial Teórico

2.1. O Histórico das Participações Privadas no Brasil

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2.2. Contribuições dos Principais Estudos Sobre Participações Privadas

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

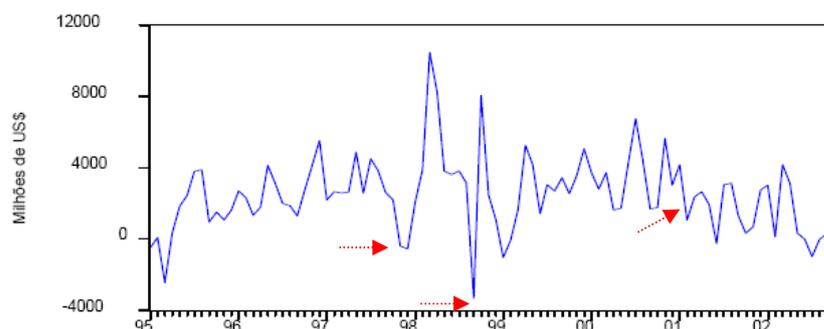
(2005). Este trabalho descreve os resultados do primeiro censo brasileiro de *private equity* e *venture capital*, mapeando todo segmento, identificando os gestores, tipos de investimento, evolução da indústria e as principais perspectivas do setor. Portanto, esse estudo é considerado um marco na pesquisa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

2.3. A Dificuldade Imposta por Fatores Macro

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

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

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



Fonte: Vieira (2003), Apêndice.

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

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

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

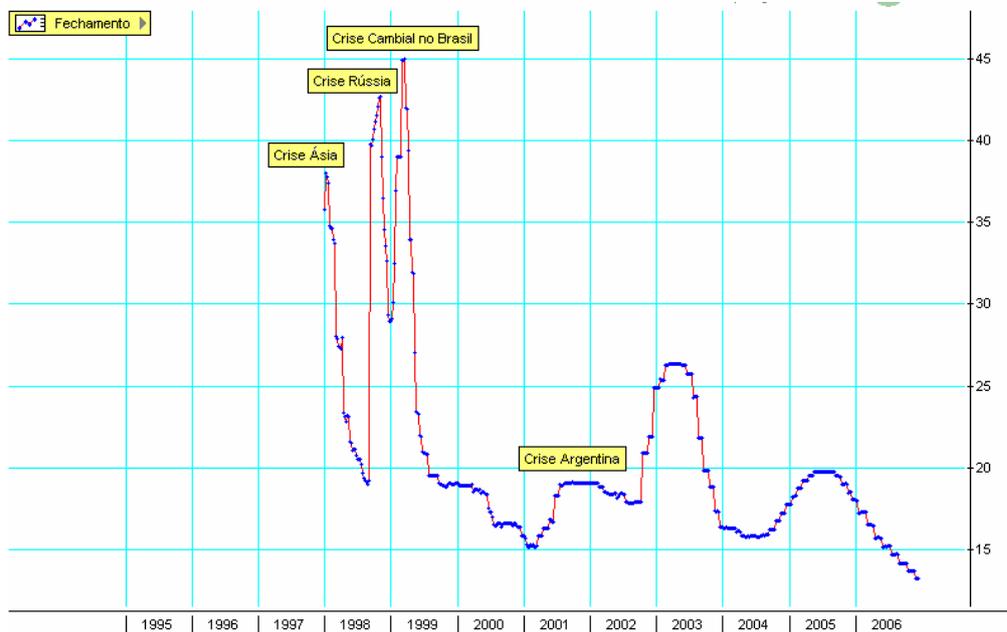
O Gráfico 4 mostra a variação da taxa de câmbio entre 1995 e 2006 e o Gráfico 5 mostra a variação da taxa de juros da economia nos períodos de mudança de planos e crises internacionais, entre 1997 e 2006.

Gráfico 4 - Variação da PTAX entre 1995 e 2006



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

Gráfico 5 - Variação da taxa Selic entre 1997 e 2006

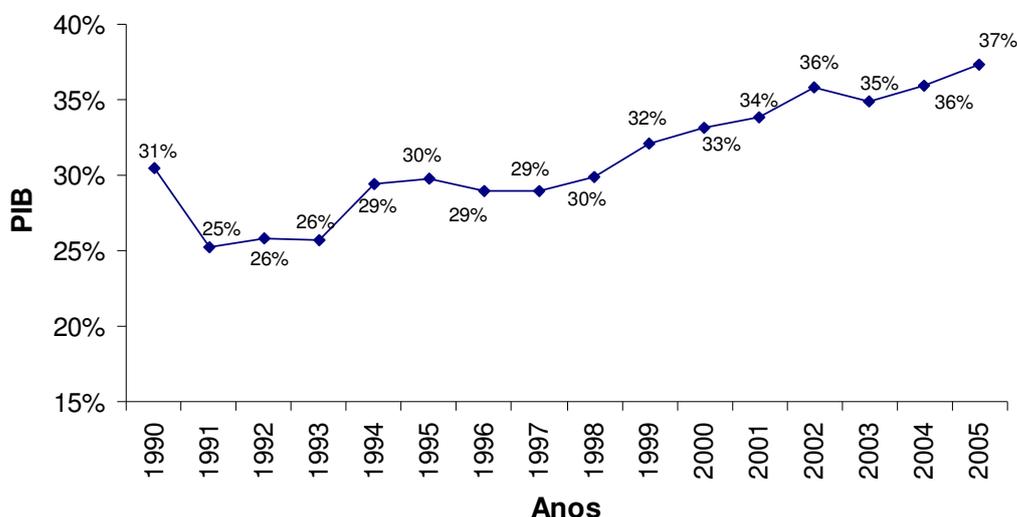


Fonte: Base de dados Econômica, sob licença da PUC-RJ, 12/12/2006.

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

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

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

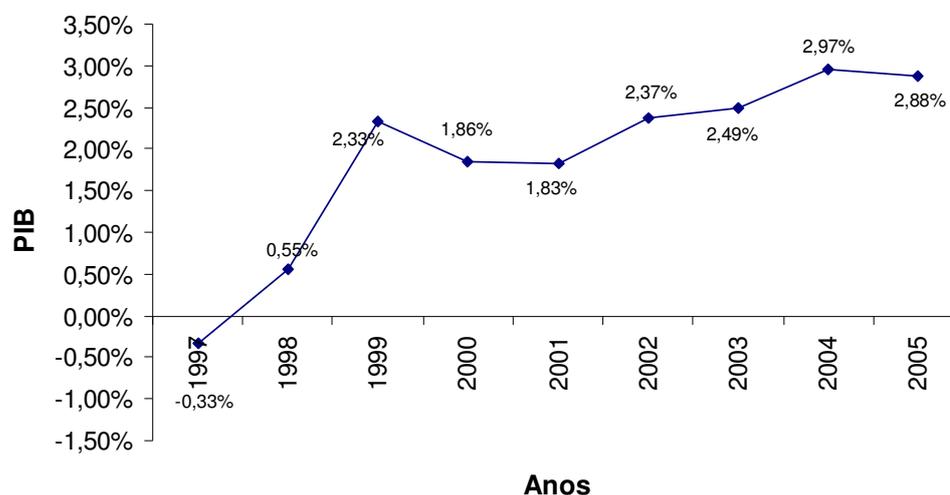


Fonte: Elaboração do autor com base nos dados da Secretaria da Receita Federal. 1990 até 1998 - Carga Tributária no Brasil 2000, Quadro 01. 1998-2005 – Estudos Tributários 11,12,13,14 e 15, da Secretaria da Receita Federal p.01.

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

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

Gráfico 7 - Evolução do superávit primário do Governo Brasileiro



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

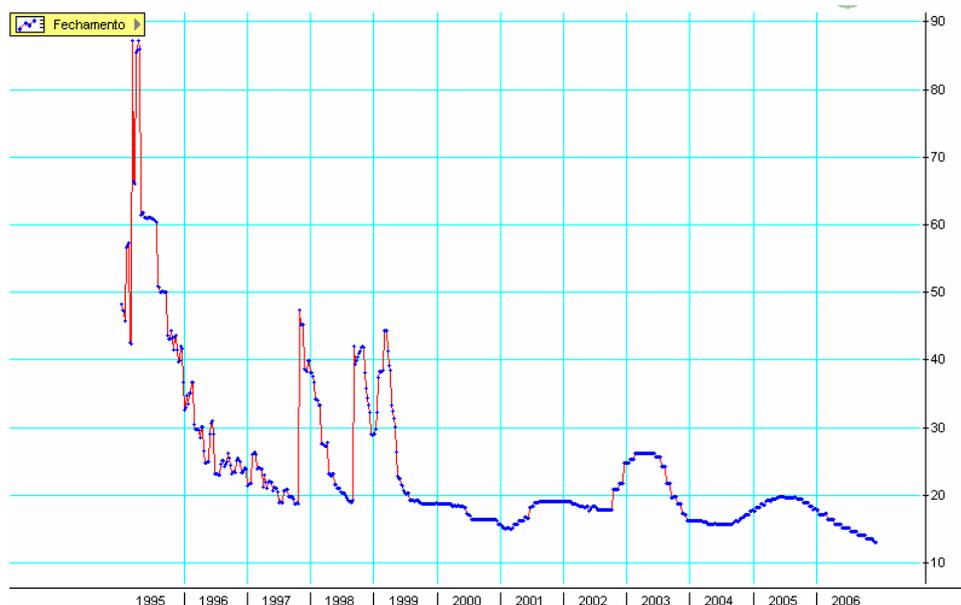
Tabela 2 - Investimento em pesquisa e desenvolvimento (P&D) por países desenvolvidos em percentual do PIB

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

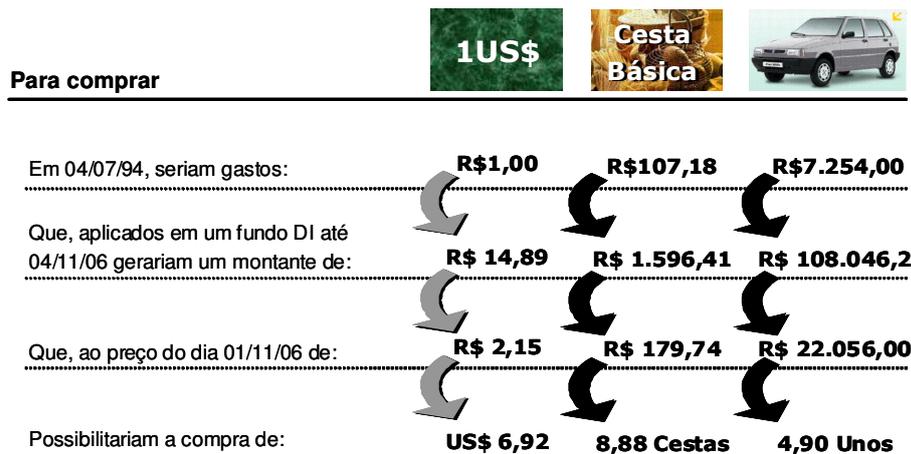
Tabela 4 - Variação da TIR em relação à proporção de capital próprio

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

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

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

Figura 1 - Paridade do poder de compra



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

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

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

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

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

2.3.1. Alternativas de Saída

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

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

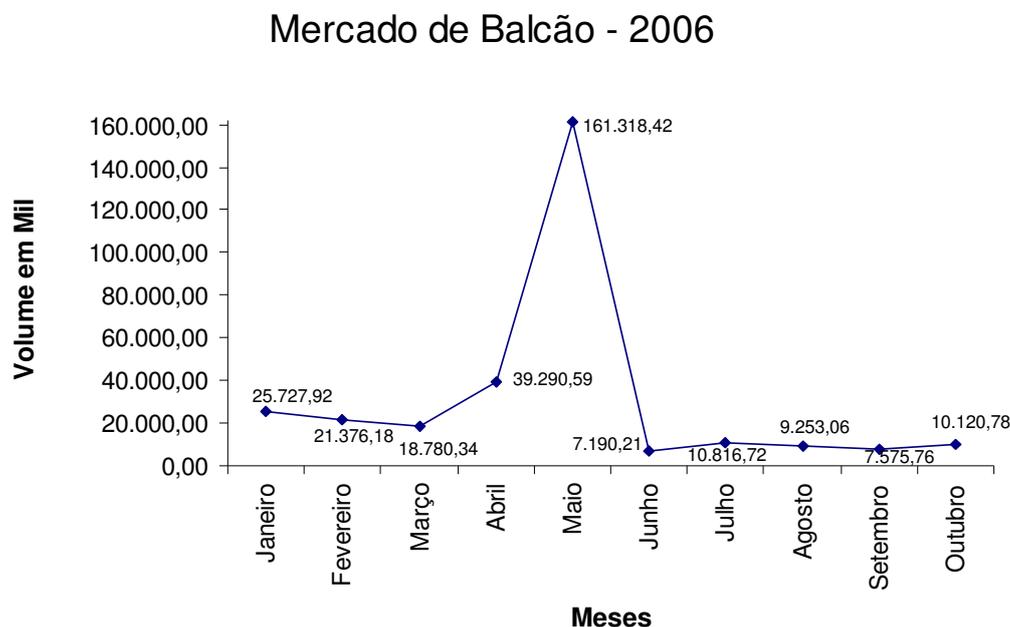
A realidade no Brasil é muito distinta, considerando o pequeno mercado de capitais que o país possui e a alta taxa de desconto que os investidores exigem das empresas pequenas e médias que abrem capital. Nem sempre a abertura é uma alternativa rentável para as participações privadas que queiram realizar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

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

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

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

Gráfico 9 - Evolução do mercado de balcão 2006



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

2.3.2. O Ambiente Regulatório

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

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

2.3.3. O Problema Fiscal

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

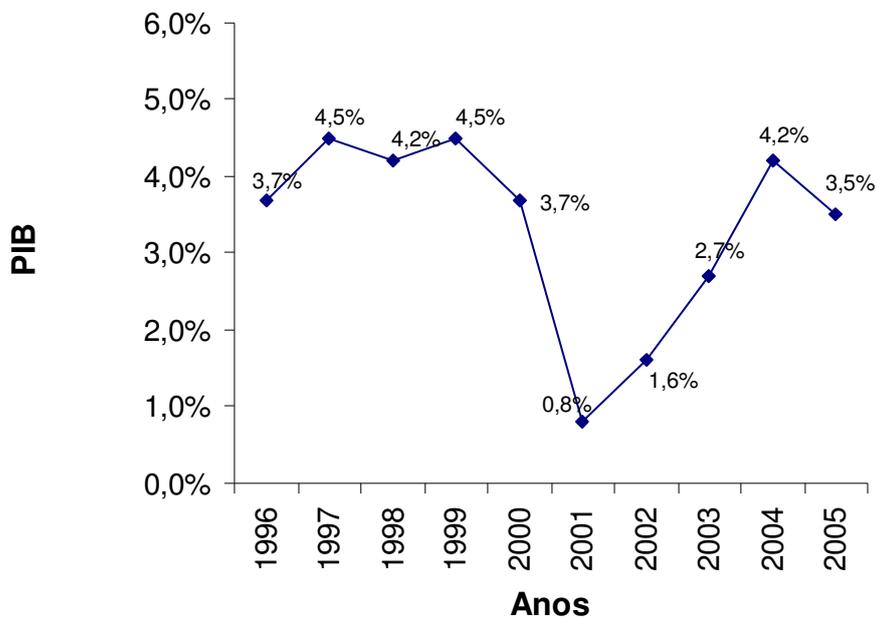
2.3.4. Relação Taxa Interna de Retorno e Produto Interno Bruto

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

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

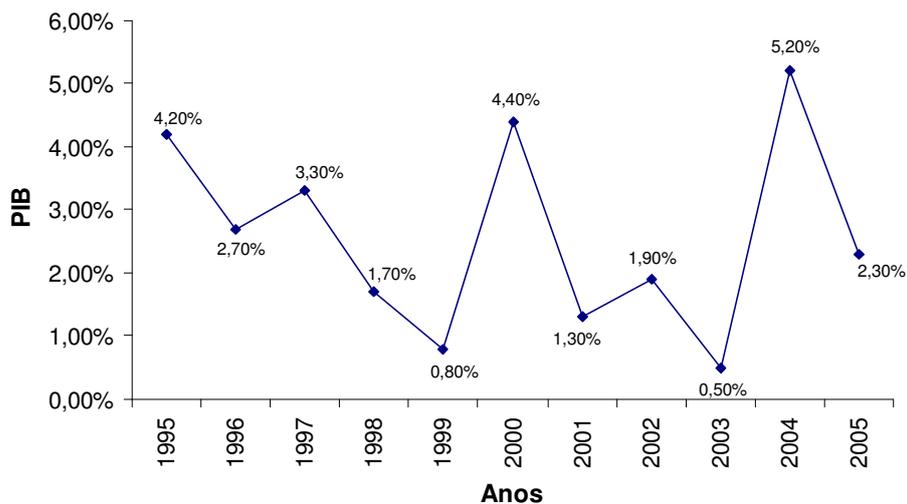
que as apuradas historicamente. Os Gráficos 10 e 11 mostram uma comparação entre o crescimento do PIB americano com o PIB brasileiro nos últimos 10 anos.

Gráfico 10 - Evolução do PIB nos EUA



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

Gráfico 11 - Evolução do PIB brasileiro



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

2.4. A Perspectiva dos Investidores Institucionais

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Tabela 10 - Metodologia para *Fair Value*

Categoria da Firma	Técnica de Avaliação
I. Empresa Listada em Mercado Líquido.	1. Preço médio de mercado do último dia do período considerado.
II. Empresa Não Listada ou Negociada em Mercados sem Liquidez que não apresentou EBITDA positivo nos últimos 24 meses.	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Fair value</i> baseado em transações com terceiros nos últimos 12 meses. 2. Valor Conservador: Custo menos os declínios em valor incluindo variação cambial. 3. Outros métodos incluindo valor de liquidação, <i>buy-back</i> e reavaliação dos ativos.
III. Empresa Não Listada ou Negociada em Mercados sem Liquidez que apresentou EBITDA positivo nos últimos 24 meses.	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Fair value</i> baseado em transações com terceiros nos últimos 12 meses. 2. <i>Fair value</i> baseado em uma fórmula como EV/EBITDA, P/E ou DCF menos os descontos apropriados para falta de liquidez, participações minoritárias etc. 3. Valores conservadores como discutido antes.
IV. Empresa Não Listada ou Negociada em Transição. Previamente na categoria III mas que vem apresentando resultados positivos.	1. Mesmo caso da categoria II exceto que o custo histórico deve ser objeto de <i>impairment</i> .

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

2.5. Questões Específicas Relacionadas ao Segmento de Participações

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

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

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

2.5.1. Modelo de Remuneração

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

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

2.5.2. Avaliação de Desempenho

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

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

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

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

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

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

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

2.5.3. Metodologias de Apresentação de Resultado dos Administradores

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

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

2.5.4. Experiência do Administrador

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

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

2.5.5. Avaliação da Empresa

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

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

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

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

2.5.6. Diluição da Participação

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

2.5.7. Falta de Capital Semente

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

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

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

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

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

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

Tabela 12 - Mortalidade de pequenas e médias empresas por idade

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

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

2.5.8. Falta de Informação e Divulgação das Participações Privadas

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

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

2.6. Aspectos Culturais que Dificultaram o Desenvolvimento das Participações Privadas

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

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

2.6.1. Relacionamento Administrador, Investidor e Empresário

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

Jornal Valor Econômico, 26 de Abril de 2004:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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