

1 O Problema

1.1. Introdução

A Indústria de Capital de Risco, representada pelos mecanismos mais comuns conhecidos mundialmente como *venture capital* e *private equity*, encontram-se em pleno funcionamento nos mercados americano e europeu. O mercado de Capital de Risco voltou a chamar atenção dos grandes investidores que, após o estouro da bolha das empresas de informática, deixaram de investir, mas hoje retornam com recursos ao segmento. Nos Estados Unidos, a captação realizada no ano de 2005 até o mês de Dezembro foi de USD 116 bilhões, seguido pelo continente Europeu, que contribuiu com USD 66 bilhões e, por fim, os recursos asiáticos, que somaram USD 19 bilhões. No total, a indústria captou, até então, USD 201 bilhões, o que mostra não só a crescente preferência dos investidores para essa modalidade de investimento, como também a importância do negócio que movimenta bilhões a cada ano.

No mercado doméstico, a indústria de Capital de Risco nasceu com as organizações de *venture capital* ainda em 1974, embora a legislação sobre tais sociedades só fosse publicada em 1986 pelo Conselho Monetário Nacional. Os fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergente, embora mais novos, têm o primeiro registro de funcionamento na Comissão de Valores Mobiliários em 1995. Portanto, no país as sociedades de capital de risco e os fundos de *private equity*, já atuam há pelo menos dez anos. Segundo Lerner (2001), a média de duração de tais modalidades de investimento é de 10 a 12 anos, o que significa que os mecanismos de participações estudados já estão em fase madura.

Dadas as restrições na política de crédito doméstica, devido não só ao custo e ao difícil acesso ao capital, como também ao alto número de empresas criadas anualmente, através do presente estudo procuro mostrar quais foram os fatores impeditivos do desenvolvimento de participações privadas no mercado nacional. O estudo pretende fornecer subsídios para que seja possível entender

quais os fatores críticos para o desenvolvimento da indústria de participações privadas no Brasil.

Os termos e as definições necessárias para o entendimento do presente estudo foram listadas no anexo do trabalho.

1.2. Objetivos

1.2.1. Objetivo Geral

O presente trabalho objetiva conhecer as principais razões do não desenvolvimento das participações privadas no mercado nacional e inferir sobre o futuro do segmento, considerando tanto instituições financeiras, como não financeiras, que administram, ou administraram participações de risco.

1.2.2. Objetivos Intermediários

Entender a distribuição dos recursos em participações privadas por estágio de desenvolvimento das empresas investidas, os gestores do segmento, experiência com participações e metodologia de saída do investimento. O mapeamento das informações permite observar como foi desenvolvido o segmento de participações privadas, como está organizado o setor atualmente no Brasil e quais são as perspectivas do segmento.

Entender a origem dos principais aspectos que afetaram o desenvolvimento das participações privadas nos últimos 16 anos. Distinguir os fatores que facilitaram e dificultaram as participações, bem como o grau de importância de cada fator.

1.3. Delimitação do Estudo

O presente estudo refere-se somente aos problemas encontrados no mercado doméstico de participações privadas, ou seja, não aborda os problemas vivenciados por estruturas do mesmo tipo em qualquer outro local, que não seja

o Brasil. Dados e estudos feitos em outros países são usados somente como fonte de comparação.

Antes da publicação da Instrução 209 da Comissão de Valores Mobiliários, o mercado já dispunha de instrumentos semelhantes aos fundos de *private equity* e *venture capital* para realização de participações privadas. Foram considerados na pesquisa os clubes de investimentos, fundos ou associações, estruturas de consórcios e empresas de participações que embora não tivessem o devido enquadramento na legislação, tinham por finalidade investimentos em participações privadas.

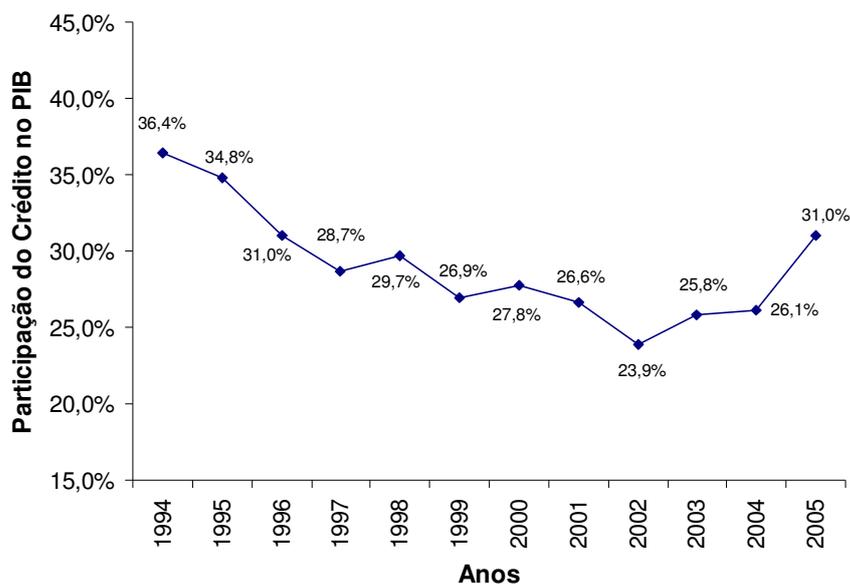
As Sociedades de Capital de Risco (SCR), organizações que atuaram de forma semelhante aos fundos de *private equity* e *venture capital*, tiveram contribuição muito relevante para o desenvolvimento do capital de risco no país, logo, também são abordados no estudo.

A pesquisa objetiva obter subsídios para entender os principais motivos do insucesso das participações privadas no país, em geral, sem se ater a casos específicos de determinados fundos ou consórcios, mesmo porque, tais investigações seriam inviáveis, em função das idiosincrasias que envolvem as estruturas dos mecanismos estudados.

1.4. Relevância do Estudo

A busca por financiamento e de recursos em organizações de fomento tem sido constante no Brasil, não só pelo alto custo de financiamento das empresas, como também pela baixa relação histórica entre crédito e Produto Interno Bruto (PIB). O Banco Central do Brasil (2006), apurou a relação crédito/PIB no ano de 2005 em 31%, nível muito baixo se comparado com demais países, tanto desenvolvidos como em desenvolvimento. O Gráfico 1 mostra a evolução do crédito em relação ao PIB entre 1994 e 2005, evidenciando uma queda e recente recuperação da participação do crédito.

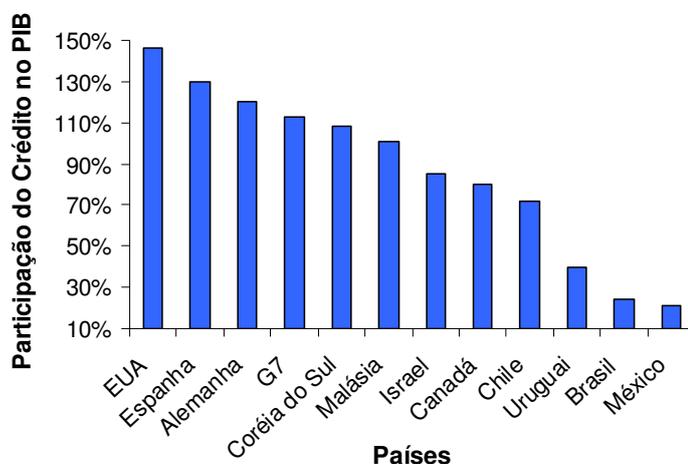
Gráfico 1 - Evolução da relação crédito/PIB no Brasil



Fonte: Banco Central do Brasil, Boletim Anual BC, Capítulo Moeda e Crédito, p.54, 2005.

O Gráfico 2 mostra a relação crédito/PIB de vários países em 2002. O Chile apresentou relação crédito/PIB de 72%, mas ainda assim foi considerada baixa em relação a países desenvolvidos como EUA, com 146% e Alemanha com 120% da relação crédito/PIB. Devido a necessidade de fomento natural de países em desenvolvimento e aos mecanismos inadequados de crédito no Brasil, as participações privadas surgem como alternativas de fomento aos empreendedores que nem sempre têm acesso aos principais canais de distribuição de recursos.

Gráfico 2 - Relação crédito/PIB em outros países e G7 em 2002



Fonte: Banco Central do Brasil. A Importância do Crédito no Consumo, Junho de 2006, p.4.

Grandes organizações existentes hoje nos Estados Unidos e países europeus são em muitos casos, oriundas de estruturas de participações privadas. O fornecimento do capital quando o empreendedor só tem uma boa idéia é condição *sine qua non* para o desenvolvimento das grandes corporações. Exemplos de grandes empresas como *Jet Blue*, *Sun Microsystems*, *Dell*, *Ebay*, *Amazon* e *Compaq*, são casos de empresas que obtiveram sucesso devido ao fomento das participações privadas. Neste sentido, é relevante o estudo do tema quando o mercado pretende desenvolver grandes corporações, principalmente no estágio embrionário e num ambiente cujo financiamento é escasso.

Os grandes investidores institucionais podem melhorar o perfil de risco e retorno de longo prazo de suas carteiras de investimento, quando optam por investir em fundos de participações privadas. O retorno fica cada vez mais atrativo, em um cenário decrescente de taxa de juros, onde as alternativas de renda fixa ficam cada vez menos interessantes, distantes da meta atuarial. Naturalmente, os investidores procurarão alternativas cuja rentabilidade sejam mais atrativas. Ainda mais relevante, é a melhoria do perfil de risco no caso específico do Brasil, onde as empresas alvo de investimento dos fundos de participações privadas, são muito novas.

Furtado & Lopes (2005) realizaram estudo sobre a carteira dos principais fundos de *private equity* e *venture capital* no Brasil. Concluíram que os ativos que compõe a carteira são mais correlacionados com ativos negociados em bolsa de valores estrangeiras do que na bolsa de valores doméstica. Isso, na prática, significa fazer investimentos com baixa correlação com o índice Bovespa ou IBRX-50, podendo ter correlação com índices como o NASDAQ, que não seria possível para os fundos de pensão, pois a legislação não permite operações diretas no exterior. Com isso, seria possível obter uma melhoria substancial no risco diversificável das carteiras de investimento dos fundos de pensão.

Nos EUA a diferença de desempenho entre administradores de recursos de renda fixa é relativamente baixa em relação aos administradores de fundos de participações privadas. (Swensen 2000)

Na década de 90, a diferença de desempenho entre os melhores 25% fundos de renda fixa e os restantes 75%, era de menos de 3% ao ano enquanto que nos fundos de participações privadas, essa diferença excedia 15% (Swensen, 2000). A escolha de gestores e fundos em mercados sem liquidez ou ineficientes, é mais importante do que em outros mercados, pois pode resultar em um rendimento significativamente diferente.

A criação e manutenção dos postos de trabalho é uma dificuldade enfrentada pelo Brasil, principalmente pelo poder público. Segundo a Estatística do Cadastro Central de Empresas do SEBRAE (1998), a participação das Micro e Pequenas Empresas, no total dos postos ocupados é de 43,8%, portanto, torna-se importante qualquer tipo de iniciativa que fomente a criação de novas e pequenas empresas, dentre elas, se destaca o *funding* que as participações privadas propiciam para essa categoria de empresa.

A formação de poupança de longo prazo é uma grande preocupação do Governo Brasileiro. A cultura de investimento nacional, que tem como principal preocupação a liquidez dos recursos, conseqüente do histórico de instabilidade econômica do país nas últimas três décadas, ainda é um paradigma que prevalece no mercado.

Nos últimos quatro anos, o Governo Brasileiro tem demonstrado, através da modificação do sistema tributário sobre investimentos com as Leis 11.033/04 e 11.053/04, que pretende estimular o poupador que tenha seus recursos aplicados por um período maior. Essa iniciativa, que torna possível pagar menos imposto de renda sobre rendimentos de aplicações de longo prazo, é um dos caminhos que o governo usa a fim de estimular a poupança de longo prazo. Os fundos de participações privadas receberam legislação específica através da Instrução CVM 363/02, com tratamento diferenciado e com o intuito de prover poupança de longo prazo e financiamento longo aos empreendedores.

Finalmente, a relevância do estudo se confirma, uma vez que participações privadas são alternativas de investimento para investidores internacionais. Através de fundos de participações, a entrada no capital social de várias empresas é facilitada, pela aquisição de uma quantidade de quotas, que representa um *portfolio* de empresas de variados setores da economia. É uma estrutura simplificada e com regras claras, padronizadas através de um regulamento de condomínio. A estrutura de fundo de participação é eficiente, uma vez que, evita a participação direta dos investidores nas empresas, gerando ganho de tempo e custos com tal estruturação.