



FACULDADE DE ECONOMIA E FINANÇAS IBMEC

RUY KAMEYAMA

VISÃO GERAL DAS ATIVIDADES DE PRIVATE EQUITY

**Monografia apresentada ao curso de
Graduação em Ciências Econômicas,
como requisito parcial para obtenção
do Grau de Bacharel**

ORIENTADOR: PROF. ROBERTO MARCOS DA SILVA MONTEZANO

RIO DE JANEIRO (RJ)

DEZEMBRO / 2001

RUY KAMEYAMA

VISÃO GERAL DAS ATIVIDADES DE PRIVATE EQUITY

Monografia apresentada ao curso de
Graduação em Ciências Econômicas,
como requisito parcial para obtenção do
Grau de Bacharel

Aprovada em dezembro de 2001.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Roberto Marcos da Silva Montezano – Orientador
Faculdades IBMEC

Prof. Dr. Antonio de Araújo Freitas Junior
Faculdades IBMEC

Prof. Marco Antonio Cunha de Oliveira
Faculdades IBMEC

Rio de Janeiro
2001

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	1
2. CARACTERÍSTICAS SINGULARES DO INSTRUMENTO <i>PRIVATE EQUITY</i> ..	4
2.1. RETORNO	5
2.2. LIQUIDEZ	8
2.3. CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS INVESTIDAS	9
2.4. PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA ADQUIRIDA	10
2.5. GESTÃO DA EMPRESA INVESTIDA	11
3. PRINCIPAIS CATEGORIAS / ESTÁGIO DE DESENVOLVIMENTO DOS INVESTIMENTOS DE <i>PRIVATE EQUITY</i>	13
3.1. EMPRESAS EM ESTÁGIO INICIAL (<i>SEED / START-UP</i>)	14
3.2. EMPRESAS EM EXPANSÃO	16
3.3. <i>BUY OUT</i>	17
3.4. OUTROS TIPOS DE EMPRESAS DESENVOLVIDAS	19
4. PRINCIPAIS ETAPAS DE UMA OPERAÇÃO DE <i>PRIVATE EQUITY</i>	21
4.1. ORGANIZAÇÃO E FORMAÇÃO DO FUNDO	22
4.2. CAPTAÇÃO DE RECURSOS	25
4.2.1. Principais investidores dos fundos de <i>Private Equity</i>	26
4.3. INVESTIMENTOS	28
4.3.1. Identificação / seleção de oportunidades	28
4.3.2. Fechamento da operação de aquisição	31
4.4. GERÊNCIA DO PORTFOLIO	34
4.5. VENDA DAS PARTICIPAÇÕES	36
4.5.1. IPO – Oferta Pública Inicial de Ações	37
4.5.2. Venda em Bloco para Investidor Estratégico	39
4.5.3. Recompra pelos Administradores	40
5. DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE <i>PRIVATE EQUITY</i>	42
5.1. ORIGENS: MERCADO NORTE AMERICANO	42
5.2. DESENVOLVIMENTO RECENTE	47
5.3. EXPECTATIVAS DE DESENVOLVIMENTO FUTURO	50
6. CONCLUSÃO	52
7. BIBLIOGRAFIA	58

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1	- TIR fundos de Private Equity vs. horizonte de tempo analisado	7
Gráfico 2	- Horizonte de investimento planejado para fundos de Private Equity na América Latina	9
Gráfico 3	- Participação acionária média dos investimentos de <i>Venture Capital</i>	11
Gráfico 4	- Principais contribuições não-financeiras do fundo de <i>Private Equity / Venture Capital</i>	12
Gráfico 5	- Especialização dos fundos de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>	14
Gráfico 6	- Principais etapas de uma operação de <i>Private Equity</i>	21
Gráfico 7	- Principais investidores de Private Equity na Inglaterra	23
Gráfico 8	- Origem dos recursos captados por fundos de Private Equity na Inglaterra	27
Gráfico 9	- Principais formas de desinvestimento – Europa	28
Gráfico 10	- Evolução global das atividades de Private Equity – 1995 a 1999	47
Gráfico 11	- Volume de recursos de Private Equity captados na Europa – 1989 a 2000	48

LISTA DE TABELAS

Tabela 1	- Resumo das principais características singulares dos fundos de <i>Private Equity</i>	5
Tabela 2	- Taxas anuais médias de retorno de fundos de <i>Private Equity</i> fundados entre 1969 e 1995 vs. retornos de outras classes de ativos	6
Tabela 3	- Tipos de empresas investidas por fundos de <i>Private Equity</i>	13
Tabela 4	- Exemplos de objetivos definidos por fundos de <i>Private Equity</i>	24
Tabela 5	- Principais vantagens e desvantagens da saída via IPO	38
Tabela 6	- Principais vantagens e desvantagens da saída via Venda em Bloco	40
Tabela 7	- Estratégia preferida de saída dos fundos de <i>Private Equity</i> na América Latina	40
Tabela 8	- Principais vantagens e desvantagens da saída via Recompra	41
Tabela 9	- Principais fases de desenvolvimento de <i>Private Equity</i> nos EUA	43
Tabela 10	- Distribuição mundial dos investimentos de <i>Private Equity</i>	49

RESUMO

Este trabalho possui como objetivo a análise do funcionamento e da contribuição das atividades de *Private Equity* para investidores e para pequenas e médias empresas investidas, tendo como base a evolução deste mercado nos Estados Unidos. Serão apresentadas análises dos tipos de operações e das características que fazem do *Private Equity* um instrumento singular de financiamento. Adicionalmente, serão descritas as principais etapas de uma transação envolvendo *Private Equity* e os principais investidores neste mercado. Por fim, será feita uma análise do cenário atual das atividades de *Private Equity* e suas perspectivas para o futuro.

ABSTRACT

The objective of this report is to assess the mechanics and contribution of the Private Equity activities for small and middle-sized companies, as well as for their investors, having as background the development of the private equity market in the United States. The characteristics and different types of operations that make Private Equity a unique financing instrument will also be analyzed. The main stages of a Private Equity investment process and the key investors in this market will be described as well. Finally, the current stage of Private Equity market and its trends for the future will be reviewed.

1 - INTRODUÇÃO

Dentre os fatores relevantes para o êxito de uma empresa ou de um empreendimento, destacam-se a estrutura de capital e a fonte dos recursos que financiarão o investimento. Estes fatores determinam o custo médio de capital da empresa, que representa uma média dos diversos componentes de financiamento, incluindo dívida e capital próprio. Em teoria, os empreendimentos serão implementados somente se o retorno esperado for superior ao custo de médio de capital associado.

As empresas de grande porte possuem maior facilidade para realizar investimentos, na medida em que geralmente possuem grandes volumes de recursos próprios e possibilidade de acesso aos mercados financeiros (emissão de dívida e de ações) - em função da grande quantidade de ativos que podem ser oferecidos como garantia e da maior estabilidade dos seus fluxos de caixa. Por outro lado, as pequenas e médias empresas encontram na indisponibilidade de recursos uma das principais dificuldades para seu desenvolvimento e/ou expansão.

Em função do maior grau de risco associado, e agravados pela atual conjuntura macroeconômica no Brasil, os empréstimos a pequenas e médias, quando disponíveis, geralmente possuem condições pouco competitivas, caracterizadas por elevadas taxas de juros e curtos prazos de pagamento. Na maioria dos casos, o volume de capital próprio por parte dos empreendedores é relativamente escasso, dificultando a obtenção de recursos para investimentos.

Os fundos de *Private Equity* surgiram na década de 1980 nos EUA como uma nova opção de financiamento para estas pequenas e médias empresas. Este instrumento consiste basicamente na reunião, através da criação de um fundo de investimentos, de um grupo de investidores que adquire relevantes participações em pequenas e médias empresas (geralmente de capital fechado), com as quais desenvolvem parcerias ativas, participando da administração e adicionando valor à empresa. No momento em que a empresa atinja maior grau de desenvolvimento, o fundo de *Private Equity* aliena a sua participação, obtendo os retornos financeiros objetivados para seu investimento.

Nos últimos anos, este tipo de investimento apresentou taxas de retorno expressivas nos EUA. Como consequência, houve um grande crescimento no volume de recursos a serem utilizados em operações de *Private Equity*, e pode-se dizer que o conceito de *Private Equity* foi “exportado” - tanto para outros mercados desenvolvidos (como os dos países da Europa ocidental) quanto para mercados emergentes (caso da América Latina e Ásia).

No Brasil, o desenvolvimento dos fundos de *Private Equity* poderá representar o surgimento de uma interessante fonte de financiamento a longo prazo para pequenas e médias empresas, além de uma nova opção em termos de fundos de investimento.

Esta monografia objetiva proporcionar uma análise sobre o funcionamento e a contribuição dos investimentos via operações de *Private Equity* no âmbito dos investidores e das empresas investidas, à luz da experiência internacional recente, com ênfase no caso dos Estados Unidos.

2 – CARACTERÍSTICAS SINGULARES DO INSTRUMENTO *PRIVATE EQUITY*

Os fundos de *Private Equity* representam uma forma de financiamento para empresas que envolve a aquisição de ações ou outros instrumentos com características semelhantes a ações (tais como debêntures conversíveis ou opções de compra de ações) de empresas que possuam alto potencial de crescimento, visando à revenda dessa participação à médio e longo prazo, com a conseqüente realização de ganhos de capital expressivos.

Apesar de os fundos de *Private Equity* obterem seus rendimentos através da valorização de ações de empresas, o *Private Equity* possui algumas características distintas de modalidades convencionais de investimento em ações.

As principais diferenças entre os investimentos através de fundos de ações tradicionais e aqueles feitos por fundos de *Private Equity* estão listadas na tabela a seguir:

Tabela 1 - Resumo das principais características singulares dos fundos de *Private Equity*

Aspecto	Fundos de ações	Fundos de <i>Private Equity</i>
Retorno e Risco (vs. índice de Bolsa)	média do mercado	acima da média
Liquidez	liquidez diária	investimento a longo prazo
Características das empresas investidas	investimento em empresas listadas e de grande porte	investimento em empresas não listadas e de pequeno e médio porte
Participação adquirida	minoritária	controle ou participação significativa
Gestão da empresa investida	passiva	Ativa

2.1- RETORNO

Os investidores dos fundos de *Private Equity* são agentes que buscam um retorno acima da média do mercado acionário, mas para isso estão dispostos a assumir um nível de risco mais elevado (investindo em ações de empresas desenvolvimento, de pequeno e médio porte) e também a abdicar ao nível de liquidez presentes em outros tipos de investimentos.

A tabela abaixo, resultado de uma análise feita em junho de 1996, com base em 655 fundos de *Private Equity*, formados entre 1969 e 1995, demonstra a diferença existente entre os retornos anuais médios dos fundos de *Private Equity* e da média do mercado acionário e de renda fixa norte americano. Esta análise é especialmente interessante na medida em que considera um longo período de tempo, minimizando o efeito de flutuações de curto prazo nos retornos.

Tabela 2 – Taxas anuais médias de retorno de fundos de *Private Equity* fundados entre 1969 e 1995 vs. retornos de outras classes de ativos

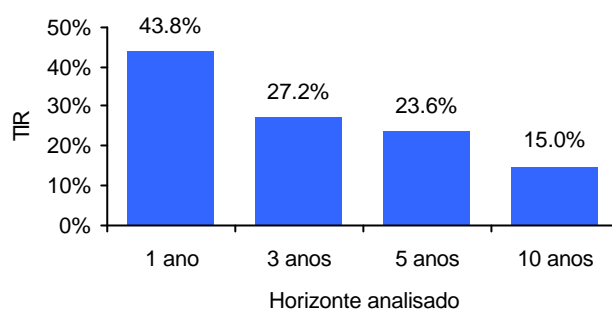
Retornos de fundos de Private Equity		TIR
Fundos de <i>Venture Capital</i>		14.0%
Fundos de <i>Buyout</i>		13.7%
Fundos de <i>Mezannine</i>		7.8%
Private Equity total		13.8%
Retornos outros investimentos		TIR
Ações		
Empresas de grande porte		11.1%
Empresas de pequeno porte		12.3%
Renda fixa		
Títulos privados de longo prazo (<i>Corporates</i>)		9.2%
Títulos federais de longo prazo (<i>Treasury</i>)		9.1%

Fonte: Association for Investment Management Research (1997, p. 3)

Conforme demonstrado acima, historicamente os retornos de fundos de *Private Equity* se situam significativamente acima dos retornos de ativos de renda fixa (4.7% superiores ao rendimento de *Treasury bonds* do Governo Americano) e dos retornos de ações (2.7% superiores ao rendimento de ações de empresas de grande porte).

Dados recentes publicados pelo European Private Equity and Venture Capital Association mostram que, em dezembro de 1999, a taxa interna de retorno de fundos de *Private Equity* formados entre 1980 e 1997 se encontravam fortemente relacionadas com o horizonte analisado. O gráfico abaixo ilustra a diferença entre as taxas de retorno analisadas:

Gráfico 1 – TIR fundos de *Private Equity* vs. horizonte de tempo analisado (base: dez. 1999)



TIR fundos de *Private Equity* vs. horizonte de tempo analisado, em dezembro de 1999, referentes a fundos formados entre 1980 e 1997 na Europa. Adaptado de pesquisa da European Private Equity and Venture Capital Association – EVCA (2000)

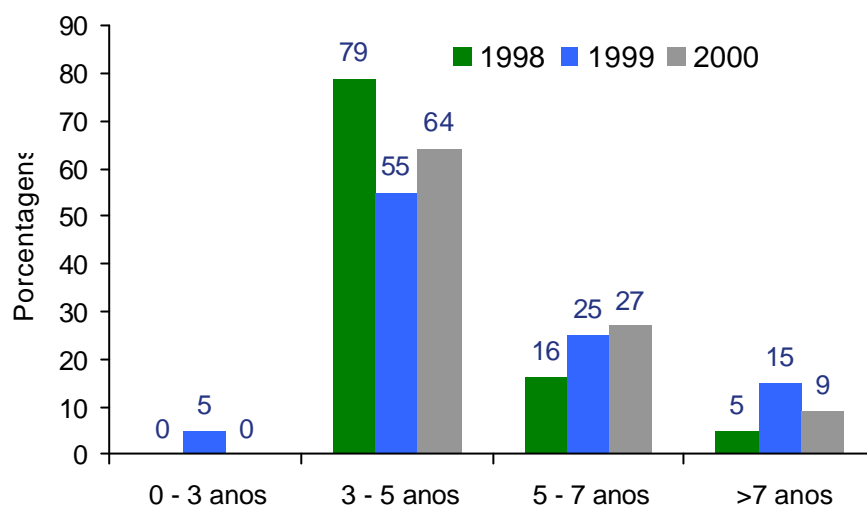
Este gráfico demonstra que, no que diz respeito à relação retorno vs. horizonte temporal dos investimentos, a taxa interna de retorno de um, três e cinco anos superaram o *benchmark* de 15% referente ao retorno anual de um horizonte de análise de dez anos. A performance dos investimentos recentes trouxe um impacto positivo significativo para a melhoria dos retornos de longo prazo. Possivelmente, a principal causa para retornos tão acentuados possivelmente foram as altas avaliações que as empresas de alta tecnologia / Internet receberam nos últimos anos (principalmente até março de 2000, quando o índice Nasdaq, referência para o setor de alta tecnologia, sofreu grande retração).

2.2- LIQUIDEZ

O prazo médio de investimento dos fundos de Private Equity geralmente são maiores que os dos fundos de ações tradicionais (que geralmente possuem liquidez diária). Isto ocorre basicamente em função da natureza do investimento. Os fundos de Private Equity geralmente procuram altas taxas de retorno e, desta forma, adquirem participações em empresas com alto potencial de crescimento. Somente uma vez que este potencial seja realizado, o fundo venderá sua participação. Este período, desde a aquisição de uma participação acionária, “maturação” do investimento, até a subsequente venda da participação, raramente será inferior a 3 anos.

Análise feita pela empresa de consultoria Price Waterhouse (2000), indica que, no ano de 2000, o horizonte planejado dos investimentos de Private Equity na América Latina eram, em 64% dos casos entre 3 e 5 anos, em 27% dos casos entre 5 e 7 anos, e nos 9% restantes, o horizonte de investimento era superior a 7 anos.

Gráfico 2 – Horizonte de investimento planejado para fundos de Private Equity na América Latina



Fonte: pesquisa Price Waterhouse Coopers (2000, p.11)

2.3- CARACTERÍSTICAS DAS EMPRESAS INVESTIDAS

Em busca de uma rentabilidade que compense a falta de liquidez dos investimentos, os fundos de Private Equity buscam oportunidades que proporcionem retornos acima da média. Para que isto seja possível, os gestores dos fundos geralmente procuram identificar oportunidades em empresas de pequeno e médio porte, de capital fechado e com grande potencial de crescimento.

A menor disponibilidade de informações operacionais e financeiras das empresas com estas características e o fato de que a maioria dos investidores tradicionais foca suas atenções para empresas de grande porte,

possibilitam a existência e identificação de oportunidades com retorno acima da média do mercado acionário.

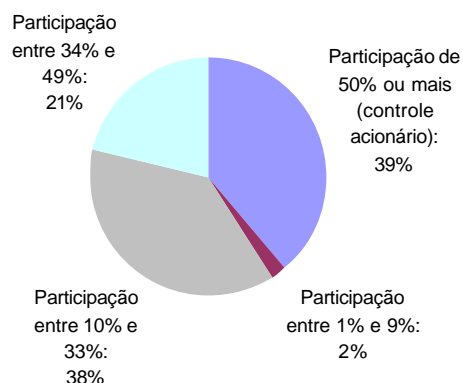
2.4- PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA ADQUIRIDA

Enquanto que para os fundos de ações convencionais o tamanho relativo da participação acionária a ser adquirida geralmente não representa um fator determinante no momento da decisão de investimento, os fundos de Private Equity geralmente investem somente em empresas nas quais a sua participação relativa lhes proporcione o direito de participar da ativamente na administração da empresa.

Desta forma, os fundos de Private Equity geralmente buscam a aquisição do controle ou de uma participação significativa (que lhes proporcione ao menos um assento no Conselho de Administração da empresa).

Pesquisa feita pela consultoria Coopers and Lybrand (1996) com 500 empresas que receberam investimentos de fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* na Europa indica que em 98% das empresas analisadas, os fundos detinham mais de 10% do capital acionário, e em aproximadamente 40% das empresas, eles possuíam o controle acionário:

Gráfico 3 – Participação acionária média dos investimentos de *Venture Capital*



Fonte: Coopers and Lybrand (1996)

2.5- GESTÃO DA EMPRESA INVESTIDA

Diferentemente dos fundos de ações convencionais, os fundos de Private Equity atuam ativamente na gestão da empresa investida. A representação dos fundos de *Private Equity* busca sempre a implementação de medidas que maximizem o valor da empresa, e conseqüentemente o retorno sobre o capital nela investido. Os fundos de *Private Equity* ao atuar ativamente na gestão da empresa, agregam experiência e valor significativo à empresa investida. Isto ocorre através da participação acionária do fundo de Private Equity, que normalmente garante ao gestor do fundo o direito de representação no Conselho de Administração da empresa.

Em diversas empresas recém-formadas ou familiares os sistemas de gerência que fornecem suporte contábil, legal, de informática, etc. para a atividade principal da empresa (*core business*), não são adaptados para sustentar um ritmo acelerado de crescimento nos negócios. Espera-se que o representante do fundo de Private Equity possua grande experiência neste sentido e que este

conhecimento em atividades de suporte, somada à especialização dos sócios no *core business* da empresa, seja possível obter as bases necessárias para um crescimento rápido e consistente de todas as atividades da empresa. À medida que a empresa adquire uma estrutura organizacional mais desenvolvida, o papel do fundo de Private Equity é reduzido, passando de uma intervenção ativa para apenas um acompanhamento e aconselhamento.

A grande experiência dos administradores dos fundos de *Private Equity* em gerenciar e atuar como catalisadores do crescimento da empresa também é freqüentemente alavancada para a prestação de uma assessoria financeira ou estratégica. Pesquisa da Coopers and Lybrand (1996) indica que, na visão dos administradores das empresas investidas, as três principais contribuições, além dos recursos financeiros, incluíam: a assessoria financeira (fator mencionado por 44% dos entrevistados); assessoria na estratégia da empresa (43%); e um papel de analisador / crítico para idéias dos administradores (*sounding board*) (41%):

Gráfico 4 – Principais contribuições não-financeiras do fundo de *Private Equity* / *Venture Capital*



Fonte: Coopers and Lybrand (1996)

3 – PRINCIPAIS CATEGORIAS / ESTÁGIO DE DESENVOLVIMENTO DOS INVESTIMENTOS DE *PRIVATE EQUITY*

Diferentemente dos fundos de ações tradicionais, que muitas vezes são classificados segundo os setores de atuação das empresas investidas (ex: fundos de ações especializados no setor elétrico, em telecomunicações, etc.), os investimentos de *Private Equity* são muitas vezes classificados de acordo com o estágio de desenvolvimento das empresas investidas. As principais categorias das empresas investidas por fundos de *Private Equity* serão apresentadas neste capítulo e estão resumidas na tabela abaixo:

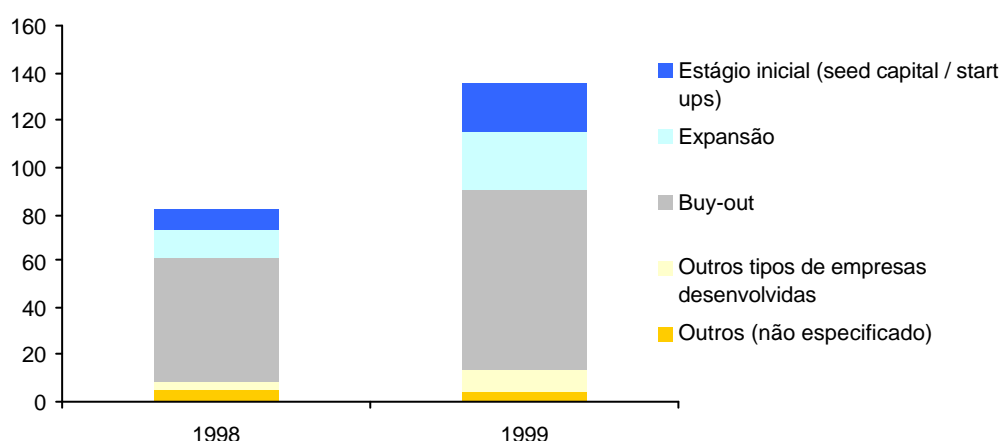
Tabela 3 – Tipos de empresas investidas por fundos de *Private Equity*

	“Estágio inicial”	“Expansão”	“Buy-Out”	Outros tipos de empresas já desenvolvidas
Tamanho da empresa	Receitas entre 0 e US\$ 15m	Receitas entre US\$15m e US\$ 50m	Qualquer tamanho	Qualquer tamanho
Característica financeira	Alto potencial de crescimento	Alto potencial de crescimento	Resultados inferiores a média do mercado Grande volume de fluxos de caixa	Potencial de crescimento pode variar muito Pode possuir problemas operacionais ou estar excessivamente alavancada
Razões para buscar capital de <i>Private Equity</i>	Início das operações	Expansão das operações	Mudanças na gerência	Mudanças na composição acionária Reestruturação
Acesso a outras fontes de capital	Empréstimos bancários (somente para empresas com garantias reais)	Empréstimos bancários para financiamento de capital de giro	Geralmente, acesso a mercados de capitais privados e públicos	Empréstimos bancários / emissão de títulos de dívida. Para empresas em dificuldades financeiras, acesso muito limitado

Fonte: adaptado de Fenn, Liang e Prowse (1995)

Análise feita pelo 3i Group, em conjunto com Price Waterhouse Coopers (2000) indica que, dos US\$ 136 bilhões investidos em atividades de *Private Equity* em 1999, a maior parcela era relacionada a investimentos do tipo *Buy-Out* (58% do total), seguida por investimentos para expansão de empresas já estabelecidas (18%) e por investimentos em empresas embrionárias – *start-ups* (16%).

Gráfico 5 – Especialização dos fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* – análise global, em bilhões de dólares



Fonte: 3i, PriceWaterhouseCoopers (2000)

3.1- EMPRESAS EM ESTÁGIO INICIAL (*SEED / START-UP*)

Muitas empresas em estágio embrionário de desenvolvimento recorrem a fundos de *Private Equity* para financiamento e apoio gerencial / estratégico. Geralmente os investimentos em empresas de estágio inicial de desenvolvimento se situam entre US\$ 500,000 a US\$ 2 milhões (Fenn, Liang e Prowse, 1995) e podem ser sub-classificados entre: *Seed Capital*; *Start Up* e

Early Stage. Cada uma destas sub-classificações será explicada abaixo, seguindo definição da Associação Portuguesa de Capital de Risco e da European Private Equity and Venture Capital Association

Seed Capital – possui como objetivo permitir o desenvolvimento do conceito de um negócio. Geralmente os recursos são utilizados para pesquisas, desenvolvimento de um plano de negócios (*business plan*), testes e protótipos.

Start up – financiamento fornecido para o desenvolvimento inicial do produto/serviço e *marketing* inicial. As empresas geralmente se encontram em processo de formação ou se encontram em operação há um período muito curto de tempo, e não possuem seu produto sendo comercializado. Muitas empresas relacionadas a Internet (também classificadas como empresas da “Nova Economia”) e que recebem recursos de *Private Equity / Venture Capital* se enquadram nesta categoria de empresas em estágio inicial.

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

Segundo análise do 3i Group, em conjunto com Price Waterhouse Coopers (2000), os investimentos em empresas em estágio inicial de desenvolvimento atingiram US\$ 21 bilhões em 1999, representando um crescimento expressivo de mais de 130% em relação ao montante investido em 1998 (US\$ 9 bilhões).

As empresas de estágio inicial possuem um risco substancial de insucesso devido ao alto risco (geralmente a tecnologia / modelo de negócios no qual a empresa é baseada ainda não foi testada e aprovada no mercado) e à baixa liquidez do investimento (poderão se passar vários anos até que a empresa se torne rentável). Devido a essas características, as taxas de desconto utilizadas para investimentos em empresas em estágio inicial podem variar de 35% a 70% ao ano, de acordo com Fenn, Liang e Prowse (1995).

3.2- EMPRESAS EM EXPANSÃO

Esta categoria envolve empresas já estabelecidas, com modelos de negócios desenvolvidos e com produtos/serviços já aprovados pelo mercado. Utilizam os recursos geralmente para financiar um acréscimo da capacidade de produção, desenvolvimento de um novo produto e/ou capital de giro adicional.

O prazo dos investimentos em empresas em expansão geralmente são menores daqueles efetuados em empresas embrionárias, uma vez que as empresas já estão mais próximas a serem vendidas ou listadas em bolsa. Tendo em vista a maior liquidez e o fato do risco normalmente ser mais reduzido, os retornos esperados são menores que nos investimentos em empresas em estágio inicial de desenvolvimento, e taxa de desconto para este tipo de investimento geralmente se encontra entre 25% e 40% (Fenn, Liang e Prowse, 1995).

3.3- BUY OUT

Um outro uso para os recursos arrecadados através dos fundos de *Private Equity* são as aquisições do tipo *Buy-Out*. As operações de *Buy-Out* consistem em um financiamento que possibilita uma equipe de gestores (*management*) a aquisição de um montante significativo de ações da empresa-alvo.

Até a década de 80, as operações de *Buy-Out* eram financiadas por um volume significativo de dívida. Os ativos da empresa eram utilizados como garantia do pagamento dos empréstimos, e os fluxos de caixa gerados pela empresa eram utilizados para o pagamento da dívida. Essas operações onde um montante significativo de dívida era utilizado ficaram conhecidas como *Leveraged Buy Outs – LBOs* (aquisições alavancadas).

Possivelmente porque os preços exigidos para a venda das empresas subiram significativamente, aumentando o risco de não pagamento da dívida, bancos e outros tipos de financiadores ficaram reticentes a empréstimos para LBOs. Como resultado, o uso de capital próprio (*equity*), no lugar de dívida, se tornou mais freqüente. (Asset Alternatives, 2000).

Atualmente, as operações de *Buy-Out* são geralmente financiadas com recursos de *Private Equity* e possuem duas classificações principais, que refletem a origem dos administradores dispostos a adquirir a empresa:

- *Management Buy-Out* (MBO): financiamento aos administradores atuais (correntes) da empresa
- *Management Buy In* (MBI): financiamento a uma equipe externa de administradores que “entra” na empresa ao adquirir seu controle (*buy into it*).

Para obter retornos satisfatórios nas operações de *Buy-Out*, os administradores devem ser capazes de criar valor nas empresas adquiridas. Muitas vezes isto é feito através de melhorias na rentabilidade da empresa, aumento do faturamento e aquisições de outras empresas e negócios relacionados (conhecidas também como *Buy and Build* ou *Leverage Build Ups*).

Os MBOs ou MBIs podem possuir como objetivo desde empresas pequenas e familiares, até divisões de grandes conglomerados multinacionais (que muitas vezes decidem abandonar setores/negócios fora do seu *core business*). Os montantes envolvidos nos *Buy-Outs* geralmente são maiores comparativamente do que outros tipos de financiamento de *Private Equity*, na medida em que envolvem grande parte (senão a totalidade) do capital acionário da empresa-alvo, que geralmente consistem em empresas já estabelecidas, com resultados e fluxos de caixa estáveis.

Segundo análise realizada pelo 3i Group e PriceWaterhouseCoopers (2000), as operações de *Buy-Out* representam a principal categoria de *Private Equity* em termos de volume de investimentos (58% do total do mercado de *Private Equity*). Em 1999, US\$ 77 bilhões foram investidos em operações de *Buy-*

Out, sendo que 81% deste montante foi investido nos EUA, 18% na Europa Ocidental e apenas 1% no restante do mundo.

3.4 – OUTROS TIPOS DE EMPRESAS DESENVOLVIDAS

Adicionalmente ao financiamento à empresas estabelecidas em operações de *Buy-Out*, os recursos de *Private Equity* também são utilizados para financiar outros tipos de empresas já desenvolvidas. Tais empresas geralmente procuram os fundos de *Private Equity* para atingir um dos seguintes objetivos:

- *Turnaround* – obtenção de capital que permita a reestruturação da empresa, de forma a tornar uma empresa em dificuldades em uma operação rentável. Geralmente isso é feito através de melhorias na gestão, na organização interna e na estrutura financeira da empresa investida.
- Refinanciamento de dívida – recursos de *Private Equity* são utilizados em empresas em dificuldades financeiras decorrentes de endividamento excessivo, de forma a reduzir o nível de endividamento e, em troca, os fundos de *Private Equity* recebem uma participação acionária. Muitas vezes, adicionalmente à contribuição de capital, a presença do investidor de *Private Equity* é benéfica na medida em que os gestores do fundo utilizam sua experiência e credibilidade para renegociar a dívida financeira com os credores.
- Alteração no controle acionário – empresas diversas vezes enfrentam problemas de sucessão ou a necessidade de caixa por parte de um acionista. Os fundos de *Private Equity* podem viabilizar a saída de um acionista (ou de um grupo de acionistas) através da aquisição da participação acionária detida

pelo acionista que deseja sair. A nova estrutura acionária será composta pelos acionistas remanescentes e pelos representantes do fundo de *Private Equity*. Dependendo do valor investido, o controle acionário poderá ser transferido para o fundo de *Private Equity*.

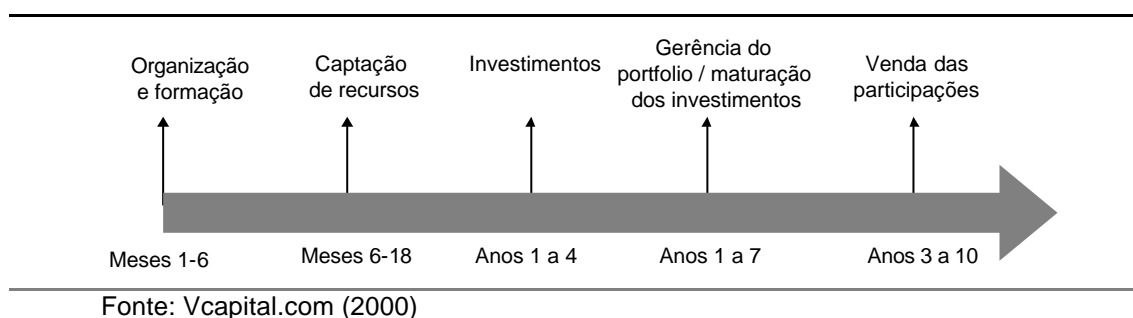
- *Mezzanine financing* – um tipo específico de financiamento que, como o nome implica, se situa entre o financiamento por empréstimos tradicional (do tipo *Senior Debt* – dívida privilegiada) e o capital próprio. Geralmente, o instrumento utilizado no *Mezzanine Financing* envolve algum tipo de dívida subordinada, e mecanismos de conversão em ações (opções de compra ou direitos de subscrição¹). Geralmente existem dois tipos de situação onde o uso de *Mezzanine Financing* é mais comum: em uma rodada de financiamento precedendo a Oferta Pública Inicial de ações da empresa (*IPO*); ou em uma transação de *Buy-Out* onde já se esgotou a utilização de *Senior Debt* e a captação de capital próprio, e ainda assim há necessidade de recursos adicionais. Neste caso, emite-se dívida subordinada que preencherá o montante ainda a ser financiado. A taxa de juros será mais elevada que aquelas cobradas pela *Senior Debt*, pelo maior risco implícito, e instrumentos de conversão em ações poderão ser incluídos, para oferecer um atrativo adicional caso a empresa seja listada em bolsa ou vendida.

¹ Direito de subscrição (*Subscription Right* ou simplesmente *Right*) se refere ao direito concedido aos acionistas de uma determinada empresa de subscrever uma nova emissão de ações ordinárias antes de ser oferecida ao público, abaixo do preço da oferta pública (Downes e Goodman, 1993)

4 – PRINCIPAIS ETAPAS DE UMA OPERAÇÃO DE *PRIVATE EQUITY*

Uma operação de *Private Equity* consiste em uma série de etapas, compreendendo desde a criação do veículo / entidade legal responsável pelas atividades de captação de recursos do fundo de *Private Equity*, até a venda / realização dos investimentos efetuados. Um levantamento feito pela Vcapital.com (outubro 2000) define cinco etapas principais de uma operação de *Private Equity*, que em média tomam de três a dez anos para serem concluídas:

Gráfico 6 – Principais etapas de uma operação de *Private Equity*



Após a venda das participações, os administradores dos fundos e os investidores podem optar por iniciar um novo fundo ou descontinuar as operações de *Private Equity*. Muitas vezes, outros fundos são iniciados antes mesmo da finalização do fundo iniciado anteriormente (em paralelo).

4.1 – ORGANIZAÇÃO E FORMAÇÃO DO FUNDO

Uma operação de *Private Equity* é iniciada com a criação de um veículo de investimentos com a finalidade específica de captar recursos e realizar os investimentos em projetos de *Private Equity*.

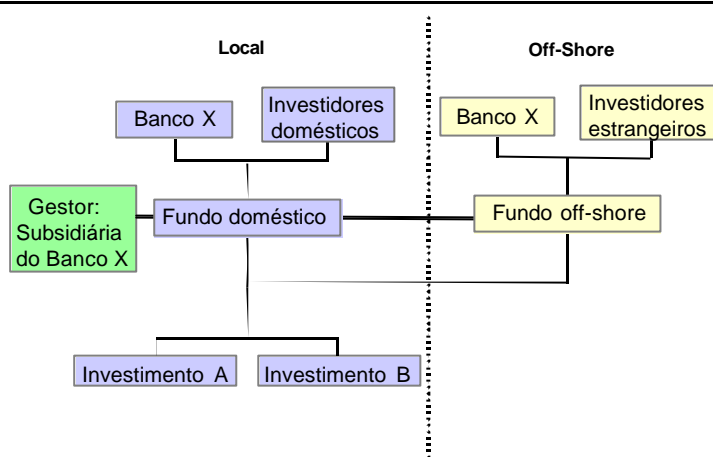
A organização e formação da entidade jurídica é liderada por um grupo de profissionais que geralmente são relacionados a grandes instituições financeiras (bancos de investimentos, administradoras de recursos) de grande credibilidade e renome a nível internacional. Tais instituições geralmente criam uma empresa subsidiária ou algum outro veículo que será responsável pela criação do(s) fundo(s) de *Private Equity* e pela gestão de todas as atividades relacionadas. Também existe um grande número de fundos de *Private Equity* que são criados e gerenciados por empresas independentes (não associadas a nenhum grande conglomerado financeiro), mas que possuem grande especialização em transações de *Private Equity*.

Os veículos de *Private Equity* devem seguir a regulamentação específica dos órgãos reguladores de valores mobiliários de cada país. Nos EUA, seguindo regulamentação da SEC (Securities Exchange Commission), os veículos devem ser constituídos na forma de *Limited Partnerships* (sociedade por cotas de responsabilidade limitada).

Muitas vezes, de forma a viabilizar a captação de recursos de investidores estrangeiros, o gestor do fundo registra um fundo *off-shore*

equivalente ao fundo criado no país onde ocorrerá efetivamente o investimento (fundo doméstico). O diagrama abaixo ilustra uma situação onde um banco é investidor e simultaneamente gestor de 2 fundos de *Private Equity*, um no próprio país e um no exterior, para captar recursos de investidores domésticos e internacionais, a serem aplicados em dois investimentos domésticos distintos.

Gráfico 7 – Estrutura hipotética de um fundo de *Private Equity*



Fonte: autor

Anteriormente à criação, os seus gestores definem as características e os objetivos do fundo a ser criado, que servirão de base para todas as atividades de investimento do fundo. A tabela abaixo apresenta alguns exemplos de objetivos e características dos fundos de *Private Equity*:

Tabela 4 – Exemplos de objetivos definidos por fundos de *Private Equity*

Objetivo	Exemplo
Participação acionária a ser adquirida	<ul style="list-style-type: none">• Controle
Tipo de empresa	<ul style="list-style-type: none">• Privada / fechada
Porte das empresas investidas	<ul style="list-style-type: none">• faturamento médio entre US\$ 20-100 m
Estratégia de saída	<ul style="list-style-type: none">• IPO; venda em bloco
Setores de atuação	<ul style="list-style-type: none">• telecomunicações; informática
Prazo médio de investimento	<ul style="list-style-type: none">• 5 anos
Retorno buscado	<ul style="list-style-type: none">• 25-30% ao ano
Tamanho médio de cada investimento	<ul style="list-style-type: none">• R\$ 10m-50 milhões
Condições da empresa	<ul style="list-style-type: none">• gerência de qualidade• empresa já em operação• lucros contábeis positivos

Fonte: pesquisa do autor

Outro aspecto a ser definido na fase preparatória ao lançamento do fundo é a estrutura de remuneração dos gestores. Geralmente, esta estrutura consiste em uma taxa de administração que incide sobre o patrimônio líquido do fundo e uma taxa de performance sobre os ganhos de capital obtidos. Nos EUA, as taxas de administração cobradas situam-se próximas a 2.0% ou 3.0% ao ano, enquanto o prêmio de performance representa aproximadamente 20% sobre o ganho de capital (Vcapital.com, 2000). Muitas vezes, a taxa de inflação e um custo referencial de oportunidade – ex: 6% ao ano) são descontados no cálculo do ganho de capital. Estas taxas podem ser negociáveis de acordo com o relacionamento da empresa gestora com o investidor e com o montante comprometido.

4.2 – CAPTAÇÃO DE RECURSOS

Após a constituição do fundo, a próxima etapa para os administradores do fundo é a captação de recursos junto a potenciais investidores. As empresas gestoras dos fundos concentram seus esforços em atividades de *marketing* (apresentações e visitas a potenciais investidores, divulgação na imprensa especializada, etc.) visando a promoção do fundo e a atração de recursos de potenciais investidores. Simultaneamente, é emitido um prospecto para os potenciais investidores com informações básicas do fundo, incluindo o tamanho desejado para o patrimônio líquido do fundo.

Os potenciais investidores, por outro lado, se defrontam com uma grande oferta de oportunidades de investimento em fundos de *Private Equity*. O processo de escolha do fundo de *Private Equity* deve ser feito de forma cuidadosa, na medida em que o capital investido deverá permanecer no fundo por um longo período (de 3 a 10 anos).

Outro fator que requer especial atenção é a análise da rentabilidade dos fundos. Em função do prazo extenso e da natureza ilíquida dos investimentos feitos nos fundos de *Private Equity*, uma análise a curto prazo da rentabilidade do fundo se torna difícil em relação às análises de outros tipos de fundos de investimento, como por exemplo os fundos de ações e de renda fixa, que possuem rentabilidade diária. Desta maneira, os potenciais investidores geralmente analisam uma oportunidade de investimento em um fundo de *Private Equity* observando o desempenho histórico dos outros fundos que já foram

administrados pela mesma empresa. Adicionalmente, grande importância é atribuída à experiência profissional dos gestores (demonstradas através de currículos profissionais) e também à reputação do grupo financeiro controlador da empresa gestora do fundo.

Os gestores concentrarão seus esforços nos meses seguintes para conseguir arrecadar o capital desejado para o fundo (para “fechar” a captação do fundo). A arrecadação dos recursos ocorre através de um comprometimento formal dos investidores, que estabelece que, quando convocados, deverão subscrever as quotas do fundo (até um determinado valor acordado). As chamadas de capital (através de subscrições das quotas) ocorrerão à medida em que o fundo necessite de recursos para investir nas empresas.

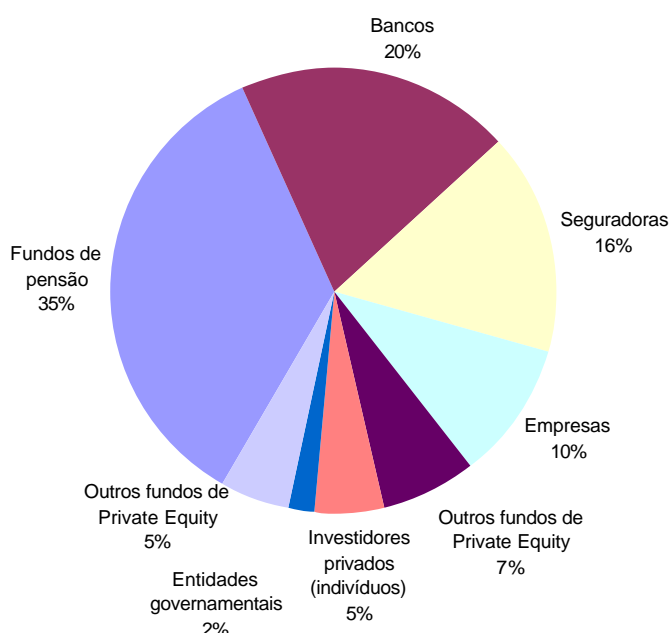
4.2.1 – Principais investidores dos fundos de *Private Equity*

O universo de investidores para os fundos de *Private Equity* engloba principalmente fundos de pensão e instituições financeiras, como bancos e seguradoras. Adicionalmente, famílias ricas e grandes empresas também podem representar importantes fontes de capital para os fundos de *Private Equity*.

As razões para os investimentos em fundos de *Private Equity* são, na maioria dos casos, financeiras: busca por altas taxas de retorno e por benefícios decorrentes da diversificação do seu portfólio de investimentos.

De acordo com o relatório “Report on Investment Activity - 1999”, publicado pela British Venture Capital Association, foram captados aproximadamente US\$ 9 bilhões pelos fundos de *Private Equity* na Inglaterra em 1999, sendo que os principais agentes investidores foram os fundos de pensão (35% do volume total investido em 1999), seguidos por bancos comerciais (20% do total), e seguradoras (16% do total).

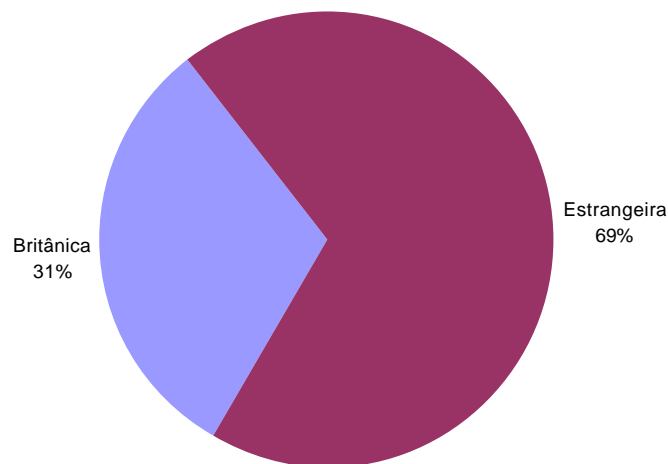
Gráfico 8 – Principais investidores de *Private Equity* na Inglaterra (1999)



Fonte: British Venture Capital Association (maio 2000)

Um fenômeno interessante que pode ser notado através deste estudo da BVCA é o alto nível de internacionalização na captação de recursos. Em 1999, 69% do volume captado pelos fundos na Inglaterra era proveniente de investidores estrangeiros. No caso específico dos fundos de pensão, os investimentos feitos por fundos de pensão de outros países representaram três vezes o volume investido por fundos de pensão ingleses.

Gráfico 9 – Origem dos recursos captados por fundos de *Private Equity* na Inglaterra (1999)



Fonte: British Venture Capital Association (maio 2000)

4.3 – INVESTIMENTOS

A etapa seguinte à constituição e à capitalização do fundo é a realização de investimentos, ou seja, a aquisição das participações acionárias nas empresas-alvo. As principais etapas desta fase podem ser divididas entre a identificação / seleção de oportunidades de investimento e as negociações / fechamento da operação de aquisição.

4.3.1 – Identificação / seleção de oportunidades

A identificação de oportunidades adequadas de investimento é um dos principais fatores que proporcionam o sucesso ou o fracasso na performance de um fundo. Por esta razão, os gestores buscam montar uma rede de contatos

que maximize sua capacidade de originação de novos negócios. Segundo Fenn, Liang e Prowse (1995), geralmente os gestores alavancam a originação de novos negócios através de relacionamentos com:

- Bancos de investimentos;
- Corretoras de valores;
- Empresas de consultoria;
- Escritórios de advocacia;
- Firmas de auditoria; e
- Dicas fornecidas pelas empresas já investidas pelo fundo anteriormente.

Uma forma adicional de originação de novos negócios é a chamada “*syndication*”. Apesar de gestores distintos de fundos de *Private Equity* geralmente competirem entre si na identificação de oportunidades, muitas vezes os investimentos são feitos conjuntamente por dois ou mais fundos. As principais razões para os investimentos em *syndication* estão relacionadas com o volume de investimentos - muitas vezes diferentes fundos se associam em um investimento devido a restrições quanto a porcentagem dos recursos do fundo que pode ser alocada em um único investimento. Outras motivações relevantes estão relacionadas ao fato que um investimento em *syndication* permite a validação recíproca da análise da oportunidade e também é visto como um favor, para o qual se espera uma retribuição na mesma forma, prestado pelo gestor que “convidou” os outros fundos a participar do investimento.

Muitas vezes a iniciativa de se apresentar uma oportunidade de investimento vem da própria empresa que busca os recursos. Neste caso, elas contactam os fundos de *Private Equity* para apresentar sua empresa, geralmente acompanhada de um plano de negócios (*business plan*).

Centenas de *business plans* passam então por um processo de seleção preliminar, como o objetivo de verificar se a oportunidade se encaixa aos critérios de seleção do fundo (que incluem, dentre outros fatores, o estágio de desenvolvimento, potencial de crescimento, localização geográfica, vantagens competitivas, setor, porte, capacidade de gestão e alternativas de saída). Caso atenda aos critérios, um detalhado processo de avaliação será conduzido, envolvendo um processo de *due-diligence* extensivo.

As atividades de *due diligence* visam a obtenção de informações-chaves para a decisão de investimento, tais como a experiência dos gestores da empresa, vantagens e desvantagens do produto (ou serviço) comercializado, características do setor, principais consumidores e empresas competidoras, as características e objetivos dos sócios da empresa. Além disso, durante o processo de *due diligence* é verificada a situação contábil / financeira e legal da empresa, de forma não apenas a verificar a confiabilidade e veracidade das informações apresentadas, mas também visando a constatação de riscos de passivos existentes ou potenciais para a empresa. Este processo de *due diligence* geralmente ocorre através da análise de informações / documentos da empresa, encontros com os diretores e referências de fornecedores e clientes. Muitas vezes, consultores externos especializados no setor de atuação da empresa também são envolvidos.

De acordo com Gardella (1997), o processo de *due diligence* pode levar de 4 a 12 semanas, podendo ser extremamente extenso, em função da

limitada (ou nenhuma) disponibilidade de informações públicas sobre a empresa-alvo.

4.3.2 – Fechamento da operação de aquisição

Caso após a etapa de *due diligence* o fundo permaneça interessado em investir na empresa, as partes iniciam a negociação de um acordo (*investment agreement*) que definirá as principais bases financeiras e de gestão da transação.

O principal aspecto financeiro se refere ao valor da empresa (que definirá porcentagem acionária de empresa que será alienada em troca de um montante determinado de capital). Para a estimativa do valor da empresa, é preparado pelo fundo uma avaliação econômico-financeira. Diversas metodologias de avaliação são utilizadas em investimentos de *Private Equity*, mas segundo Gardella (1997), as mais comumente adotadas envolvem:

- Avaliação por múltiplos de empresas comparáveis - pela qual se estima o valor da empresa com base em múltiplos de receitas, lucros ou fluxos de caixa; e
- Análise de cenários múltiplos - pela qual se estabelece cenários hipotéticos (pessimista, base e otimista), cada qual com sua probabilidade de acontecimento, estima-se o valor da empresa em cada um desses cenários, e a avaliação final será a média dos valores estimados para cada um dos cenários, ponderados pelas respectivas probabilidades.

Além da definição do valor da empresa / porcentagem a ser adquirida, outras duas grandes preocupações nesta etapa estão relacionadas aos incentivos aos administradores da empresa e à capacidade do fundo de exercer

controle sobre a empresa (especialmente no caso de baixa performance da empresa).

A questão dos incentivos aos administradores objetiva o alinhamento dos interesses dos administradores com o dos acionistas, e os principais mecanismos utilizados nos EUA são, de acordo com análise de Fenn, Liang e Prowse (1995):

- Participação acionária – os principais administradores da empresa muitas vezes possuem uma participação acionária significativa (participações de 20% não são incomuns);
- Planos de *Stock Options* – forma de incentivo muito utilizada, que concede aos funcionários a opção de comprar ações da companhia a um preço geralmente significativamente abaixo do preço de mercado. É amplamente utilizado por empresas de estágio inicial de desenvolvimento, especialmente no setor de tecnologia, e possibilita que a empresa reduza as despesas com remuneração fixa dos empregados, na medida em que os planos oferecem grande potencial de ganho para os empregados no momento do exercício das opções;
- Classes das ações emitidas para os fundos – geralmente os fundos adquirem ações preferenciais conversíveis (*convertible preferred stocks*). Para os fundos, esta classe apresenta duas vantagens principais: reduz o risco do investimento, na medida em que as preferenciais possuem prioridade no recebimento em caso da liquidação da empresa; e incentiva a performance dos administradores, que geralmente possuem ações ordinárias, pois no caso de uma performance fraca da empresa, suas ações possuirão um valor relativo inferior
- Contratos de gestão – remuneração dos administradores pode incluir cláusulas que penalizem uma má performance. Tais cláusulas podem incluir condições nas quais os administradores podem ser substituídos e cláusulas de recompra que permitam que a empresa recompre as ações detidas por um gestor caso ele seja substituído.

A estrutura gerencial a ser definida entre o fundo e a empresa investida deve possuir um nível de flexibilidade que permita a empresa se desenvolver livremente. No entanto, a capacidade de exercer controle sobre a empresa é fundamental para a proteção do investimento do fundo, especialmente em situações onde a empresa passe por dificuldades. Os principais mecanismos pelos quais os fundos garantem certos níveis de controle incluem (Fenn, Liang e Prowse, 1995):

- Representação no Conselho de Administração – o fundo de *Private Equity* deseja possuir influência estratégica na empresa, mas geralmente sem assumir responsabilidades de execução nas operações do dia-a-dia da empresa. Isto é atingido através de uma presença / assento no Conselho de Administração da empresa. Em alguns casos, como nas empresas investidas por fundos de *Buy-out*, a maioria dos assentos no Conselho é ocupada por representantes indicados pelos fundos. Mesmo na posição de acionistas minoritários, um fundo possui geralmente pelo menos um assento no Conselho, sendo capaz de participar ativamente da administração da empresa;
- Alocação de direitos de votos – muitas vezes o direito a voto nas empresas investidas independe do tipo de ação adquirida pelo fundo, ou seja, as ações adquiridas pelo fundo, mesmo sendo preferenciais, podem possuir o direito a voto;
- Controle no acesso a financiamentos adicionais – a capacidade do fundo de atrair novos investidores financeiros para a empresa representa uma influência relevante que o fundo pode exercer sobre a empresa. Caso o fundo não esteja disposto a liderar uma nova rodada de captação de recursos financeiros para a empresa, é pouco provável que outro fundo o faça;
- Outros mecanismos – incluem *covenants*² que atribuem ao fundo o direito a inspecionar as instalações da empresa, seus livros contábeis, e relatórios operacionais. Outros *covenants* estabelecem que a empresa fica impedida de emitir ações ou outros valores mobiliários, se fundir ou ser vendida, ou até mesmo de assinar grandes contratos sem o consentimento prévio do fundo.

O processo de documentação jurídica nesta etapa é iniciado com a preparação de um “*term sheet*”, um memorando que resume os objetivos desejados por cada uma das partes envolvidas. Outros documentos preparados em seguida incluem o Contrato Social (*Certificate of Incorporation*), Acordo de Acionistas da empresa, o Acordo de Compra e Venda das Ações, e o Plano de *Stock-Options* preparado para incentivo aos funcionários

4.4 – GERÊNCIA DO PORTFOLIO

Conforme descrito no Capítulo 2.5, uma das principais características que distinguem o *Private Equity* de outros tipos de investimento é a atuação ativa do fundo na administração da empresa investida. Uma vez realizado o investimento, os fundos de *Private Equity* não se limitam a apenas acompanhar o desempenho financeiro das empresas de seus portfólios, fornecendo também uma série de serviços de assessoria estratégica, operacional e financeira às empresas investidas.

É importante ressaltar que o objetivo final que balizará a participação do fundo na empresa é a criação de valor para o negócio. Neste sentido, os fundos buscarão melhorias tanto a nível financeiro (otimização da estrutura de capital de capital, revisão da estrutura de impostos, etc.) quanto à nível operacional (instituição de política de remuneração por performance - em oposição à política de salários fixos, planejamento de investimentos, solução de problemas operacionais, etc.). Sua participação também é de grande importância

² compromissos ou promessas estabelecendo determinados atos que devem ser cumpridos pelo signatário

para a obtenção de financiamentos adicionais (a participação do fundo dá credibilidade e “valida” a empresa), para a indicação de administradores, desenvolvimento de uma estratégia competitiva a longo prazo, dentre outras contribuições. É válido mencionar que grande parte dos investimentos são feitos em empresas de pequeno e médio porte, que possuem uma administração familiar ou não-profissional, fato que proporciona grandes oportunidades de melhorias para os fundos de *Private Equity*.

O grau de envolvimento dos fundos na gestão das empresas investidas varia de acordo com o tipo do investimento. O envolvimento é mais intenso nas empresas em estágio inicial de desenvolvimento (onde a qualidade da gerência da empresa é vista como peça-chave para o desenvolvimento e sucesso da empresa) e em certos casos onde a melhoria da gerência é uma das causas principais do investimento (por exemplo, nas aquisições alavancadas). Nestes dois casos, os investidores de *Private Equity* possuem um grande nível de envolvimento no processo decisório da empresa.

Este processo de monitoramento é bastante intensivo, e geralmente o fundo designa um de seus gestores que possua um conhecimento do setor para acompanhar a empresa diariamente e realizar visitas regulares. Segundo Gorman e Sahlman (1989), investidores de *Private Equity* de empresas em estágio inicial de desenvolvimento (“*Venture Capitalists*”) visitam cada empresa de seus portfólios dezenove vezes por ano e alocam mais de cem horas por ano com cada empresa investida.

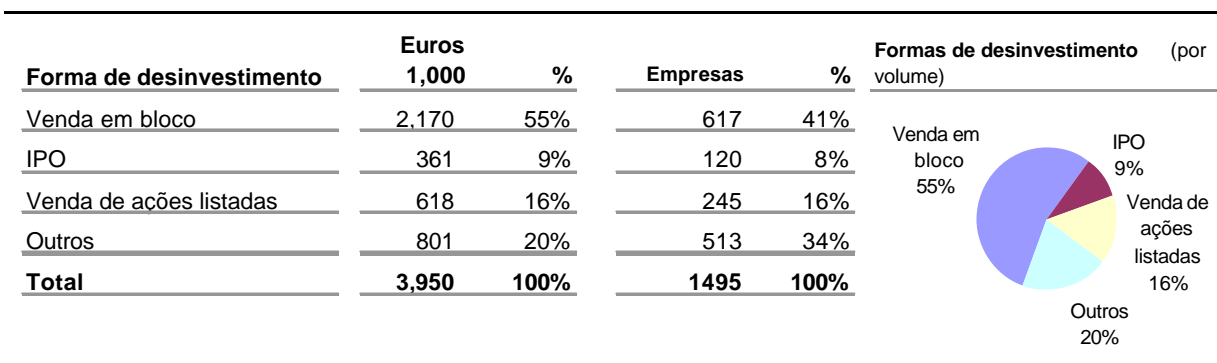
4.5 – VENDA DAS PARTICIPAÇÕES

A existência de mecanismos eficientes de saída ou desinvestimento é um dos fatores fundamentais para o sucesso das atividades de *Private Equity*. A forma de alienação da participação na empresa muitas vezes representa a mais importante variável para a rentabilidade do investimento do fundo. As principais formas de saída de um investimento em *Private Equity* são:

- oferta pública inicial de ações - IPO (abertura de capital em bolsas de valores)
- venda em bloco para investidor estratégico
- recompra da participação pelos administradores da empresa investida

Levantamento feito pela European Private Equity and Venture Capital Association – EVCA em 21 países europeus demonstra que, em termos de volume financeiro, as vendas em bloco representaram a principal estratégia de saída adotadas pelos fundos de *Private Equity* no primeiro semestre de 2000. Em segundo lugar, se destaca a venda secundária de ações de empresas já listadas em bolsa (ou seja, que haviam realizado seus IPOs anteriormente). As ofertas iniciais de ações representaram aproximadamente 9% do volume total, enquanto outras formas de desinvestimento, que neste estudo incluem a liquidação (*write off*) das participações nas empresas, representaram 20% do total desinvestido pelos fundos:

Gráfico 9 – Principais formas de desinvestimento – Europa, 1º semestre 2000



Fonte: European Private Equity and Venture Capital Association – EVCA

4.5.1 – IPO – Oferta Pública Inicial de Ações

A oferta pública inicial de ações – IPO representa a estratégia mais conhecida e com maior exposição ao mercado. Geralmente esta estratégia conta com o apoio dos demais acionistas da empresa, na medida em que a oferta pública preserva a independência da empresa e fornece acesso a capital através da criação de um mercado líquido para futuras emissões ou vendas de ações.

Os IPOs são amplamente utilizados nos Estados Unidos, onde o alto nível de desenvolvimento dos mercados de ações comporta a emissão de ações de pequenas e médias empresas. A emissão de ações por uma pequena ou média empresa geralmente é dificultada em função de rigorosas exigências impostas pelas maiores bolsas de valores (em termos de faturamento, patrimônio líquido, anos de existência, etc.). Visando facilitar o acesso destas empresas ao mercado acionário, em diversos países foram criados mercados de acesso menores, com exigências reduzidas e custos menores. Nos EUA, destaca-se a Nasdaq, criado em 1971, e que, ao impor menores exigências e custos reduzidos de emissão, permitiu a milhares de pequenas e médias empresas o acesso ao

mercado de ações. Até então, somente as grandes empresas possuíam acesso às principais bolsas de valores, enquanto que o mercado de balcão era extremamente ineficiente, com baixos níveis de automação e reduzida liquidez. Nos últimos anos, a Nasdaq obteve uma das maiores taxas de crescimento entre os mercados de ações, tanto em número de empresas listadas quanto em volume de negócios, superando os registros efetuados na NYSE.

As principais vantagens e desvantagens da estratégia de saída via IPO estão apresentadas abaixo:

Tabela 5 – Principais vantagens e desvantagens da saída via IPO

Vantagens	Desvantagens
<ul style="list-style-type: none"> • Apoio dos administradores, que permanecem liderando o negócio 	<ul style="list-style-type: none"> • Custos altos – na preparação e execução do IPO
<ul style="list-style-type: none"> • Fundo compartilha crescimento futuro, caso retenha parte de suas ações (não venda a totalidade de sua participação) 	<ul style="list-style-type: none"> • Intensivo em tempo – processo de IPO pode exigir muitos esforços de preparação, consumindo tempo significativo
<ul style="list-style-type: none"> • Oferta pública de aquisição após o IPO por uma outra empresa pode aumentar o valor (ao embutir um eventual prêmio de controle) 	<ul style="list-style-type: none"> • Pode não representar saída total, se o Fundo estiver contratualmente obrigado a manter uma parcela de sua participação na empresa (dá mais credibilidade ao IPO, pois mostra confiança na valorização das ações)

Fonte: adaptado de Stroud, Vanhaerents (1998)

A saída via IPO possui como pressuposto a existência de mercados de capitais desenvolvidos. Conforme descrito por Pacanins (1996), em países em desenvolvimento, investidores institucionais concentram seus investimentos em poucos papéis de grandes corporações e empresas menores e recentes não atraem significativamente estes investidores, e por isso suas ações possuem baixa liquidez, impactando negativamente seus preços. Os acionistas muitas

vezes tendem a contornar esta dificuldade através de uma venda em bloco a um investidor estratégico ou da listagem das ações em um mercado desenvolvido.

4.5.2 – Venda em Bloco para Investidor Estratégico

A estratégia de saída através de uma venda em bloco para um investidor estratégico é muitas vezes indicada para empresas que não possuam acesso aos mercados de capitais, em função do porte, tempo de existência ou dos custos associados à emissão de ações. Adicionalmente, a venda em bloco é muitas vezes adotada nos momentos de mercados instáveis / em crise (que reduz o interesse dos investidores e conseqüentemente, o valor de mercado das emissões). Outro fator relevante a favor da venda em bloco é que ela permite ao novo comprador capturar sinergias e economias de escala relevantes (em termos de geração de receita, transferência de tecnologia, redução de custos e despesas, etc.), permitindo uma avaliação mais elevada da empresa. No entanto, a venda em bloco tende a sofrer resistência por parte dos administradores da empresa-alvo, na medida em que a venda em bloco incorpora o risco de se atrair um novo comprador que possua interesse em incorporar a empresa, substituir os executivos-chave, ou que possua interesses divergentes do atual grupo de administradores.

As principais vantagens e desvantagens da estratégia de saída via venda em bloco estão resumidas abaixo:

Tabela 6 – Principais vantagens e desvantagens da saída via Venda em Bloco

Vantagens	Desvantagens
<ul style="list-style-type: none"> • Prêmio – em função da geração de sinergias e economias de escala ao novo comprador 	<ul style="list-style-type: none"> • Resistência dos administradores – mudança acionária pode incorrer em uma substituição dos executivos-chave
<ul style="list-style-type: none"> • Simplicidade – processo pode ser mais simples, rápido e menos custoso que um IPO 	<ul style="list-style-type: none"> • Confidencialidade – muitas vezes os melhores potenciais compradores são concorrentes próximos. O processo de <i>due diligence</i> pode implicar em transferência de informações confidenciais a concorrentes
<ul style="list-style-type: none"> • Saída total do investimento – geralmente a venda em bloco permite ao fundo alienar a totalidade de sua participação 	

Fonte: adaptado de Stroud e Vanhaerents (1998)

Na América Latina, as vendas em bloco são a forma de saída mais considerada, principalmente em função do difícil acesso às bolsas de valores e do grande interesse de empresas estrangeiras em atuar nos mercados latino-americanos (disposição a pagar prêmios significativos para ingressar via aquisições nos mercados).

Tabela 7 – Estratégia preferida de saída dos fundos de Private Equity na América Latina

Venda em bloco p/ investidor internacional	75%
Venda em bloco p/ investidor doméstico	8%
IPO doméstico	8%
IPO internacional	8%

fonte: pesquisa Price Waterhouse Coopers, 2000

4.5.3 – Recompra pelos Administradores

Outra forma de saída relativamente comum é a venda da participação detida pelo fundo para os próprios acionistas administradores da empresa (também conhecida como *Buy Back*). Esta estratégia é freqüentemente utilizada nos casos em que os investimentos / a empresa não foram bem

sucedidos, e a recompra é vista como uma das únicas opções de saída para o fundo.

As principais vantagens e desvantagens da estratégia de saída via recompra estão apresentadas abaixo:

Tabela 8 – Principais vantagens e desvantagens da saída via Recompra

Vantagens	Desvantagens
<ul style="list-style-type: none">• Baixo custo	<ul style="list-style-type: none">• Administradores podem não possuir os recursos financeiros para a aquisição
<ul style="list-style-type: none">• Necessidade de pouca due diligence – na medida em que os compradores são os próprios administradores da empresa	<ul style="list-style-type: none">• Venda em bloco para investidor estratégico logo após a recompra pode prejudicar a reputação do fundo

Fonte: adaptado de Management Development Associates (2000)

5. – DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE *PRIVATE EQUITY*

As atividades de *Private Equity* podem ser consideradas um fenômeno relativamente recente, uma vez que se tornaram mais conhecidas somente a partir do *boom* ocorrido nas décadas de 1980 e 1990.

Para entender as origens das atividades de *Private Equity*, é necessária uma análise do desenvolvimento do mercado norte-americano, onde o conceito de *Private Equity* foi iniciado, desenvolvido e de onde foi exportado para outros países.

5.1 – ORIGENS: MERCADO NORTE AMERICANO

O desenvolvimento de atividades organizadas de *Private Equity* nos EUA ocorreram basicamente na segunda metade do Século XX. Durante a maior parte da história dos EUA, o mercado de captação de recursos para o início, expansão ou aquisição de uma empresa era bastante informal, dependendo basicamente em recursos de famílias com alto poder aquisitivo. No entanto, após a Segunda Guerra Mundial, o sistema iniciou suas mudanças, e diversas firmas

especializadas, com o propósito de financiar empresas em estágio inicial de desenvolvimento foram constituídas (Asset Alternatives, 2000).

A tabela abaixo apresenta as principais fases de desenvolvimento das atividades de *Private Equity* nos EUA:

Tabela 9 – Principais fases de desenvolvimento de *Private Equity* nos EUA:

Período	Fatos marcantes
Anterior a Segunda Guerra Mundial	<ul style="list-style-type: none"> • Investimentos de famílias ricas
Período inicial de desenvolvimento: 1946-1958	<ul style="list-style-type: none"> • ARD – American Research & Development Corp • Investimentos de famílias ricas
1959-1969	<ul style="list-style-type: none"> • Formação das SBIC – Small Business Investment Companies
Década de 1970	<ul style="list-style-type: none"> • Formação das Limited Partnerships
1978-1980	<ul style="list-style-type: none"> • Incentivos fiscais e regulatórios: ERISA, impostos sobre ganhos de capital e outras legislações
Décadas de 1980 e 1990	<ul style="list-style-type: none"> • Crescimento explosivo das atividades de <i>Private Equity</i>

Fonte: pesquisa do autor, baseado em Lerner (2000)

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

O número deste tipo de firmas especializadas de investimento cresceu significativamente no final da década de 1950, impulsionadas pela

criação em 1958 do programa Small Business Investment Company – SBIC. As SBICs eram pequenas firmas privadas que, para investir em empresas em estágio inicial de desenvolvimento, podiam tomar empréstimos com garantia de pagamento pelo Governo americano, o que possibilitava as SBICs captarem recursos a um custo relativamente baixo. Centenas de SBICs foram criadas na década de 1960, mas o formato legal das SBICs não gerava incentivos adequados para seus administradores, o que levou ao declínio deste formato de firmas de *Private Equity*.

Na década de 1970 surgiram as firmas especializadas no formato de *Limited Partnerships* (sociedade por cotas de responsabilidade limitada). As *Limited Partnerships* possuíam o mesmo objetivo de realizar investimentos em empresas em estágio inicial de desenvolvimento, mas possuíam vantagens sobre as SBICs no que diz respeito a formas de alinhar interesses dos administradores (possibilitava o uso de mecanismos de compensação variável) e em relação a restrições de investimentos.

As *Limited Partnerships* tiveram muito sucesso e se tornaram a forma dominante das firmas especializadas em *Private Equity*. De acordo com Fenn, Liang e Prowse (1995), entre 1969 e 1975, aproximadamente 29 *Limited Partnerships* foram formadas, captando um volume total de US\$ 376 milhões. As atividades organizadas de investimento através de *Venture Capital* foram reconhecidas como uma indústria e em 1973 a National Venture Capital Association foi formada.

A existência (ou criação) de ambientes regulatórios e fiscais favoráveis também foi fundamental para a expansão das atividades de *Private Equity*. O Governo Americano adotou uma série de iniciativas no final da década de 1970 que impulsionaram as atividades de *Private Equity*, dentre as quais pode-se destacar:

- ERISA-*Employee Retirement Income Statement* “Prudent Man” Rule (1979) – permitia aos fundos de pensão investimentos em ativos de maior risco, incluindo atividades de *Private Equity*;
- Revenue Act (1978) e Economic Recovery Tax Act (1981) – redução da alíquota de impostos sobre os ganhos de capital de 49,5% para 20%.

As mudanças na legislação mencionadas acima foram fundamentais para ampliar as fontes de capital para as atividades de *Private Equity*. Até então, o principal grupo de investidores reunia as famílias e indivíduos ricos mas, após as medidas regulatórias, a participação dos fundos de pensão foi se tornando cada vez mais significativa, e hoje representam o principal grupo de investidores dos fundos de *Private Equity*.

Adicionalmente, o desenvolvimento de um mercado de ações que comportava a emissão de ações de pequenas empresas foi fundamental para o desenvolvimento das atividades de *Private Equity*, na medida em que representava uma alternativa viável de desinvestimento, garantindo certa liquidez para o investimento.

Em decorrência do crescimento das atividades de *Private Equity*, ocorreu uma significativa especialização dos fundos de *Private Equity* em termos de estratégia e de tamanho. Os fundos passaram a se especializar em investimentos por setor de atuação e estágio de desenvolvimento da empresa investida. O crescimento no montante de recursos disponíveis (captados) levou ao surgimento de grandes fundos, aumentando o tamanho médio dos volumes administrados por cada fundo. À medida em que os gestores dos fundos possuíam um volume de recursos a ser investido cada vez maior, maior preferência foi dada para investimentos em empresas em estágio mais desenvolvido, especialmente através de aquisições alavancadas, aumentando o tamanho médio das transações .

A indústria de *Private Equity* apresentou um crescimento expressivo na década de 1980 nos EUA, e recursos de *Private Equity* financiaram diversas empresas do setor de tecnologia, incluindo a Apple Computers, Cisco Systems, Microsoft e Sun Microsystems. Um grande número de *Buy-Outs* bem sucedidos, incluindo as aquisições da Avis e da Dr Pepper, também chamou a atenção do público em geral para as atividades de *Private Equity* (Lerner, 2000).

Na década de 1990, houve um crescimento explosivo das atividades de *Private Equity*, que apresentavam um grau de sofisticação bastante alto e excelentes taxas de retorno para seus investidores. Um mercado favorável a emissões iniciais de ações – IPOs, facilitando as vendas das participações adquiridas, e um alto grau de inovação tecnológica, principalmente nos setores

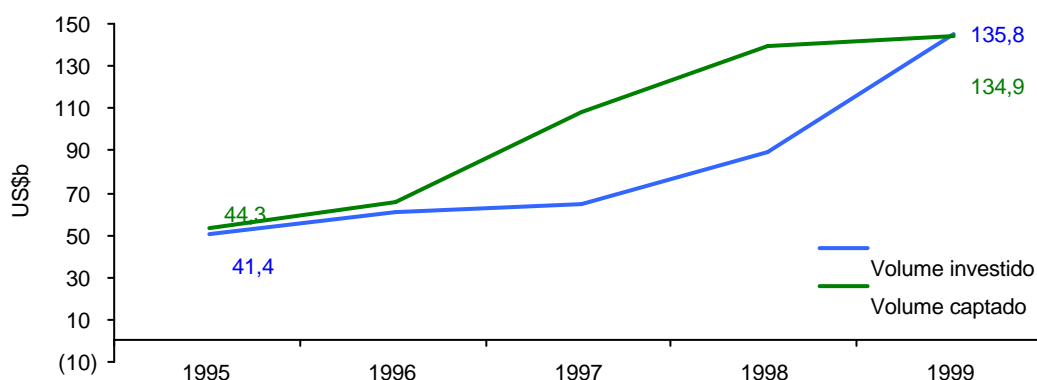
relacionados a tecnologia (tipo Internet, ou telefonia celular) foram determinantes para o crescimento do setor nos últimos anos.

5.2 – DESENVOLVIMENTO RECENTE

Após o *boom* nos EUA, as atividades de *Private Equity* foram sendo desenvolvidas em outros países na década de 1980, destacando-se os países da Europa Ocidental. Na década de 1990, as atividades de *Private Equity* também foram estabelecidas em diversos países emergentes, dando um status global ao setor.

Análise feita pelo 3i Group, em conjunto com PricewaterhouseCoopers (2000) indica que o volume global de investimentos de *Private Equity* aumentou significativamente nos últimos anos, a uma taxa anual de crescimento composta de 35%, crescendo de US\$ 41b em 1995 para US\$ 136b em 1999.

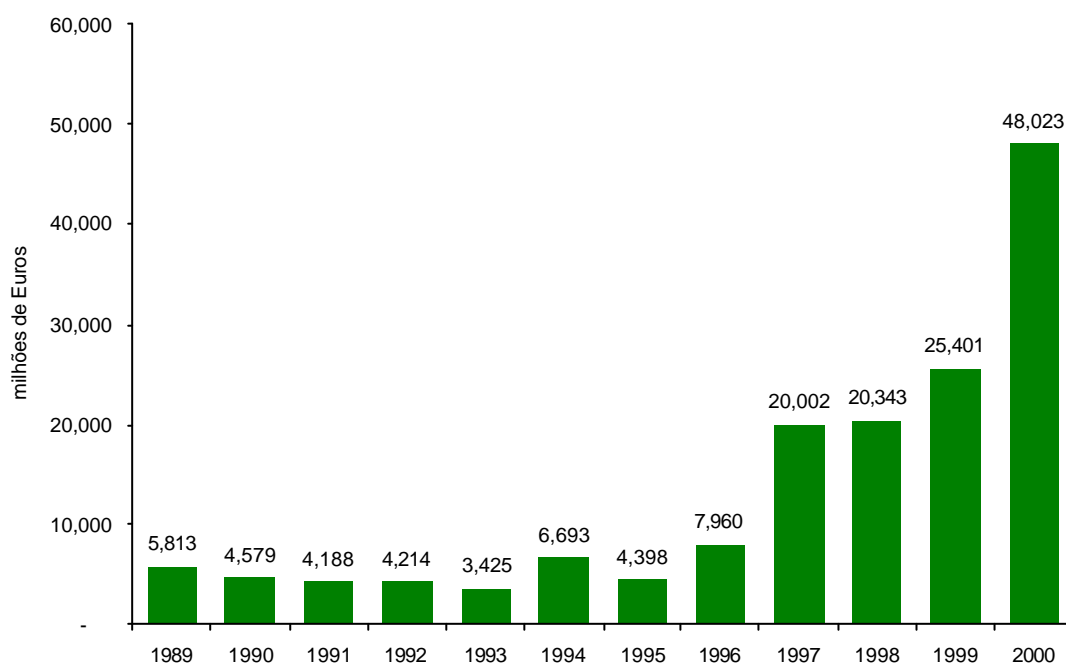
Gráfico 10 – Evolução global das atividades de *Private Equity* – 1995 a 1999



Fonte: 3i Group e PriceWaterhouseCoopers (2000)

Análise recente da EVCA e PriceWaterhouseCoopers incluindo dados de dezembro de 2000 mostram um crescimento impressionante no volume captado por fundos de *Private Equity* na Europa. O crescimento significativo no ano de 2000 pode ser relacionado aos investimentos nos setores de alta tecnologia (crescimento de 71% sobre 1999), telecomunicações (65% de crescimento) e biotecnologia (129% de crescimento).

Gráfico 11 – Volume de recursos de *Private Equity* captados na Europa – 1989 a 2000



Fonte: EVCA (2001)

Atualmente, as atividades de *Private Equity* movimentam aproximadamente US\$ 136 bilhões por ano, tanto em termos de captações para novos fundos quanto em termos de investimentos em empresas.

Segundo análise realizada pelo 3i Group e PriceWaterhouseCoopers (2000), a maior parcela dos recursos está nos EUA, que em 1999 concentrava US\$ 97 bilhões em investimentos, ou 72% do volume global dos investimentos. Países da Europa Ocidental representavam 20% do volume total, ou aproximadamente US\$ 27 bilhões, sendo que somente a Inglaterra correspondia a US\$ 12 bilhões desse volume. Os países da América Latina representavam apenas 1% do volume de investimentos globais.

Tabela 10– Distribuição mundial dos investimentos de *Private Equity* (US\$ 136 bilhões) em 1999

América do Norte:	73%	Europa ocidental	20%	Extremo oriente	4%
Principais países investidos (US\$b)		Principais países investidos (US\$b)		Principais países investidos (US\$b)	
Estados Unidos	97,600	Inglaterra	12,300	Hong Kong	1,300
Canada	1,800	Alemanha	3,400	Taiwan	900
		França	3,000	Japão	800
		Itália	1,900	Coréia	500
		Holanda	1,800	Cingapura	400
		Suécia	1,400	Austrália	300
		Espanha	800		
		Bélgia	700		
		Suíça	500		
		Noruega	300		
América Latina		Oriente médio e África		Europa oriental	
	1%		1%		menos de 1%

Fonte: 3i Group e PriceWaterhouseCoopers (2000)

Um indicador para o potencial de crescimento das atividades de *Private Equity* é a relação Volume de recursos de *Private Equity* / PIB. Estudo realizado pela Asset Alternatives (2000) baseados em dados de 1999 mostram que, enquanto nos EUA o volume de recursos de *Private Equity* representavam aproximadamente 1.2% do PIB, na Europa esta relação era 0.4%, e na América Latina, 0.1%, demonstrando um grande potencial para as atividades de *Private Equity* a nível internacional, especialmente em relação aos países emergentes.

5.3 – EXPECTATIVAS DE DESENVOLVIMENTO FUTURO

Apesar do desenvolvimento acentuado das atividades recentes de *Private Equity*, taxas significativas de crescimento são esperadas para o futuro próximo, especialmente em mercados onde as atividades de *Private Equity* foram iniciadas recentemente (principalmente na Europa e em países emergentes).

Análise recente por Barnard, Brierley e Robertson (2000) indica os principais determinantes do crescimento das atividades de *Private Equity* na Europa para os próximos anos:

- Desenvolvimento dos investimentos em tecnologia – inovações recentes nos setores relacionados a Internet, telecomunicações móveis, mídia e biotecnologia são responsáveis pelo forte aumento das captações para fundos de *start-ups* / empresas em estágio inicial de desenvolvimento. A recente volatilidade dos preços das ações das empresas quotadas, que dificulta o processo de avaliação econômico-financeira de investimentos em empresas quotadas e não quotadas, não deverá anular a velocidade das inovações nesse setores, nem eliminar a vontade de firmas de *Private Equity* de investir neste setor.
- Consolidação no setor industrial – desregulamentação e liberalização dos mercados, o efeito da unificação das moedas européias e uma competição cada vez mais acirrada devem impulsionar a tendência de consolidação dos setores industriais europeus. Isto cria oportunidades para empresas com capital de *Private Equity* que sejam capazes de realizar investimentos internacionais (*cross-border*).
- Alienação de ativos que não façam parte do *Core Business* – em decorrência da consolidação nos setores industriais e um maior grau de especialização e foco das empresas, algumas divisões que não façam parte do foco principal de operação (*core business*) de uma empresa poderão vir a ser alienadas. Estas

divisões / subsidiárias muitas vezes possuem estruturas de custo não-competitivas, equipe de gestão de segundo nível e rentabilidade baixa. Uma firma de *Private Equity* pode ajudar na reestruturação desta divisão na forma de entidade independente, aumentando seu potencial de geração de retornos.

- Problemas na sucessão (empresas controladas por famílias) – a sucessão nas empresas controladas e geridas por famílias representa outra área com potencial significativo para investimentos de *Private Equity*. Com o desenvolvimento dos mercados de *Buy-Out*, as operações de MBO – *Management Buy Out* e MBI-*Management Buy In* representarão uma forma de resolução para questões / conflitos societários. Neste sentido, a capacidade das firmas de *Private Equity* de recrutar gestores novos, e efetuar a mudança na gerência e na cultura da empresa será fundamental.
- Reformas fiscais e regulatórias – questões sucessórias e de venda de ativos non-core deverão ser facilitados com as reformas regulatórias e fiscais que estão sendo atualmente planejadas em alguns países da Europa. Alterações no regime tributário da Alemanha, por exemplo, deverão estimular o desenvolvimento do mercado de *Buy-Out* no país.
- Fortalecimento de mecanismos de saída dos investimentos – o desenvolvimento de mercados novos de ações, incluindo a Nasdaq, nos EUA, o Neuer Markt (Alemanha) e Alternative Investment Market (AIM), na Inglaterra, proporciona maior liquidez (e potencial de valorização) no momento de saída para os investimentos dos fundos de *Private Equity*. Estes novos mercados de ações possuem algumas vantagens em relação às grandes bolsas de valores, sendo que no caso da AIM, estes diferenciais incluem: exigências iniciais menores para as empresas interessadas em listar-se em bolsa; menores exigências regulatórias; regras mais flexíveis para aquisições (facilita o crescimento via aquisições); e alguns benefícios fiscais para as empresas listadas.

6 – CONCLUSÃO

Fundos de *Private Equity* representam um instrumento financeiro de crescente importância para os mercados de capitais, trazendo significativos benefícios para, investidores financeiros, desenvolvimento de pequenas e médias empresas e para a economia em geral.

Para empresas em desenvolvimento, as operações de *Private Equity* possibilitam financiamento a pequenas e médias empresas que, em função do seu porte e tempo de existência, enfrentam grandes dificuldades em acessar os mercados tradicionais de dívida e/ou de ações. As empresas investidas também se beneficiam da experiência e *know-how* detido pelos gestores dos fundos, que prestam grande apoio na gestão das empresas, contribuindo ativamente em diversas áreas, incluindo as de planejamento financeiro e assessoria estratégica.

Para investidores financeiros, o interesse em alocar parte de seus portfólios em fundos de *Private Equity* é crescente. A pouca disponibilidade de informações acerca das empresas investidas (geralmente de pequeno porte e de

capital fechado) gera significativas oportunidades de arbitragem a longo prazo. A análise das taxas de retorno proporcionadas pelos fundos indica que os agentes que aplicam seus recursos em *Private Equity* buscam uma diversificação do portfólio de investimentos e estão dispostos a abrir mão de liquidez e assumir riscos maiores em troca de ganhos acima da média do mercado acionário.

A economia em geral também é beneficiada significativamente, na medida em que as operações de *Private Equity* atuam como catalisadoras de novas tecnologias, serviços e produtos. Nos EUA, país onde o *Private Equity* é mais desenvolvido, os recursos investidos foram fundamentais para o desenvolvimento de segmentos industriais inovadores, como o de alta tecnologia, Internet e biotecnologia.

Pode-se dizer que o conceito das atividades de *Private Equity* foi testado, aprovado e exportado dos EUA para outros países desenvolvidos e emergentes. Apesar do significativo crescimento do volume de investimentos de *Private Equity* nos últimos cinco anos, números recentes demonstram ainda um grande interesse de investidores por diversificar seus investimentos alocando parte de seus portfólios em fundos de *Private Equity*.

O desenvolvimento das atividades nos EUA indica que é fundamental a existência de um mercado de capitais bem desenvolvido, além de ambientes regulatório, fiscal e macroeconômico favoráveis, para a expansão das atividades. Acesso facilitado a instrumentos de longo prazo de dívida também representa um fator relevante para o desenvolvimento das atividades, na medida

em que possibilita alavancar os retornos financeiros obtidos pelos fundos de *Private Equity*.

Na América Latina, as atividades se encontram em um ritmo acelerado de expansão e, apesar da dificuldade no acesso ao mercado de dívida de longo prazo e de ações por pequenas e médias empresas, existem diversas oportunidades para operações de compra, reestruturação e venda de empresas, representando um grande potencial para as atividades de *Private Equity* para os próximos anos.

7 –BIBLIOGRAFIA

3i GROUP, PRICE WATERHOUSE COOPERS. Global Private Equity 2000, outubro 2000

ASSET ALTERNATIVES INC. Private Equity Primer. Web site: www.assetalt.com, obtido em outubro de 2000

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE CAPITAL DE RISCO. ABC Capital de Risco. Web site: www.apcri.pt, obtido em outubro de 2000

ASSOCIATION FOR INVESTMENT MANAGEMENT AND RESEARCH. Readings in *Venture Capital*. julho 1997. Introdução: Venture Capital: Introduction

BARNARD, Bill, BRIERLEY, Alan, ROBERTSON, Robbie. Venture Capital and Private Equity: Looking to the future. Dresdner Kleinwort Benson, dezembro 2000.

BRADFORD, Travis, SMITH, Roy. Private Equity: Sources and Uses. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1997. Volume 10

BRITISH VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. Report on Investment Activity, 1999, maio 2000

BRITISH VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. A Guide to Venture Capital, junho 1998

BYGRAVE, William D., TIMMONS, Jeffrey A. *Venture Capital at the crossroads*. Harvard: Harvard University Press, 1992.

COOPERS AND LYBRAND CORPORATE FINANCE. The Economic Impact of Venture Capital in Europe, setembro 1996

DOWNES, John , GOODMAN, Jordan E. Dicionário de Termos Financeiros e de Investimento. São Paulo, 1993

EVCA EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. Mid-Year Survey 2000, 2000.

EVCA EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. Europe Private Equity Update 15, junho 2000.

EVCA EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. European Private Equity and Venture Capital Survey 2000, junho 2001.

FENN, George, LIANG, Nellie, PROWSE, Stephen. The economics of the private equity market. The Federal Reserve Bulletin, dezembro 1995.

GARDELLA, Lee A. Selecting and structuring investments: the Venture Capitalist's perspective. Readings in Venture Capital. Association for Investment Management and Research, julho 1997

GOMPERS, Paul, LERNER, Josh. What Drives Venture Capital Raising? National Bureau of Economic Research, working paper 6906, Janeiro 1999.

GORMAN, Michael, SAHLMAN, William. What do Venture Capitalists do?. Journal of Business Venturing, Estados Unidos, V. 4, p. 231-248, 1989.

GORGULHO, Luciane F. O capital de risco como alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológica: o caso do Contec/BNDES. Rio de Janeiro: UFRJ, 1996 (Dissertação de Mestrado).

LERNER, Josh. Venture Capital and Private Equity: A Casebook. 2000. 540 p. Introdução: private equity today and tomorrow, p. ix-xvi.

MANAGEMENT DEVELOPMENT ASSOCIATES. Venture Capital – Exits. Curso ministrado para Dresdner Kleinwort Benson, Londres, outubro de 2000

MCKINSEY & COMPANY. U.S. Venture Capital – Industry Overview and Economics, Summary Document, September 1998

MOLLOY, Christina. High hopes for Latin America. International Financing Review, novembro de 1998

NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. The Venture Capital Industry: an Overview. Web site: www.nvca.org, obtido em outubro de 2000

PRICE WATERHOUSE COOPERS. Third Annual Survey of Latin American Private Equity Funds, 2000

PACANINS, Gonzalo. A note on private equity in developing nations, Harvard Business School, case 297-039, 1996

ROBIN, Henry G. Structuring a Venture Capital portfolio: an investor's perspective. Readings in Venture Capital. Association for Investment Management and Research, julho 1997

SCHILIT, Keith W. Venture catalysts or vulture capitalists?. Readings in Venture Capital. Association for Investment Management and Research, julho 1997

STROUD, Helen e VANHAERENTS, Koen. Venture Capital Exit Routes. European Counsel, dezembro 1998

VCAPITAL.COM. Capital Sources. Web site: www.vcapital.com, obtido em outubro de 2000

WALL, John, SMITH, Julian. Better Exits. European Private Equity and Venture Capital Association, 1997.

WILLIS, John R., CLARK, David A. An introduction to mezzanine finance and private equity. The new corporate finance – where theory meets practice. Estados Unidos, McGraw-Hill, 1993.