



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Mercado Private Equity e Venture Capital: uma  
oportunidade de aquecimento da indústria em meio ao  
período de retração econômica brasileiro.

Eduardo Peres de Araújo  
DRE: 113101997

Rio de Janeiro  
28 de Novembro de 2018

EDUARDO PERES DE ARAÚJO

Mercado Private Equity e Venture Capital: uma  
oportunidade de aquecimento da indústria em meio ao  
período de retração econômica brasileiro.

Trabalho Monográfico de  
conclusão de curso apresentado a  
Faculdade de Administração e  
Ciências Contábeis no curso de  
Ciências Contábeis como requisito  
parcial para aprovação na  
disciplina Monografia.

Orientador: Marcos Roberto Pinto

Rio de Janeiro  
28 de Novembro de 2018

Nome: Eduardo Peres de Araújo

Título: Mercado Private Equity e Venture Capital: uma oportunidade de aquecimento da indústria em meio ao período de retração econômica brasileiro.

Esta monografia foi apresentada como trabalho de conclusão de curso de Ciências Contábeis da Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro como exigência parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Aprovado em \_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_.

---

Orientador

Rio de Janeiro  
2018

## DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho em primeiro lugar a Deus, que sempre esteve comigo nesta caminhada, principalmente nos momentos de fraqueza e de incertezas em relação a minha capacidade de conquistar meus objetivos. Por ter em todos os dias da minha vida ter guiado meus passos e sempre me mostrar o melhor caminho a seguir não somente nesse ciclo que foi a Universidade Federal do Rio de Janeiro, como todos os demais.

Também gostaria de dedicar esta monografia a minha família que também sempre estiveram ao meu lado e que me incentivaram do início ao fim desta jornada. Obrigado a meus pais, Lúcia e Francisco, por sempre terem acreditado em mim e desde pequeno me ensinaram a nunca desistir dos meus sonhos. A minha irmã, Carolina, as minhas avós e bisavó que foram essenciais na minha formação.

Dedico também a minha namorada, Michelli, por ser minha companheira nesta reta final. Você acreditou e me incentivou até mesmo nos momentos os quais eu duvidei de mim mesmo. A meus amigos, principalmente os que fiz na Universidade, nós construímos uma linda amizade e estaremos sempre juntos nos próximos ciclos. E aos meus professores que sempre estiveram dispostos a passar um pouco do que sabem, sem vocês definitivamente nada disso seria possível.

## AGRADECIMENTOS

A Deus, por tudo que me ajudou a conquistar e pelas inúmeras coisas que me proporcionou, como essa graduação. Tudo tem uma razão e um por quê e, hoje, sei que nada acontece por acaso. Tudo que vivemos é um eterno aprendizado.

Agradeço também a minha família, pois sem vocês nada disso teria acontecido. Todo o suporte, todas as diversas broncas, todos os elogios ao longo desses anos foram essenciais para chegar até aqui. Devo isso principalmente a vocês.

A minha namorada Michelli Rodrigues que me incentiva todos os dias a conquistar todos os meus sonhos Não posso esquecer de agradecer também a sua família, a qual fui acolhido e são pessoas que sempre me incentivam também a seguir sempre no caminho do bem e do sucesso.

Aos meus amigos pelo apoio, compreensão e pelo companheirismo. Nossa jornada foi árdua, com alguns obstáculos pela frente mas aqui estamos, concluindo essa etapa de nossas vidas.

Ao meu professor orientador Marcos Roberto Pinto pelas aulas, pela ajuda com o trabalho de conclusão de curso e pela paciência.

E a todos que de alguma forma me ajudaram.

# EPÍGRAFE

"A persistência é o menor caminho do êxito".  
(**Charles Chaplin**)

## RESUMO

O objetivo deste trabalho é a evidenciação aos leitores e ao público acerca da crescente indústria de Private Equity e de Venture Capital no Brasil, que pode representar uma oportunidade para auxiliar no fomento e modernização da indústria em diversos setores. A pesquisa será realizada através da análise do segmento de fundos de investimento em participação e suas modalidades. As análises a serem efetuadas nesta monografia abordará os tipos de fundos de investimento da indústria.

A monografia segue estruturada em uma continuação gradual, começando do contexto geral para o mais específico. Em sua estrutura, é composta por cinco capítulos, onde no primeiro capítulo é introduzido o tema de todo o trabalho, contextualizado e justificado, levando em consideração o problema tema e seus objetivos gerais e específicos. No segundo capítulo é apresentada a metodologia de pesquisa utilizada.

Com relação à evidenciação de informação, o tema foi transcorrido considerando como fonte de pesquisa referências bibliográficas, como artigos e teses sobre a indústria, além de livros que abordam o mercado e os instrumentos financeiros e publicações elaboradas por associações e empresas especializadas.

No terceiro capítulo apresenta-se a fundamentação teórica, que discorre sobre os principais conceitos e a evolução histórica da indústria tanto nos Estados Unidos da América, economia referência no assunto, como na brasileira. O capítulo subsequente retrata casos de companhias brasileiras que após investimento de fundos Private Equity e Venture Capital registraram uma melhora tanto nos resultados financeiros, como no que refere-se a governança corporativa, bem como números recentes da indústria no Brasil e no mercado americano. A conclusão do estudo foi realizada no quinto capítulo com base nas informações coletadas durante todo o desenvolvimento do trabalho.

É possível, após o trabalho, tirar conclusões e observar a oportunidade que a indústria oferece as empresas, uma vez que pode-se observar a melhora significativa de empresas após investimento, não só para os *stakeholders*, como os demais possíveis interessados nas empresas e fundos.

**PALAVRAS CHAVES:** Fundos de investimento, Private Equity, Venture Capital, modernização e governança corporativa.

## **ABSTRACT**

The objective of this work is to make readers and the public aware of the growing Private Equity and Venture Capital industry in Brazil, which may represent an opportunity to assist in the promotion and modernization of the Brazilian industry in several sectors. The research will be conducted through the analysis of the segment of investment funds in companies' participation and their modalities. The analysis in this monograph will approach the types of investment funds in the industry.

The monograph is structured into a gradual continuation, starting from the general context to the more specific. In the structure, it is composed of five chapters, which the first chapter introduces the theme of all work, contextualized and justified, considering the general and specific objectives. In the second chapter, the research methodology used is described.

Regarding the disclosure of information, the topic have been discussed considering bibliographical references, such as articles and theses of the industry, as well as books that talks about the market and the financial instruments and publications elaborated by special associations, as ABVCAP and specialized companies.

The third chapter presents the theoretical foundation, which discusses the main concepts and the historical evolution of the industry in the United States, a reference economy, as in the Brazilian one. The following chapter describes cases of Brazilian companies that, after Private Equity and Venture Capital funds have invested in them, we could saw an improvement in financial results and in the corporate governance and recent number in Brazil and the US Private Equity market. The conclusion of the study was made in the fifth chapter based on the information collected throughout the development of the work.

It is possible after the search to draw conclusions and to observe the opportunity that the industry offers to companies, since one can observe the significant improvement of companies after investment, not only for the stakeholders, as well to the other possible interested in the companies and funds.

**KEYWORDS:** Investment funds, Private Equity, Venture Capital, modernization and corporate governance.

# SUMÁRIO

DEDICATÓRIA

AGRADECIMENTOS

EPÍGRAFE

RESUMO

ABSTRACT

LISTA DE SIGLAS .....	11
LISTA DE FIGURAS .....	12
1. INTRODUÇÃO .....	13
1.1. Contextualização e justificativa .....	14
1.2. Problema .....	15
1.3. Objetivos gerais .....	15
1.4. Objetivos específicos .....	16
2. METODOLOGIA.....	16
2.1. Definição do tipo de pesquisa.....	17
2.1.1. Quanto a natureza .....	17
2.1.2. Quanto a abordagem .....	18
2.1.3. Quanto aos objetivos .....	18
2.1.4. Quanto aos procedimentos técnicos utilizados .....	19
2.2. Procedimentos de coleta e análise dos dados .....	19
2.3. Delimitação da pesquisa .....	19
2.4. Limitações da pesquisa .....	20
3. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	21
3.1. Principais conceitos .....	23
3.1.1. Fundos de Investimento em Participações .....	24
3.1.1.1 FIP – Capital Semente .....	26
3.1.1.2. FIP – Empresas Emergentes .....	27

3.1.1.3. FIP – Infraestrutura e FIP – Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação .....	28
3.1.1.4. FIP – Multiestratégia .....	29
3.1.2. A história da indústria Private Equity e Venture Capital nos Estados Unidos da América .....	29
3.1.3. A história da indústria Private Equity e Venture Capital no Brasil .....	31
3.1.3.1 . O caso ACESITA.....	32
3.1.3.2. Década de 90.....	32
3.1.3.3. A chegada do novo milênio e a atualização das normas .....	34
3.1.4. As Instruções CVM 578 e 579: uma nova realidade .....	36
3.1.4.1. A instrução 578.....	36
3.1.4.2. A instrução 579.....	39
3.1.5. Barreiras e desvantagens da indústria .....	41
4. APLICABILIDADE DO ESTUDO – EXEMPLOS ILUSTRATIVOS E DADOS DA INDÚSTRIA.....	42
4.1.Exemplo 1: O caso de sucesso da Kroton Educacional S.A. ....	43
4.2.Exemplo 2: O caso da Óticas Carol .....	46
4.3.Dados da indústria Private Equity e Venture Capital .....	49
4.3.1. A indústria americana.....	49
4.3.2. A indústria brasileira .....	52
5. CONCLUSÕES APOIADAS PELA PESQUISA.....	57
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	59
7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	61

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Como funciona um Fundo de Investimento .....	23
Figura 2: Como funciona um Fundo de PE/VC .....	25
Figura 3: Evolução do Capital Alocado no Brasil em US\$ Bilhões .....	35
Figura 4: Subsidiárias da Kroton Educacional em Ensino Básico e Superior.....	45
Figura 5: Arrecadação diminui com um número menor de fundos nvvo mercado .....	50
Figura 6: Médias das aquisições do ano.....	51
Figura 7: Desinvestimento PE nos Estados Unidos da América .....	51
Figura 8: Capital Comprometido de 2011 à 2017 .....	53
Figura 9: Origem do Capital Comprometido .....	53
Figura 10: Quantidade de empresas investidas.....	55
Figura 11: Valor médio dos investimentos em R\$ milhões .....	55

## LISTA DE SIGLAS

ABVCAP	Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital
PE/VC	Private Equity e Venture Capital
PIB	Produto Interno Bruto
EUA	Estados Unidos da América
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
SEC	Securities and Exchange Commission
FIP	Fundo de Investimento em Participações
FII	Fundo de Investimento Imobiliário
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
FUNCINE	Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional
IFRS	International Financial Reporting Standards
HVCA	Hungarian Venture Capital and Private Equity Association
ARDC	American Research and Development Corporation
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
ACESITA	Companhia Ações Especiais de Itabira
LP	Limited Partnership
BRICS	Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul
IPO	Initial Public Offering
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
iCVM	Instrução da Comissão de Valores Mobiliários
FICFIP	Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações
BM&FBovespa	Bolsa de Mercadorias e Futuros & BOVESPA
CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization

## 1. INTRODUÇÃO

A economia brasileira no século XXI apresentou três anos de grande crescimento econômico: 2007, 2008 e 2010. Neste período que compreende os anos de 2008 até 2012, nações como os Estados Unidos da América e países do continente europeu, apresentavam números alarmantes de retração econômica, causada principalmente pela Bolha Imobiliária<sup>1</sup> americana, enquanto o governo brasileiro divulgava excelentes indicadores econômicos, indo na contramão dos números das maiores potências.

A política adotada pelo governo com a valorização real do salário mínimo desde os primeiros anos do mandato do ex-presidente Luiz Inácio Lula da Silva<sup>2</sup> e estímulo de fomento ao investimento no país proporcionaram tais resultados. A política econômica facilitou o acesso ao crédito fácil, tanto para pessoas físicas, quanto jurídicas, o que causou um efeito positivo na economia, aumentando os postos de trabalho e a massa salarial, além de aquecer a economia como um todo. Estes fatores incorporaram dezenas de milhões de brasileiros ao mercado consumidor.

Além do citado anteriormente, os incentivos tributários, a redução da taxa de juros, dentre outras medidas, foram ações tomadas pelo governo brasileiro em benefício da iniciativa privada. Foi neste sentido que a indústria de Private Equity e Venture Capital se consolidou no mercado brasileiro, tornando-se uma segunda alternativa de investimentos nas empresas da carteira por meio de abertura de capital, transformando-se em uma prática de investimento mais forte a partir do ano de 2004.

Com o crescimento do período, investidores estrangeiros ambicionavam adentrar no mercado brasileiro e investir nas empresas nacionais. A economia era considerada pouco aberta ainda ao capital estrangeiro, quando comparada a outras economias em desenvolvimento. Foi observado que as ofertas públicas realizadas por empresas após investimentos de fundos PE/VC, a maior parcela das transações de compra era realizada por investidores estrangeiros, que entravam de vez no mercado brasileiro.

---

<sup>1</sup>A bolha imobiliária americana teve origem no mercado imobiliário dos EUA e foi causada devido aos americanos terem atrasado ou deixado de pagar as hipotecas de suas casas próprias. Isso afetou todas as empresas envolvidas com empréstimos imobiliários, gerando uma forte crise econômica no mercado americano, que afetou diversos países, devido ao atual mercado globalizado, principalmente países com fortes relações comerciais com os Estados Unidos da América.

<sup>2</sup> O ex-presidente Luiz Inácio Lula da Silva governou o Brasil por dois mandatos seguidos, tendo seu primeiro mandato de 2002 à 2006 e reeleito para governar o país de 2006 à 2010.

Todavia, nos últimos anos, a economia brasileira apresentou sinais de retração econômica. A Instabilidade financeira e política, a falta de planejamento a longo prazo das políticas econômicas, o déficit orçamentário elevado, o aumento da taxa de juros e rebaixamento do rating de crédito<sup>3</sup> do Brasil por agências internacionais, foram alguns dos motivos que mais contribuíram para que o resultado divulgado de PIB dos últimos anos fosse negativo ou com crescimento mínimo, o que dificultou não somente a União adotar políticas que fomentem a economia, mas também que investidores, principalmente os estrangeiros, sintam confiança no país para alocar seus recursos na economia brasileira devido as incertezas do mercado.

Neste sentido, mais uma vez a indústria de Private Equity e Venture Capital se desponta como uma alternativa no estímulo de investimento na economia, principalmente por parte do setor privado e no mercado de capital.

O objetivo deste trabalho é analisar o mercado atual brasileiro de PE/VC e suas regulamentações. Adicionalmente, tem como objetivo analisar as oportunidades e dificuldades que tal segmento encontra no Brasil, a partir do momento econômico o qual o país atravessa.

## **1.1.Contextualização e justificativa**

O tema abordado neste trabalho de conclusão de curso foi escolhido por alguns motivos. O primeiro deles para demonstrar a importância que outros tipos de investimento, como Private Equity e Venture Capital podem desempenhar na economia, seja em momentos onde o país apresenta índices relevantes e positivos de crescimento, quanto em períodos de retração econômico. Em outros mercados, como o americano, esse tipo de investimento é incentivado. O segundo é pelo fato de não ser um tema corriqueiro no curso de Ciências Contábeis, bem como no mundo acadêmico (no nível da graduação).

---

<sup>3</sup> O rating de crédito de um país (também chamado de classificação de risco) é uma espécie de “nota” atribuída a uma empresa, país, título ou operação financeira que visa medir o risco de crédito. Isto é, seu

objetivo é indicar a capacidade que um desses citados a cima possuem em pagar suas dívidas e medir a chance de não conseguirem quitar, atrasando ou deixando de pagar (em termos econômicos, dar calote).

Dentro deste contexto, o entendimento do conceito do mercado de Private Equity e Venture Capital é extremamente importante, pois assim poderá ser feita corretamente a ligação entre os dois tópicos, que são o mercado de PE/VC com a economia brasileira.

O trabalho busca apresentar os conceitos relativos ao tema, além de esclarecer questões sobre a apresentação das informações do mercado e evidenciar os benefícios, as regulamentações e as barreiras encontradas pelo mesmo no Brasil. Para isso, serão apresentados alguns exemplos através de casos de sucesso, ilustrações do mercado, alterações na regulamentação e dados do mercado brasileiro e do mercado americano.

## **1.2.Problema**

O paradigma atual das empresas brasileiras é considerado bastante desafiador para os empresários e investidores, conforme definiu a jornalista Daniela Rocha em publicação da Revista Exame (2017)

“As empresas se veem diante do seguinte dilema: cuidar da sobrevivência no curto prazo, o que as leva a adotar medidas como cortes nas despesas e nos investimentos, ou continuar a apostar na modernização de sua estrutura para não perder oportunidades que surgirão no futuro”.

Devido a retração que o país enfrenta, o governo adotou medidas conservadoras em relação à economia, o que tem prejudicado investidores nacionais e estrangeiros, inviabilizando o crescimento das empresas devido à falta de investimento.

Com esse problema exposto, o trabalho propõe um estudo do mercado de fundos Private Equity e Venture Capital como uma oportunidade de aquecer a economia e viabilizar o investimento nas empresas por meio da abertura de capital, fortalecendo o setor privado e a economia como um todo.

## **1.3.Objetivos gerais**

O objetivo geral do presente trabalho é analisar a indústria de Private Equity e Venture Capital, a partir do entendimento do conceito e possibilitar que esta indústria seja vista como uma forma de investir em companhias nacionais, aumentando sua competitividade em comparação a multinacionais já consolidadas no país, acarretando em uma competição mais justa no mercado.

#### **1.4. Objetivos específicos**

Tomando como base o problema da retração econômica brasileira atual e as oportunidades que incentivos ao mercado de Private Equity e Venture Capital podem trazer as empresas brasileiras e, conseqüentemente, a economia, estão destacados abaixo os objetivos específicos dessa monografia:

- Esclarecer o conceito de Private Equity e Venture Capital
- Esclarecer as características dos Fundos Private Equity (no Brasil representado por Fundos de Investimento em Participações);
- Apresentar a importância econômica de tais Fundos de Investimento na economia brasileira;
- Apresentar dados recentes da indústria no Brasil;
- Apresentar dados recentes da indústria americana, permitindo ao leitor fazer um comparativo entre as duas indústrias;
- Analisar casos de sucesso no mercado brasileiro após aportes de investimento desse tipo de indústria;
- Identificar as oportunidades as quais o mercado brasileiro pode aproveitar com o incentivo a este tipo de investimento, onde, conforme já dito anteriormente, pode proporcionar as companhias brasileiras uma melhora no grau de competitividade em relação a empresas multinacionais, por meio da análise dos casos; e
- Identificar as possíveis barreiras e desvantagens que prejudicam a indústria a ser uma prática comum no mercado.

## **2. METODOLOGIA**

A pesquisa acadêmica tem como base de sua estrutura a metodologia utilizada em sua elaboração. A metodologia nada mais é do que a direção escolhida para se chegar ao fim que fez-se proposto pela pesquisa acadêmica. Independentemente do tipo de pesquisa, é importante ressaltar os dois tipos de metodologia de pesquisa que podem ser abordados: a metodologia de pesquisa qualitativa e a quantitativa.

Neste capítulo será definido qual pesquisa foi utilizada na elaboração deste trabalho, de forma a se obter embasamento nas respostas ao problema principal da pesquisa, possibilitando ao leitor uma conclusão precisa sobre o tema apresentado.

## **2.1. Definição do tipo de pesquisa**

Dado o fato de que, como mencionado no capítulo da introdução, o assunto não é corriqueiro na graduação de Ciências Contábeis e por ser mais fácil o entendimento quando explorado desta maneira, a pesquisa deste trabalho será de forma aplicada e qualitativa, utilizando como base revisão bibliográfica, sendo estes *desites*, livros, publicações acadêmicas e do mercado e outros.

A metodologia de pesquisa para produção é definida como aplicada uma vez que, em sua definição (Silveira e Córdova, 2009), não tem como preocupação central a representatividade numérica por meio de cálculos, mas possui como principal foco o aprofundamento e a compreensão do assunto abordado no trabalho desenvolvido. Neste tipo de pesquisa, busca-se explicar a problematização, o que pode ser feito, sem ter o compromisso de quantificar valores e sem submeter à prova de fatos e cálculos, pois os dados utilizados são não-métricos e se valem de diferentes abordagens de diferentes autores. Aplicada pelo fato de ter como objetivo (Silveira e Córdova, 2009) a geração de conhecimentos para aplicação prática, envolvendo verdades e interesses locais.

### **2.1.1. Quanto a natureza**

A pesquisa desenvolvida neste trabalho de conclusão de curso tem como finalidade suscitar conhecimentos que no futuro possam ser empregados como soluções e/ou como oportunidades pelo mercado no que tange a problemática da falta de investimento das empresas.

Em tópicos posteriores, a pesquisa trará exemplos de casos de sucesso em relação a empresas que sofreram grandes transformações devido a abertura ao mercado

de fundos Private Equity e Venture Capital. Também trará números do setor e comparativos do mercado brasileiro com o mercado americano, o que comprova a pesquisa como aplicada, envolvendo verdades e interesses locais.

### **2.1.2. Quanto a abordagem**

Conforme mencionado anteriormente, a pesquisa é qualitativa, não envolvendo dados estatísticos como base – apenas utilizados como suporte ao referencial teórico durante a pesquisa. Um importante critério definido na escolha do tema está relacionado com sua delimitação temporal. De acordo com Gil (2004, p 162), deve-se definir o período escolhido para o tema. O tema pode se situar em objeto de tempo presente ou pode recuar no tempo, tendo como objetivo evidenciar algum tipo de série histórica de um determinado fenômeno ocorrido e abordado na pesquisa com propósito determinado.

Para este estudo, os dados situam-se em tempo presente, uma vez que o fato da crise econômica do país é um período corrente. As informações do segmento de fundos PE/VC foram coletadas de forma a possibilitar a compreensão e ilustrar a problemática e suas possíveis soluções diante da crise.

### **2.1.3. Quanto aos objetivos**

De acordo com Gil (2007), os objetivos de uma pesquisa podem ser classificados em três grupos: pesquisa exploratória, pesquisa descritiva e pesquisa explicativa. O primeiro grupo tem como foco proporcionar familiaridade com o problema apresentado, tornando-o mais explícito ou construindo hipóteses. Pesquisas bibliográficas e estudos de casos são exemplos deste. O segundo grupo tem a pretensão de descrever os fatos e os fenômenos da realidade abordada. Estudos de caso, análise documental e pesquisas ex-post-facto são exemplos de pesquisas descritivas. O terceiro grupo tem como objetivo explicar o porquê das problemáticas através dos resultados obtidos.

Ponderando o exposto no parágrafo acima, esta pesquisa será apresentada e desenvolvida como uma pesquisa exploratória, visto que foram feitos levantamentos bibliográficos, bem como análises de dados e exemplos. Foram utilizados ao longo da pesquisa bibliográficos, publicações em sites, artigos, estudos, dentre outros. Todas

as bibliografias utilizadas estão presentes na seção de referências bibliográficas, ao final do trabalho.

#### **2.1.4. Quanto aos procedimentos técnicos utilizados**

Os procedimentos adotados neste trabalho serão desenvolvidos através de uma pesquisa bibliográfica, visto que existe uma fonte de dados confiáveis, com fácil acesso em publicações acadêmicas e com custo baixo. Dados coletados de livros publicados também serão utilizados. Apesar das limitações existentes, a pesquisa é capaz de proporcionar os dados necessários para responder a problema-tema exposto durante todo o trabalho.

### **2.2. Procedimentos de coleta e análise dos dados**

Para cumprir com o objetivo proposto neste trabalho, serão apresentados conceitos abrangidos pelo tema, como os principais conceitos da indústria de fundos Private Equity e Venture Capital e do mercado de capital, suas diretrizes, bem como histórico através dos anos e a regulamentação aplicável desse tipo de indústria no Brasil por meio de Fundos de Investimento em Participações. Também contém casos considerados de sucesso de empresas brasileiras que viram sua realidade serem transformada após a abertura do capital a esse tipo de indústria, além de comparativos com a indústria americana.

Desta maneira, o leitor dessa pesquisa estará apto a entender sobre conceitos e funcionamento da indústria, regulamentação e como pode ser definida como uma oportunidade dentro da economia brasileira. Todas as informações foram extraídas de livros, artigos, publicações acadêmicas e de sites, associação da indústria, dentre outras.

### **2.3. Delimitação da pesquisa**

A pesquisa está delimitada quanto a indústria de fundos Private Equity e Venture Capital (PE/VC) e sua estrutura e regulamentação de atuação no Brasil por meio de Fundos de Investimento em Participações. Com ela, irá ser feita a ligação entre a indústria e como ela pode ser aproveitada como oportunidade na economia brasileira.

O escopo do trabalho foi desenvolvido utilizando como base a indústria PE/VC no Brasil, onde será abordado seus principais conceitos em relação a investimentos, termos técnicos, aplicações, regulação e objetivos do segmento, além de como pode ser incentivada no mercado nacional através de alguns exemplos. Abordar-se-á casos de empresas que tiveram sucessos no Brasil após terem aberto seu Capital Social a este tipo de investimento e um comparativo entre os dados divulgados tanto dos mercados brasileiro, quanto americano. Todos os dados foram extraídos de publicações do respectivo segmento.

A ela é somente aplicável todas as regulamentações e investimentos que se enquadrem em investimentos de fundos PE/VC no Brasil.

Além disto, tem como foco também divulgar esse tipo de investimento no Brasil e como ele pode ser oportuno em qualquer momento da economia, mas, principalmente, em períodos de recessão econômica, onde os investimentos do setor privado se tornam mais escassos dado o conservadorismo que os empresários adotam

## **2.4. Limitações da pesquisa**

O estudo realizado nesta pesquisa apresentou algumas limitações quanto à sua população. A primeira limitação do trabalho refere-se ao número de artigos e estudos publicados no Brasil sobre o tema. Como é uma indústria pouco conhecida no país, existem poucas pesquisas disponíveis para consulta e comparação de dados e análises.

A segunda limitação está relacionada com a coleta de dados de fundos PE/VC no mercado, já que, mesmo com algumas informações divulgadas por seus gestores em sites e/ou em casos de fundos nacionais terem informações divulgadas no site da CVM, nem todas as informações são passíveis de publicação, sendo estas sigilosas.

A terceira limitação relaciona com a impossibilidade de se realizar entrevista com diretores de fundos e ou de gestoras que cuidam deste tipo de segmento, dado suas agendas cheias de compromissos.

Todo o conteúdo presente neste trabalho tem como principal objetivo embasar a conclusão que ajude a responder a problemática apresentada. Existem outros conceitos e estruturas importantes no segmento de fundos de investimento que não serão abordados na pesquisa.

É importante ressaltar que este trabalho não possui a pretensão de esgotar os questionamentos sobre o segmento e sua regulamentação, mas apenas uma forma de apresentar um novo conceito e oportunidade para a economia aos leitores. Os resultados não possuem como meta serem utilizados em nenhuma tomada de decisão de qualquer natureza, uma vez que é o abordado é um estudo geral sobre o tema, sem nenhum aprofundamento e/ou resultado aplicado através de cálculos matemáticos.

### **3. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

A modalidade de Fundos de Investimentos é uma prática bastante comum em todas as economias globalizadas, principalmente nas economias mais desenvolvidas, as quais possuem investidores - geralmente pessoas físicas -, que desejam aplicar seu capital em opções com maior rendimento.

Não poderia ser diferente com a economia brasileira. O Brasil apresenta uma grande variedade de fundos de investimento em seu mercado financeiro. Segundo Silva e Macedo (2009), isso foi proporcionado principalmente pela estabilidade inflacionária a partir do período de crescimento que o país atravessou, no início dos anos 2000 até 2012.

O Fundo de Investimento é uma forma de investimento coletivo simples para aplicações em ativos mais complexos do que os ofertados por bancos, por exemplo. Os fundos são formados por uma carteira de ativos financeiros e serão classificados de acordo com sua composição, isto é, quais são os ativos investidos que ele investe. Geralmente são ofertados por companhias administradoras que disponibilizam cotas para serem adquiridas pelos investidores. Com a variedade de tipos e a quantidade existente no mercado, Giacomoni (2010) considera a decisão do investidor bastante árdua e complicada para escolher o que melhor se encaixa com o retorno esperado.

Conforme mencionado no parágrafo anterior, os fundos são classificados de acordo com a composição de sua carteira. No Brasil existem alguns tipos de classificação, dentre eles, os mais utilizados que são os fundos regidos pela regra da instituição CVM 555, que abrange fundos de renda fixa, de ações e multimercado, além dos fundos que possuem regras específicas e são chamados de fundos estruturados, como os Fundos de Investimento Imobiliário (“FII”), Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (“FIDC” e “FIDC-NP”), Fundos de Financiamento da Indústria

Cinematográfica Nacional (“FUNCINE”) e os Fundos de Investimento em Participações (“FIP”). Este último será abordado ao longo de todo este trabalho, uma vez que é o tipo de Fundo utilizado na indústria Private Equity e Venture Capital.

É necessário também explicar o que significa os termos Private Equity e Venture Capital, citados durante toda a pesquisa. Consoante com a EVCA (2007), Private Equity tem como significado a captação de capital por investidores para investimento em empresas que não são cotadas em bolsa de valores ou balcão e com grande potencial de crescimento. Assim, investimentos deste tipo não são para empresas que estejam em fase inicial de operações. Já a definição de venture capital é apresentada como um subconjunto de *privateequity*, cujos investimentos de capital são feitos para o lançamento, desenvolvimento precoce, ou a expansão de um negócio.

A regulamentação dos fundos de investimento no Brasil é realizada pela CVM e pela ANBIMA. Estes são órgãos responsáveis por classificar e fiscalizar todas as atividades ocorridas no mercado de capital brasileiro. De acordo com a CVM (2017)

“Nosso propósito é zelar pelo funcionamento eficiente, pela integridade e pelo desenvolvimento do mercado de capitais, promovendo o equilíbrio entre a iniciativa dos agentes e a efetiva proteção dos investidores. Nossa visão é ser reconhecida pela sociedade como uma instituição essencial, dotada de credibilidade e capaz de regular de maneira eficiente o funcionamento do mercado (de capitais), proteger os investidores e contribuir positivamente para o desenvolvimento do país.”

A CVM tem o mesmo propósito de atuação da *SEC (Securities and Exchange Commission)*, responsável pela regulação do setor de valores mobiliários no mercado norte-americano.

Os conceitos e regras específicas sobre os Fundo de Investimento em Participações serão abordados nos próximos tópicos deste capítulo. Em um primeiro momento é necessário entender como funciona um Fundo de Investimento de forma a posteriormente ficar claro o entendimento de como os investimentos são realizados nas empresas investidas. A forma como se constitui um Fundo basicamente a mesma em todas as economias que possuem mercado de capitais, sendo diferenciadas por algumas particularidades, principalmente devido a regulação de cada economia, mas em geral desta maneira.

É necessário salientar que existem diversos outros tipos de fundos, sobretudo em outras economias, como as do mercado americano e europeu, as mais fortes e tradicionais. Todavia, não encontra-se no escopo do trabalho abordagem sobre os tipos de fundos existentes nestas economias. Deste modo, será discorrido sobre os fundos que encontram-se sediados no Brasil e regulados pela CVM e ANBIMA.

Figura 1: Como funciona um Fundo de Investimento



**Fonte:** Franklin Templeton Investments (2014)

### 3.1. Principais conceitos

Para que o leitor deste trabalho tenha um entendimento mais claro e objetivo, neste capítulo serão abordados os principais conceitos do tema e serão divididos em três seções. A primeira seção será acerca das principais definições dos Fundos de Investimento em Participações (“FIPs”) no Brasil, a segunda referente a indústria Private Equity e Venture Capital e a última seção sobre as regulamentações as quais este tipo de investimento devem se adequar, citando as instruções CVM de números 578 e 579. Maiores detalhes sobre cada uma dessas seções citadas anteriormente, alguns exemplos e informações capazes de auxiliar na conclusão do trabalho serão discorridas abaixo.

### 3.1.1. Fundos de Investimento em Participações

O FIP, conforme mencionado previamente, é uma modalidade de Fundo de Investimento adotada na economia brasileira, que nada mais é do que a união de recursos destinados a serem aplicados em companhias, seja elas consideradas empresas de capitalaberto<sup>4</sup>, fechado<sup>5</sup> ou sociedade limitada<sup>6</sup> em fase de desenvolvimento, ou seja, empresas que ainda estão em crescimento.

Esse tipo de fundo é considerado um investimento de renda variável, constituído sob a forma de condomínio fechado, no qual os cotistas somente poderão resgatar as cotas no término do Fundo, que deve ser previsto em seu regulamento ou quando for deliberado, por meio de assembleias dos cotistas, a sua liquidação.

O FIP após compra de participação em uma empresa passa a possuir influência nas políticas estratégicas e de gestão, através da indicação de membros do Conselho de Administração na respectiva companhia investida. Sua participação nas decisões da companhia e indicação de membros do Conselho podem ocorrer de formas pré-definidas. A primeira delas é quando o investidor detém ações que integram o que é chamado de “bloco de controle” da companhia (geralmente tais blocos são caracterizados pelas ações ordinárias, que são as ações que dão direito de voto em assembleias e reuniões do conselho). Outra opção é por meio da celebração de acordo de acionistas, onde será acordado e documentado o direito de influência do fundo das decisões da empresa. A terceira é pela adoção de algum procedimento que garanta ao mesmo influência nas definições políticas da investida.

Mestre pela Universidade de São Paulo em mercados financeiros, o autor Rafael Sasso, em sua tese de mestrado sobre fundos Private Equity, defendeu a ideia da governança corporativa a qual os fundos exercem influência nas decisões do conselho objetivando as melhores decisões e investimentos nas companhias. De acordo com Sasso (2012), o principal objetivo dos fundos PE/VC é aprimorar o desempenho financeiro e econômico das companhias, pois o lucro que o fundo apura

---

<sup>4</sup> Uma empresa é considerada uma companhia aberta quando tem seus valores mobiliários devidamente registrados na CVM e admite-se a negociação no mercado de títulos e valores mobiliários, bolsas de

valores ou mercado de balcão. São considerados valores mobiliários: ações, bônus de subscrição e debêntures.

<sup>5</sup> Companhia fechada ou companhia de capital fechado são empresas de sociedade anônima, onde o capital social está representado por ações não cotadas e/ou negociadas em bolsa de valores ou mercado de balcão e que possuem um quadro pequeno de acionistas.

<sup>6</sup> A sociedade limitada é uma associação que estabelece normas que possuem como base o valor investido no capital da companhia por cada acionista. Quando constituída, é celebrado um contrato social. Este formato de companhia permite que a companhia tenha um administrador que não pertencerá aos quadros de sócios, desde que devidamente aprovado pelos investidores do capital social da mesma.

com estes investimentos provem principalmente do valor de sua participação no início e no final. Em outras palavras, o ganho de capital.

A maioria dos FIPs costumam investir em empresas de capital fechado, prática popularmente conhecida como investimento em *Private Equity* e *Venture Capital*, ou investimentos em empresas já constituídas, mas que demandam aporte financeiro para diversos fins, como expandir seus negócios, lançarem algum novo projeto (serviço ou produto) e até mesmo desenvolverem e/ou investirem em algum novo negócio. As possibilidades de alocação dos recursos são imensas, conforme visto, mas em grande maioria, os recursos são aplicados em companhias que poderão trazer o que é considerado de rentabilidade significativa em função de seus riscos.

O perfil dos investidores dos FIPs também é específico. Como trata-se de fundos de condomínio fechado, geralmente o prazo de retorno do capital aplicado é maior que de outros tipos de fundos, como renda fixa, por exemplo. Regularmente, o período de liquidação deste tipo de fundo gira em torno de 6-8 anos. Diante do exposto, considera-se que o perfil de investidor de fundos como este são de pessoas e/ou outros fundos – sejam eles fundos que investem em fundos e fundos de pensão - que aplicam seu dinheiro em investimentos de longo prazo.

Em relação ao pensamento do parágrafo anterior, os autores Chen, Baiertl e Kaplan (2002), no *Journal of Portfolio Management*, editorial online para notícias e artigos da indústria de capital, consideram que o fato do bom desempenho e o baixo grau de correlação de retornos dos investimentos em PE/VC quando comparados com outros ativos cotados em bolsa, o tornam atrativo para investidores com perfil de longo prazo

Figura 2: Como funciona um Fundo de PE/VC



**Fonte:** Valore Brasil (2017)

Os FIPs também precisam ser classificados em categorias que vão variar de acordo com sua carteira de investimento. As categorias existentes, atualmente, de acordo com a atualização das normas 578 e 579 da CVM são: capital semente, empresas emergentes, Infraestrutura, produção Intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação e os multiestratégias. Abaixo encontra-se um resumo das categorias listadas, conforme o Capítulo III da norma, que aborda as classificações dos Fundos.

### 3.1.1.1 FIP – Capital Semente

Diversas *startups* são consideradas empresas com capital semente, uma vez que, com a definição de *startup*, são empresas recém-criadas, ainda em fase de desenvolvimento e pesquisa de mercados, com resultados melhores a cada ano. No Brasil, na maioria dos casos, a maior parte de empresas consideradas sementes ou *startups* são criadas e organizadas como forma de sociedade limitada.

No período antecedente a a vigência da instrução 578, não era permitido aos FIPs investir em sociedades limitadas. Deste modo, em diversas ocasiões, as investidas eram forçadas a transformar sua organização para sociedade anônima, para que assim o fundo pudesse investir. Espir (2017), defendia a tese de que esse requisito era prejudicial tanto para a investida, quanto para o FIP investidor, dado que eles tinham de transformar a administração que era mais simples e barata, via sociedade limitada, para uma administração com mais requisitos e onerosa, quando se transformava em sociedade anônima.

Com a nova mudança, em consonância com a nova instrução CVM 578 (2016), esta categoria passa a ser destinada a aquisições de participações em companhias ou sociedades limitadas que apresentem receita bruta de até R\$16.000.000,00 (dezesseis

milhões de reais), tendo sido apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte pelo Fundo e não ter apresentado receita superior a este montante nos últimos três exercícios anteriores.

Ressalta-se um ponto importante na classificação de um investimento nesta categoria, no que tange ao controle das companhias ou sociedades limitadas. Consoante com a instrução, as companhias não devem ter o controle acionário, direta ou indiretamente, presidido por nenhuma outra sociedade, de fato ou de direito, que tenha ativo total igual ou superior a R\$80.000.000,00 (oitenta milhões de reais) ou receita bruta anual acima dos R\$100.000.000,00 (cem milhões de reais) no encerramento do seu exercício social anterior ao aporte do FIP.

O fundo deve ser auditado por auditores independentes registrados na CVM, bem como suas companhias e/ou sociedades investidas também devem ter suas demonstrações contábeis anuais auditadas por profissionais competentes e registrados.

### **3.1.1.2. FIP – Empresas Emergentes**

Este tipo de categoria é voltado para aquisições de participações em companhias e sociedades limitadas que apresentem receita bruta anual de até R\$300.000.000,00 (trezentos milhões de reais), tendo sido este resultado apurado no exercício social encerrado em ano anterior à data do primeiro aporte do FIP investidor na (s) companhia (s) em questão.

Conforme instrução, as companhias consideradas emergentes pelo FIP não devem ter seu controle acionário, direta ou indiretamente, governado por sociedade, de fato ou direito, que tenha ativo total igual ou superior a R\$240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual acima dos R\$300.000.000,00 (trezentos milhões de reais) no encerramento do seu exercício social anterior ao aporte do FIP.

Para essa categoria, as regulações sobre a auditoria das demonstrações contábeis das companhias investidas são também aplicáveis, igual à da seção anterior desta pesquisa, devendo ser realizadas por auditores independentes registrados na CVM.

### **3.1.1.3. FIP – Infraestrutura e FIP – Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação**

Os FIPs com esse tipo de classificação, FIP – Infraestrutura (“FIP-IE”) e FIP – Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (“FIP-PD&I”), de acordo com o exposto na instrução, devem manter seu patrimônio líquido aplicado em ações, bônus de subscrição, debêntures ou outros títulos de emissão das companhias investidas que desenvolvam, respectivamente, novos projetos de infraestrutura ou de produção intensiva de pesquisa, desenvolvimento e inovação no Brasil.

A instrução também divulga os setores que se enquadram na classificação de infraestrutura. São eles: energia, transporte, água e saneamento básico, irrigação e outros setores definidos como principais pelo Governo Federal.

São definidos como novos projetos, em consoante com a CVM em sua instrução 578 (2016):

- “I - os projetos de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação implementados a partir da vigência da Lei nº 12.431, de 27 de junho de 2011, por sociedades específicas criadas para tal fim e que atendam à regulamentação do Ministério da Ciência e Tecnologia;
- e
- II - as expansões de projetos já existentes, implantados ou em processo de implantação, desde que os investimentos e os resultados da expansão sejam segregados mediante a constituição de sociedade de propósito específico. ”

A categoria de FIP-IE e FIP-PD&I possui prazo de 180 dias após obter o devido registro na CVM para dar início as suas atividades e enquadrar-se no nível mínimo de investimento exigido na instrução. O prazo para eventuais desenquadramento em decorrência de encerramento do projeto no qual o fundo investia é o mesmo citado anteriormente.

Em relação aos cotistas desta categoria de FIP, o Fundo deve possuir no mínimo 5 cotistas, desde que cada cotista não pode ser detentor de mais de 40% (quarenta por cento) das cotas emitidas e/ou apurar rendimento acima de 40% (quarenta por cento) dos rendimentos do Fundo.

A instrução também define sobre os benefícios tributários da categoria. Caso o Fundo ou os cotistas possuam algum benefício tributários, estes devem destacados de forma clara e objetiva no regulamento, de forma a não deixar nenhum tipo de questão aberta em relação aos benefícios.

#### **3.1.1.4. FIP – Multiestratégia**

O FIP – Multiestratégia é o FIP que não se classifica em nenhuma das demais categorias anteriormente citadas por permitir investimento em diferentes tipos e tamanhos de companhias investidas.

Os fundos multiestratégia, que são destinados exclusivamente aos investidores profissionais<sup>7</sup>, estão expressamente autorizados a aplicarem 100% do capital subscrito em ativos que tenham sido emitidos e/ou são negociados no exterior, observado o fato de que tenha sido registrado em seu regulamento a possibilidade deste tipo de investimento e esteja explícito no mesmo a participação restrita dos investidores profissionais. Além disso, também devem utilizar em sua denominação social o sufixo “Investimento no Exterior”, conforme instrução do órgão competente.

#### **3.1.2. A história da indústria Private Equity e Venture Capital nos Estados Unidos da América**

Os Estados Unidos da América são a maior potência global, tendo sido gerado em 2017 um PIB de US\$19.390 trilhões de dólares, de acordo com o divulgado pelo governo americano e o Banco Mundial. Não é de se espantar que a economia anglo-saxônica detenha o maior mercado de PE/VC do mundo. A economia americana concentra mais de 70% do capital levantado e mais de 50% de todo o capital investido no mundo, é o que mostra um estudo levantado pela PwC (2004).

O país também é aquele que proporciona ao investidor uma disponibilidade maior e opções diversificadas para o investimento no desenvolvimento de negócios (Comodo, 2009).

A história dessa indústria na economia americana remonta o começo do século XX nos Estados Unidos. No início do século, durante a Segunda Revolução Industrial,

já haviam investidores que aportaram capital em empresas de capital fechado e também adquiriram o controle total de certas empresas. De acordo com o divulgado pela Associação Húngara de Private Equity e Venture Capital (HVCA), J. Pierpont Morgan

---

<sup>7</sup> São considerados investidores profissionais, de acordo com o artigo 9 da instrução CVM 554, instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo Banco Central brasileiro, companhias seguradoras e sociedades de capitalização, entidades abertas ou de capital fechado de previdência complementar, pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos em montante maior que R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que atestem por escrito sua condição de investidor profissional, mediante anexo presente na instrução, fundos de investimento, investidores não-residentes (“INR”), dentre outros definidos nos termos da instrução do órgão.

comprou a Carnegie Steel Co. de Andrew Carnegie e Henry Phipps por US\$ 480 milhões no ano de 1901, transação esta que até hoje pode ser considerada a primeira grande aquisição de PE do mundo.

O primeiro grande marco pra indústria PE/VC porém veio somente quase na metade do século XX. Ele veio com o estabelecimento da Corporação Americana de Pesquisa e Desenvolvimento (ARDC) em 1946, que marcou a ascensão de investimentos de capital privado geridos por profissionais.

Outros grandes marcos que ajudaram a impulsionar o setor na economia americana vieram com a aprovação de duas importantes leis nos Estados Unidos. A primeira, a seção 1244 do *Internal Revenue Code* permitia uma baixa de perdas de capital contra a receita ordinária para aqueles indivíduos que investiram pelo menos US\$ 25 mil dólares em pequenos negócios novos. A segunda era a Lei de Investimentos para Pequenas Empresas, datada de 1958, que concretizou e regulou companhias de investimento para pequenas empresas. Em poucos anos, tais companhias arrecadaram cerca de cinquenta vezes do valor arrecadado pela ARDC em pouco mais de uma década de existência.

Após um período a qual a indústria PE/VC ficou adormecida, por volta dos anos 70, com poucas transações relevantes e sem avanços expressivos, voltou a ser popular durante os anos 80, com aquisições famosas e com grandes montantes, sendo atribuídas a investidores igualmente famosos. Dois exemplos a serem citados neste trabalho são Jerome Kohlberg, Jr. e Henry Kravis, que formaram a Kohlberg Kravis Roberts (KKR), e celebrenemente compraram a RJR Nabisco, em uma aquisição alavancada ao derrotar o CEO em uma guerra de lances pela empresa. Esta transação chegou a ser documentada

e imortalizada no livro *Barbarians at the Gate*, que conta todos os detalhes desta famosa transação. Esta transação é apenas uma das muitas aquisições do final dos anos 1970 e 1980.

Entre 1979 e 1989, estima-se que mais de 2.000 aquisições ocorreram, com um valor total de transação de mais de US\$ 250 bilhões. Como mencionado anteriormente, o mais famoso desses acordos foi a compra da RJR Nabisco por US\$31,1 bilhões de dólares.

Dessa época até o século XXI, a economia americana só se fortaleceu, bem como a indústria PE/VC, se consolidando como a mais forte indústria Private Equity e Venture Capital, seguida da europeia e asiática, com forte presença atualmente da chinesa. Mesmo com a crise americana de 2008, a indústria continuou fortalecida e procurada pelos investidores. Para diversos estudiosos da área, a indústria americana é modelo a ser seguido, principalmente no Brasil, que mesmo com números cada vez melhores e com mais investidores presentes, ainda está em fase de crescimento.

### **3.1.3. A história da indústria Private Equity e Venture Capital no Brasil**

Pode-se dizer que a história da indústria PE/VC no Brasil começou por volta da década de 1970. As primeiras experiências ligadas a investimento em participações deram-se com o BNDES e a Brasilpar que, apesar de não terem alcançado o sucesso esperado no que tange a popularização dessa prática em território nacional, são consideradas por autores como Augusta Gianni, como as primeiras tentativas de se fazer Private Equity e Venture Capital no país.

No começo na década de 80, o governo mais uma vez procurou incentivar esse tipo de investimento, por meio de seus fundos de pensão públicos. Nesta década, os fundos de pensão costumavam investir seu capital em instrumentos de renda fixa, especialmente devido a hiperinflação da época e pelas elevadas taxas de juros pagas pelo governo.

Alguns fundos também investiam parte do capital em empresas privadas, adquirindo uma parcela da sociedade, classificando tais investimentos em “Investimento em Empresas Privadas”.

### **3.1.3.1 . O caso ACESITA**

A Companhia Ações Especiais de Itabira (“ACESITA”), até a década de 90 era uma empresa estatal e que apresentou nos últimos anos sucessivos prejuízos, o que preocupava não somente o Governo Federal, como diversos entes públicos e economistas. Em 1992 foi batido o martelo pela União da privatização da empresa, para que assim a empresa pudesse ter seu *turnaround* e voltar a ser competitiva no mercado, além de diminuir o prejuízo que o governo vinha absorvendo com a mesma.

Foram colocados à venda 74% do capital social da empresa e 91,5% do capital votante, que encontrava-se majoritariamente nas mãos do Banco do Brasil. Como era um período de inflação alta e o Governo vinha passando por um momento de recessão, principalmente com a emissão de títulos públicos em excesso, sua venda foi considerada satisfatória, arrecadando em torno de US\$225 milhões de dólares na época, o que ajudou seu principal controlador, o Banco do Brasil, a reverter o prejuízo que vinha apurando com o investimento.

A venda ocorreu e suas ações foram extremamente pulverizadas, sendo estas divididas por 70 bancos, 100 corretoras e cerca de 70 fundos de pensão que investiram seu capital na compra das ações da companhia.

Após a privatização, a ACESITA apurou bons resultados, o que comprovou o sucesso não só da privatização da empresa, como também incentivou os fundos de pensão na época a investirem na compra de participações societárias.

Em 2017, nas últimas demonstrações financeiras divulgadas pela empresa, o valor de seu patrimônio líquido era de R\$2.045 bilhões de reais.

### **3.1.3.2. Década de 90**

Comodo (2009) em sua pesquisa de mestrado, considera com base em publicações de autores da área, como Carvalho, Furtado & Furtado (2006) que a indústria PE/VC no Brasil passou por dois ciclos importantes de desenvolvimento, tendo sido o primeiro deles nos anos 90. Com a chegada da década, o governo federal adotou um programa de privatização de diversas empresas públicas de forma a diminuir principalmente a dívida pública e abrir o mercado nacional aos investidores

estrangeiros, passando a uma economia mais liberal, economicamente falando. Foi um período de estabilização econômica.

Foi neste período que a maneira a qual os fundos de pensão brasileiros atuavam em companhias privadas sofreu alterações drásticas. Muitas dessas empresas que estavam em processo de privatização encontravam-se em situação econômica e financeira preocupante e/ou em processo de falência, devido à situação econômica que o país enfrentou e ainda enfrentava, como a má administração por parte do executivo brasileiro.

Com a entrada de capital dos fundos de pensão, o governo federal não somente garantia a permanência de sua participação no Conselho de Administração e na governança das companhias privatizadas, bem como também permitia-se iniciar um processo famoso no ramo de administração de empresas, que os autores denominam de *turnaround*<sup>8</sup> na companhia, que fora essencial no caso de diversas empresas estatais que após serem privatizadas, apresentaram melhoras expressivas em seus indicadores econômicos e financeiros, surpreendendo até o mercado.

Os fundos de pensão foram de extrema importância para a economia nacional, não somente pelo fato de terem desempenhado papel fundamental no processo de privatização e modernização das empresas, como também foram pioneiros na indústria de PE/VC no Brasil.

Deve-se salientar que a década de 90 foi de intensa mudança na economia nacional. Adoção de uma nova moeda no país, como foi com “Plano Real” em 1994, a privatização de empresas estatais, principalmente nos mandatos de Fernando Collor e Fernando Henrique Cardoso, que realizaram a abertura do mercado brasileiro para os investidores internacionais, ajudaram a consolidação do modelo atual de PE/VC.

Foi ainda nos anos 90 que deu-se início a criação de fundos de investimento focados em participações societárias, com a regulamentação feita pela CVM em 1994, por meio da instrução 209, promulgada em março deste mesmo ano, com a introdução e orientações acerca dos Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (“FIEE”).

O modelo atual que conhecemos de PE/VC teve origens ainda em 1994. Foi neste ano que fora formada a primeira limited partnership (“LP”) brasileira, que tem por definição, de acordo com o site Investopedia (2018):

“Quando dois ou mais investidores unem-se de forma a conduzir um negócio, podendo por meio desta formarem fundos, por exemplo, e no qual um ou

mais investidores tem sua responsabilidade atribuída a porcentagem de capital contribuído por cada um.<sup>9</sup>”

e que, nesta mesma estrutura, incluíam investimentos em participações de empresas como a Brahma, Lojas Americanas, Walmart, Telemar, dentre outras.

---

<sup>8</sup> De acordo com Hofer (1980), turnaround é um termo, em inglês, definido como uma espécie de renovação da situação de uma empresa, isto é, “virar o jogo”, tirando-a de um declínio financeiro e implementando novas políticas corporativas que a faça apresentar resultados positivos, colocando-a novamente no caminho do crescimento.

### **3.1.3.3. A chegada do novo milênio e a atualização das normas**

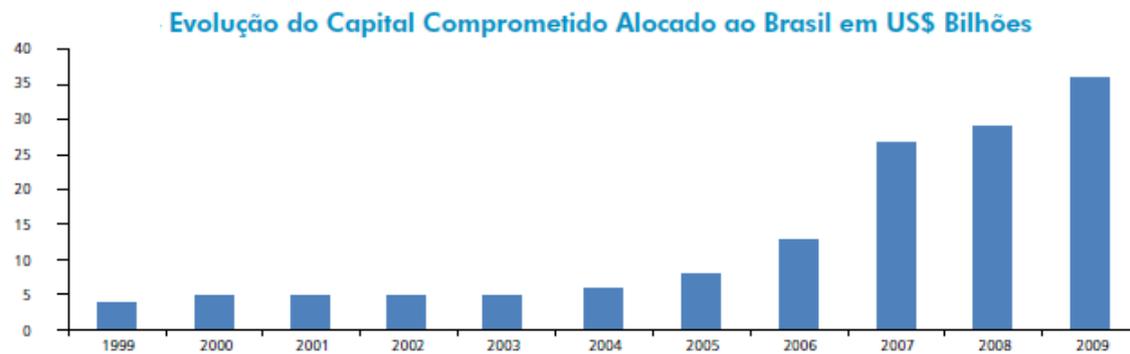
A chegada do novo milênio e o fortalecimento da economia brasileira trouxeram a indústria PE/VC inúmeras mudanças com o objetivo do mercado nacional estar em linha com as práticas utilizadas em economias desenvolvidas, como a americana.

Nos anos 2000 foram fundadas diversas gestoras de Private Equity no Brasil, como Vinci Partners, Gávea Investimentos, Kinea, dentre outras, além da fundação da Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (“ABVCAP”), instituição essa sem fins lucrativos que tem como foco o fomento desse tipo de investimento no país.

Para alguns estudiosos da área, o país ainda é considerado pouco expressivo. Conforme publicado no jornal Estadão, o jornalista Fernando Scheller argumenta que “a indústria de private equity no Brasil é considerada incipiente”, uma vez que o volume investido no país, até 2010 representava apenas 0,2% do PIB, o que representa “um quinto da média dos países desenvolvidos”. Entretanto, o jornalista fez uma ressalva em sua publicação, onde diversos investidores estrangeiros em meio à crise mundial de 2008 voltassem seu capital para os fundos de participações brasileiros, dado a boa situação econômica do país na época, bem como o fortalecimento do bloco dos BRICS.

Foram entre os anos de 2002 e 2010 que o setor observou um forte crescimento do capital comprometido por investidores, conforme podemos ver na figura abaixo:

Figura 3: Evolução do Capital Alocado no Brasil em US\$ Bilhões



**Fonte:** A indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro (2011)

---

<sup>9</sup>Tradução livre

Com tamanho crescimento e cada vez mais tornando-se uma prática comum, a CVM teve de atualizar a instrução 209. Esta, era considerada limitada, já que apenas orientava e regulava os investimentos em empresas emergentes, de características limitadas e não beneficiava os investidores que procuravam utilizar a estrutura de um FIP para investir em outras companhias com características diferentes das emergentes.

Foi então que no ano de 2003, o órgão responsável pela regulação do mercado de PE/VC, promulgou em 16 de julho uma nova atualização das normas, por meio da divulgação da instrução CVM 391, que abordava sobre as novas diretrizes e orientações dos fundos de participação em companhias.

Todavia, a economia brasileira ainda é um ponto que ainda impede o Brasil se tornar-se um dos maiores nesta indústria. De Mariz e Savoia (2005) defendia que as principais barreiras que a indústria brasileira enfrenta em seu crescimento estão diretamente ligados “à volatilidade da economia do país, a falta de fontes de financiamento para a atividade e a iliquidez do mercado de capitais”. Ainda na opinião dos dois autores, De Mariz e Savoia (2005), a indústria de PE/VC no Brasil irá se tornar uma das mais importantes do mundo nas próximas décadas, caso a economia se estabilize e cresça.

De forma a atender as demandas do mercado, que observou o crescimento da indústria, conforme visto na figura anterior, em 2016, após inúmeras críticas e sugestões em relação a legislação de fundos de investimento com participação em companhias, a CVM promulgou ao mercado as instruções de número 578 e 579, que revogavam as

instruções 209 e 391 e transformavam o mercado mais propício aos investidores. As novas instruções apresentaram uma profunda mudança e atualização de normas, em comparação as anteriores, abordando temas como contabilização dos ativos, proibições, regras, além de como devem ser elaboradas e divulgadas as demonstrações contábeis dos FIPs. Na próxima seção deste trabalho irá ser abordado questões relevantes das novas instruções.

### **3.1.4. As Instruções CVM 578 e 579: uma nova realidade**

Conforme mencionado nas seções anteriores, os FIPs, considerados fundos estruturados, possuem regulação própria. Até o ano de 2016 a categoria era regida pela instrução CVM 391, quando foi revogada e substituída pelas instruções 578 e 579. As novas instruções foram divulgadas após consulta pública realizada e por um trabalho organizado pelas instituições do mercado de Private Equity e Venture Capital, de modo a desenvolver a indústria no âmbito nacional, seguindo os parâmetros internacionais.

De um lado, a iCVM 578/16 trouxe o que é chamado de modernização operacional, como definiu a ABVCAP, criando as diferentes categorias de FIPs, mecanismos que aprimoram a governança nas companhias investidas pelos fundos e permitindo o investimento em companhias de sociedades limitadas. Já a iCVM 579/16 veio com o propósito de auxiliar os gestores e administradores na elaboração e divulgação das demonstrações contábeis e introduziu nas normas o conceito de *fair value* (valor justo), onde agora os Fundos devem contabilizar em suas carteiras os investimentos nas companhias pelo valor justo do investimento.

Abaixo irá ser abordado os principais pontos de cada instrução, detalhando as principais mudanças de cada instrução, bem como seus conceitos chaves.

#### **3.1.4.1. A instrução 578**

A iCVM 578 foi promulgada para consolidar a regulação das diferentes categorias que um FIP pode ter. Além das categorias de FIP de Empresas Emergentes, Infraestrutura e Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação, o órgão consolidou a criação de mais duas categorias: Capital Semente e

Multiestratégia. A descrição de cada uma dessas categorias foi realizada na seção 3.1.1 deste trabalho.

A CVM também havia extinguido nessa instrução a categoria de Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações (“FIC-FIPs”). Entretanto, em 18 de agosto de 2017 a CVM promulgou a iCVM 589, onde alterava a instrução 578 e permitia que os FIC-FIPs pudessem manter sua classificação. De acordo com Antonio Berwanger (2017), superintendente de desenvolvimento de normas da CVM:

“A mudança foi necessária devido às regras tributárias, as quais conferem aos FIC-FIPs alíquotas mais favoráveis, sendo que estes mesmos fundos devem possuir em sua carteira investimento de no mínimo 90% em cotas de outros FIPs”.

Assim, concluiu-se que, com a exclusão da categoria, os fundos seriam obrigados a migrar para outras classificações, o que os faria perder o benefício tributário voltado para a categoria, além de possivelmente não conseguirem se enquadrar nas normas, acarretando no encerramento de não somente diversos fundos, como consequentemente retração nos investimentos da indústria de FIPs.

Deste modo, para não prejudicar os cotistas desse tipo de fundos já existentes, a CVM decidiu por estabelecer o que eles chamaram de “situação excepcional” para os FIC-FIPs já criados no âmbito da instrução CVM 391.

Mencionado anteriormente, o foco principal de um FIP é o de investir em ações, debêntures simples, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários que possam ser conversíveis em ações e que sejam emitidos por companhias brasileiras – sejam elas de capital fechado ou capital aberto. O fundo deve manter pelo menos 90% de seu patrimônio líquido nos ativos indicados.

Existe também uma exceção no que tange as debêntures simples. Ressalvado os FIPs-IE e FIPs-PD&I, o investimento neste tipo de debênture encontra-se limitado a no máximo 33% do total do capital subscrito do fundo.

A Instrução permitiu que os FIPs realizem adiantamentos para futuro aumento de capital nas companhias que compõem a sua carteira, desde que ela siga alguns critérios, como, por exemplo, o fundo seja acionista da companhia na data da realização do adiantamento, que o regulamento do fundo taladiantamento, incluindo o limite do

capital subscrito que poderá ser utilizado para a realização de adiantamentos e o adiantamento deverá ser convertido em aumento de capital da companhia investida em, no máximo, 12 meses a partir da data do adiantamento realizado.

Foi estabelecido também que os fundos devem possuir influência efetiva no processo decisório das sociedades investidas. Todavia, a CVM não definiu na instrução o significado de “efetiva influência”, o que acaba deixando aberto para diversas interpretações diferentes. O órgão apenas traz exemplos na norma de como pode se exercer efetiva influência nas decisões relacionadas às políticas estratégicas e de gestão das companhias investidas. A influência, de acordo com a 578/16, seria realizada por meio da posse de ações que integrem o bloco de controle e/ou adoção de procedimento que garanta ao fundo efetiva influência na definição de políticas estratégicas e de sua gestão.

A efetiva influência na política estratégica e na gestão das companhias investidas descritas acima não é aplicável às companhias investidas que são listadas em segmento especial de negociação de valores mobiliários, instituído por bolsa de valores ou por entidade do mercado de balcão organizado.

A Instrução ainda permitiu que os fundos invistam até 35% de seu patrimônio líquido em empresas as quais elas não exerçam influência nas decisões. Tal limite de 35% pode ser aumentado para 100% somente durante o prazo de investimento do FIP nas companhias.

É vedado ao FIP a captação de recursos por meio de empréstimos. Entretanto, a Instrução 578/16 mantém a autorização do FIP em receber apoio financeiro direto de organismos de fomento, contanto que o montante corresponda a 30% dos ativos do fundo.

Estes empréstimos só podem ser concedidos por organismos, agências de fomento ou bancos de desenvolvimento, como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Além do recebimento de recursos de organismos de fomento, a CVM também permitiu captação de empréstimo pelo FIP quando, e somente quando houve inadimplência de cotistas que deixem de integralizar as suas cotas subscritas.

Os fundos de venture capital no Brasil também foram beneficiados com a promulgação da Instrução 578, uma vez que estavam limitados aos FIEEs e, com a nova norma, passaram os FIPs de Capital Semente a figurar na indústria de Venture Capital. O FIP Capital Semente foi idealizado com o objetivo de fomentar o

desenvolvimento da indústria de “startups” e incentivar os empreendedores de pequeno porte em diferentes segmentos do mercado.

É importante novamente ressaltar acerca da denominação do FIP. Seu nome do fundo deverá sempre trazer a expressão “Fundo de Investimento em Participações” e ser acrescentado a qual das categorias presentes na norma o fundo pertence, não podendo em hipótese alguma gerar interpretação errônea ou duvidosa quanto a seus objetivos e política de investimento.

### **3.1.4.2. A instrução 579**

A instrução 579 divulgada pela CVM trouxe duas grandes mudanças significativas ao mercado em a contabilização do seu principal investimento e a preparação das demonstrações contábeis do fundo.

A primeira grande novidade da norma refere-se ao registro do principal ativo deste tipo de fundo: a participação em companhias investidas. Os FIPs, de acordo com instrução, deveriam registrar a partir de 1 de janeiro de 2017 seus investimentos com o valor justo dos mesmos. O CPC 46, Mensuração do Valor Justo (2012) define como “Valor Justo” em seus itens 9 e 11:

“9. Este Pronunciamento define valor justo como o preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data de mensuração.

11. A mensuração do valor justo destina-se a um ativo ou passivo em particular. Portanto, ao mensurar o valor justo, a entidade deve levar em consideração as características do ativo ou passivo se os participantes do mercado, ao precificar o ativo ou o passivo na data de mensuração, levarem essas características em consideração. Essas características incluem, por exemplo a condição e a localização do ativo e restrições, se houver, para a venda ou o uso do ativo”.

A grande maioria dos administradores e gestores de FIPs contabilizavam na carteira do fundo o investimento em uma companhia pelo seu valor de custo, isto é, o valor pago pela aquisição de participação em determinada empresa. Esta mudança trouxe grande repercussão nos fundos, uma vez que muitos gestores e/ou

administradores tiveram de contratar empresas de consultoria especializadas na avaliação do valor de mercado de uma companhia para se adequarem a nova instrução.

A CVM, por meio do artigo 3, inciso 4º da nova norma, regularizou os casos nos quais o administrador do fundo concluir que não é possível mensurar de maneira confiável o valor justo de uma entidade. Nestes casos específicos, o valor de custo pode ser utilizado até que seja possível mensurar o valor justo de tal entidade de maneira confiável e devendo o administrador divulgar, em notas explicativas nas demonstrações financeiras, os motivos pelos quais julgou-se que não era possível mensurar confiavelmente o valor justo de tal entidade e apresentar um resumo das demonstrações contábeis condensadas dessa investida.

No inciso 5º do artigo citado no parágrafo anterior, o órgão também aborda sobre a preparação e elaboração das demonstrações contábeis de fundos de investimentos qualificados como entidades de investimento. Estes, devem preparar exclusivamente demonstrações contábeis individuais.

Os investimentos em entidades consideradas controladas, e/ou coligadas que não sejam qualificados como entidades de investimento, devem ser avaliados em conformidade com a norma contábil que aborda sobre o assunto.

A segunda grande novidade da promulgação da instrução refere-se as informações as quais o FIP deve divulgar em suas demonstrações financeiras. Até a divulgação da 579/16, os fundos eram obrigados somente a apresentar em suas demonstrações a demonstração da posição financeira<sup>10</sup> e a demonstração das evoluções do patrimônio líquido<sup>11</sup>. A partir desta, de acordo com a iCVM 579 (2016), os Fundos deveriam apresentar as seguintes peças contábeis:

“I – demonstração da posição financeira;

II – demonstração do resultado e do resultado abrangente do período;

III – demonstração das mutações do patrimônio líquido; e

IV – demonstração dos fluxos de caixa”.

Houve também alteração no prazo regulatório da emissão e apresentação a CVM das demonstrações contábeis do FIP. Anteriormente, o prazo permitido era de até 90 (noventa) dias após encerramento do exercício e/ou período, seja este de encerramento,

cisão e demais eventos. Com a nova instrução o período foi estendido para 150 (cento e cinquenta). Para os administradores e auditores independentes esse novo prazo foi considerado como uma vitória, já que até então, com o prazo antigo, diversos fundos apresentavam investimentos em companhias investidas as quais não tinham suas demonstrações financeiras emitidas, o que dificultava a consolidação das informações, principalmente aos auditores independentes contratados para emissão de parecer das demonstrações.

---

<sup>10</sup>A demonstração da posição financeira para os Fundos equivale ao balanço patrimonial, onde nesta peça devem ser divulgados todos os ativos e passivos do Fundo.

<sup>11</sup> A demonstração das evoluções do patrimônio líquido equivalia a demonstração de resultado do Fundo, sendo que nesta peça contábil, o fundo iniciava o quadro contábil com o montante de patrimônio líquido no início do exercício, divulgava todos os aportes, resgates e amortizações e o resultado apurado e contabilizado do ano e/ou período.

### **3.1.5. Barreiras e desvantagens da indústria**

Ainda que essa modalidade de investimento seja forte em outras economias e esteja em crescimento no Brasil, com um bom oferecimento de retorno aos investidores e a própria companhia, a indústria PE/VC nem sempre é considerada como a melhor maneira de uma empresa se financiar, sobretudo pelos empresários mais conservadores. Está entre as desvantagens mais comuns e mencionadas por empresários a diluição dos sócios originais, visto que com a entrada do fundo, alguns sócios vendem sua participação na empresa e/ou a porcentagem de capital detido por cada sócio diminui, com a chegada do novo investidor. Até que ponto o empresário que abre o capital de sua empresa a uma entidade PE/VC aceitará dividir decisões e o retorno dos investimentos?

Adicionalmente a anterior, empreendedores também citam o processo de investimento, pois o mesmo é a longo prazo e exige de ambas as partes (fundo e sócios antigos) firme comprometimento para concretização e sucesso da operação. Cada empreendedor deve avaliar a expectativa do prazo de retorno.

Outros fatores, majoritariamente ligados a economia do país e que comprometem as perspectivas de investimento da indústria no Brasil são as altastaxas de juros aplicadas por meio de decisões federais, ligados ao nível ainda inadequado de

governança corporativa e a falta de conhecimento sobre o ambiente de negócios por parte de investidores estrangeiros.

Diversos investidores, principalmente os estrangeiros, deixam de investir seu capital em companhias brasileiras devido não só a falta de conhecimento, como a falta de confiança na economia local, especialmente quando o país enfrenta forte crise econômica, que afeta não somente a economia, como aos cidadãos e diversos setores do país. É preciso construir uma imagem mais sólida do país, de forma a atrair investidores, mesmo com a economia não apresentando indicadores econômicos fortes.

#### **4. APLICABILIDADE DO ESTUDO – EXEMPLOS ILUSTRATIVOS DADOS DA INDÚSTRIA**

No capítulo anterior os tipos de fundos PE/VC presentes no Brasil foram apresentados, bem como também a regulação as quais estão submetidos em território nacional e regulados pela CVM, além de uma breve síntese de sua história no mercado americano e no Brasil, este último que iniciou-se na década de 70. Ressalta-se mais uma vez que a indústria de fundos de investimento é diversificada e muito maior que o trabalhado neste trabalho.

O principal objetivo era apresentar um resumo dos tópicos citados anteriormente, de modo a que o leitor adentre nesta indústria, uma vez que bons conhecimentos sobre a mesma e das características aplicáveis os fundos PE/VC, é essencial para atingir o que se espera com essa pesquisa, que nada mais é do que apresentar a indústria como uma possível alternativa de investimento em meio a recessões econômicas e períodos de expansão também.

Para este capítulo, serão abordados alguns casos de sucesso de empresas que, após aporte de capital de fundos de investimento em participações apresentaram índices financeiros e econômicos melhores, com crescimento sólido e as tornando competitivas quando comparadas com companhias tradicionais de seu setor e/ou de multinacionais presentes no Brasil.

Será evidenciado alguns números contábeis e econômicos, presentes em suas demonstrações financeiras e, quando possível, em seus relatórios da administração. Por último, o capítulo trará os números atuais da indústria PE/VC no mercado dos Estados

Unidos da América e no Brasil, informação importante que permite a comparabilidade entre as indústrias das duas economias.

Dessa forma, será possível que o leitor consiga construir uma percepção de como ocorre o investimento, seus benefícios após aporte de capital e como encontra-se a indústria nacional, quando analisada em conjunto com uma economia a qual este tipo de investimento já encontra-se consolidada.

#### **4.1.Exemplo 1: O caso de sucesso da Kroton Educacional S.A.**

A Kroton Educacional S.A. atualmente é considerada a maior empresa privada no ramo de educação no Brasil. Foi fundada em 1966, com a criação do curso de pré-vestibular Pitágoras, em Belo Horizonte, capital do Estado de Minas Gerais. Durante as décadas de 70 e 80, a companhia ampliou suas atividades, onde não somente continuou ofertando cursos de pré-vestibular, mas também de ensino fundamental e médio. No ano de 1990, criou a Rede Pitágoras, conjunto de escolas com o objetivo de aperfeiçoar a qualidade de ensino já ofertada pela empresa.

No início dos anos 2000, aproveitando o bom momento que a economia brasileira vinha demonstrando, com estabilização da moeda nacional e expectativas de crescimento, foi criada a Faculdade Pitágoras, que apresentava como novidade um sistema de ensino e uma metodologia exclusiva, desenvolvida devido a parceria realizada entre a empresa e a Apollo International, considerada uma das maiores companhias de educação presente globalmente.

No ano de 2007, devido as diversas medidas realizadas pelo governo federal incentivando a população a investirem em educação, por meio de criação de programas de financiamento de ensino superior, dentre outras, além do bom momento vivido na economia, por decisão do conselho de administração da companhia, realizou-se a abertura do capital da Pitágoras, por meio da primeira oferta de venda de ações na BM&FBovespa – IPO-, que agora passaria a ser chamada de Kroton Educacional e possibilitaria a consolidação da expansão da empresa. Com a realização desta transação, a companhia captou cerca de US\$455 milhões de dólares, ou seja, mais de 1 bilhão de reais.

Foi então que, no ano de 2009, um dos maiores fundos private equity do Brasil e do mundo, o Advent International, criado por investidores americanos, buscava investir

em educação no Brasil e vinha acompanhando de perto a performance financeira e econômica da Kroton no país. Com os números apresentados, não só de performance, mas também pelo valor captado em seu *IPO*, o fundo começou a explorar as possibilidades de investimento na empresa. Como a Kroton além de almejar crescer ainda mais, possuía certa tradição de investimento via fusões e aquisições de empresas, os gestores do Advent mostraram interesse na compra de participação na companhia aos acionistas.

Após meses de negociação, em junho de 2009, a Advent International adquiriu por R\$280 milhões de reais o equivalente 50% de participação na Kroton, via sua *holding* - empresa criada para deter posse majoritária de ações de outras empresas de um grupo econômico, denominadas suas subsidiárias.

Desde a entrada do fundo na companhia, o número de alunos aumentou e, na última atualização em 2017, já superava a marca de um milhão de estudantes. O aporte do fundo possibilitou além da expansão, uma melhora nos resultados da companhia. Como uma das premissas básicas da indústria, quando o fundo decide realizar o investimento em uma companhia, ele deve exercer influência em suas políticas econômicas e de gestão (vide capítulo anterior). O fundo trouxe diversas melhorias nas gestões políticas e financeiras da empresa.

Em 2013, com a companhia possuindo um valor de mercado maior de que quando fez o aporte, o fundo vendeu suas ações da companhia pelo montante de R\$432,5 milhões de reais. Quando comparamos pelo preço pago na aquisição de ações, o fundo teve um lucro de mais de R\$150 milhões de reais.

Mesmo com a saída do fundo do controle acionária da Kroton, ela continua apresentando números cada vez melhores. Em 2014, fora apresentado a proposta de comprar sua principal concorrente do mercado, a Anhanguera Educacional. Dado os bons resultados apresentados pela companhia, sua forte política de expansão e a aprovação do Conselho de Administração, foi possível que a compra de sua concorrente, mediante a aprovação e a autorização do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), tornando a companhia a maior empresa brasileira no segmento de ensino superior em números de alunos e de receita.

Para fins de comparação, iremos comparar os números de 2009 (data do primeiro aporte) e 2016, uma vez que foram os números divulgados pela Kroton em seu portal eletrônico, disponível para livre acesso (não encontra-se disponível o de 2017 e 2018) na seção de relacionamento com investidores. A receita líquida da companhia

passou do montante de R\$342,5 milhões de reais para um total de R\$5.203 bilhões de reais, um aumento de mais de quatro bilhões de reais e mais de 1519%, percentualmente falando.

Já quando comparamos o resultado auferido pela companhia, ela apresentou como lucro anual em 2009 um valor negativo de R\$8 milhões de reais, muito devido aos custos da expansão realizada neste ano, com seus investimentos em novos campos e aquisições e/ou fusões. Já em 2016, a Kroton apresentou resultado de R\$1.992 bilhão de reais, o que evidencia um crescimento de mais de dois bilhões de reais em 7 anos após o aporte do fundo.

Além destes dois números, a companhia apresentou um crescimento em seu “EBITDA”, que nada mais é do que a sigla em inglês para “*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*”. Em português, seu significado éo “Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização”, também chamado de “LAJIDA”. Em 2009, o montante apurado ajustado foi de R\$42 milhões para R\$2.282 bilhões de reais, um aumento percentual de mais de 5000% e mais de dois bilhões e duzentos milhões de reais.

Em abril de 2018, a Kroton ainda realizou a compra da Somos Educação, por mais de quatro bilhões de reais. A Somos, antiga “Abril Educação”, se intitulava como “o maior grupo de educação básica no Brasil” e era dona de diversas escolas próprias e cursos pré-vestibulares por todo o país, além de ser dona das editoras Ática, Scipione e Saraiva e outras companhias ligadas ao ramo. A estratégia de expansão da marca continua agressiva, mesmo em um ano o qual muitas empresas estão cautelosas em relação a fusões e novos investimentos.

Dado as informações evidenciadas nos parágrafos anteriores, pode-se concluir que a Kroton Educacional foi um caso de sucessora indústria PE/VC no Brasil, onde por meio do aporte de capital de um fundo de investimento em participações de companhias foi possível não somente ajudar a contribuir para o crescimento da companhia, bem como torna-la uma gigante no ramo educacional nacionalmente e internacionalmente, com competitividade igual a de grandes companhias globais.

A última atualização da composição de suas subsidiárias foi retirada de seu portal eletrônico e encontra-se evidenciada a seguir, sendo possível observar a estrutura e o tamanho da marca em 2018:

Figura 4: Subsidiárias da Kroton Educacional em Ensino Básico e Superior



**Fonte:** Site da Kroton Educacional – Seção Perfil Corporativo (2018)

## 4.2.Exemplo 2: O caso da Óticas Carol

Com fundação em 1997, na cidade de Sorocaba, interior do Estado de São Paulo, a Óticas Carol tornou-se a maior rede varejista de óculos no Brasil graças a visão agressiva dos investidores que tiveram uma visão empreendedora da empresa. Quando fundada, pela família Santana, a rede contava apenas com duas lojas, em Sorocaba. Após 3 anos, nos anos 2000, a visão de seus fundadores ia na vanguarda do segmento da época e começou-se a pensar e estudar a ideia de franquear a marca.

A partir desse estudo que a empresa se expandiu, se baseando no modelo de franquias, com grandes investimentos em mídia e marketing na televisão. Por isso, manteve seu foco principalmente em regiões delimitadas por antenas transmissoras de TV, de modo a obter resultados com seu marketing agressivo. Em 2006, a rede já contava com mais de 60 franquias espalhadas pelo interior do Estado de São Paulo.

Após esse salto expressivo no número de lojas e no faturamento da rede de óticas, despertou-se o interesse do mercado e neste mesmo ano, o Grupo Technol adquiriu 50% da rede, permitindo que se ampliasse a expansão para mais de 150 lojas, desta vez alcançando outros estados brasileiros.

Em 2008, o Grupo Amaro Participações, do mesmo fundador da companhia aérea TAM, adquiriu a maioria das ações da companhia, sobretudo com a saída do Grupo Technol. Com um novo presidente assumindo a rede, com novas visões e ideias, em 2010 a empresa já contava com mais de 330 lojas espalhadas por todo o Brasil. Além disso, foi inaugurado também seu mais moderno laboratório digital de confecção de óculos e lentes, na cidade de Barueri, região metropolitana de São Paulo.

A expansão despertou o interesse de diversos investidores, em especial do fundo de investimento inglês 3i, que concentra seus investimentos em varejo especializado,

como os da rede de óticas. O sucesso de seus investimentos fora do Brasil são famosos, como a empresa Gant, famosa rede varejo de moda na Suécia, a Pets at Home, varejista de produtos para animais de estimação, no Reino Unido) e a Action, varejista de produtos não alimentares, na Holanda.

O fundo identificou nas Óticas Carol uma oportunidade de investimento por se tratar de uma marca expressiva no mercado e com um posicionamento claro e agressivo de seus negócios, que atuava em um setor com perspectivas de crescimento e potencial de consolidação. Então, no ano de 2013, foi firmado acordo entre a rede e o fundo 3i, com venda pelo Grupo Amaro de suas ações da companhia, pelo montante de R\$108 milhões de reais. Seu presidente, Ronaldo Pereira (2013), após o acordo, disse aos principais meios de comunicação:

“Com o suporte da 3i, sua experiência e forte presença global, nós planejamos aumentar significativamente o ritmo de expansão das nossas lojas, fortalecer nossa proposta de valor para os franqueados e atrair líderes de redes locais para se juntarem à nossa marca. Temos como objetivo atingir a liderança isolada do mercado nacional de varejo óptico”.

E assim foi feito. A empresa após a entrada do fundo investiu no fortalecimento de seu departamento comercial de forma a acelerar sua expansão. Foram criados e implantados também novos programas de treinamento ao franqueado. Além disso, o relacionamento com os principais fornecedores da rede foi estreitado, permitindo à companhia oferecer a seus clientes produtos exclusivos.

A influência do fundo também foi decisiva na parte financeira da empresa. Com sua experiência já de outros investimentos nacionais e na Europa, o fundo ajudou o presidente e o conselho da companhia a liquidar a dívida da empresa com o mercado. Os investimentos foram elevados, consolidando a marca em novas regiões do país. Ao final de 2013, a rede já contava com mais de 600 lojas espalhadas por todo o Brasil, sendo a grande maioria de franqueados. O principal objetivo da empresa, além da expansão da marca, era tornar-se uma marca de *fast fashion*, ou seja, que os consumidores tenham acesso a seus produtos com preços acessíveis a todos.

Ainda em 2013 ocorreu a primeira auditoria das contas das Óticas Carol, o que deu mais segurança aos *stakeholders* da companhia. Seu faturamento em 2013, de acordo com as projeções era para mais de R\$380 milhões de reais.

Ao final de 2015, a rede já contava com mais de 900 lojas presentes em todos os estados brasileiros, com faturamento que superava a marca dos R\$600 milhões de reais. O fundo 3i e seus co-investidores ajudaram a acelerar o processo de expansão da companhia e levaram a rede de óticas a liderança do setor óptico no Brasil, ainda neste mesmo ano.

O investimento realizado em seu laboratório também aumentou. A companhia em 2015 investiu R\$20 milhões de reais na modernização e na duplicação da capacidade de produção do espaço. De acordo com o presidente da rede, em entrevista concedida a Revista Isto É Dinheiro (2016), com o laboratório a empresa consegue oferecer a seus clientes uma gama maior de lentes em todas as categorias por um preço 30% menor, graças a sua própria produção, diminuindo custos e despesas.

Durante o exercício findo em 31 de dezembro de 2016, a rede apresentou seu melhor resultado em cinco anos, de acordo com o portal Valor Econômico. A receita apurada neste ano foi no montante de R\$813 milhões de reais, crescimento de 15% quando comparado ao exercício de 2015. Além deste bom resultado, a expectativa era de inaugurar mais lojas no exercício de 2017.

Em 2017, o grupo Italiano Luxottica, que é dono de marcas como Ray-ban e Oakley fechou acordo de compra da rede brasileira, em um montante de mais de U\$117 milhões de dólares, mantendo ainda seu desejo de expansão da marca no mercado varejista. A rede contava até 2017 com mais de 950 lojas no Brasil, com uma receita anual que supera a marca de 200 milhões de euros.

Os números do exercício de 2018 ainda não foram divulgados, mas a expectativa é de bons índices alcançados, mesmo com a crise política e econômica que ainda afetam a economia do país, principalmente a primeira. Em publicação divulgada na revista Exame, em 4 de outubro de 2018, foi elaborada um ranking com as 25 melhores franquias do Brasil no ano, pelo Grupo Bittencourt, considerando as franquias que possuíam uma “cultura de crescimento exponencial” e a rede Carol encontrava-se presente na lista, com mais de 1.143 lojas operando por todo o país.

Dado o fato de que a rede é uma sociedade limitada fechada, não tem a obrigação de publicar em seu site suas demonstrações financeiras. Assim sendo, não foi possível realizar uma maior análise dos números de seus balanços contábeis, bem como os números divulgados pela administração.

Todavia, de acordo com as informações e notícias veiculadas nos principais meios de comunicação do país, pode-se perceber que a empresa não apresenta nenhum

tipo de problema financeiro, como dívidas e prejuízos acumulados. Pelo contrário, após a compra de parte da empresa por parte da Luxottica, conforme mencionado em parágrafos anteriores, as perspectivas de crescimento são ainda maiores, dado o objetivo de expansão da compradora.

Considerando as informações expostas acima, é possível concluir a entrada do fundo de private equity no comando da empresa só a favoreceu, visto que a mesma já vinha crescendo antes ao aporte. A chegada do fundo 3i fortaleceu e concretizou os objetivos de expansão e crescimento da empresa, o que dá embasamento para considerar este tipo de investimento como uma oportunidade de investimento em empresas de diferentes setores, fortalecendo a economia e a competitividade.

### **4.3.Dados da indústria Private Equity e Venture Capital**

Nesta subseção será discorrido os dados mais recentes coletados da indústria PE/VC da economia dos EUA, considerado por diversos especialistas da área a maior e mais fortalecida do mundo, como do Brasil. A comparabilidade das duas indústrias pelo leitor é um dos objetivos propostos com essa seção. Ela encontra-se dividida em dois tópicos, para facilitar a leitura. A primeira abordará os números da indústria americana. A segunda, os dados da indústria brasileira.

#### **4.3.1. A indústria americana**

Os dados utilizados nesta subseção foram retirados da publicação do panorama da indústria PE/VC no endereço eletrônico *PitchBook*, divulgada em julho de 2018, que é uma plataforma *online* utilizada por diversos bancos e gestores com informações da indústria americana.

Em 2018 a indústria americana apresentou um sinal de queda, mesmo após o período de crescimento, entre os anos 2010 e 2017. Os números consideram informações da indústria até o dia 30 de junho de 2018. De acordo com o levantamento, entre os anos de 2010 e 2017, a quantidade de capital que as empresas e fundos de PE/VC arrecadaram anualmente para novos fundos aumentou cerca de três vezes,

passando de um montante de aproximadamente US\$71 bilhões para US\$243 bilhões no ano passado.

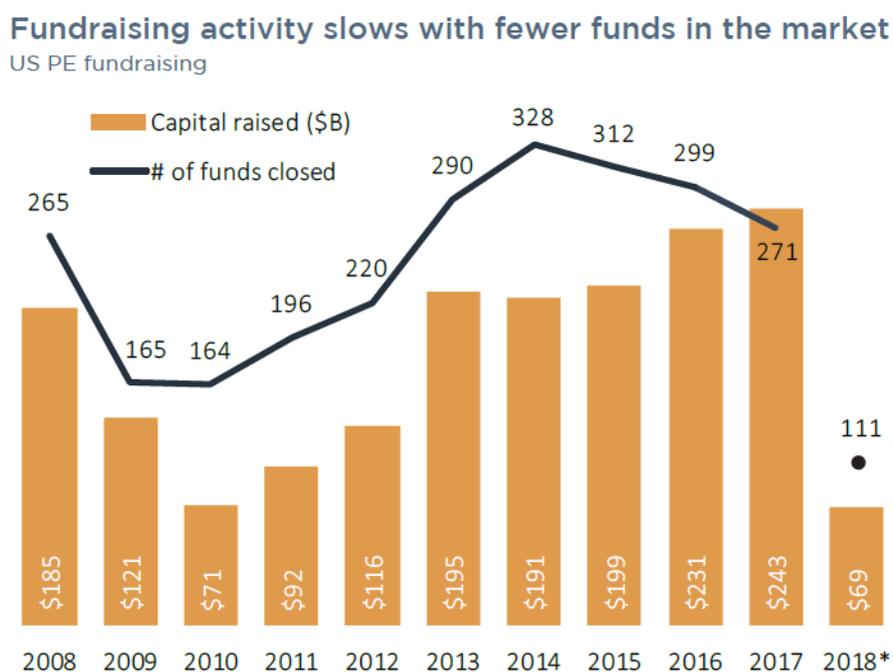
Todavia, para o primeiro semestre de 2018, os números apresentados não foram tão bons. Os investidores fecharam apenas US\$69 bilhões em novos acordos entre fundos e empresas, durante o semestre, de acordo com o último *PE Breakdown*, da *PitchBook*, o que está abaixo do apurado em 2017 e em ritmo de queda, quando comparado aos últimos seis anos.

Observou-se também uma queda na quantidade de fundos fechados. Os fundos geralmente encerram quando o investimento deles já foi liquidado, retornando ao investidor o ganho de capital.

Em concordância com o que já foi citado anteriormente, geralmente os fundos desinvestem sua participação nas empresas investidas quando o valor de mercado da mesma encontra-se maior do que quando fora investido, Assim o fundo apura um ganho de capital e, se considerarem a hora certa, vendem sua participação novamente para os antigos acionistas e/ou para novos acionistas.

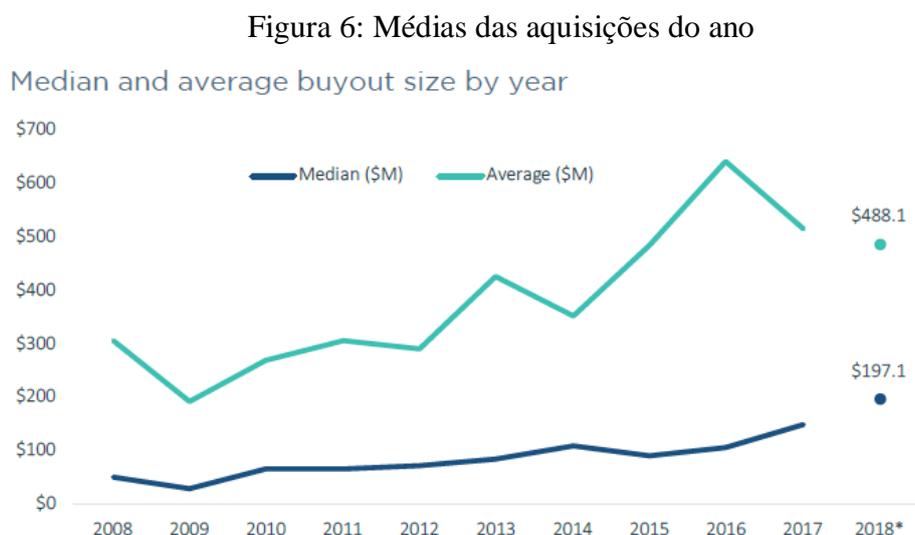
Conforme o gráfico abaixo, é possível visualizar a tendência de queda nos últimos anos dos números de fundos fechados e encerrados:

Figura 5: Arrecadação diminui com um número menor de fundos no mercado



**Fonte:**PitchBook (2018)

O montante médio investido pelos fundos em suas aquisições também chama atenção. De acordo com levantamento feito pelo portal, a média de aporte no primeiro semestre foi de US\$ 197,1 milhões, um aumento de 31% quando comparado ao ano de 2017. Curiosamente, a média de compra está em ritmo de queda leve, o que o autor atribui em parte graças à falta de mega-aquisições concluídas nos primeiros seis meses de 2018. O gráfico abaixo permite uma comparação com anos anteriores:

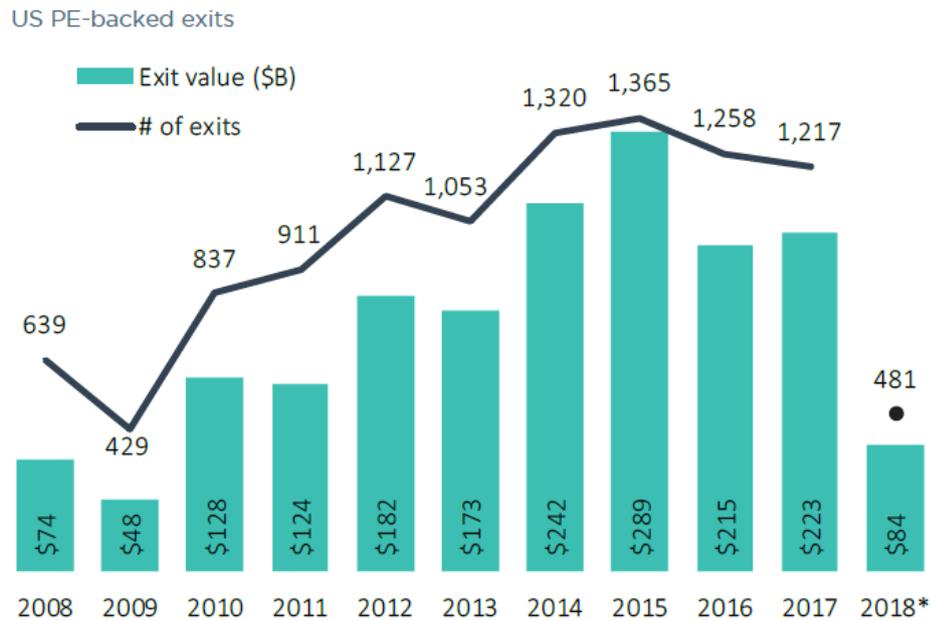


**Fonte:**PitchBook (2018)

O número de saídas de fundos das empresas, isto é, o que considera-se como desinvestimento, quando os gestores do fundo julgam bom momento a venderem suas participações nas companhias investidas, também apresentou desaceleração durante o primeiro semestre de 2018, mesmo apresentando um montante ainda alto, quando comparado com outras potências, como a britânica.

É importante notar que a queda não é um evento isolado do exercício de 2018, pois ao observar o gráfico abaixo, percebe-se que o número vem apresentando queda desde 2016. De acordo com os autores do estudo, isso pode ser relacionado com uma cautela maior dos investidores, além de levarmos em consideração que esse tipo de investimento é a longo prazo, não possuindo uma média de retorno padrão. Verifique o comparativo com os anos anterior na figura a seguir:

Figura 7: Desinvestimento PE nos Estados Unidos da América



Fonte: PitchBook (2018)

Conforme informações anteriores, conclui-se que o primeiro semestre dos fundos PE/VC na economia americana não foi das melhores. Entretanto, é possível ter uma percepção do tamanho atual da indústria da economia. Não foi abordado um resumo da história em dados do setor nos Estados Unidos, uma vez que não faz parte do escopo deste trabalho e não foi possível encontrar dados comparativos ao longo dos anos.

Conforme mencionado no início deste capítulo, os números expostos têm o objetivo de servirem como base para que o leitor possa realizar uma breve comparação entre a indústria americana, apresentada anteriormente e a brasileira, que serão abordados na próxima subseção.

### 4.3.2. A indústria brasileira

Todos os anos a ABVCAP, em conjunto com a KPMG Brasil, divulga ao mercado os números consolidados da indústria de PE/VC, com o objetivo fornecer uma visão dos investimentos do setor. Os dados apresentados pelo estudo e neste trabalho utilizados, foi possível graças ao suporte voluntário de 155 gestores do mercado que forneceram informações aos responsáveis pelo estudo.

As estatísticas apresentadas no estudo foram baseadas nas informações do FIPData – sistema que consolida dados sobre a indústria de FIPE FIEE – e das informações reportadas pelos próprios gestores referidos no parágrafo anterior.

De acordo com o estudo, o ano de 2017, considerado um dos piores anos da crise econômica no Brasil, foi o que apresentou maior montante de capital comprometido total desde o ano de 2011. O que o estudo considera como capital comprometido total é o capital subscrito pelos investidores, já considerando os valores aportados (integralizados de fato) e os montantes a aportar nos veículos de investimento, conforme gráfico abaixo:

Figura 8: Capital Comprometido de 2011 à 2017

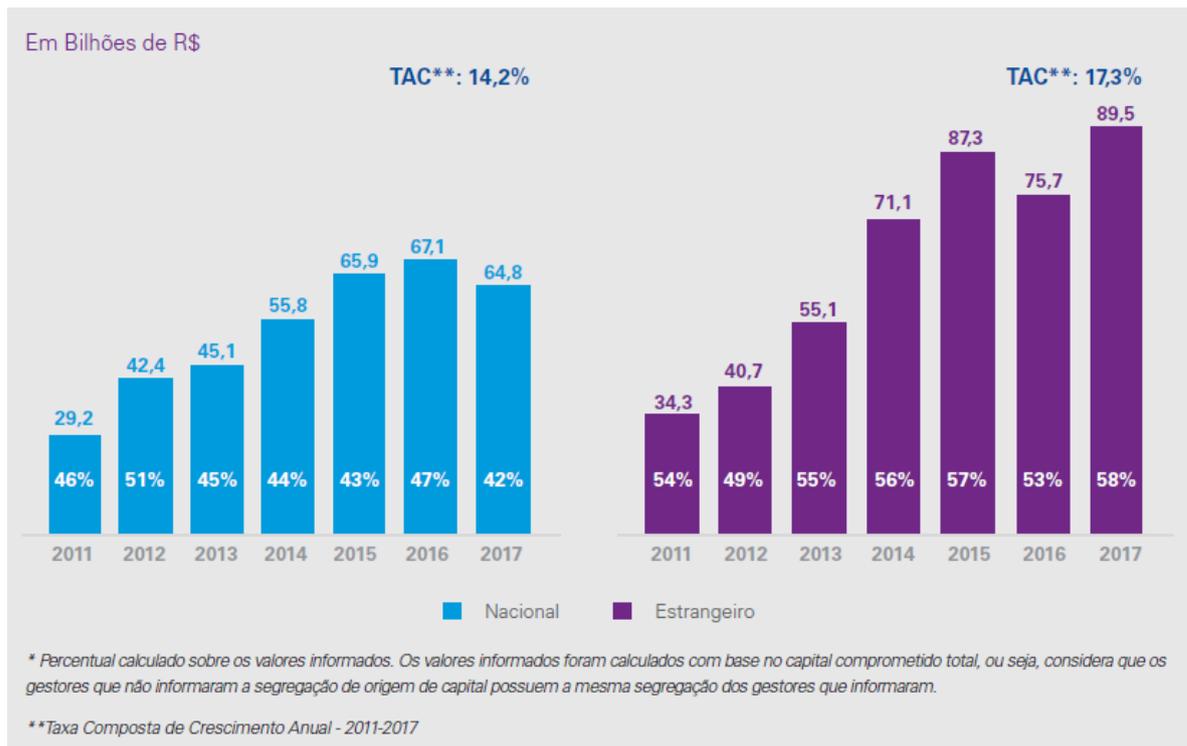


**Fonte:**Consolidação de dados – Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil (2018, p. 5)

Conforme gráfico, em 2017, foi comprometido um total de R\$154,3 milhões de reais. Quando comparado com 2016, que apresentou R\$142,8 milhões de reais, pode-se observar um aumento de R\$11,5 bilhões de reais no valor total aportado.

Do montante comprometido durante o ano, o estudo apontou que R\$146 bilhões de reais foram destinados aos fundos de Private Equity, enquanto R\$8,3 bilhões de reais, aos fundos de Venture Capital. Deste total, cerca de 58% do capital foi comprometido por investidores estrangeiros e 42% por investidores nacionais, conforme figuras a seguir:

Figura 9: Origem do Capital Comprometido



**Fonte:**Consolidação de dados – Industria de Private Equity e Venture Capital no Brasil  
(2018, p. 10)

O estudo apontou também que os gestores brasileiros eram responsáveis pela gestão dos investimentos e do capital de 95% do que foi aportado por investidores nacionais e por apenas 19% dos valores subscritos pelos investidores não-residentes no Brasil.

Outro ponto presente no estudo e importante para esse trabalho é no que tange o número de empresas investidas pelo setor. Conforme o tema da pesquisa, o mercado mostra por meio dos dados que pode ser uma oportunidade no aquecimento e fortalecimento da economia no país.

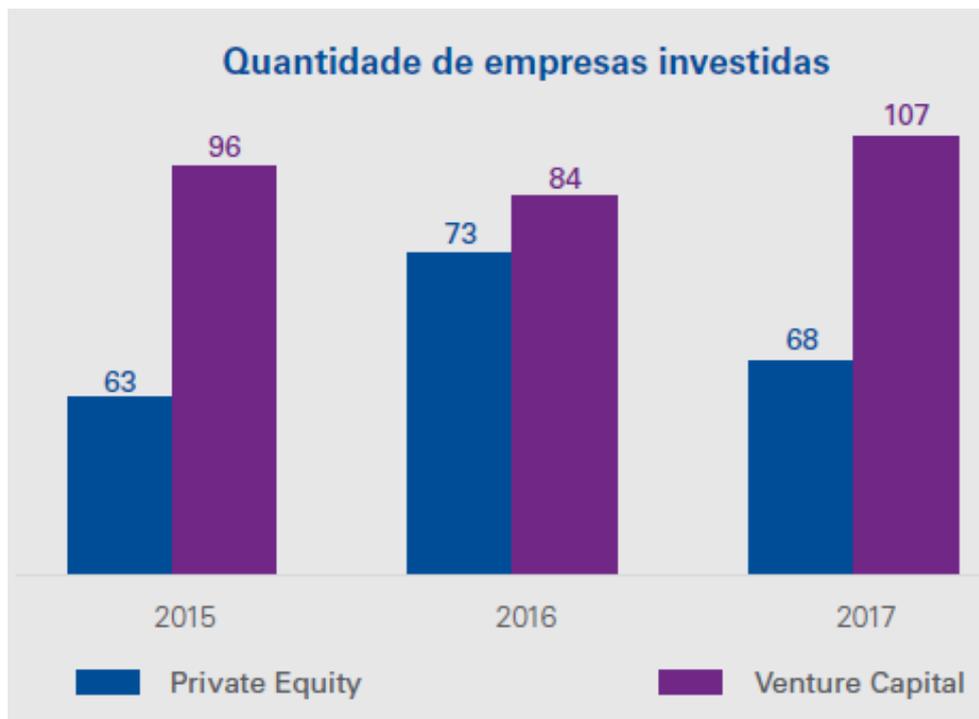
Os dados consolidados e apresentados na pesquisa desenvolvida pelas entidades apontam que durante o ano de 2017, o número de empresas investidas por fundos PE/VC foi de 175, sendo destas 68 empresas com investimento de fundos Private Equity e 107 de fundos de Venture Capital, com investimento médio de R\$150 milhões de reais e R\$11 milhões de reais, respectivamente.

Ao comparar com o ano de 2016, observa-se que o número de empresas investidas por fundos Private Equity diminuiu e o por fundos de Venture Capital aumentou. Entretanto, no geral, o número de companhias investidas é maior, o que demonstra um aquecimento da indústria no Brasil. O valor médio investido também

apresentou aumento, para ambos os tipos, quando comparados com o ano de 2016, todavia menor do que 2015.

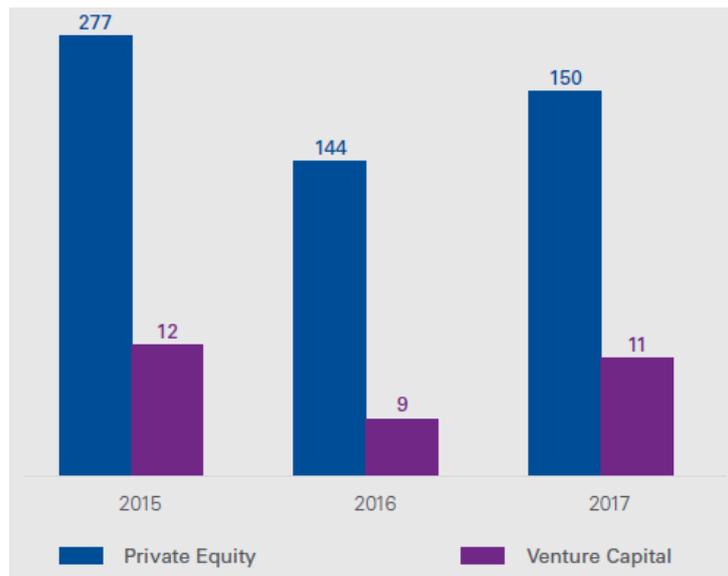
Abaixo foram ilustradas essas informações, com um comparativo dos anos de 2015 ao ano de 2017:

Figura 10: Quantidade de empresas investidas



**Fonte:**Consolidação de dados – Industria de Private Equity e Venture Capital no Brasil (2018, p. 14)

Figura 11: Valor médio dos investimentos em R\$ milhões



**Fonte:**Consolidação de dados – Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil (2018, p. 14)

Foi divulgada também o número de companhias que foram desinvestidas durante o ano de 2017. No total, foram 55 o número de empresas que sofreram o processo de desinvestimento, que basicamente é quando o fundo de PE/VC realiza a alienação das ações da companhia para os demais controladores por meio de uma oferta de recompra das mesmas. Esse momento, na maioria dos casos, é quando a empresa apresentou um *turnaroundsatisfatório* e apresenta expectativa de resultados futuros de crescimento e lucro.

Esse momento de desinvestimento pode ocorrer também quando a companhia, após aprovação dos acionistas, decide realizar o *Initial Public Offering* (“IPO”), que é o momento em que uma empresa abre seu capital e realiza a oferta inicial de ações na bolsa de valores do país. Muitos fundos aproveitam o IPO para alienar sua participação nas companhias. Em 2017 ocorreram na Bolsa de Valores de São Paulo (“BOVESPA”) um total de 9 IPOs.

O IPO para uma empresa pode ser uma alavancada a caminho do sucesso. Segundo Assaf Neto (2000), o IPO pode reduzir o risco da empresa devido a uma maior participação do capital próprio em sua estrutura, o que facilita também o crédito. Além deste fato, ao disponibilizar mais informações ao mercado, também ajuda a melhorar sua reputação e imagem perante a sociedade.

O curioso é que do total de IPOs realizados em 2017 na BOVESPA, 6 companhias foram do que são consideradas *Private Equity portfolio*. Este número

demonstra a importância da indústria PE/VC no país e contribui de forma relevante para que as empresas estejam atuando no mercado de forma competitiva, iguais outras multinacionais.

Quando comparada com os dados da indústria americana, tem-se uma percepção que o Brasil ainda tem muito a se expandir na indústria de PE/VC, pois o volume é menor que o americano, tanto de transações, quanto em montante financeiro. Entretanto, deve-se levar em consideração o tamanho da economia americana, principal potência global, que desenvolveu e incentivou a indústria PE/VC décadas antes, quando comparada com a história brasileira. Deve-se levar em consideração também que a indústria nacional oferece um ambiente propício para fomento do setor, uma vez que mesmo com uma economia ainda em desenvolvimento, de forma geral, investimentos que dão certo, costumam crescer de forma rápida, muito em parte devido à escassez ou a falta de competitividade de diversos setores.

## **5. CONCLUSÕES APOIADAS PELA PESQUISA**

Após análise do exemplo 1, pode-se perceber que a companhia Kroton Educacional apresentou diversas mudanças após o investimento de fundo private equity em seu capital. A Kroton, que já era considerada uma grande empresa, visto que apresentava uma alta receita e lucro, já havia aberto seu capital na bolsa de valores brasileira antes da chegada do fundo. Entretanto, foi após o aporte de capital e mudanças na governança pelo fundo que a companhia se consolidou como a maior empresa nacional no ramo educacional e uma gigante do mercado global.

Isso só foi possível graças ao conhecimento e *expertise* dos gestores do fundo, visto que para que seu investimento tivesse êxito, ele precisa vender a participação na companhia por um valor maior do que quando aportou pela primeira vez capital. E, assim, foi feito com a Kroton. O fundo ajudou a companhia a se consolidar financeiramente falando, como também exerceu papel fundamental em sua governança, por meio das sugestões e decisões tomadas em conjunto com o Conselho Administrativo. E os resultados financeiros comprovam o sucesso da empreitada.

O exemplo 2, considerando o caso de sucesso das Óticas Carol também segue o mesmo raciocínio do exemplo 1. Neste, foi possível perceber os benefícios que a rede

de franquias de óticas teve com a entrada do fundo private equity na companhia. Graças as ações corporativas tomadas com a chegada do fundo, em conjunto com a política e vontade de expansão do presidente e demais membros da administração da empresa, foi possível seu crescimento rápido, com grandes investimentos em seu próprio laboratório, bem como a consolidação do nome da rede no mercado. Atualmente é considerada a maior rede de óticas do Brasil e, após aquisição de uma parte por uma grife italiana, poderá vir a se tornar uma das maiores ou até mesmo a maior, rede de óticas do mundo.

A pesquisa também retratou acerca da regulamentação que a indústria de fundos de investimento em participações de empresas possui no mercado brasileiro. Pode-se perceber que o órgão regulador responsável, a CVM, tem como objetivo estar sempre atualizando as normas em linha com os padrões de regulação internacionais e a realidade do Brasil. Todavia, muito ainda precisa ser melhorado e revisto, de forma a conseguir atrair mais investidores, fomentando o crescimento da indústria.

Além dos dois exemplos citados nos primeiros parágrafos deste capítulo, no estudo aplicado a pesquisa, também foi abordado alguns números da indústria PE/VC tanto no Brasil, quanto nos Estados Unidos da América. Já mencionado anteriormente, no segundo capítulo, considerando que a metodologia foi definida como aplicada - não possuindo como preocupação central a representatividade numérica por meio de cálculos -, os números divulgados pelo mercado e utilizados na monografia foram essenciais para permitir ao leitor analisar e formarem conclusões a partir deles.

Com os dados coletados, pode-se concluir que a indústria brasileira de PE/VC apesar de ser pequena, quando comparada com a economia americana ou de outras economias desenvolvidas, como as da União Europeia, tem capacidade de expandir-se e se tornar uma das principais referências nesse segmento. O Brasil é considerado atraente para os investidores, principalmente estrangeiros, que estão dispostos a aplicar seus recursos na indústria local, uma vez que a economia brasileira ainda está em desenvolvimento e oferece um grande potencial de retorno do capital que aqui eles venham a investir. Isso é comprovado quando foram apresentados os dados que mostram que no último ano, 2017, a indústria PE/VC bateu recorde em capital comprometido e de empresas investidas, quando comparado aos anos anteriores.

O trabalho buscou também expor o cenário americano, permitindo ao leitor fazer um comparativo com os números da economia do Brasil. Conforme informações presentes na seção de estudo aplicado a pesquisa, observa-se que a economia americana apesar de estar apresentando queda em alguns índices, continua apresentando altos

valores de investimentos e acordos entre fundos e companhias na indústria PE/VC. Isso é possível não só pelo histórico da economia, que teve início bem antes do que na brasileira, como também por ser um tipo de investimento consolidado no mercado local. A economia americana é um exemplo a ser seguido pelas principais potências em desenvolvimento, como o Brasil.

A decisão de realizar a pesquisa se deve ao crescimento dos números da indústria no Brasil e a possível oportunidade que a indústria pode aproveitar para continuar aquecida, mesmo com o período de recessão econômica e/ou de baixo crescimento que vem enfrentando. Os fundos contribuem para a evolução, crescimento financeiro e aumento da competitividade das empresas no mercado brasileiro, que ainda é muito fechado e dependendo de multinacionais de outras potências globais. Além deste, por ser um tema recente e pouco explorado no campo da pesquisa científica contábil. O profissional contábil do século XXI é aquele que não se prende somente na contabilização, mas que está inteirado do mercado como um todo e seus diferentes tipos de ativos e instrumentos.

Indica-se que a pesquisa seja executada em um contexto que aborde também outros tipos de investimento e fundos, bem como seja analisada outros contextos econômicos, regulamentação e considerar outras economias que a indústria PE/VC esteja consolidada ou em desenvolvimento. Também deve ser verificada a opinião e projeções de entes competentes, como órgãos de classe, contadores, auditores e demais entidades reguladoras.

## **6. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

O objetivo deste trabalho, conforme citado na seção dos objetivos, foi analisar a indústria Private Equity e de Venture Capital, por meio de conceitos e dados, que dão ao leitor a oportunidade de enxergá-la como uma oportunidade de investimento em companhias, para desenvolvimento e aumento da competitividade, principalmente em períodos em que a economia apresenta baixos índices de crescimento. Também foi considerado ao longo do trabalho algumas barreiras que prejudicam de alguma forma um maior crescimento deste tipo de investimento no Brasil.

É importante salientar que a pesquisa não possui o intuito de considerar esse tipo de investimento como a solução da falta e/ou do baixo investimento por parte dos

empresários na indústria. O governo federal, por meio de suas políticas e decisões econômicas, deve procurar criar um ambiente que incentive as empresas a investirem em seu desenvolvimento, principalmente em novos produtos e tecnologias. Esse tipo de investimento abordado no trabalho serve como um mecanismo adicional no fomento da indústria.

Na questão contábil, é essencial que os profissionais da área se mantenham atualizados através de estudo contínuo dos diferentes tipos de ativos presentes na economia, não se prendendo somente a contabilidade tradicional de ativos tangíveis. A contabilidade, assim como todas as demais ciências, encontra-se em constante mudança e o profissional qualificado é aquele que consegue se adequar às novas exigências do mercado.

Os exemplos contidos no trabalho, tiveram o objetivo de ilustrar os benefícios que a indústria pode trazer a uma companhia, que resolveu crescer por meio de uma maneira diferente da que usualmente é vista, com o auxílio de um fundo de investimento focado neste segmento.

Para os profissionais que trabalham no ramo contábil, como contadores e auditores, é indicado que procurem sempre estar atualizando-se do mercado, uma vez que a ciência está sempre em processo de evolução e aperfeiçoamento, bem como o mercado que está a todo momento em constante mudança. Assim, os profissionais contábeis poderão contribuir no processo de decisão, além de permitir com que a companhia/fundo que trabalhem esteja em linha com as normas do mercado.

Aos demais leitores e pesquisadores, se recomenda a expansão da pesquisa contábil e econômica no país neste tema e em outros relacionados a estes. O Brasil, como um país que almeja estar entre as principais potências globais - tanto no plano econômico, como social, tecnológico e educacional-, precisa se consolidar como uma nação que incentiva a pesquisa científica no meio acadêmico. Um país desenvolvido é aquele que apresenta além de uma economia forte, com índices financeiros altos e estáveis, como também aquele que investe na educação de seu capital humano, que deveria ser base de qualquer economia.

## 7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABVCAP. (Maio de 2018). *Estrutura Legal dos Fundos de Private Equity e Venture Capital*. Acesso em 19 de Setembro de 2018, disponível em ABVCAP: <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/4010.pdf>
- ABVCAP. (2018). *Consolidação de dados da Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil (2011-2017)*. Acesso em 19 de Setembro de 2018, disponível em ABVCAP: <http://landingpage.abvcap.com.br/l/QUpv2aABF1150>
- ABVCAP (Outubro de 2013). *Cases de Private Equity e Venture Capital: construindo empresas para o futuro*. Acesso em 19 de Setembro de 2018, disponível em ABVCAP: <https://www.abvcap.com.br/industria-de-pe-vc/casos-de-sucesso.aspx>
- ABVCAP (2018). *Perspectivas dos investidores sobre Private Equity e Venture Capital no Brasil*. Acesso em 20 de Setembro de 2018, disponível em ABVCAP: <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3619.pdf>
- ASSAF NETO, A.(2000).*Mercado financeiro*. São Paulo: Editora Atlas S.A..
- Bezerra, J.C. A. (1999). *Introdução à indústria de private equity no Brasil*. São Paulo: EAESP/FGV, 1999, 157p. (Dissertação de Mestrado apresentado ao curso de pós-graduação da EAESP/FGV)
- BRITISH JOURNAL OF MANAGEMENT (2001). *Corporate Financial Distress and Turnaround Strategies: An Empirical Analysis*. Acesso em 26 de Setembro de 2018, disponível em Online Library: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1467-8551.00193/epdf>
- Chen, P., Baierl, G. e Kaplan, P. (2002). *Venture Capital and Its Role in Strategic Asset Allocation: Long-term Risk-Return Characteristics*. Journal of Portfolio Management.
- Comodo, G. C. (2009). *Uma análise comparativa entre as estruturas de Private Equity e Venture Capital nos EUA e no Brasil*. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas.

- CPC. (12 de Dezembro de 2012). **CPC 46 - Mensuração do Valor Justo**. Acesso em 30 de Setembro de 2018, disponível em Comitê de Pronunciamentos Contábeis: [http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/395\\_CPC\\_46\\_rev%2006.pdf](http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/395_CPC_46_rev%2006.pdf)
- CVM. (29 de Junho de 2016). **Comissão de Valores Mobiliários - Fundos de Investimento**. Acesso em 30 de Setembro de 2018, disponível em CVM: <http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/fundos/fundos.html>
- CVM. (25 de junho de 2016). **Sobre a Comissão de Valores Mobiliários**. Acesso em 30 de Setembro de 2018, disponível em CVM: [http://www.cvm.gov.br/menu/acao\\_informacao/institucional/sobre/cvm.html](http://www.cvm.gov.br/menu/acao_informacao/institucional/sobre/cvm.html)
- CVM. (Maio de 2014). **Cadernos CVM - Fundos de Investimento**. Acesso em 15 de Setembro de 2018, disponível em Portal do investidor: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Cadernos/CVM-Caderno-3.pdf>
- CVM. (16 de Julho de 2003). **Instrução CVM 391**. Acesso em 22 de Setembro de 2018, disponível em CVM: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst391consolid.pdf>
- CVM. (30 de agosto de 2016). **Instrução CVM 578**. Acesso em 22 de Setembro de 2018, disponível em CVM: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst578consolid.pdf>
- CVM. (30 de agosto de 2016). **Instrução CVM 579**. Acesso em 22 de Setembro de 2018, disponível em CVM: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst579.pdf>
- CVM. (17 de agosto de 2017). **Instrução CVM 589**. Acesso em 22 de Setembro de 2018, disponível em CVM: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst589.pdf>

- CVM. (4 de Julho de 2016). ***Obrigações do administrador e do gestor***. Acesso em 18 de Setembro de 2018, disponível em Portal do Investidor: [http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu\\_Investidor/fundos\\_investimentos/obrigacoes.html](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/fundos_investimentos/obrigacoes.html)
- De Mariz, F.; Savoia, J. (2005). ***Private Equity in Brazil: A Comparative Perspective***. Journal of Private Equity. v.9 n. 1, p. 74-87
- Espir, B. C. A (2017). ***Impactos e consequências no novo regramento de governança corporativa de uma venture capital (Fundo de investimento em participações) em uma sociedade investida, nos termos da ICVM 578/2016***. São Paulo: Insper.
- EVCA. (Novembro de 2007). ***Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs***. Acesso em 29 de Outubro de 2018, disponível em Portal Invest Europe: <http://www.investeurope.eu/media/78722/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf>
- Gerhardt, T. E. & Silveira, D. T. (2009). ***Métodos de Pesquisa***. Rio Grande do Sul: Editora da UFRGS
- Giacomoni, B. H. (2010). ***A Persistência de Desempenho dos Fundos Brasileiros durante a Crise***. Rio de Janeiro: Anais.
- Gil, A. C. (2002). ***Como elaborar projetos de pesquisa***. São Paulo: Editora Atlas S.A.
- HOFER, C. W. (1980). ***Turnaround strategies***. London: Journal of Business Strategy, v. 1, n. 1, p. 19–31
- International Accounting Standards Board - IASB. (18 de Junho de 2016). ***IFRS - Mission Statement***. Fonte: IFRS: <http://www.ifrs.org/About-us/Pages/IFRS>
- Lewis, A. (30 de julho de 2018). ***The US PE industry in 11 charts***. Acesso em 26 de outubro de 2018, disponível em: <https://pitchbook.com/news/articles/the-us-pe-industry-in-11-charts>
- Metodologia da Pesquisa. (26 de Outubro de 2008). ***Critérios para delimitação do tema***. Acesso em 11 de Setembro de 2018, disponível em Blogspot: <http://metodologiadapesquisa.blogspot.com/2008/10/delimitao-do-tema.html>

- O Globo. (13 de Outubro de 2006). *Entenda a diferença entre ações preferenciais e ordinárias*. Acesso em 02 de Outubro de 2018, disponível em Jonal O Globo: <http://oglobo.globo.com/economia/entenda-diferenca-entre-aco-es-preferenciais-ordinarias-4549107>
- Ourique, B. M. (2017). *Estudo sobre os fundos de investimento em participações no âmbito da instrução CVM 578/16*. São Paulo: Insper. 2017, 67 p.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS – PWC. *Global PE/VC 2004*, 2004.
- Ramalho, C., Furtado C.V. & Lara, R. (Março de 2011). *A Indústria de Private Equity e Venture Capital 2º Censo Brasileiro*. Acesso em 1 de Outubro de 2018, disponível em Sistema de Biblioteca Digital da Fundação Getúlio Vargas: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8419>
- Rocha, Daniela. (19 de Junho de 2017). *Grandes empresas deixaram de investir e estão fazendo só o básico*. Acesso em 9 de setembro de 2018, disponível em Portal da Revista Exame: <https://exame.abril.com.br/revista-exame/grandes-empresas-deixaram-de-investir-e-estao-fazendo-so-o-basico/>
- Rowe, L. J., Klinger J. T., Ropes & Gray LLP (1 de maio de 2018). *Private equity in United States: market and regulatory overview*. Acesso em 24 de Setembro de 2018, disponível em Thomson Reuters - Practical Law: [https://content.next.westlaw.com/Document/Id4aecb791cb511e38578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?contextData=\(sc.Default\)&transitionType=Default&firstPage=true&bhcp=1](https://content.next.westlaw.com/Document/Id4aecb791cb511e38578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?contextData=(sc.Default)&transitionType=Default&firstPage=true&bhcp=1)
- Sasso, R. C. (10 de Outubro de 2012). *Qualidade de lucros e estrutura de propriedade: a indústria de private equity no Brasil*. Acesso em 26 de Setembro de 2018, disponível em Biblioteca Digital da Universidade de São Paulo: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14122012-165130/pt-br.php>
- Silva, N.A e Macedo, M.A.S (2009). *Avaliação do Desempenho dos Fundos de Investimentos de 1995 a 2002: Comparando Instituições Nacionais e Estrangeiras*. *Revista de Informação Contábil*. Vol. 3. São Paulo.

Silveira, D. T.; Códova, F. P. (2009). *A pesquisa científica*. Porto Alegre: Editora de UFRGS.

Soares, R. J.V. (Abril de 2011). *Analysis of the Private Equity performance in Brazil*. Lisboa: Instituto Universitário de Lisboa.

STREETOFWALLS (2013). *Private Equity industry overview*. Acesso em 1 de novembro de 2018, disponível em Street Of Walls: <http://www.streetofwalls.com/finance-training-courses/private-equity-training/private-equity-industry-overview/>