

**Felipe Campos Cresciulo**

**UM RETRATO DA INDÚSTRIA DE VENTURE CAPITAL  
BRASILEIRA – FUNDO MÚTUOS DE INVESIMENTO EM  
EMPRESAS EMERGENTES**

**São Paulo**  
**2010**

Felipe Campos Cresciulo

**Um retrato da indústria de Venture Capital brasileira –  
Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes**

Monografia apresentada ao curso de Ciências  
Econômicas, como requisito parcial para obtenção  
do grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e  
Pesquisa

Orientadora:  
Prof. Dra. Andrea Minardi – Insper

**São Paulo  
2010**

Cresciulo, Felipe Campos

Um retrato da indústria de Venture Capital brasileira –  
Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes / Felipe  
Campos Cresciulo. – São Paulo: Insper, 2010.

32 f.

Monografia: Faculdade de Economia e Administração. Insper  
Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador: Prof. Dra. Andrea Minardi

1. Venture Capital 2. FMIEEs 3. Empresas emergentes

Felipe Campos Cresciulo

**Um retrato da indústria de Venture Capital brasileira – Fundos  
Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes**

Monografia apresentada à Faculdade de Economia do Insper, como parte dos requisitos para conclusão do curso de graduação em Economia.

Aprovado em Dezembro 2010

**EXAMINADORES**

---

Prof. Dra. Andrea Minardi  
Orientadora

---

Prof. Dr. José Luiz Rossi Junior  
Examinador

---

Prof. Dr. Marcos Hashimoto  
Examinador

## Agradecimentos

Aos meus pais, Edson e Eliane, por acreditarem na educação como o maior patrimônio pessoal.

As minhas irmãs, Ana Débora e Ester, por serem grandes amigas, e me apoiarem em todos os momentos durante a faculdade.

A minha namorada, Barbara, por me apoiar e se dispor a me ajudar em todos os momentos deste trabalho.

A toda equipe do Fundo Criatec, especialmente as pessoas da Regional Campinas, pela introdução ao mundo do Venture Capital, com conversas, sugestão de leituras, e pela oportunidade de vivenciar na prática parte da Indústria de Venture Capital brasileira.

A minha orientadora, Andrea Minardi, por idealizar e apoiar este trabalho, além de lecionar o curso de Capital de Risco, que foi muito importante para meu crescimento profissional.

## Dedicatória

Dedico este meu trabalho aos meus pais e irmãs e a minha namorada Barbara.

## Resumo

Este estudo tem como objetivo retratar a indústria de *Venture Capital* brasileira, a partir dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), que foram instaurados com a Instrução 209 da CVM. A investigação dos FMIEEs se deu pelos dados e regulamentos que se encontram no site da CVM, dos fundos em funcionamento que tiveram suas operações iniciadas entre 2000 e 2009. Os dados foram coletados entre julho e setembro de 2010.

Palavras-chaves: Venture Capital, FMIEE, Empresas emergentes

## Abstract

This study aims to portray the Venture Capital industry in Brazil. The data were collected between July and September 2010 from the Mutual Fund Investment in Emerging Companies (FMIEE), which were initiated with the CVM 209 Instruction. The research of the FMIEEs took data and regulations from the CVM (Brazilian SEC) site, of the funds in operation that had started their operations between 2000 and 2009.

Keywords: Venture Capital, FMIEE, Startups



## Sumário

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>11</b>
<b>2 REVISÃO DA LITERATURA.....</b>	<b>13</b>
<b>3 DESCRIÇÃO DA BASE DE DADOS.....</b>	<b>17</b>
3.1 GESTORAS .....	17
3.2 REMUNERAÇÃO DOS GESTORES .....	19
3.3 LONGEVIDADE DOS FUNDOS .....	20
3.4 COMITÊ DE INVESTIMENTO .....	21
3.5 INVESTIDORES.....	23
3.6 POLÍTICA DE INVESTIMENTO.....	24
3.7 PATRIMÔNIO DOS FUNDOS .....	26
<b>4 CONCLUSÃO .....</b>	<b>27</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>28</b>
<b>ANEXOS .....</b>	<b>31</b>

## Lista de Tabelas

<b>TABELA 1 – CLÁUSULAS DE GESTÃO .....</b>	<b>17</b>
<b>TABELA 2 – QUANTIDADE DE FUNDOS POR GESTORAS.....</b>	<b>17</b>
<b>TABELA 3 – REMUNERAÇÃO DOS GESTORES.....</b>	<b>19</b>
<b>TABELA 4 – DURAÇÃO DOS FUNDOS.....</b>	<b>20</b>
<b>TABELA 5 – COMITÊ DE INVESTIMENTOS .....</b>	<b>21</b>
<b>TABELA 6 – POLÍTICA DE INVESTIMENTO .....</b>	<b>24</b>
<b>TABELA 7 – SITUAÇÃO PATRIMONIAL .....</b>	<b>26</b>

## Lista de Figuras

<b>FIGURA 1 – DURAÇÃO TOTAL .....</b>	<b>21</b>
<b>FIGURA 2 – INVESTIDORES DOS FMIEES .....</b>	<b>23</b>
<b>FIGURA 3 – INVESTIDORES PÚBLICOS E PRIVADOS .....</b>	<b>24</b>
<b>FIGURA 4 – FUNDOS POR SETORES .....</b>	<b>25</b>
<b>FIGURA 5 – FUNDOS POR REGIÕES .....</b>	<b>26</b>
<b>FIGURA 6 .....</b>	<b>31</b>
<b>FIGURA 7 .....</b>	<b>31</b>
<b>FIGURA 8 .....</b>	<b>32</b>
<b>FIGURA 9 .....</b>	<b>32</b>

## 1 Introdução

A motivação do trabalho vem de como a indústria de *Venture Capital* (VC) tem sido importante para o desenvolvimento dos países em que esse mercado já está mais maduro. Como é mostrado no caso norte-americano em Metrick (2007), diversas empresas de tecnologia da informação (TI) e saúde que nasceram, principalmente, no Vale do Silício e em Boston foram investidas por fundos de VC, e hoje, são grandes companhias inovadoras, que geram empregos, e mais importante que isso, criam um grande valor agregado para a sociedade. Exemplos como esse, podem ser visto no caso da Google, Yahoo, Microsoft e Apple que foram investidas inicialmente por fundos de VC. Segundo pesquisa realizada pela parceria entre PricewaterhouseCoopersFurtado e National Venture Capital Association, os investimentos da indústria norte-americana de VC foi de U\$ 16,7 bilhões nos 3 primeiros trimestres de 2010.

“*Private Equity*, em sua definição estrita, refere-se a investimentos em participações acionárias de empresas de capital fechado.” (Panorama da Indústria Brasileira de PE/VC, 2008, p.4). Dessa forma, segundo Metrick (2007), a indústria de PE pode ser dividida em *Venture Capital*, *Mezanino*, *Buyout* e *PIPE* (*Private Investment in Public Equity*), sendo que VC e *Buyout* são as formas mais tradicionais de PE. Entretanto, no Brasil, tornou-se comum usar a expressão VC para designar o estágio de investimento em empresas de menor porte, enquanto PE ficou conhecida como o investimento em empresas em estágio mais maduro. Usarei no decorrer do trabalho as expressões *Private Equity/Venture Capital* (PE/VC) para designar a indústria de PE como um todo, VC para me referir aos fundos e indústria de *Venture Capital*, e VCs para os gestores (*venture capitalists*) desses fundos.

Segundo o Primeiro Censo Brasileiro da Indústria de *Private Equity e Venture Capital* (2005, p.19), o primeiro grande ciclo da indústria começou nos anos 90, pós Plano Real, e chegou a seu final com os primeiros IPOs (Initial Public Offering) em 2004 e 2005. Mas, o Brasil já apresentava atividades nessa área desde o início dos anos 80, antes mesmo do modelo americano de PE e VC tornar-se referência internacional. Apesar da indústria de VC ser relativamente recente no Brasil, ela vem apresentando altas taxas de crescimentos nos últimos anos, e um aumento da participação no PIB nacional como é mostrado no recente estudo de Furtado (2010), sobre a indústria de PE/VC brasileira. O estudo mostra que o capital alocado na indústria brasileira de

PE/VC em 2009 subiu 21% em comparação com 2008, chegando a US\$ 34 bilhões. Houve uma expansão significativa em relação à participação dessa indústria no PIB (Produto Interno Bruto) brasileiro desde 2004. Naquele ano a indústria representava 1,0% do PIB, enquanto que em 2009 ela representou 2,2% do PIB.

A forte expansão do VC no Brasil ocorre em função do aumento da liquidez para vendas de empresas no mercado nacional, que facilita o desinvestimento desses fundos, fator essencial para o investimento de PE/VC. Essa conclusão pode ser tirada através de Furtado (2010) e da análise do levantamento trimestral de Fusões e Aquisições feito pela KPMG, mostrados nas figuras 1-4 do anexo. Os estudos demonstram a forte relação entre capital comprometido em PE/VC e quantidade de Fusões e Aquisições (M&A). Ainda, por essas tabelas, podemos observar uma relação muito forte entre os setores investidos e os que têm maior concentração de M&A, especialmente para fundos de VC, onde grande parte deles investem em empresas de TI.

Atualmente, o principal veículo de investimento utilizado pela indústria de VC, é a Instrução CVM 209, que instaurou os FMIEEs. Este trabalho possui o objetivo de traçar um panorama dos fundos de VC brasileiros, a partir dos contratos existentes.

O capítulo 2 fará uma breve revisão da literatura de VC, mostrando como é realizado VC nos Estados Unidos e no Brasil (segundo a Instrução CVM 209). O capítulo 3 trará a pesquisa realizada com os FMIEEs, mostrando algumas particularidades da indústria brasileira de VC. Espera-se que no final deste trabalho, o leitor possa compreender sobre os atores, sua forma de atuação e remuneração, ter a dimensão do capital comprometido e investido, e áreas geográficas e setoriais da indústria brasileira de VC.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA

Segundo Metrick (2007), VC é o investimento em empresas nascentes ou que estão iniciando a aceleração de suas atividades. Mezanino é o processo de investimento em empresas mais maduras por meio de emissão de dívidas. *Buyout* é o processo de aquisição do controle de empresas que estão em um processo de desenvolvimento mais avançado. PIPE é a aquisição de controle de empresas de capital aberto com baixa liquidez.

VC é dividido em três estágios. O primeiro é o capital semente (*seed capital*), onde um pequeno aporte é feito, geralmente em fase pré operacional, para auxiliar a empresa no desenvolvimento de um produto, testes de mercado ou registro de patente. O segundo estágio é a estruturação inicial (*startup*). Nessa etapa, o aporte é feito para auxiliar a estruturação da empresa, ou seja, a empresa já contratou profissionais e efetuou os estudos necessários para colocar em prática seu plano, mas os produtos ainda não são vendidos comercialmente. O último estágio é o de *early stage*, em que o aporte é para auxiliar a expansão das atividades dessa empresa.

Existe outra fonte de investimento em participação de empresas nascentes, são os chamados investidores anjos (*angels*). Esses investidores são de suma importância para a cadeia de PE/VC. Geralmente são ex-empresendedores ou executivos de grandes empresas que dispõem de capital próprio para investir em empresas inovadoras de setores em que eles possuem um vasto conhecimento e *networking*. Com isso, eles prospectam negócios conhecendo melhor o setor do que um VC, e atuam mais ativamente na aceleração da empresa, por investirem com capital próprio e possuírem uma carteira de investimentos menor do que um VC, como é ressaltado em Rodrigues (2005). Esse tipo de investidor já está bem consolidado nos EUA, e vem aumentando gradativamente nos últimos anos, especialmente por conta do elevado número de diretores e empresenedores do Vale do Silício. Este processo é muito bem retratado em Ante and Weisul (2010), que mostraram como uma empresa (Google) conseguiu dar à luz a uma série de empresenedores anjos com vastos conhecimentos em Tecnologia da Informação (TI), e com um poderoso *networking* para levar tecnologias inovadoras para o mercado.

Segundo Furtado e Lopes (2006), o custo de agência gerado pelos conflitos de interesse entre investidores e gestores, tem um papel chave para o nascimento dos fundos de PE/VC. Pois, mesmo com todo o aparato legal que já existe hoje nas

empresas de capital aberto, o fluxo de informação ainda não ocorre de forma ideal. Podemos notar isso através da crise do *subprime* de 2008, em que ficou comprovado que na auditoria feita por uma grande empresa norte-americana em um importante banco de investimentos dos EUA, os interesses próprios levaram os auditores a não revelarem alguns dados fraudulentos que haviam encontrado na auditoria<sup>1</sup>. Esse e muitos outros casos demonstram que o conflito de interesse existe no mercado financeiro e nas empresas, e que é importante alinhar os interesses entre os investidores e os gestores das empresas. Os fundos de VC entram com este objetivo, alinhar os interesses das três partes: investidores, empreendedores e gestores dos fundos, para dividir o risco entre elas, assim na medida do possível todas as partes saem ganhando ou perdendo com o investimento.

Organizações gestoras, veículos de investimentos, investidores e empresas investidas são os participantes dessa indústria. As organizações gestoras são responsáveis pelos veículos de investimentos (conhecidos em sua maioria como fundos de PE/VC) e obtêm os seus recursos através do aporte de capital dos investidores. Por fim, os recursos desses veículos são aplicados nas empresas investidas.

São considerados como veículos de investimentos o *Limited Partnership*, Instruções da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), investimento direto, empresas de participação ( *Holding*) e divisão de empresa não-financeira (*Corporate Venture*). O primeiro veículo tem como característica o gestor do fundo assumir o papel de *general partner* (GP), e os investidores o de *limited partners* (LP). Esse é o sistema mais usual nos Estados Unidos, pois gera um distanciamento dos LP com a gestão do fundo. O segundo veículo é o mais usado no Brasil, com a Instrução CVM 209/94 e a Instrução CVM 391/03, que criaram os Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEEs) e os Fundos de Investimentos em Participações (FIPs), respectivamente. Essas instruções "têm natureza eminentemente contratual entre as partes e dispõe sobre a participação dos gestores no processo decisório de companhias investidas abertas ou de capital fechado, sem limite de faturamento (CVM 391/03) estabelece diferenciação entre classes de cotas, estatui sobre o funcionamento de comitês de investimento, comitês técnicos e conselhos consultivos." (FURTADO, LOPES, 2006).

---

<sup>1</sup> Matéria retirada do site Valor Online do dia 19/04/2010

Por outro lado, a Instrução CVM 209 impõe limites de faturamento, porém deixa o fundo mais livre na questão da governança exigida das empresas investidas, sendo esta a maior vantagem do FMIEE. Esta instrução foi muito utilizada por fundos de VC durante a última década, porém observa-se que estes fundos não são mais amplamente utilizados, já que grande parte dos cotistas dos fundos de VC exige que as empresas investidas busquem ter boas práticas de governança corporativa, enxergando que isso gera valor futuro a empresa. Contudo, a principal vantagem do FMIEE acabou se perdendo com a nova visão dos investidores.

Além dessas medidas, o regulamento do fundo pode contar com cláusulas que tratam de questões sobre “conflitos de interesses entre investidores e gestores, tais como decisões para a realização de investimentos e desinvestimentos, acesso de investidores a informações sobre empresas da carteira do fundo, método para a determinação do valor de cotas e contabilização dos ativos e o tratamento de despesas relacionadas à gestão e operação dos fundos.” (FURTADO, LOPES, 2006).

Deste modo, o fundo de PV/VC beneficia as três partes envolvidas no investimento. Os investidores saem ganhando por poderem investir, com baixa assimetria de informação e custo de agência, em empresas nascentes ou em estágios mais avançados, mas que tenham um grande potencial, podendo gerar grandes lucros com a abertura de capital ou venda para estratégicos. O gestor do fundo, que construindo casos de sucesso, pode obter realização financeira no longo prazo, construir um expressivo *networking*, e ganhar prestígio para captar novos fundos. Por último o empreendedor, que sem o investimento de um fundo de PE/VC, demoraria mais tempo ou não conseguiria alcançar os objetivos desejados.

As instituições reguladoras, como a CVM no Brasil, são de extrema importância para que a indústria de VC tome corpo em um país, pois os cotistas dos fundos podem liquidar suas posições se perceberem que seus investimentos não estão ajustando o retorno ao risco. Portanto, o ambiente institucional favorável é de extrema importância para que a indústria de VC se desenvolva em um país, “VCs, por conta de sua fonte de financiamento, dependem fortemente das instituições do mercado financeiro que apoiam no monitoramento de terceiros, e não menos diretamente, sobre o sistema jurídico. Fazendo com que empresas de contabilidade, bancos, bancos de investimentos e advogados sejam responsáveis por informações errôneas ou parciais.” (RODRIGUEZ, 2005). Algumas dessas regras ainda não foram implantadas mesmo em países com



mercados financeiros bastante maduros. Evidência clara da impunidade, ocorrida nos EUA e Europa, com os principais responsáveis pela crise de *subprime* de 2008.

Entretanto, analisando a indústria de PE/VC mais antiga do mundo, dos Estados Unidos, percebemos que a evolução desta indústria está ligada com a evolução do ambiente institucional. A indústria de VC norte-americana nasceu em 1946 com a criação da gestora ARD, porém esse sistema só foi ganhando espaço nos anos posteriores com o desenvolvimento de instrumentos que facilitavam esse tipo de investimento, como a criação do *Small Business Investment Companies* (SBICs) em 1958, que se tornou um veículo de treinamento de *Venture Capitalists* (VCs) para os anos posteriores. Outros dois grandes marcos que possibilitaram o sucesso do VC nos Estados Unidos foram o desenvolvimento do sistema de *Limited Partnership* na década de 60, e o afrouxamento em 1979 nas regras de investimentos dos fundos de pensão, que até hoje são responsáveis por quase a metade do capital desses fundos.

No Brasil, a Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP) faz um bom papel para aprimorar as normas e regulamentos do setor no Brasil. Esta instituição possui um comitê de regulamentação, que trabalha junto aos seus associados, para propor melhorias nas instruções da CVM, e outros órgãos reguladores.

## 3 DESCRIÇÃO DA BASE DE DADOS

Foram coletados dados de 25 FMIEEs dos 29 existentes, já que em 4 casos não havia informações suficientes destes fundos<sup>2</sup>. Destes 4 fundos, 2 estavam em fase de liquidação ordinária, 1 estava com o regulamento incompleto (foi avisado a CVM deste caso, porém sem nenhuma resposta até o presente momento), e 1 não possui informações suficientes em seu regulamento. Foram coletados dados dos FMIEEs sobre a data de constituição, gestora e administradora do fundo, forma de remuneração dos gestores, ingerência dos cotistas no fundo, quem são os cotistas, duração, formas de investimentos, área de interesse, atuação geográfica, empresas alvo, patrimônio comprometido e atual.

A partir desses dados, foi realizado um esboço da Indústria brasileira de VC, buscando as peculiaridades brasileiras e o estágio de desenvolvimento da indústria nacional.

### 3.1 GESTORAS

A resolução CVM 209 relata que “quando a administração do Fundo não for exercida por instituição financeira ou integrante do sistema de distribuição, o administrador deverá contratar instituição legalmente habilitada para execução dos serviços de colocação, emissão e resgate de quotas e de tesouraria”. Usualmente o mercado brasileiro utiliza o termo gestoras para designar os responsáveis pela administração do fundo (prospectar empresas, elaborar estudos e análise de investimentos, acompanhar a performance e buscar a saída dos investimentos), e o termo administradoras para se referir as empresas contratadas para realizar o *back office* do fundo (recebimento de dividendos e de recursos da emissão ou integralização das cotas, pagamento do resgate das quotas, abertura e movimentação de contas bancárias, liquidação financeira de todas as operações).

---

<sup>2</sup> Base de dados montada a partir de informações retiradas do site da CVM.

Alguns regulamentos prevêem que as gestoras utilizem os serviços de consultores de investimentos para realizar uma ou mais de suas funções. A tabela 1 contém os dados de administradoras e consultores de investimento dos FMIEEs pesquisados.

<b>Cláusulas de Gestão</b>	<b>respostas positivas</b>	<b>respostas negativas</b>
Administrador e Gestor são a mesma PJ? (s/n)	19	6
Existe consultor de investimento? (s/n)	16	9

**Tabela 1 – Cláusulas de Gestão**

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos documentos contidos no site da CVM

A maior parte das gestoras de FMIEEs no Brasil são iniciantes neste mercado. Essa afirmação pode ser comprovada pela Tabela 2, que mostra a quantidade de fundos captados por cada gestora.

<b>Gestoras</b>	<b>Quantidade Fundos</b>
RIO BRAVO VENTURE PARTNERS LTDA	5
CRP COMPANHIA DE PARTICIPAÇÕES	2
DGF INVESTIMENTOS GESTÃO DE FUNDOS LTDA	2
FIR CAPITAL PARTNERS - GESTÃO DE INVESTIMENTOS S/A	2
JARDIM BOTÂNICO PARTNERS INVESTIMENTOS LTDA	2
STRATUS GESTÃO DE CARTEIRA LTDA	2
ANTERA GESTÃO DE RECURSOS S.A	1
BTG PACTUAL GESTORA DE INVESTIMENTOS ALTERNATIVOS LTDA	1
BRASILPRIVATE CONS. E PART. LTDA	1
BRZ INVESTIMENTOS LTDA	1
CONFRAPAR	1
DYNAMO V. C . ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA	1
INVEST TECH PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS LTDA	1
MERCATTO GESTÃO DE RECURSOS LTDA.	1
PRAGMA GESTÃO DE PATRIMÔNIO LTDA	1
SP ADMINISTRAÇÃO DE FUNDOS LTDA	1

**Tabela 2 – Quantidade de fundos por gestoras**

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos documentos contidos no site da CVM

## 3.2 REMUNERAÇÃO DOS GESTORES

Na Indústria de VC é importante haver o alinhamento de interesses entre todos seus principais participantes: investidores, gestores e empreendedores. A forma mais usual de manter um gestor alinhado é manter uma pequena remuneração no começo do fundo (taxa de administração), e uma alta remuneração conforme o desempenho do fundo (*carry*). Habitualmente, utiliza-se o instrumento de *carry*, onde gestor garante um retorno mínimo para o investidor (Indexador + *Hurdle Rate*<sup>3</sup>), e o retorno excedente é dividido entre o gestor e investidor.

Em praticamente todos os fundos da amostra, o cálculo da remuneração por desempenho de um gestor é realizado conforme a fórmula abaixo:

$$Hd = \{Va - (Cc - Vp)\} \times Carry$$

Onde:

Hd = Honorários de Desempenho.

Va = Valor que está sendo distribuído aos quotistas a título de amortização de quotas ou por ocasião da liquidação do fundo.

Cc = custo de subscrição das quotas do fundo, corrigido desde a data de integralização até a data de cálculo, pelo Indexador, acrescido de um custo de oportunidade (*Hurdle Rate*).

Vp = soma das quantias já distribuídas aos quotistas, atualizadas desde a data de sua distribuição até a data de cálculo, pelo Indexador, acrescido de um custo de oportunidade, limitada ao valor de Cc.

*Carry* = Percentual do retorno excedente destinado ao gestor do fundo.

Em apenas um fundo, não é usado este método para calcular a remuneração por desempenho do gestor. Neste caso, no final do período de investimentos do fundo, é realizada uma avaliação global dos investimentos, calculando-se o valor das empresas investidas, para saber o patrimônio líquido do fundo. Caso o patrimônio líquido do fundo seja maior que o patrimônio comprometido<sup>4</sup> vezes o *Hurdle Rate* do período, os gestores recebem a remuneração por desempenho (*carry*). Este procedimento é realizado a cada 2 anos. Esta forma de remuneração variável é um pouco desvantajoso para o investidor, já que não alinha os interesses dos gestores até a liquidação do fundo.

A tabela 3 contém o resultado do levantamento da remuneração dos gestores.

<sup>3</sup> Hurdle Rate: spread em relação ao indexador para correção do capital investido.

<sup>4</sup> Patrimônio Comprometido: é o total do capital

cláusulas relativas a remuneração do GP	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Respostas Positivas	Respostas Negativas
taxa de administração do gestor	2,61%	2,50%	0,90%	5,00%	0,82%		
taxa de administração limitada a um valor máximo						2	23
taxa de administração limitada a um valor mínimo						2	23
existe alteração da taxa de administração após período de investimento						10	15
carry (taxa de performance)	20,7%	20,0%	20,0%	30,0%	2,2%		
indexador de correção do capital investido - IPCA						14	11
indexador de correção do capital investido - IGPM						11	14
hurdle rate	8,06%	8,0%	6,0%	12,0%	2,1%		

**Tabela 3 – Remuneração dos gestores**

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos documentos contidos no site da CVM

Utiliza-se como indexador para o *Hurdle Rate* o IPCA para os fundos mais novos, e o IGPM para os fundo mais antigos.

### 3.3 LONGEVIDADE DOS FUNDOS

Os fundos de VC possuem um grande período de duração, por isso poucos investidores possuem características compatíveis com o período de investimento deste tipo de fundo. Nesta sessão será demonstrado o tempo médio de investimento dos fundos de VC.

Grande parte dos fundos estudados divide-se em dois períodos:

- 1) Período de Investimento: período destinado aos investimentos do capital comprometido do fundo. Geralmente, alguns investimentos podem ser efetuados fora deste período, caso tenham sido aprovados pelo Comitê de Investimentos antes do término deste período.
- 2) Período de Aceleração: Período no qual o fundo destina-se exclusivamente ao acompanhamento, e buscam o desinvestimento das empresas investidas.

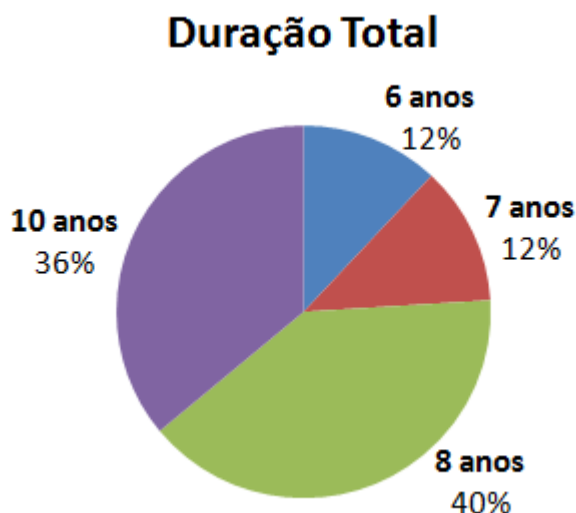
Dos fundos estudados, apenas cinco não possuem esta divisão clara no seu regulamento, como é mostrado na tabela 4. Como podem ocorrer volatilidades no mercado de fusões e aquisições, prejudicando o melhor momento para a saída do fundo, é comum que os fundos tenham acréscimos previstos no regulamento. Geralmente, os acréscimos necessitam de aprovação total do Comitê de Investimentos.

Longevidade do Fundo	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Sem Informação
período investimento	3,5	3,4	3,0	4,0	0,5	5
período aceleração	4,9	5,0	2,0	7,0	1,4	5
duração total	8,4	8,0	6,0	10,0	1,4	0
acréscimos	2,5	2,0	1,0	5,0	1,1	3

**Tabela 4 – Duração dos Fundos**

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos documentos contidos no site da CVM

É importante frisar que segundo a Instrução CVM 209, o prazo máximo de duração de um FMIEE é de 10 anos. A figura 1 divide a duração total dos fundos por anos.



**Figura 1 – Duração total**

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos documentos contidos no site da CVM

A figura acima mostra que 36% dos FMIEEs possuem o prazo máximo de duração permitido pela CVM, isso nos levar a pensar que alguns gestores podem achar viável levantar fundos com um prazo superior a 10 anos, mas estes são impossibilitados pela legislação vigente.

### 3.4 COMITÊ DE INVESTIMENTO

Em todos os FMIEEs pesquisados existe um comitê de investimento composto por cotistas, gestores, e algumas vezes por consultores independentes. Este comitê tem suas funções instituídas no regulamento do fundo, variando em cada caso.

Uma das grandes dificuldades de se realizar VC no Brasil é a grande ingerência do comitê de investimento no dia-a-dia do fundo, causando demora na tomada de decisão sobre uma empresa investida, e muitas vezes, inviabilizando o investimento em empresas de setores dinâmicos. Esta ingerência é fruto da fase na qual a Indústria de VC brasileira se encontra, onde existem diversas gestoras iniciantes e poucas com *track record* para os cotistas darem maior liberdade na tomada de decisão.

Foram coletados dados sobre algumas atividades que podem alongar a tomada de decisão dos investimentos, caracterizando maior ingerência dos cotistas no comitê de investimento. Estes dados estão contidos na tabela 5.

Comitê de Investimento	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Respostas Positivas	Respostas Negativas	Sem Informação
percentual de cotistas no comitê	69,0%	71,4%	40,0%	89,0%	14,0%			1
poder de veto						1	23	1
voto de minerva						3	21	1
aprovação entrada						21	3	1
aprovação acompanhamento						21	3	1
aprovação saída						21	3	1
aprovação outros						25	0	0

**Tabela 5 – Comitê de Investimentos**

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos documentos contidos no site da CVM

As variáveis utilizadas para calcular a ingerência do comitê de investimento são descritas abaixo:

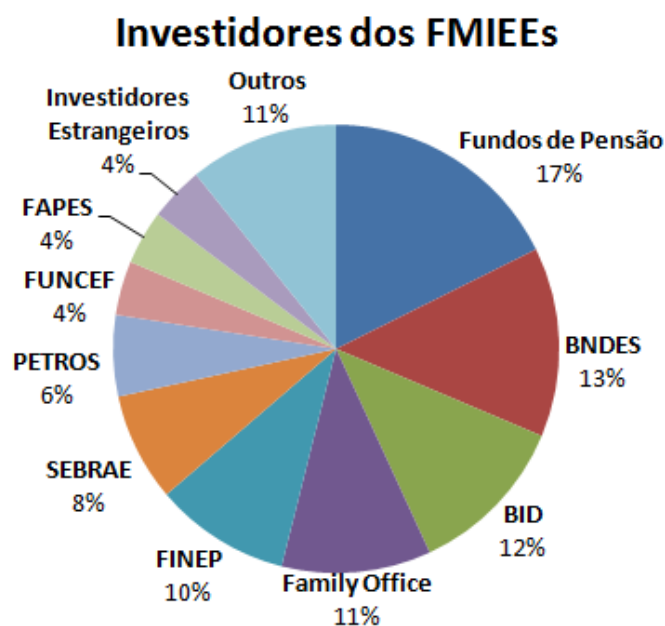
- Percentual de cotistas no comitê: percentual de cotistas com direito a voto no comitê de investimento.
- Poder de veto: poder de veto de algum cotista.
- Voto de minerva: poder de desempate dado a um cotista.
- Aprovação entrada: necessidade de aprovação do comitê de investimento na entrada do fundo no capital social de uma empresa.
- Aprovação acompanhamento: necessidade de aprovação de medidas no decorrer do investimento, como mudança no capital social da empresa que não afete o fundo, baixa contábil, e acompanhamento da empresa.

- Aprovação saída: necessidade de aprovação do comitê de investimento no desinvestimento do fundo, ou realizar estratégia de desinvestimento.
- Aprovação outros: necessidade de aprovação de despesas com auditoria, investimento em ações secundárias, integralização de cotas, entre outros.

### 3.5 INVESTIDORES

Como falado anteriormente, dado a falta de liquidez dos investimentos de VC, poucos são os investidores que conseguem casar seus prazos com os prazos destes fundos. Os investidores mais propensos a investirem neste tipo de fundo são: fundos de pensão, bancos de desenvolvimento, agências de fomento, bancos privados, grandes companhias, fundos de fundos, family offices, e endowments.

Foram levantados os investidores dos FMIEEs. A figura 2 traz a quantidade de fundos que cada um destes investidores está presente.



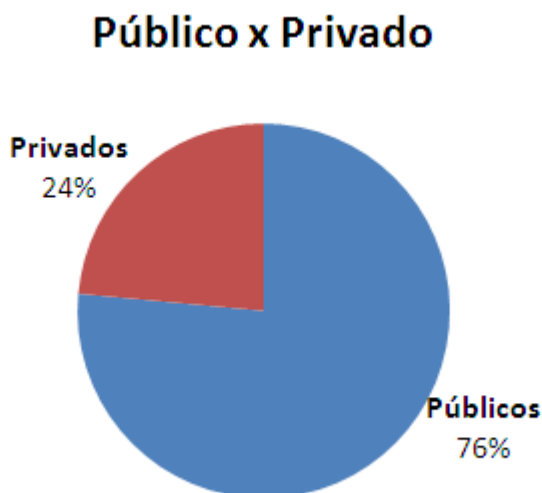
**Figura 2 – Investidores dos FMIEEs**

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos documentos contidos no site da CVM



É importante notar a pequena quantidade de investidores estrangeiros que investem nos FMIEEs. Este dado pode nos levar a duas conclusões, a primeira é a falta de apetite de investidores estrangeiros por investimentos de VC, e a outra é que estes investidores podem estar utilizando outros instrumentos (corporate venture, fundos offshore), para investir em empresas nascentes e em estágio inicial no Brasil.

Outro ponto de destaque é o alto investimento de instituições públicas, e o baixo investimento de instituições privadas, como mostrada na figura 3.



**Figura 3 – Investidores Públicos e Privados**

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos documentos contidos no site da CVM

### 3.6 POLÍTICA DE INVESTIMENTO

Neste item, será mostrado o perfil de empresas que os VCs investem. Algumas considerações são importantes para entender melhor a tabela 6. Segundo a Instrução CVM 209, os FMIEEs devem investir em empresas que faturem no máximo R\$ 150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de Reais) no exercício anterior ao do investimento, e que estejam em uma holding que possua patrimônio líquido consolidado de no máximo R\$ 300.000.000,00. Esta instrução também regula sobre a composição da carteira do fundo, “Art. 26. Uma vez constituído e autorizado o seu funcionamento, o Fundo deverá manter, no mínimo, 75% (setenta e cinco por cento) de suas aplicações

em ações, debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição de ações de emissão de empresas emergentes.”

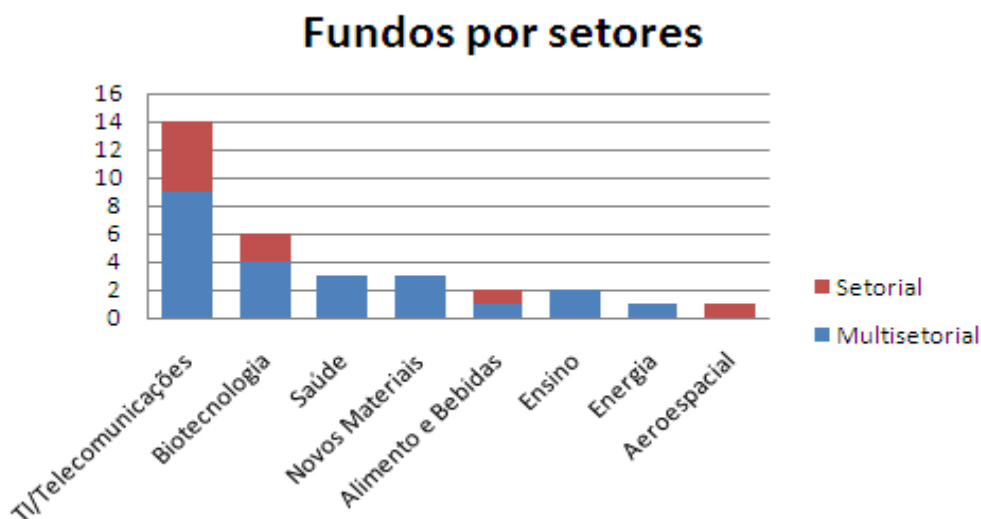
Política de Investimento (em milhões de R\$)	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Respostas Positivas	Respostas Negativas	Sem Informação
multisetorial						10	7	8
<b>Títulos de Investimento</b>								
ações						25	0	0
debêntures conversíveis						23	2	0
bônus de subscrição						21	4	0
renda fixa						24	1	0
investimento mínimo	5,17	5,00	0,50	10,00	4,75			22
investimento máximo	10,28	5,00	2,00	40,00	9,80			2
participação mínima na empresa	20%	20%	20%	20%	0%			24
participação máxima na empresa	47,5%	49,0%	40,0%	49,0%	3,5%			7
faturamento mínimo	10,33	15,00	1,00	15,00	8,08			22
faturamento máximo	65,23	22,50	2,40	150,00	67,48			1
patrimônio líquido máximo da Holding	204,55	200,00	80,00	300,00	90,70			3
investimento máximo por setor	33,1%	30,0%	30,0%	40,0%	4,3%			16
possui atuação geográfica definida						11	1	13

**Tabela 6 – Política de Investimento**

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos documentos contidos no site da CVM

Observa-se que a maior parte dos fundos não possui estratégias de investimento diferentes da permitida pela CVM. Além disso, poucos fundos possuem pisos para investimento, participação e faturamento das empresas investidas.

A seguir, foram segmentados os fundos entre setoriais e multisetoriais, e observado os setores em que eles mais investem.

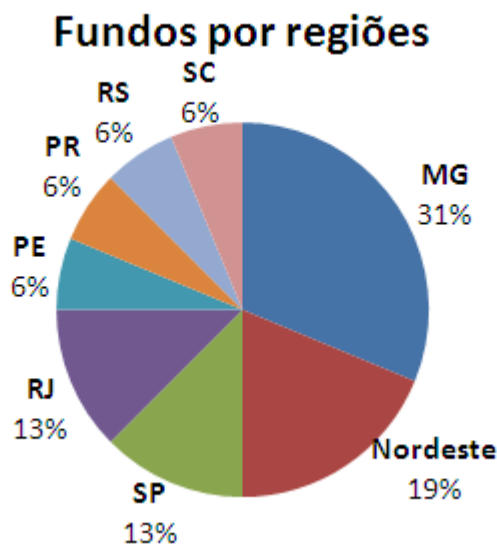


**Figura 4 – Fundos por setores**

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos documentos contidos no site da CVM

Assim como nos EUA, existe uma grande concentração dos investimentos em empresas de TI/Telecomunicações e biotecnologia.

Fundos de VC investem em empresas que necessitam de intenso monitoramento, portanto é importante que os investimentos se concentrem perto de suas bases. Pouco foi encontrado sobre a região geográfica de atuação dos fundos pesquisados. A figura 5 segmenta, a partir da pequena base de dados encontrada, as regiões geográficas de atuação destes fundos.



**Figura 5 – Fundos por regiões**

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos documentos contidos no site da CVM

É curioso notar o elevado percentual de fundos destinados a Minas Gerais, já que este estado representa 9,07%<sup>5</sup> do PIB brasileiro, em contrapartida, São Paulo representa 33,92% do PIB nacional, mas possui apenas 13% dos FMIEEs. O resultado encontrado pode não ser confiável, já que mais de 50% dos fundos analisados não possuíam informações sobre o destino geográfico de seus investimentos.

### 3.7 PATRIMÔNIO DOS FUNDOS

Neste item, foi extraído dos regulamentos dos fundos, o patrimônio mínimo comprometido para estes serem constituídos, e o patrimônio máximo que o fundo pode captar. No site da CVM, também foi captado o patrimônio atual destes fundos, com isso

<sup>5</sup> Dados do IBGE 2010, referentes ao PIB de 2007.

pode-se obter o atual capital investido pelos FMIEEs. A tabela 7 traz a situação patrimonial dos fundos.

Situação Patrimonial (em Milhões de R\$)	Total	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Sem Informação
patrimônio mínimo	711,8	56,5	35,0	20,0	200,0	45,4	0
patrimônio máximo	1.412,1	33,9	20,8	4,0	100,0	28,0	4
patrimônio atual	488,24	19,53	7,41	0,93	107,02	24,87	0

**Tabela 7 – Situação Patrimonial**

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos documentos contidos no site da CVM

## 4 Conclusão

Este trabalho apurou, a partir do levantamento dos FMIEEs, que a indústria brasileira de VC possui, em sua maior parte, gestoras novatas nesta indústria, remetendo a uma grande ingerência dos cotistas nestes fundos. A postura dos cotistas nestes fundos dá maior segurança a eles sobre o trabalho que está sendo realizado, porém impossibilita o investimento em setores muito dinâmicos (i.e. Internet), já que nestes, o que diferencia as vencedoras das perdedoras, é a penetração rápida no mercado.

Outro ponto que merece destaque é a grande quantidade de fundos multisetoriais. Nos EUA, com a consolidação da indústria, os gestores passaram a buscar diferenciais, se especializando em setores, para depois levantarem fundos para determinados nichos.

Mesmo São Paulo sendo o maior PIB, e possuindo centros de excelência em P&D superior aos demais estados da nação, foi Minas Gerais o estado que possui o maior número de fundos regionais. Este fato pode ser explicado pela pequena base disponível para esta variável.

Para futuras pesquisas, poderia ser estudado os FIPs, por ser outro veículo de investimento em VC, filtrando os fundos destinados a VC. Com a soma deste novo trabalho, com o já realizado, poder-se-ia chegar a dados mais confiáveis da indústria brasileira de VC, faltando apenas os *Corporate Venture* e os fundos *offshore*. Outro estudo interessante seria a comparação entre os dados brasileiros, com os norte-americanos, para se chegar a uma idéia de qual é o verdadeiro estágio de desenvolvimento da Indústria brasileira de VC.

## Referências

METRICK, Andrew. *Venture Capital and the Finance of Innovation*. 1.ed. Wiley, 2007. 562p.

GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. *The Venture Capital Cycle*. 2.ed. MIT Press, 2006. 569p.

DE CARVALHO, Antonio Gledson; RIBEIRO, Leonardo de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. *A Indústria de Private Equity e Venture Capital – Primeiro Censo Brasileiro*. 1 ed. Editora Saraiva, 2006. 134p.

GVcepe; Endeavor. *Panorama da Indústria de Private Equity e Venture Capital*. Dez. 2008. Disponível em:  
<<http://www.nsgcapital.com.br/arquivos/PANORAMA%20INDUSTRIA%20BRASILEIRA%20PEVC%202008.pdf>>. Acesso em: 2 abr. 2010.

KPMG. *Pesquisas de Fusões e Aquisições 2009 – 4º trimestre*. Fev. 2010. Disponível em:  
<[http://www.kpmg.com.br/publicacoes/fusoes\\_aquisicoes/2009/Fusoes\\_Aquisicoes\\_4\\_trimestre\\_2009.pdf](http://www.kpmg.com.br/publicacoes/fusoes_aquisicoes/2009/Fusoes_Aquisicoes_4_trimestre_2009.pdf)> Acesso em: 15 maio 2010.

PricewaterhouseCoopers; National Venture Capital Association. *Money Tree Report – National Aggregate Data*. Out. 2010. Disponível em:  
<<https://www.pwcmoneytree.com/MTPublic/ns/nav.jsp?page=notice&iden=B>>. Acesso em: 1 nov. 2010

RODRIGUEZ, Peter L. *Institutions Matter: Angel Investing and Market Development in Latin America*. In: O'HALLORAN, Elizabeth F.; RODRIGUEZ, Peter L.; VERGARA, Felipe. **An Executive Briefing on Angel Investing in Latin America**.

Charlottesville: Batten Institute at the Darden Graduate School of Business Administration, 2005, p. 3 – 13.

BOTELHO, Antonio José Junqueira. Brazil: An Overview of the Investment and Business Environment. In: O'HALLORAN, Elizabeth F.; RODRIGUEZ, Peter L.; VERGARA, Felipe. **An Executive Briefing on Angel Investing in Latin America**. Charlottesville: Batten Institute at the Darden Graduate School of Business Administration, 2005, p. 29 – 36.

WEIL, Jonathan. Fraude em Fundos Subprime Deixa Auditoria Sem Palavras. **Valor Online**, Abr. 2010. Disponível em:

<<http://www.valoronline.com.br/?impresso/investimentos/91/6215545/fraude-em-fundos---subprime---deixa-auditoria-sem-palavras>>. Acesso em: 15 maio 2010.

FURTADO, Cláudio Vilar; LOPES, Alexsandro Brodel. Private Equity na Carteira de Investimentos das Entidades de Previdência Privada. **Revista Contabilidade Financeira – USP**, Especial Atuária, p.108-126, Dez. 2006. Disponível em:

<[http://www.cepe.fgvsp.br/clipping/alexsandro\\_claudio\\_pg108a126.pdf](http://www.cepe.fgvsp.br/clipping/alexsandro_claudio_pg108a126.pdf)> Acesso em: 10 maio 2010.

DIDIER, Daniela; WEBER, Ernesto Teixeira; PIMENTA-BUENA, José Antônio. Gávea Angels: The Birth of an Angel Group in Rio de Janeiro. In: O'HALLORAN, Elizabeth F.; RODRIGUEZ, Peter L.; VERGARA, Felipe. **An Ececutive Briefing on Angel Investing in Latin America**. Charlottesville: Batten Institute at the Darden Graduate School of Business Administration, 2005, p. 51 – 57.

SANTOS, Luiz Alfredo Francisco. **Análise de contratos de Private Equity & Venture Capital: O alinhamento dos interesses entre fundo investidores de PE/VC e empresários nas empresas investidas no contexto institucional brasileiro**. São Paulo, 2008, 141 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2008.

MOLLICA, Marcos A. **Essays on Venture Capital Investment**. Chicago, 2006, 75 f. Dissertação (Doutorado em Filosofia) – Divisão de Ciências Sociais, Universidade de Chicago, Chicago, 2006.

FURTADO, Cláudio Vilar, Overview of the Brazilian Private Equity and Venture Capital Industry. Abr. 2010.

IBGE, Instituto Brasileiro de Geografia Estatística. Disponível em: <<http://www.seplan.gov.br/sepin/pub/pib/tab05.htm>>. Acesso em: 15 out. 2010.

ANTE, Spencer E.; WEISUL, Kimberly. And Google Begat... **Business Week**, Fev. 2010. Disponível em: <[http://www.businessweek.com/magazine/content/10\\_10/b4169039637367.htm](http://www.businessweek.com/magazine/content/10_10/b4169039637367.htm)>. Acesso em: 20 mar. 2010.

## Anexos

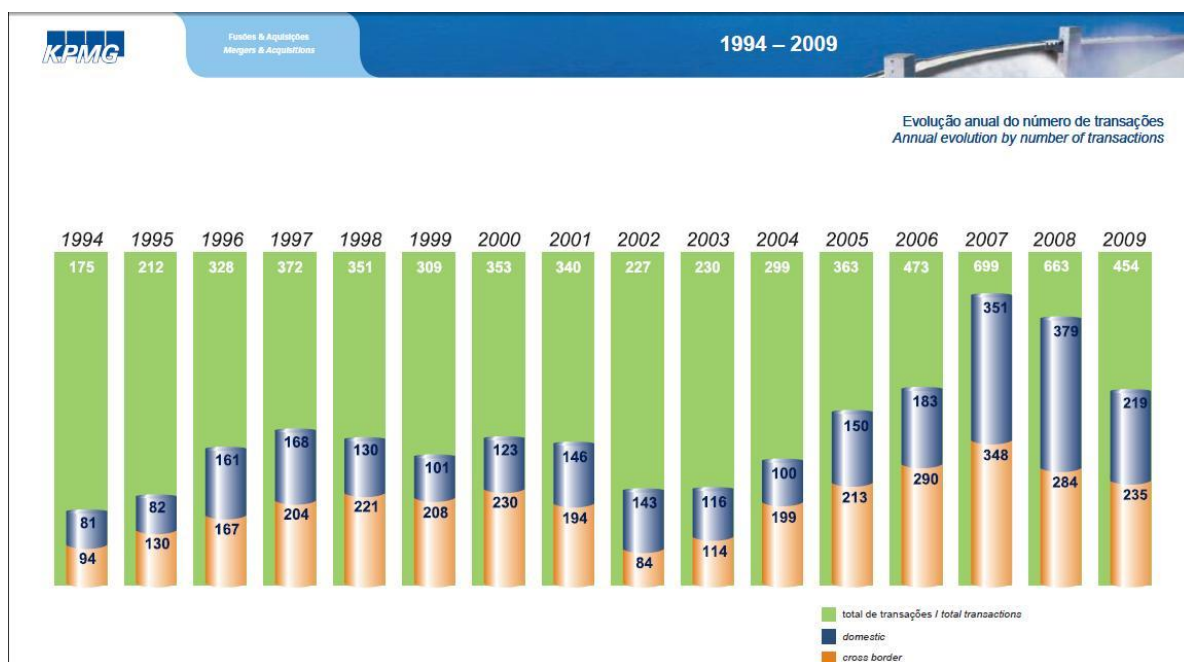
## Committed Capital Allocated to Brazil



**Figura 6**

Fonte: Furtado (2010)





**Figura 7**

Fonte: Pesquisas de Fusões e Aquisições 2009 – 4º trimestre

## Portfolio Companies 2009 by Sector of Economic Activity

	Industry	2009	
		Nr.	%
<b>1.</b> Innovative and Technology based sectors predominate	IT and Electronics	108	19,5
	Energy and Oil	54	9,7
	Civil Construction	52	9,4
	Communications	34	6,1
	Retail	28	5,1
	Agribusiness	25	4,5
	Food and Beverages	21	3,8
	Transportation and Logistics Services	21	3,8
	Pharmaceuticals, Medical and Aesthetics	20	3,6
	Financial Services	18	3,2
<b>2.</b> Spread in Traditional industries	Biotechnology	15	2,7
	Infrastructure	15	2,7
	Education	13	2,3
	Entertainment/Tourism	11	2,0
	Services (Other)	11	2,0
	Real Estate	9	1,6
	Metallurgy, Mechanical and Electrical Material Industries	7	1,3
	Extractive Industries	6	1,1
	Chemical Industries	3	0,5
	Other Industrial and Services	51	9,2
Unidentified Sector	32	5,8	
<b>TOTAL</b>	<b>554</b>	<b>100%</b>	

**Figura 8**

Fonte: Furtado (2010)



Total acumulado de transações por setor, desde o início do "Plano Real"  
 Accrued total of transactions by sector, since the beginning of the "Real Plan"

# setor / sector	09	08	07	06	05	04	03	02	01	00	99	98	97	96	95	94	total
1º Alimentos, bebidas e fumo / Food, beverages and tobacco	39	54	66	43	36	36	22	29	32	36	25	36	49	38	24	21	586
2º Tecnologia de Informação (TI) / Information Technology (IT)	58	73	56	46	49	22	28	13	36	57	28	8	8	11	7	8	508
3º Telecomunicações e mídia / Telecommunications and media	23	19	27	28	21	32	21	22	27	26	47	31	14	5	8	5	356
4º Instituições financeiras / Financial institutions	22	23	19	21	19	19	16	20	17	18	16	28	36	31	20	15	340
5º Companhias energéticas / Energy companies	19	24	25	61	16	12	17	16	36	20	10	11	17	9	1	0	284
6º Metalurgia e siderurgia / Metallurgy and steel	6	20	31	38	25	19	14	13	15	11	9	23	18	17	9	11	279
7º Publicidade e editoras / Advertising and publishing houses	22	26	35	19	19	17	12	12	19	23	17	19	9	5	2	3	259
8º Produtos químicos e petroquímicos / Chemical and petrochemical products	9	17	39	21	18	7	5	4	7	12	6	25	22	18	13	14	237
9º Seguros / Insurance	24	27	4	6	18	10	10	5	7	6	9	15	24	18	9	8	196
10º Petróleo e gás / Oil & gas	8	19	6	8	14	16	7	26	40	28	6	1	3	4	4	2	192
11º Serviços para empresas / Company services	18	18	35	17	5	9	9	7	9	5	8	13	6	8	1	2	170
12º Eletroeletrônico / Electric & electronic equipments	15	8	18	14	9	3	1	4	2	5	5	9	19	15	14	5	146
13º Partes e peças automotivas / Automobile parts	9	9	10	10	5	4	1	4	7	6	13	20	16	11	11	4	140
14º Produtos químicos e farmacêuticos / Chemical and pharmaceutical products	12	9	12	15	13	10	4	4	4	6	8	4	4	10	11	4	128
15º Transportes / Transports	8	13	17	11	9	11	4	4	8	5	1	11	7	8	4	1	120
16º Imobiliário / Real Estate	23	41	51	Em 2007 foi determinada uma categoria para o setor imobiliário, anteriormente classificado em "Outros" In 2007 was determined a new category for the Real Estate sector, previously classified in the "Others" category.													115

**Figura 9**

Fonte: Pesquisas de Fusões e Aquisições 2009 – 4º trimestre