

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

ROBERTO ZELLER BRANCHI

**FUNDOS DE INVESTIMENTO DE *VENTURE CAPITAL* E *PRIVATE EQUITY*: UM
ESTUDO SOBRE A AVALIAÇÃO CONTÁBIL DA CARTEIRA DE
INVESTIMENTOS**

PORTO ALEGRE

2011



ROBERTO ZELLER BRANCHI

**FUNDOS DE INVESTIMENTO DE *VENTURE CAPITAL* E *PRIVATE EQUITY*: UM
ESTUDO SOBRE A AVALIAÇÃO CONTÁBIL DA CARTEIRA DE
INVESTIMENTOS**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia, modalidade Profissionalizante, com ênfase em Controladoria

Orientador: Prof^o Dr. Paulo Schmidt

PORTO ALEGRE

2011

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)

Responsável: Biblioteca Gládis W. do Amaral, Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS

B816f	<p>Branchi, Roberto Zeller</p> <p>Fundos de investimento de venture capital e private equity : um estudo sobre a avaliação contábil da carteira de investimentos / Roberto Zeller Branchi. – Porto Alegre, 2011. 100 f. : il.</p> <p>Ênfase em Controladoria.</p> <p>Orientador: Paulo Schmidt</p> <p>Dissertação (Mestrado Profissional em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre, 2011.</p> <p>1. Capital de risco. 2. Mercado de capitais. 3. Investimentos. 4. Risco financeiro. I. Schmidt, Paulo. II. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Faculdade de Ciências Econômicas. Programa de Pós-Graduação em Economia. III. Título.</p> <p>CDU 336.76</p>
-------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

ROBERTO ZELLER BRANCHI

**FUNDOS DE INVESTIMENTO DE *VENTURE CAPITAL* E *PRIVATE EQUITY*: UM
ESTUDO SOBRE A AVALIAÇÃO CONTÁBIL DA CARTEIRA DE
INVESTIMENTOS**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia, modalidade Profissionalizante, com ênfase em Controladoria.

Aprovado em: Porto Alegre, 15/07/2011.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Paulo Schmidt – Orientador
Universidade Federal do Rio Grande do Sul - UFRGS

Prof. Dr. José Luiz dos Santos
Faculdade São Francisco de Assis - UNIFIN

Prof^a. Dra. Luciane Alves Fernandes
Faculdade São Francisco de Assis - UNIFIN

Prof. Dr. Paulo Roberto Pinheiro
Faculdade São Francisco de Assis - UNIFIN



*Dedico essa dissertação à minha esposa, Lisandra,
à minha mãe, Margarete, e à minha irmã, Aline.*

AGRADECIMENTOS

À minha esposa, Lisandra, pelo apoio, compreensão, carinho e ajuda neste trabalho e, especialmente, pelo amor e pelo nosso futuro filho, Benício, presente maior de nossas vidas.

À minha mãe, Margarete, e à minha irmã, Aline, por toda dedicação, pelo amor incondicional, e pelo eterno apoio em todos os momentos da minha vida.

Aos colegas da CRP, pela oportunidade e por todo o conhecimento proporcionado.

Ao Prof. Dr. Paulo Schmidt, pela orientação neste trabalho, pela paciência e compreensão, pelos ensinamentos transmitidos durante o Mestrado.

Aos membros da banca, Prof. Dr. José Luiz dos Santos, Prof. Dr. Luciane Alves Fernandes e Prof. Dr. Paulo Roberto Pinheiro, pelas valiosas sugestões oferecidas para a melhoria da presente dissertação.

Aos demais professores do Mestrado, pelos conhecimentos transmitidos ao longo do curso que contribuíram para o enriquecimento da minha formação acadêmica e profissional.

Aos colegas de classe, pelo companheirismo, pelo auxílio nas horas difíceis, pelo ótimo convívio durante o curso e pela amizade.

Por fim, aos grandes amigos e familiares que sentiram a minha falta em algum momento em razão dos meus estudos.

*“... Os homens perdem a saúde para juntar dinheiro,
depois perdem o dinheiro para recuperar a saúde.*

*E por pensarem ansiosamente no futuro,
esquecem do presente de forma que acabam por não viver
nem no presente nem no futuro.*

*E vivem como se nunca fossem morrer...
e morrem como se nunca tivessem vivido.”*

Dalai Lama

RESUMO

O objetivo deste trabalho é apresentar as práticas adotadas no Brasil relativas à avaliação contábil da carteira de investimentos de fundos de investimento de *venture capital* e *private equity* e verificar o seu alinhamento às práticas contábeis internacionais, considerando o contexto da harmonização contábil mundial. Possibilitando um melhor entendimento do assunto, apresenta-se a definição de capital de risco, o contexto evolutivo da indústria de *venture capital* e *private equity*, os agentes e os tipos e estágios de investimento, o ambiente regulatório no país e as principais práticas contábeis adotadas no Brasil e em âmbito internacional. Para atingir o objetivo do trabalho a pesquisa trouxe uma abordagem qualitativa de cunho descritiva, embasada na pesquisa bibliográfica e, também, uma pesquisa em informações disponíveis nas demonstrações financeiras arquivadas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O resultado da análise revela que as práticas contábeis adotadas no Brasil, especificamente relativas à avaliação da carteira de investimentos de fundos de investimento de capital de risco, ainda não estão harmonizadas às práticas contábeis internacionais.

Palavras-Chave: Capital de Risco. Fundos de Investimento. Harmonização Contábil. Práticas Contábeis.

ABSTRACT

The aim of this paper is to present the practices adopted in Brazil for the accounting valuation of the investment portfolio of investment funds (venture capital and private equity) and check their alignment with international accounting practices, considering the context of global accounting harmonization. Enabling a better understanding of the subject, presents the definition of venture capital, the changing context of industry, venture capital and private equity players and the types and stages of investment, the regulatory environment in the country and the major accounting practices in Brazil and internationally. To achieve the goal of the research work has brought a qualitative approach of descriptive, based on literature research and also research on information available in financial statements filed with the Comissão de Valores Mobiliários (CVM). The test result shows that the accounting practices adopted in Brazil, specifically concerning the assessment of the investment portfolio of investment funds in venture capital and private equity, are still not harmonized with international accounting practices.

Keywords: *Venture Capital e Private Equity*. Investment Funds. Accounting Harmonization. Accounting Practices.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Estágios de Investimentos/Financiamentos de VC/PE.....	26
Figura 2: Esquema Simplificado de um Veículo de Investimento.....	27
Figura 3: Cronograma: <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> no Brasil.....	35
Figura 4: Principais Participantes do Investimento de VC/PE.	36

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Características dos FMIEE (<i>Venture Capital</i>) e FIP (<i>Private Equity</i>).....	59
Quadro 2: Comparativo das principais metodologias utilizadas para avaliação contábil das empresas investidas por fundos de VC/PE no Brasil	58

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Critérios de seleção de investimentos das organizações de PE/VC	40
Tabela 2: Resumo dos resultados da pesquisa - FMIEE (Anexo B).....	80
Tabela 3: Resumo dos resultados da pesquisa - FIP (Anexo A).....	81

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ABVCAP: Associação Brasileira de *Private Equity & Venture Capital*

ANBID: Associação Nacional dos Bancos de Investimento

BACEN: Banco Central do Brasil

BID: Banco Interamericano de Desenvolvimento

BMF&BOVESPA: Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo

BNDES: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BNDESPar: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social Participações

CEPE: Centro de Estudos em *Private Equity e Venture Capital*

CFC: Conselho Federal de Contabilidade

CPC: Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CVCA: *Canadian Venture Capital Association*

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

EMPEA: *Emerging Markets Private Equity Association*

EVCA: *European Venture Capital Association*

FAPES: Fundação de Assistência Previdenciária do BNDES

FGV: Fundação Getúlio Vargas

FINEP: Financiadora de Estudos e Projetos

FUNCEF: Fundação dos Economistas Federais

GP: *General Partner* - Gestor

IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IPO: *Initial Public Offering* – Oferta Pública Inicial

LAVCA: *Latin America Venture Capital Association*

LBO: *Leveraged Buyout*

LP: *Limited Partner* – Investidor ou *Limited Partnership* - Parceria

NVCA: *National Venture Capital Association*

PETROS: Fundação Petrobras de Seguridade Social

PIB: Produto Interno Bruto

PREVI: Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil

VC/PE: *Venture Capital e Private Equity*. Capital de Risco

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	15
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA	17
1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA	17
1.2.1 Objetivo Geral	17
1.2.2 Objetivos Específicos	17
1.3 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA	18
2 METODOLOGIA	19
2.1 MÉTODO DE PESQUISA	19
2.2 SELEÇÃO DA AMOSTRA E COLETA DE DADOS	21
3 REVISÃO DA LITERATURA	22
3.1 ASPECTOS CONCEITUAIS: VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY.....	22
3.1.1 Definições	22
3.1.1.1 Capital de Risco	23
3.1.1.2 Venture Capital.....	23
3.1.1.3 Private Equity	23
3.1.2 Fatores de restrição de acesso a fontes de capital	24
3.1.3 Estágios de Investimento/Financiamento	25
3.1.4 Agentes da Indústria de Venture Capital e Private Equity	26
3.2 HISTÓRICO DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY	30
3.3 DINÂMICA DE INVESTIMENTO DOS FUNDOS DE VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY.....	35
3.3.1 Captação de recursos	38
3.3.2 Originação e seleção de investimentos	39
3.3.3 Estruturação e execução dos investimentos	41
3.3.4 Monitoramento e adição de valor	44
3.3.5 Preparação e execução da saída	49
3.3.5.1 Oferta pública inicial de ações (Initial Public Offering - IPO)	49
3.3.5.2 Venda estratégica (trade-sale)	50
3.3.5.3 Venda para outro investidor (secondary sale)	51
3.3.5.4 Recompra pelo empreendedor (buyback)	51
3.3.5.5 Liquidação (write-off)	51
3.4 AMBIENTE REGULATÓRIO	52
3.4.1 ICVM nº 209/94 - Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes - FMIEE	53
3.4.2 ICVM nº 391 - Fundos de Investimento em Participações - FIP	56
3.4.3 Comparativo: ICVM nº 209/94 - Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes - FMIEE e ICVM nº 391 - Fundos de Investimento em Participações - FIP	59

3.5 PRÁTICAS CONTÁBEIS RELATIVAS À AVALIAÇÃO DA CARTEIRA DE INVESTIMENTO DE FUNDOS DE CAPITAL DE RISCO (VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY)	60
3.5.1 Contexto: Harmonização Contábil	60
3.5.2 Práticas contábeis adotadas no Brasil.....	61
3.5.2.1 Custo histórico de aquisição.....	62
3.5.2.2 Método de Equivalência Patrimonial - MEP	64
3.5.2.3 Valor Justo	66
3.5.2.4 Comparativo das principais metodologias utilizadas para avaliação contábil das empresas investidas por fundos de VC/PE no Brasil	67
3.5.3 Práticas contábeis internacionais de avaliação de capital de risco	68
3.5.3.1 International Private Equity e Venture Capital Valuation Guideline (IPEV)....	69
3.5.3.1.1 Preço de Investimento Recente (“Price of Recent Investment”).....	73
3.5.3.1.2 Múltiplos (“Multiples”)	74
3.5.3.1.3 Ativos Líquidos (“Net Assets”).....	75
3.5.3.1.4 Fluxos de Caixa ou Ganhos Descontados da Empresa Subsidiária (“Discounted Cash Flows or Earnings of Underlying Business”)	76
3.5.3.1.5 Fluxos de Caixa Descontados do Investimento (“Discounted Cash Flows from the Investment”)	77
3.5.3.1.6 Benchmarks de Valoração da Indústria.....	78
4 ANÁLISE DE RESULTADOS E DISCUSSÃO DA PESQUISA.....	80
4.1 FUNDOS MÚTUOS DE INVESTIMENTO EM EMPRESAS EMERGENTES – FMIEE	80
4.2 FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES – FIP.....	81
4.3 CUSTO DE AQUISIÇÃO.....	82
4.4 MÉTODO DE EQUIVALÊNCIA PATRIMONIAL	83
4.5 VALOR JUSTO	84
5 CONCLUSÃO	86
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	88
ANEXOS	91
ANEXO A - FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES – FIP REGISTRADOS NA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM POSIÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2010	92
ANEXO B - FUNDOS MÚTUOS DE INVESTIMENTO EM EMPRESAS EMERGENTES – FMIEE REGISTRADOS NA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM POSIÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2010	99

1 INTRODUÇÃO

A indústria de Capital de Risco (*Venture Capital e Private Equity*) tem como principal característica a participação em empresas com alto potencial de crescimento, rentabilidade e, como consequência, de alto risco. Os investimentos de *venture capital e private equity* (VC/PE) consistem fundamentalmente em aporte temporário de capital, realizado por um fundo de investimento, por meio de participação no capital de empresas com potencial de crescimento e expectativa de grande valorização, que permitirem aos fundos de investimento de capital de risco obter retorno com a venda da participação (desinvestimento) a médio ou longo prazos.

Adicionalmente, a indústria de VC/PE representa uma importante fonte alternativa de capital, pois constituem uma opção viável para as empresas de alto risco, as quais não seriam atraentes para fontes tradicionais de financiamento como, por exemplo, bancos comerciais. No mesmo sentido, considerando o contexto brasileiro de baixa capacidade de investimento do setor público, o investimento privado assume papel central na viabilização de um longo ciclo de crescimento sustentável do país.

A Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV-EAESP), por meio do GVcepe, e a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI), apresentaram no final do ano de 2010 o 2º Censo Brasileiro da Indústria de *Private Equity e Venture Capital*. O estudo revela que havia, até dezembro de 2009, US\$ 36 bilhões de capital comprometido – este número representa todos os recursos já disponíveis para investimentos pelo fundos. Do total de US\$ 36 bilhões, US\$ 18,2 bilhões já estão aplicados em empresas brasileiras, enquanto o mercado aguarda com mais US\$ 17,8 bilhões para serem alocados.

A evolução do capital comprometido mostra um salto significativo de 2006 para 2007, passando de US\$ 13 bilhões para US\$ 27 bilhões, representando um crescimento de 107,6% no período. De 2007 para 2008 (momento de crise econômica) a alta no capital não foi tão expressiva, chegando a 7,41% de

crescimento e finalizando 2008 com US\$ 29 bilhões. Os US\$ 29 bilhões de capital comprometido arrecadado em 2008 receberam um acréscimo de 24,14% para 2009, chegando aos atuais US\$ 36 bilhões.

Os relatórios anuais da BM&FBOVESPA e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) demonstram a forte expansão do mercado de capitais no Brasil nos últimos anos. Tal crescimento do mercado é resultado de uma notável evolução do marco institucional, em função da adaptação da legislação à realidade e às necessidades do mercado e à instrumentos de autoregulação (Novo Mercado, por exemplo) que elevaram os níveis gerais de transparência e confiança dos sistemas (governança corporativa).

O exercício findo em 31 de dezembro de 2010 representou a conclusão do processo de harmonização das práticas contábeis adotadas no Brasil às práticas contábeis internacionais, notadamente os *International Financial Reporting Standards* (IFRS). Tal processo, no Brasil, foi coordenado pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), através da emissão de diversos pronunciamentos que foram impactando as demonstrações financeiras ao longo dos exercícios sociais findos em 31 de dezembro de 2008, de 2009 e finalmente de 2010. O marco legal para a referida harmonização foi a Lei nº 11.638/07, que alterou de forma significativa a Lei nº 6.404/76, e suas alterações posteriores através da Medida Provisória nº 449/08, convertida na Lei nº 11.941/09.

Dentre as mudanças trazidas pelas novas práticas contábeis, destacam-se, sem dúvida, o resgate da primazia da essência econômica das operações em relação aos seus aspectos formais, a perfeita segregação da escrituração mercantil e tributária, a adoção de prática contábil uniforme independentemente da forma de constituição das sociedades e o aumento do grau de subjetividade em relação à avaliação dos elementos patrimoniais em função da utilização de princípios em detrimento de normas (regras). Nesse sentido, é fundamental destacar a adoção e incorporação do Valor Justo (*Fair Value*) às práticas contábeis.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Quais as práticas adotadas no Brasil para a avaliação contábil da carteira de investimentos de fundos de investimento de *venture capital* e *private equity*? Estas práticas estão alinhadas às práticas contábeis internacionais?

1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA

Na sequência serão apresentados os objetivos: geral e específicos para a realização deste estudo.

1.2.1 Objetivo Geral

Apresentar as práticas adotadas no Brasil para a avaliação contábil das carteiras de investimentos dos fundos de investimento de *venture capital* e *private equity* e verificar o seu alinhamento às práticas contábeis internacionais.

1.2.2 Objetivos Específicos

Para atender ao objetivo geral, são apresentados os seguintes objetivos específicos:

- a) apresentar o histórico dos fundos de investimento de *venture capital* e *private equity*;
- b) resumir os principais conceitos, características e aspectos operacionais relacionados aos fundos de investimento de *venture capital* e *private equity*;

- c) apresentar as principais práticas contábeis aplicáveis à avaliação contábil das carteiras de investimento dos fundos de investimento de *venture capital* e *private equity* adotadas no Brasil e em âmbito internacional;
- d) avaliar as principais vantagens e desvantagens das formas de avaliação contábil da carteira de investimento dos fundos de investimento de *venture capital* e *private equity*;
- e) pesquisar junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), especificamente nas demonstrações contábeis arquivadas pelos fundos de investimento de *venture capital* e *private equity*, as práticas contábeis aplicáveis à avaliação contábil das carteiras de investimento divulgadas em notas explicativas.

1.3 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA

Apesar da importância da indústria de capital de risco para a economia, o volume de informações sobre o perfil e as peculiaridades desta indústria no Brasil é muito pequeno. As razões para a escolha do tema de trabalho foram, de forma específica, aprofundar o conhecimento sobre uma indústria com grande potencial de crescimento e contribuir para os estudos sobre as formas de avaliação contábil da carteira de investimentos de fundos de VC/PE no Brasil.

Da mesma forma, a normatização brasileira orienta apenas que a metodologia usada para determinar o valor de contabilização dos ativos deve constar do seu regulamento, o que dá liberdade para que cada gestor utilize o procedimento que achar mais conveniente.

A dificuldade de avaliação está na contabilização dos ativos das empresas de capital fechado, sem cotação em mercado, justamente a maioria do universo de empresas investidas por fundos de VC/PE, pois no caso de empresas listadas em bolsas de valores, a própria cotação das ações reflete o seu valor de mercado.

2 METODOLOGIA

2.1 MÉTODO DE PESQUISA

O trabalho foi conduzido por meio da revisão bibliográfica sobre o tema e de pesquisa específica sobre as práticas contábeis de avaliação da carteira de investimentos de fundos de capital de risco incluídas nas demonstrações contábeis disponíveis no site da Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

Conforme exposto na revisão da literatura, o presente trabalho segue o caminho clássico de pesquisa científica ao considerar a literatura disponível sobre o fenômeno em questão: práticas contábeis de avaliação da carteira de investimento de fundos de VC/PE.

Uma breve revisão da dinâmica da indústria de capital de risco é apresentada com foco nas práticas contábeis de avaliação da carteira de investimento de fundos de VC/PE no Brasil e em âmbito internacional. O objetivo dessa etapa da pesquisa é aprofundar o entendimento sobre as metodologias disponíveis para avaliação do portfólio de investimentos e seu alinhamento dos interesses entre a empresa investida e os gestores de fundos de PE/VC.

A revisão bibliográfica também ajuda a contextualizar a pesquisa com informações sobre o mercado de capitais do Brasil e da indústria de PE/VC, em particular.

Em termos empíricos, o trabalho procura aprofundar os conhecimentos sobre a problemática da escolha da prática contábil e seu alinhamento com os interesses dos gestores de fundos de VC/PE, dos investidores e das empresas investidas no ambiente brasileiro, considerando o contexto de harmonização das práticas contábeis em âmbito mundial. Para isso promove estudo empírico dividido nas seguintes etapas:

Pesquisa qualitativa exploratória com amostra de demonstrações contábeis de fundos de VC/PE. O objetivo dessa etapa é promover a análise das práticas contábeis relativas à avaliação da carteira de investimentos, especificamente para participações societárias em empresas com ações sem cotação em bolsa de valores e mercado organizado de balcão.

A partir da revisão da literatura e da análise da amostra de demonstrações contábeis de fundos de VC/PE (FMIEE e FIP) foram formuladas hipóteses que objetivam em última instância responder aos objetivos da pesquisa.

De acordo com Lakatos e Marconi (2006, p.106), o método científico é a base de qualquer fundamentação teórica. “[...] partindo do princípio de que as atuais formas de vida social, as instituições e os costumes têm origem no passado, é importante pesquisar suas raízes para compreender sua natureza e função.”

Diante de tal afirmação, pode-se observar que a base de toda e qualquer teoria tem suas raízes do passado, sendo estabelecidas com base em teorias históricas, agregando maior valor e se disseminando intensivamente com o passar dos anos, acrescentando mais veracidade às teorias bem como instituindo um paralelo de maior afirmação às causas, além de completar conceitos de forma mais precisa.

Segundo Lakatos e Marconi (2006, p. 107), estes entendem que o método histórico preenche vazios dos fatos e acontecimentos, apoiando-se em um tempo, mesmo que artificialmente reconstruído, que assegura a percepção da continuidade e do entrelaçamento dos fenômenos.

O método histórico nesta pesquisa é a melhor forma de demonstrar as possíveis práticas contábeis de avaliação da carteira de investimento de fundos de VC/PE previstas na Lei nº. 6.404/76, alterada pela Lei nº. 11.638/07, bem como o processo de harmonização das práticas contábeis internacionais na indústria de capital de risco.

2.2 SELEÇÃO DA AMOSTRA E COLETA DE DADOS

Com base no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (<http://www.cvm.gov.br/>), na seção “Fundos de Investimento”, em 10 de abril de 2011, foram identificados 29 Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes - FMIEE, com patrimônio líquido total de R\$ 637 milhões, e 318 Fundos de Investimentos em Participações - FIP, com patrimônio líquido total de R\$ 61.633 milhões.

O foco do trabalho é avaliar as práticas contábeis adotadas pelos gestores de fundos de investimento de VC/PE para avaliação dos investimentos, incluídas nas notas explicativas às demonstrações contábeis.

Com base na relação dos fundos, listados nos Anexos I e II, foram utilizados critérios de seleção da amostra, como segue:

- (i) Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes - FMIEE: foram selecionados os fundos com patrimônio líquido superior a R\$ 10 milhões na data-base 31 de dezembro de 2010. A seleção totalizou 17 fundos (58,6%) e em termos de representatividade em termos de patrimônio líquido, totalizou R\$ 597 milhões (93,8%); e
- (ii) Fundos de Investimentos em Participações - FIP: foram selecionados os fundos com patrimônio líquido superior a R\$ 100 milhões na data-base 31 de dezembro de 2010. A seleção totalizou 109 fundos (34,3%) e em termos de representatividade em termos de patrimônio líquido, totalizou R\$ 55.860 milhões (90,6%).

3 REVISÃO DA LITERATURA

A seção apresenta aspectos conceituais da atividade de investimento em capital de risco (*venture capital e private equity*), notadamente: principais definições, histórico das atividades, agentes, fases do investimento, aspectos regulatórios e práticas contábeis adotadas no Brasil e em âmbito internacional.

3.1 ASPECTOS CONCEITUAIS: VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY

Quanto à importância dessa indústria, a Associação Brasileira de *Private Equity & Venture Capital* - ABVCAP destaca:

A indústria de *Venture Capital e Private Equity* é um instrumento fundamental no desenvolvimento de mercados de capitais e economias emergentes e tem se destacado de forma expressiva no Brasil. Trata-se de um tipo de investimento que envolve a participação em empresas com alto potencial de crescimento e rentabilidade, através da aquisição de ações ou de outros valores mobiliários (debênture conversíveis, bônus de subscrição, entre outros), com o objetivo de obter ganhos expressivos de capital a médio e longo prazo. Através do VC/PE, pequenas e médias empresas que pretendem transformar-se em grandes companhias, passam a dispor de oportunidades adequadas para financiar o seu crescimento, com apoio para a criação de estruturas adequadas de governança corporativa, foco no crescimento e lucratividade, bem como na sustentabilidade futura do negócio. (ABVCAP, 2011, p.1)

3.1.1 Definições

A seguir, apresentam-se as principais definições da indústria de VC/PE.

3.1.1.1 Capital de Risco

O termo capital de risco advém de *capital risque*, tradução francesa para a expressão *venture capital*, de origem anglo-saxônica, sendo definido como uma atividade de participação no capital de uma empresa, geralmente nova, acentuando o aspecto mais dinâmico e aventureiro do investimento realizado (TAKAHASHI, 2006).

Segundo Rossi (2010, p.5): “Capital de risco é o investimento realizado em capital próprio de empresas em diversas fases de desenvolvimento, através da compra de quotas ou ações de empresas nascentes ou maduras”.

3.1.1.2 Venture Capital

O termo *venture capital* (VC) é empregado comumente como sinônimo de investimento em empresas em seus estágios iniciais, requerendo, em geral, que as gestoras de fundos de VC/PE acompanhem ativamente a empresa e participem na sua gestão estratégica (CARVALHO et al., 2006, p. 29).

“*Venture capital* está associado a empresas em fase de desenvolvimento inicial, apresentando como características maior risco e, portanto, elevada expectativa de retorno.” (ROSSI, 2010, p. 7)

3.1.1.3 Private Equity

O termo *private equity* (PE) é utilizado principalmente para investimentos em empresas operacionalmente sólidas que tenham estabelecido posição de mercado e geração de receita consistentes, embora isso não implique necessariamente em um menor grau de envolvimento gerencial dos gestores de fundos de VC/PE. (CARVALHO et al., 2006, p. 29).

O investimento em capital privado, *private equity*, tem como foco empresas em um estado mais avançado de desenvolvimento, geralmente de capital fechado, mas que ainda não podem ser classificadas como empresas maduras. (ROSSI, 2010, p. 24)

3.1.2 Fatores de restrição de acesso a fontes de capital

Em função de determinados fatores que podem restringir e dificultar o acesso às fontes de capital disponíveis por parte de empresas emergentes, muitos empreendedores avaliam possibilidades de captação de recursos financeiros para seus projetos através da obtenção de recursos oriundos da indústria de capital de risco. Essas dificuldades podem ser divididas basicamente em quatro fatores críticos, conforme Gompers e Lerner (2001):

- a) **Incerteza (*incertainty*)**: potencial de sucesso e crescimento de mercado de projetos ou novos produtos, conduzindo a uma natural dificuldade de efetuar previsões confiáveis sobre o crescimento e a rentabilidade futura das empresas;
- b) **Informação assimétrica (*assymmetric information*)**: o envolvimento diário do empreendedor no cotidiano dos negócios permite o acesso sobre o andamento dos projetos, o que pode representar um risco quanto à informação e à comunicação de informações relevantes para o gestor de capital de risco e para o investidor;
- c) **Natureza dos ativos da empresa (*nature of firm assets*)**: empresas que apresentam grande volume de ativos tangíveis normalmente têm mais facilidade para obtenção de linhas de crédito. As empresas emergentes em geral possuem grande volume de ativos intangíveis, que são de complexa valorização e de incerta liquidez no momento da venda, em caso de insolvência;
- d) **Condições relevantes no mercado financeiro e do produto (*the conditions in the relevant financial and product markets*)**: variações e

eventos no mercado financeiro (i.e., elevação de taxas de juros e restrições de crédito) podem influenciar diretamente no processo de captação de recursos de investidores públicos e privados, bem como a concorrência pode afetar de forma significativa os negócios desenvolvidos pelas empresas emergentes.

3.1.3 Estágios de Investimento/Financiamento

É importante destacar que a definição de etapas do investimento em capital de risco e sua classificação como VC ou PE é arbitrária. Alguns preferem incluir a expansão como estágio de PE, enquanto outros classificam “capital semente” como uma classe completamente separada do investimento. (CARVALHO et al., 2006)

Em geral, o investimento/financiamento de capital de risco considerado como *Venture Capital* compreende os seguintes estágios:

Seed Capital: usualmente envolvendo uma pequena injeção de capital em uma fase pré-operacional, para o desenvolvimento de um produto, mercados testes ou registro de patentes;

Start-up: injeção de capital em empresas em estágio de estruturação, usualmente no primeiro ano de operação, quando os produtos/serviços ainda não estão no mercado. Neste estágio, as companhias começaram a contratação de profissionais e a desenvolver todos os estudos necessários para implementação do seu *business plan*; e

Expansion: injeção de capital para expandir as atividades de uma empresa já em operação. Normalmente direcionado para capital de giro, expansão de planta, expansão da rede de distribuição, ou comunicação e campanhas de marketing. (CARVALHO et al., 2006, p. 29)

Em relação aos investimentos/financiamentos de *private equity*, os estágios ocorrem em várias formas, incluindo:

Later stage: injeção de capital em empresas que atingiram taxas de crescimento relativamente estáveis e fluxos de caixa positivos;

Acquisition finance: capital utilizado para financiar o crescimento através de fusões e aquisições;

Management buyout / buyin (MBO/I): capital utilizado para financiar a aquisição de uma empresa por uma equipe de executivos, novos ou já existentes, que procuram ganhar o controle;

Bridge finance: injeção feita quando uma empresa pretende realizar uma oferta pública inicial (IPO) dentro de um curto período de tempo (geralmente

dois anos), e pode envolver a reestruturação das posições dos acionistas controladores e/ou outros acionistas minoritários;

Turnaround: investimento na reestruturação financeira e recuperação empresarial;

Mezzanine: investimentos em empresas maduras por meio de dívidas subordinadas, com direito de preferência no capital social (por exemplo, dívidas conversíveis), e

Private investment in public equity (PIPE): estágio que envolve a compra do capital de empresas cotadas em bolsa de valores.

(CARVALHO et al., 2006, p. 30)

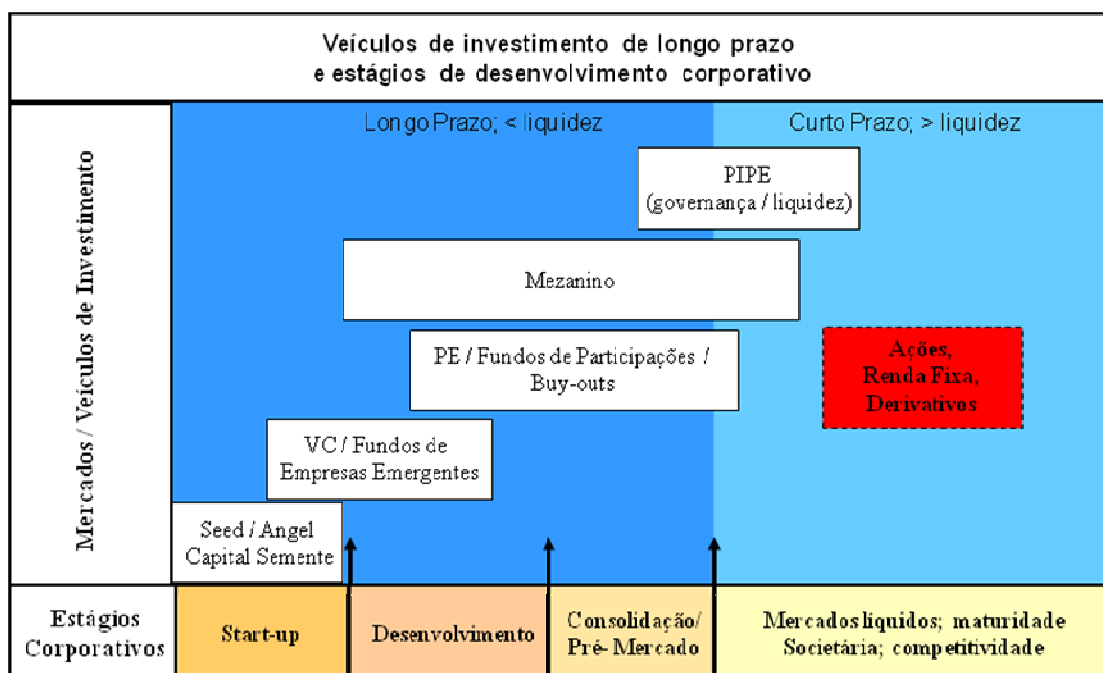


Figura 1: Estágios de Investimentos/Financiamentos de VC/PE

Fonte: Luiz Eugenio Figueiredo, Presidente da ABVCAP, Fórum FINEP – Inovação em Pauta, em 15 de maio de 2008.

3.1.4 Agentes da Indústria de *Venture Capital e Private Equity*

Conforme Rossi (2010), o investimento de capital de risco possui cinco classes de participantes: (i) Investidores - aqueles que alocam os recursos fornecendo o *funding*, sendo estes profissionais ou estratégicos; (ii) Gestores - responsáveis pela gestão da carteira, na qualidade de fundos, bancos de investimentos ou gestora de ativos (*assets*); (iii) Estruturadores - consultorias ou boutiques de M&A que contribuem para a estruturação do negócio; (iv) Empresas-alvo - ativos em forma de participação societária que compõem as carteiras dos investidores; e (v) Empreendedores - sócios ou acionistas das empresas investidas.

Conforme Ribeiro (2005), normalmente a relação entre os diversos agentes da indústria de PE/VC ocorre através de um veículo de investimento, no qual os investidores aportam recursos financeiros e, em troca, esperam retornos financeiros condizentes com o risco a que se expõem, e gestores, como intermediários, financiam as empresas investidas em contrapartida de participações societárias e certos direitos econômicos.

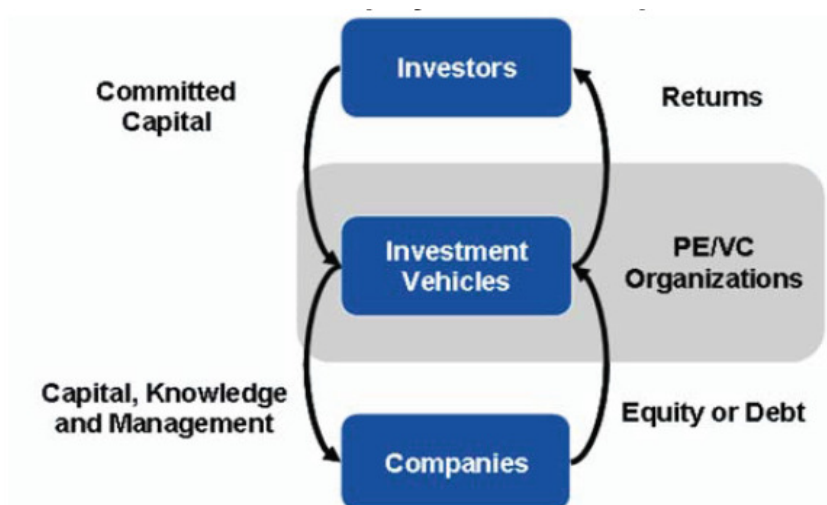


Figura 2: Esquema Simplificado de um Veículo de Investimento.
Fonte: Ribeiro (2005)

A relação entre investidor e gestor guarda semelhanças com a relação existente entre gestor e empreendedor. Nos dois casos, pode-se dizer que existe a figura de um principal e de um agente. Assim, certos princípios de governança serão comuns ao relacionamento gestor/investidor e gestor/empresa investida:

(i) em ambos os casos, os recursos são aportados em etapas, preservando o direito de abandono; (ii) enquanto o investidor requer duração limitada do fundo, o gestor exige do empreendedor o atendimento de metas específicas; (iii) o esquema de remuneração é similar, tanto o gestor quanto o empreendedor possui remuneração com peso maior na componente variável; (iv) enquanto o investidor insiste em distribuição anual de lucros, o gestor faz questão de inserir opções de venda, direito de arraste (*drag-along*) e direito de extensão do prêmio de controle (*tag-along*) no contrato de compra e venda de ações, garantindo mecanismos de liquidez; e (v) nos dois casos, o agente sofre sérias conseqüências se falhar. Empreendedores ficam sem acesso ao capital e têm sua participação diluída e a reputação manchada. Gestores malsucedidos dificilmente conseguem levantar novos veículos. Correm risco de perder o capital intelectual adquirido, que é específico à gestão de investimentos em PE/VC. (RIBEIRO, 2005, P. 27)

Segundo a GVcepe-FGV, existem variações das estruturas tradicionais de *private equity* e *venture capital*. Em alguns casos os veículos de investimento não possuem comprometimento de capital definido. Em outros os próprios investidores atuam como organizações gestoras e administram recursos proprietários, seja por meio de investimentos diretos ou utilizando empresas de participações (*holdings*). Nesta pesquisa foram considerados os seguintes veículos de investimento:

- 1. Limited Partnership:** A organização gestora assume o papel de um sócio-administrador, denominado *General Partner* (GP), e os demais investidores no veículo de investimento (fundo) são os *Limited Partners* (LP). Estes possuem distanciamento da gestão do fundo e não assumem responsabilidade legal sobre os passivos que ultrapassem o valor do capital investido. Modalidade que prevalece nos Estados Unidos.
- 2. CVM:** As Instruções CVM foram criadas para suprir a ausência da figura do *Limited Partnership* na legislação brasileira. Destaque para a Instrução CVM 209 que instituiu os FMIEE – Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes em 1994 e para a Instrução CVM 391 que criou os FIP – Fundos de Investimentos em Participações em 2003.
- 3. Investimento direto:** Inexiste a segregação clássica entre o investidor no fundo ou veículo de investimento e a organização gestora
- 4. Empresas de participação:** Na maioria dos casos é muito similar ao investimento direto, com a diferença que a organização gestora realiza seus investimentos por meio de uma empresa de participações.
- 5. Divisão de empresa não-financeira:** Subsidiária de uma empresa ou grupo econômico responsável por investimentos de *Private Equity* e *Venture Capital*.
- 6. Outros:** São estruturas não enquadradas acima, incluindo *Club Deals* e *Pledge Funds* que são estruturas que dão a opção aos investidores participarem ou não dos investimentos propostos pelos gestores e *Blind Pools* que são estruturas em que os gestores (GPs) tomam a decisão de investimento/desinvestimento em nome dos investidores (LPs). (GVcepe-FGV, 2008, p.4)

Os investimentos de *venture capital* e *private equity* apresentam um determinado padrão de estrutura organizacional. Normalmente, os gestores captam recursos no momento em que constituem um fundo e, ao identificarem as oportunidades de investimentos, efetuam chamadas de capital adicional para concretizá-los, podendo assumir a forma de dívida ou de ações. Os fundos são organizados em geral na figura de uma *limited partnership* (sociedade de responsabilidade limitada), forma não prevista na legislação brasileira, pois normalmente no Brasil assume a figura de um Fundo de Investimento. A principal vantagem das *limited partnerships* é que funcionam como um veículo intermediário de repasse, tendo os ganhos tributados no nível do principal, permitindo que cada investidor conserve as características do regime de tributação ao qual estariam

sujeitos se realizassem os investimentos de forma direta. (SAHLMAN, 1990 e FENN, LIANG e PROWSE, 1997 *apud* INOCIMA, 2010)

Grande parte da atividade de capital de risco no mundo está organizada através de fundos de investimentos, constituídos por pessoas e organizações que administram esses recursos, analisando negócios, fazendo investimentos e realizando desinvestimentos dando liquidez a esses recursos e gerando retornos a seus investidores. Estes administradores, ou gestores de fundos de VC/PE podem ser firmas independentes (constituídas apenas para esse fim, que administrando recursos de investidores individuais e institucionais), ligadas a famílias ou empresas (administrando os recursos dessas pessoas) e finalmente as companhias ligadas a instituições financeiras. (ALBINO, 2006)

Nessas sociedades, os investidores ingressam através da figura de sócios com responsabilidade limitada ao montante de capital investido (*limited partners*, ou LPs), sendo responsáveis pela maior parte do capital. Já o gestor (*general partner*, ou GP) ingressa como sócio que aporta uma pequena parte do capital (geralmente 1% do total de capital comprometido no fundo) e assume todas as obrigações legais advindas da gestão do fundo, ficando responsável, de forma isolada, pela tomada de decisões de investimento e recebendo por isso uma parte substancial dos lucros. (CARVALHO et al, 2006 *apud* INOCIMA, 2010)

Normalmente, a remuneração dos gestores é composta da seguinte forma: (i) taxa de administração (*management fee*), que corresponde a uma remuneração fixa determinada como um percentual sobre o total de compromissos de investimento do fundo durante o período de investimento, e esse mesmo percentual é aplicado sobre o patrimônio líquido do fundo durante o período de desinvestimento, em geral, entre 1,5% e 3% a.a.; e (ii) taxa de performance (*carried interests*), que corresponde à parcela variável de remuneração que exceder a taxa de referência (*benchmark*) do fundo, geralmente fixada em 20%. Em termos de conceito, a taxa de administração deve ser suficiente apenas para pagar as despesas fixas do gestor, enquanto que a taxa de performance deve corresponder à parcela na qual o gestor realmente realize ganhos expressivos. É importante destacar que, durante a fase de desinvestimento, as distribuições dos retornos ocorrem da seguinte forma: (i) inicialmente 100% dos recursos são distribuídos para os investidores, na proporção das respectivas

participações, até que estes obtenham o retorno do principal investido, acrescido da taxa de referência; e (ii) depois desse período, os retornos excedentes são distribuídos na proporção de 80% para os investidores e 20% para os gestores, a título de taxa de performance. (INOCIMA, 2010, p.23)

O perfil do capital humano envolvido na atividade de PE/VC é elemento fundamental para análise da indústria. Estudos demonstraram que o perfil dos gestores determina o tipo de empresa que recebe os investimentos e o grau de envolvimento na atividade de monitoramento (BOTTAZZI et al, 2004; CORNELIUS, 2005, *apud* RIBEIRO, 2005).

Seja qual for a formatação do fundo, sua gestão fica a cargo de empresas especializadas. De acordo com o perfil da empresa investida (porte, setor, estágio, etc.), os investidores de VC/PE terão um envolvimento menor ou maior na gestão do negócio. Esse envolvimento tem como premissa a necessidade de apoio que os empresários normalmente demandam. Também, a formatação está relacionada à instalação de estruturas de governança corporativa que viabilizem o crescimento da empresa e protejam os investimentos realizados. (ABVCAP, 2011)

3.2 HISTÓRICO DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY

A indústria de VC/PE, em suas décadas iniciais, foi predominantemente um fenômeno norte-americano. Teve suas origens nos escritórios da família (*family offices*) que gerenciaram sua riqueza e seu patrimônio nas últimas décadas do século XIX e primeiras décadas do século XX. As famílias ricas, como o Phippses, Rockefellers, Vanderbits e Whitney, investiram e assessoraram uma série de empresas privadas, incluindo as entidades antecessoras da AT&T, Eastern Airlines, McDonald-Douglas e WR Grace. Aos poucos, essas famílias começaram envolvendo *outsides* para selecionar e monitorar os investimentos. (LERNER et al, 2009, p. 2)

Em 1946, logo após a Segunda Guerra Mundial, foi constituída nos Estados Unidos a primeira organização formal de *venture capital*, a *American Research and Development* (ARD), fundada pelo então presidente do MIT, Karl Compton, por Georges Doriot, professor da Harvard Business School, e por empresários de Boston. Em 1957, a ARD fez seu investimento de maior expressão na Digital Equipment Corporation, originalmente no valor de US\$ 70 mil, chegando a valer US\$ 355 milhões.

Em 1958 o governo americano sancionou o *Small Business Investment Act*, com conseqüente criação das *Small Business Investment Companies* (SBIC), cujo objetivo era oferecer, de forma profissional, financiamentos a taxas inferiores às de mercado para investimento em empresas emergentes.

O baixo volume de investimento em SBICs levou a *Small Business Administration* (SBA), responsável pelo licenciamento dos investimentos nas empresas emergentes, a estudar as causas, com conseqüente emissão de um relatório que, dentre diversos entraves ao desenvolvimento do mercado, destacou como fator fundamental a interpretação do *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA), em especial a “*Prudent Man*” Rule, cuja interpretação impedia os fundos de pensão de realizar investimento em *venture capital* e *private equity*.

A partir de então, houve o início de uma série de medidas de incentivo ao setor, destacando-se a *Revenue Act* (1978), a revisão da ERISA “*Prudent Man*” Rule (1979), para autorizar explicitamente os investimentos em *venture capital* e *private equity* por parte dos fundos de pensão e a *Small Business Investment Incentive Act* (1980), com redução da tributação sobre os ganhos de capital, primeiro de 49,5% para 28%, depois nova redução para 20%. (TAKAHASHI, 2006)

Os anos seguintes foram muito bons e, ao mesmo tempo, também épocas difíceis para o investidor de capital de risco. Por um lado, a década de 1980 viu os capitalistas de risco envolvidos nas mais bem sucedidas empresas de alta tecnologia, incluindo a Cisco Systems, a Genentech, Microsoft e Sun Microsystems. Inúmeras aquisições bem sucedidas, como a Avis, Beatrice, Dr. Pepper, Gibson Greetings e McCall Pattern, ganharam a atenção do público durante esse período. Ao mesmo tempo, o fluxo de recursos destinado a indústria de VC/PE, durante essa

década foi muito desigual. Durante a primeira metade da década de 1980, o fluxo anual de investimentos em fundos de capital de risco aumentou, mas diminuiu de forma constante a partir de 1987 até 1991. Tal situação foi impulsionada pelos retornos dos fundos de capital de risco, que apresentaram uma diminuição acentuada em meados da década de 1980, depois de terem sido extremamente atraentes na década de 1970. Essa queda também foi influenciada pelo excesso de investimentos em alguns setores e pela entrada de muitos investidores de risco inexperientes. (LERNER et al, 2009, p. 2)

Na década de 1990, houve um crescimento expressivo e um excelente retorno da indústria de capital de risco. Essa recuperação foi desencadeada por vários fatores, como, por exemplo, saída de muitos investidores inexperientes no início da década, assegurando menor competitividade para as operações; e mercado favorável para IPO, favorecendo a liquidez de investimentos e para os investidores. Enquanto isso, o grau de inovação tecnológica, em especial nos setores de tecnologia da informação, criou oportunidades extraordinárias para os capitalistas de risco, o que elevou os investimentos para níveis recordes no final da década de 1990 e em 2000. Tal crescimento dificilmente poderia ser sustentado. Os investidores institucionais e individuais, especialmente atraídos pelos retornos bem elevados que beneficiavam os fundos de capital de risco, “inundaram” a indústria de dinheiro. O crescimento excessivo levou a relações de sociedade sobrecarregadas, processos de *due diligence* inadequados e, em muitos casos, decisões equivocadas de investimento. Os primeiros anos do século XXI viram a indústria de capital de risco face a esse legado, e de forma adequada à "escala" de investimentos, se tornar um tema de grande preocupação. (LERNER et al, 2009, p. 3)

Desde a criação dos primeiros fundos, os Estados Unidos são a principal referência (benchmark) da indústria mundial, pois o governo é muito ativo na promoção do desenvolvimento tecnológico, e a utilização de recursos públicos foi fundamental para a constituição e o desenvolvimento do capital de risco no país. Independentemente da alternância entre democratas e republicanos no poder, o país tem uma política científica e tecnológica clara de se apoiar, com recursos públicos de origem orçamentária, além de iniciativas privadas que contribuem para

os avanços das ciências de base e da engenharia e, também, para a geração de inovações tecnológicas. (CGEE, 2003)

No Brasil, conforme a Associação Brasileira de *Venture Capital e Private Equity* - ABVCAP, as primeiras ações realizadas pelo governo para o desenvolvimento da atividade de *venture capital* datam de 1974, por meio de programas do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e, em 1976, pela Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), cujo objetivo era financiar os projetos do II Plano Nacional de Desenvolvimento, aprovado no Governo Geisel. Nesse cenário, verifica-se que o primeiro investidor de VC/PE surgido no Brasil foi o BNDESpar, braço do BNDES destinado aos investimentos em capital de risco.

A partir da década de 90, com as oportunidades nascidas no Plano Real, as atividades de VC/PE no Brasil se institucionalizaram, a partir da primeira regulamentação do setor (edição da ICVM nº 209/94). O cenário econômico tornou o ambiente de negócios atrativo para os investidores de *private equity*, que elegeram este veículo como adequado para investimentos nas privatizações.

O BNDES e o Projeto Inovar têm disseminado práticas de seleção e análise de risco do capital no intuito de facilitar a assimilação das empresas interessadas. Em 2000, foi criada a Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR), que posteriormente, em 2005, teve seu nome alterado para Associação Brasileira de *Venture Capital e Private Equity* (ABVCAP), a fim de evitar a associação do termo capital de risco com investimentos especulativos. Em 2001, foi criado o instituto empreendedor Endeavour com o intuito de facilitar a comunicação entre empreendedores, empresas e fundos.

O setor de VC/PE no Brasil vem apresentando um rápido avanço. Com a obtenção da estabilidade econômica e com a tendência de estabilização da taxa de juros e risco país baixo, o mercado brasileiro já é uma opção atrativa para os investidores de capital de risco.

Em 2008, com a elevação do Brasil ao status de *Investment Grade* (concedido pela *Standard & Poor's*), o país passou a representar um importante foco de oportunidades para investimentos de longo prazo, quando comparado a outras

economias emergentes. Os fundos de pensão estão apostando cada vez mais recursos nesse setor, o que é de grande importância, visto que os fundos internacionais tiveram papel fundamental no desenvolvimento da indústria nos EUA e em outros países desenvolvidos. Atualmente, Previ, Petros, Funcef e Fapes já têm parte de seus ativos aplicados em VC/PE.

Nos últimos anos a indústria de PE/VC nas economias em desenvolvimento tem passado por uma grande transformação, observando-se um aumento considerável da atividade em todas as fases das estruturas de investimentos. Essas mudanças vêm ocorrendo em função da predisposição de investidores institucionais provenientes de economias desenvolvidas e de gestores de fundos de PE/VC em buscar retornos diferenciados para os seus investidores em economias que ainda passam por uma fase de amadurecimento institucional, em contrapartida aos mercados desenvolvidos que já demonstram alguma dificuldade na manutenção dos altos níveis de rentabilidade do início da década de 90. (COMODO, 2009)

Segundo Rechtman e Brito (2005, p. 25), existem cinco aspectos fundamentais na adoção das práticas da indústria de VC/PE em mercados emergentes:

Impacto da globalização (*Globalization impact*): a compreensão do ambiente de negócios global, tendo em conta o processo de globalização e a convergência de interesses entre as nações desenvolvidas, particularmente Estados Unidos e Europa, e os países emergentes, especialmente as economias dos países do BRIC;

Estrutura de Negócios (*Deal Structure*): define a entrada e outros parâmetros a facilitar um acordo entre compradores e vendedores, tendo em vista o preço e o retorno, a volatilidade, a saída dos investimentos e da cultura, não só relativa do país, mas também à sociedade e aos acionistas;

Avaliação da administração (*Management evaluation*): determina se a gestão é a adequada aos interesses dos acionistas;

Governança corporativa (*Corporate governance*): destina-se a verificar e garantir ainda mais a divulgação, transparência, responsabilidade (*accountability*), conformidade (*compliance*), ética e princípios de responsabilidade social e ambiental; e

Conflitos de gestão (*Conflict management*): inclui a gestão de conflitos societários relacionados com o investimento feito. (RECHTMAN e BRITO, 2005, p. 25)

A Indústria de Private Equity e Venture Capital Brasileira

Cronograma: Private Equity e Venture Capital no Brasil

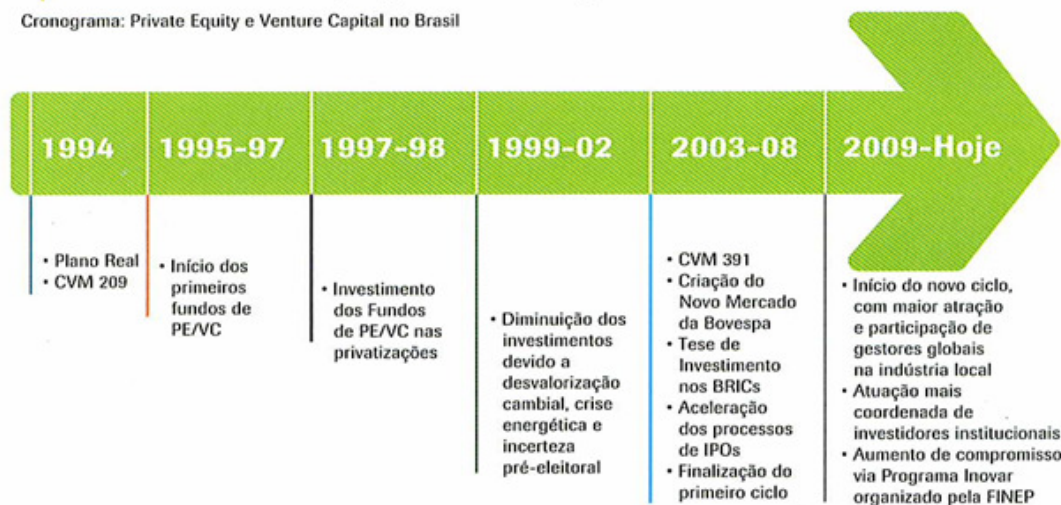


Figura 3: Cronograma: *Private Equity e Venture Capital* no Brasil

Fonte: Diretório da Indústria Brasileira de *Private Equity & Venture Capital* - ABVCAP

3.3 DINÂMICA DE INVESTIMENTO DOS FUNDOS DE VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY

De maneira geral, a atividade de VC/PE representa uma alternativa viável ao financiamento tradicional, obtido por meio de instituições financeiras através de empréstimos e financiamentos. Gestores de VC/PE são agentes mais adaptados para mitigar o risco associado ao investimento em empresas com pouco ou nenhum histórico financeiro e poucos ativos tangíveis que possam constituir-se como garantia real. Após cuidadosa avaliação das oportunidades de investimento, os gestores de PE/VC negociam o valor e as condições do aporte, que ocorrem na forma de ações (ordinárias ou preferenciais), quotas de participação, debêntures conversíveis, opções, bônus de subscrição ou warrants. Após alguns anos, durante os quais o gestor de PE/VC exerce atividade de monitoramento e adição de valor, a participação nessas empresas é liquidada (saída). Os recursos investidos, adicionados de eventuais ganhos de capital, são retornados aos investidores. (RIBEIRO e TIRONI, 2007, p. 13)

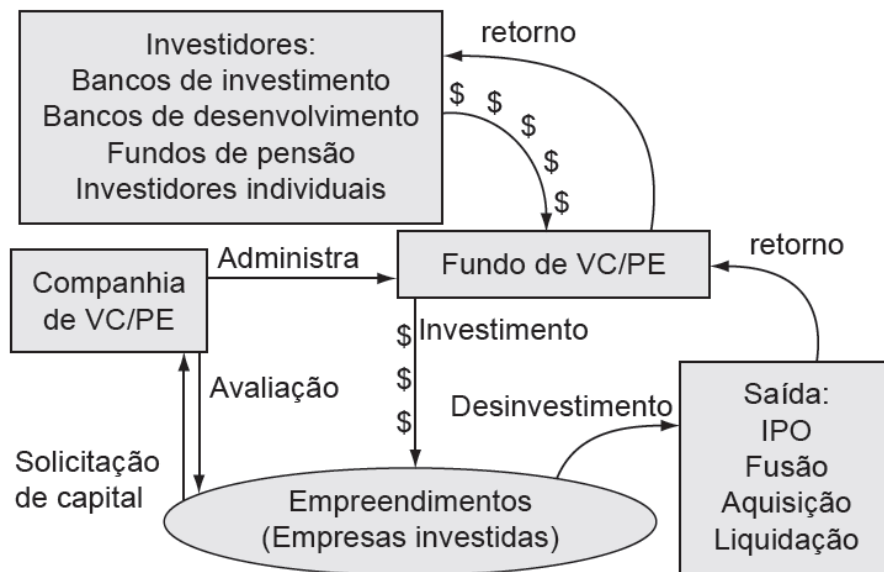


Figura 4: Principais participantes do investimento de VC/PE.
 Fonte: Meirelles et al., adaptado de Ganzi et al. (1998)

De acordo com Carvalho et al. (2006, p. 63), existem quatro agentes principais na indústria de PE/VC: as organizações gestoras, os veículos de investimento, os investidores e as empresas investidas. Os autores sugerem cinco grandes fases, descritas sucintamente abaixo, que explicam a interação entre esses agentes:

- i. **Captação de recursos (*fundraising*):** etapa onde o gestor estrutura o veículo de investimento e o apresenta para potenciais investidores nos chamados *road shows*. Usualmente, a captação é obtida por meio de um compromisso de investimento, pois a integralização do capital só ocorre posteriormente;
- ii. **Originação e seleção de investimentos (*investment origination and screening*):** a originação de investimentos pode ocorrer por meio da prospecção do gestor, da indicação de terceiros ou de propostas apresentadas pelos empreendedores. Depois de originados os investimentos são cuidadosamente selecionados por um processo rigoroso envolvendo a análise da proposta e *due diligence*;
- iii. **Estruturação e execução dos investimentos (*investment structuring and negotiation*):** fase de extensa negociação dos termos e das

condições do negócio entre o gestor e a empresa, montagem da estrutura financeira e realização dos aportes de recursos na empresa conforme metas pré-estabelecidas;

- iv. **Monitoramento e adição de valor (*monitoring and value-adding*):** período de acompanhamento e avaliação contínua da empresa, de participação ativa do gestor e da utilização da rede de relacionamento e da expertise do gestor para agregação de valor a empresa; e
- v. **Preparação e execução da saída (*exit preparation and execution*):** uma vez atingida a maturação ou objetivo pretendido, o gestor busca a estratégia que lhe permite vender sua participação na empresa de modo a conferir um retorno sobre o capital almejado.

Para Sahlman (1990), o principal papel do VC/PE é a busca de oportunidades de investimento e o efetivo monitoramento dos empreendedores, sendo a realização de saídas uma atividade secundária. Já Gladstone (1998) acredita que o negócio dessas empresas seja investir por um período de tempo e sair no momento adequado, quando os gestores são finalmente recompensados financeiramente pelo resultado obtido. Sob essa perspectiva, a saída acaba dominando a forma com que outras atividades, do ciclo de investimentos, são realizadas. (LEONARDO e ALMEIDA, 2005)

Segundo Sahlman (1990) apud Gioielli (2008), existem princípios de governança usualmente empregados no contexto do relacionamento entre as organizações de VC/PE e as empresas de seus *portfolios*, brevemente descritos a seguir:

Investimento por etapas: este é considerado pelo autor o mais importante mecanismo de controle das empresas investidas. As organizações de VC raramente investem todo o capital que uma empresa necessitará para concretizar seu plano de negócios; ao invés disso, preferem investir em companhias em distintos estágios de desenvolvimento, como forma de mitigar o risco. Ao efetuar infusões de capital por etapas, os *venture capitalists* (VC) preservam seu direito de abandonar um projeto que não pareça lucrativo. Além disso, esta forma de financiamento também funciona como incentivo para os empreendedores, uma vez que novos aportes de recursos somente são feitos após o cumprimento de determinadas metas pré-estabelecidas.

Remuneração por resultado: os empreendedores e profissionais que aceitam um investimento de VC tipicamente recebem um salário menor do que eles conseguiriam no mercado de trabalho. Esta redução é compensada pelo direito a ações da empresa, bem como subseqüentes opções de compra de ações. Contudo, estes ativos só trarão rendimentos e liquidez se o negócio prosperar, o que resulta no alinhamento de interesses entre as organizações de VC e as empresas investidas.

Participação ativa e monitoramento constante: de acordo com o autor, os gestores de VC muitas vezes fazem parte do conselho de administração das empresas de seu *portfolio*, ajudam no recrutamento de funcionários, lidam com fornecedores e clientes, contribuem na elaboração das estratégias e são fundamentais para a obtenção de capital adicional. Ao participar ativamente da administração das investidas, os gestores (que geralmente são pessoas altamente capacitadas e com larga experiência no mercado em questão) aumentam a probabilidade de sucesso do negócio, incrementam o retorno dos investimentos, protegem os direitos dos investidores e reduzem a assimetria informacional.

Mecanismos relacionados à liquidez: os investimentos são estruturados com instrumentos que dão maior liquidez futura para o gestor, tais como opção de venda, direito de liquidação em situações específicas, regras para pagamento de dividendos, entre outros. (SAHLMAN, 1990 apud GIOIELLI, 2008, p. 16)

A seguir, apresenta-se um detalhamento das etapas de investimento da indústria de VC/PE.

3.3.1 Captação de recursos

Captação de recursos envolve a estruturação de veículos de investimento e o aporte de capital. De um modo geral, os gestores efetuam visitas aos potenciais investidores (road shows), pois os recursos são principalmente de terceiros (apesar de muitas vezes os gestores investirem recursos próprios, como forma de mostrar alinhamento de interesses com os investidores). A situação inversa também pode ocorrer: um investidor criar um veículo e contratar um gestor para executá-lo (como

é o caso de empreendimentos corporativos, de instituições financeiras e organizações estatais de VC/PE).

Normalmente, o aporte de capital real ocorre algum tempo depois do compromisso de investimento, de acordo com as regras estabelecidas no regulamento interno do veículo de investimento (fundo de investimento). A gestão dos veículos de VC/PE pode ser afetada de forma significativa se houverem atrasos nos aportes de capital por parte dos investidores em relação ao capital comprometido. Para evitar isso, alguns regulamentos contêm cláusulas específicas que penalizam esses atrasos.

3.3.2 Originação e seleção de investimentos

Na fase de pesquisa e avaliação (*screening*) de oportunidades, normalmente ocorre o contato com várias empresas, das quais apenas algumas serão analisadas. Na sequência, a fase da análise das oportunidades, são avaliados os planos de negócios elaborados pela empresa, sendo considerados determinados aspectos na análise de um investimento, tais como: a administração da empresa, o mercado e os produtos ou serviços. Conceitualmente, é melhor investir em um bom administrador, com um produto razoável, do que em um projeto brilhante, mas mal gerido, ou seja, uma boa gestão é fundamental. Além disso, empresas com potencial de crescimento acelerado apresentam dois outros fatores conjuntos ou separados: (i) vantagens comparativas e (ii) diferenciação.

É comum que os gestores de fundos de VC/PE realizem pesquisas e monitoramento de mercados-alvo para a busca de oportunidades de investimento. Sempre que identificam negócios que se encaixam no foco de seus fundos, entram em contato com a empresa para obter mais informações e até marcar uma primeira conversa. Em geral, os gestores monitoram: i) revistas e jornais de negócios; ii) guias de empresas (e.g., maiores empresas); iii) jornais locais de regiões de interesse; iv) associações de ex-alunos; v) federações de indústrias; vi) incubadoras de empresas de base tecnológica; vii) fundações e institutos de pesquisa (e.g., Fapesp); viii) programas de mestrado e doutorado de universidades com foco em

tecnologia; ix) bases de dados (e.g., Serasa); x) associações de classe; xi) câmaras de comércio; e xii) instituições de promoção ao empreendedorismo e à inovação (e.g., Endeavor e Finep). Outra abordagem utilizada consiste na realização de estudo de mercado sobre um setor de interesse – e, com base nos resultados, são identificadas as empresas de destaque no setor. Normalmente, tais empresas não estão em busca de investimento. Por isso, dificilmente possuem planos de negócio, devendo realizá-lo durante o próprio processo seletivo.

Fried e Hisrich (1994 apud Ribeiro e Tironi, 2007) identificaram 15 critérios de seleção e os agruparam em três categorias: Conceito, Gestão e Retorno financeiro. Conceito refere-se à estratégia geral do negócio. Gestão é sinônimo de capital humano e baseia-se, exclusivamente, nas características dos principais executivos do time empreendedor. Retorno financeiro: como o próprio nome diz, refere-se à possibilidade de realização de ganhos com o negócio, com ênfase para a possibilidade de saída, afinal, organizações de PE/VC são investidores temporários.

Tabela 1: Critérios de seleção de investimentos das organizações de PE/VC

Categorias	Critérios de Seleção
Conceito	<ul style="list-style-type: none"> • Potencial de crescimento • Crescimento do mercado • Aumento de participação no mercado • Redução significativa de custos • Inovação existente ou que possa ser trazida a mercado em até três anos • Vantagem competitiva • Necessidade de capital
Gestão	<ul style="list-style-type: none"> • Integridade pessoal • Experiência anterior positiva • Habilidade para identificar riscos e mitigá-los • Vontade de trabalho • Flexibilidade • Domínio do negócio • Liderança sob qualquer situação • Experiência de gestão
Retorno Financeiro	<ul style="list-style-type: none"> • Expectativa de saída • Potencial para elevada taxa de retorno • Potencial para elevado retorno absoluto

Fonte: Ribeiro e Tironi (2007) - Adaptado de Fried e Hisrich (1994).

Na primeira fase de seleção, as projeções financeiras realizadas pelos empreendedores também são analisadas e colocadas à prova. É a oportunidade de se verificar o entendimento que o empreendedor tem de seu negócio, bem como as principais ameaças e oportunidades. A segunda fase de avaliação tem seu início marcado pelo desenvolvimento de vínculos emocionais (FRIED e HISRICH, 1994).

As atividades de avaliação continuam, mas o tempo despendido pelos gestores aumenta de forma significativa. Nesse ponto, o objetivo maior é o de identificar os obstáculos à realização do negócio e encontrar formas de contorná-los. Caso a oportunidade se encaixe no foco de investimentos, os gestores iniciam um processo de análise que se divide em duas fases: análise preliminar e análise detalhada. Em geral, os critérios levados em consideração nessas duas fases são os mesmos, mudando apenas o nível de detalhamento, que é maior conforme a proposta de investimento avança ao longo do processo. Entretanto, a ênfase nos critérios pode variar ao longo do processo. Por exemplo: enquanto a avaliação do capital humano é preponderante durante todo o processo de análise, a avaliação de concorrentes tende a se tornar mais importante nas fases posteriores. O que marca a mudança de uma fase para outra é a aprovação da proposta por um grupo de gestores ou do comitê de investimentos. Afinal, os custos de avaliação crescem exponencialmente quando se adentra a fase de análise detalhada. (RIBEIRO e TIRONI, 2007)

3.3.3 Estruturação e execução dos investimentos

Na fase de investimento ocorre a negociação da participação/efetivação do investimento: quando o investimento já tiver sido analisado e aprovado, deverá ser estabelecido o preço, o percentual e a forma de participação, bem como firmado um Acordo de Acionistas.

Segundo Carvalho et al (2006), os investimentos de capital de risco costumam focar em investimento de alto risco e baixa liquidez e, portanto, exigem altos retornos. Para ter sucesso nesse ambiente, as organizações de VC/PE adotam vários mecanismos para mitigar os potenciais conflitos. Esses mecanismos incluem:

- 1) acordos de acionistas para alinhar os interesses entre os investidores,
- 2) direito de nomear os auditores, a fim de garantir a confiabilidade das informações contábeis;
- 3) nomeação de executivos-chave, como o CFO e/ou CEO,
- 4) uso de instrumentos legais e financeiros que assegurem o controle ou que forcem a liquidação em caso de deterioração do desempenho ou da performance estar abaixo das metas previstas;
- 5) realização de injeções de capital de forma condicionada ao cumprimento de metas previamente acordadas, dando aos investidores de capital de risco a escolha de abandonar um investimento no caso do desempenho da empresa ser insatisfatório;
- 6) cláusulas para evitar disputas ou conflitos grave de interesse que possam atrapalhar o processo; e
- 7) acordos de não-concorrência para os principais executivos da empresa, impedindo-os de trabalhar para concorrentes ou o estabelecimento de uma empresa concorrente durante um determinado período de tempo. O objetivo principal desta última cláusula é impedir os concorrentes de acesso a informações estratégicas. (CARVALHO ET AL, 2006, p. 74)

De acordo com a legislação vigente, que regula a constituição e o funcionamento das sociedades por ações (Lei 10.406/02, Código Civil, e subsidiariamente a Lei 6.404/76, Lei das S.A., alterada pela Lei 10.303/01) e as práticas do direito societário, os principais instrumentos contratuais que regem a relação entre os acionistas e potenciais investidores são os acordos de investimentos, e seus respectivos contratos de compra e venda de ações, e os acordos de acionistas. Esses documentos são considerados a documentação definitiva, nos quais os termos finais da operação objeto entre as partes são formalizados, concluindo assim todo o processo legal para a efetivação do aporte de capital do investidor na empresa investida.

Na fase pré *due diligence* normalmente é assinado um acordo de confidencialidade entre as partes, quando se iniciam as primeiras tratativas objetivando celebrar o investimento na empresa-alvo. O negócio ainda está em prospecção e o fundo de VC/PE deve promover uma primeira avaliação da empresa, analisando se esta oferece as condições mínimas para receber um aporte de capital. Nessa fase, é conduzida a avaliação do valor da empresa e as condições gerais da administração e as potenciais contingências.

Os resultados da abordagem preliminar são o indicativo de valor da empresa, as alternativas de aporte e estrutura societária e as condições gerais de governança exigida pelos investidores para efetivar o investimento na potencial companhia investida. Todos esses aspectos da operação são propostos nos chamados *non*

binding documents. Estes documentos têm como objetivo apresentar uma primeira tentativa de regular os termos e as condições para a constituição da sociedade entre as partes (sócios fundadores e investidor). O termo *non binding* é utilizado, em função de que a assinatura dos referidos instrumentos pelas partes não constitui acordo ou compromisso de qualquer uma delas de vir a efetivar a operação em avaliação. Nenhuma das partes está obrigada em relação à outra até e desde que os documentos definitivos venham a ser celebrados.

O principal documento dessa fase é o chamado “*Term Sheet*”. Em geral, durante um processo de investimento, este é um dos primeiros documentos a ser preparado. Um “*term sheet*” é um documento relativamente curto (3 a 10 páginas) que apresenta os principais termos e condições de um investimento proposto, conforme termos do Guia LAVCA para *Term Sheets de Venture Capital e Private Equity*. A ideia deste documento é colocar de forma simplificada os direitos e as obrigações de cada uma das partes envolvidas na operação, além de criar um quadro para auxiliar o preparo dos documentos definitivos do investimento.

Na fase *due diligence* iniciada com a proposição da documentação *non-binding* são concluídas as negociações dos termos da proposta de estrutura de investimento e são realizadas as auditorias legal (cível, tributária, trabalhista, marcas e patentes, etc.), financeira e contábil. Uma vez concluídos os termos da negociação, e desde que tenham sido obtidos pareceres favoráveis quanto a todas as auditorias (*due diligence*), necessárias à natureza do negócio em questão, tenham sido obtidos, as partes estão prontas para celebrar a documentação definitiva. Após a celebração desses acordos, o investimento poderá ser realizado (fase do investimento) (SANTOS, 2008)

Segundo Offa (2005), as técnicas de avaliação do investimento correspondem a um método utilizado pelos gestores dos fundos de VC/PE para selecionar os empreendedores. Na escolha dos projetos potenciais, os gestores de fundos geralmente utilizam técnicas-padrão, conhecidas como “*Venture Capital Method*”, considerando os seguintes principais aspectos:

- a) projeção de resultados para obtenção de metas de longo prazo;
- b) estimativa do valor futuro das projeções por parte do gestor do fundo;

- c) ajuste a valor presente das projeções futuras do investimento por altas taxas de desconto, geralmente de 40% a 60%;
- d) cálculo da proporção das ações da empresa investida que será detida pelo fundo pela relação entre o investimento requerido e o valor presente.

O fator determinante no processo de avaliação é qual será a taxa de desconto utilizada, pois, além de ser alta, geralmente existe uma variação de acordo com o estágio do negócio. Em teoria essa taxa de retorno requerida deveria refletir a taxa livre de risco da economia agregada ao risco sistemático do ativo e ao prêmio de risco de mercado. Também se deve levar em consideração a liquidez do ativo, a compensação pelo valor adicionado pelo fornecedor de capital e a compensação pelo porte da empresa. O uso de taxas altas também vem do fato de que as projeções feitas pelos empreendedores contêm vieses que são ajustados com o uso de uma taxa de desconto superior. No entanto, o uso de taxas altas pode fazer com que muitos empreendedores busquem fontes alternativas de capital e deixem para “Venture Capital” somente aqueles que não possuem alternativa de financiamento. (OFFA, 2005)

3.3.4 Monitoramento e adição de valor

Os gestores de fundos propiciam a profissionalização da gestão do negócio, ampliação da rede de relacionamentos, práticas de governança corporativa, possibilidade de ganhos de escala, abertura de canais de crédito e aproveitamento de atividades complementares de outras empresas que receberam aporte de capital do fundo. Essa atuação tem como resultado a redução do risco de cada negócio financiado.

A indústria de VC/PE tem ajudado a desenvolver padrões de governança para companhias não listadas em bolsa e a comprovar a ideia de que boa governança corporativa, além de trazer mais transparência e proteção para acionistas minoritários, aumenta o valor da sociedade, facilita seu acesso ao capital, e contribui para a sua perenidade.

Gestores de VC/PE são notoriamente ativos como investidores ou representantes dos acionistas. Como as metas de PE / VC são de alto crescimento e empresas de alto risco, o monitoramento e estratégias de adição de valor são cruciais. Vários artigos descrevem esse aspecto das práticas de VC/PE nos Estados Unidos, onde gestores são geralmente membros do conselho de administração, ajudam a definir estratégias de negócio, fornecem conhecimento sobre a indústria de atuação das empresas do portfólio, ajudam na estrutura de negócios com fornecedores, clientes e bancos, e estão envolvidos na contratação de funcionários-chave. Nas fases de monitoramento e adição de valor, ou mesmo no simples acompanhamento das empresas investidas, o envolvimento com conselho de administração (CA) é uma das atividades mais relevantes. É o CA que permite aos investidores a influência na empresa e ajudar no direcionamento estratégico. Ao se envolver com vários CA, os gestores aprendem sobre diferentes negócios. Isso pode ter um impacto positivo em todas as empresas de uma carteira em que o gestor participa. Por exemplo, as estratégias utilizadas em uma empresa podem ser úteis para definir estratégias de outras; problemas enfrentados é um negócio podem ajudar a antecipar ou resolver problemas em empresas com características semelhantes, e algumas informações sobre o mercado podem ser relevantes para mais de uma companhia do portfólio. Em termos quantitativos, manter uma parcela maior de assentos no conselho permite uma maior influência sobre a direção da empresa. Em termos qualitativos, como diretores, gestores de VC/PE podem aconselhar, ajudar a definir estratégias e, sobretudo, a implementação de boas práticas de governança corporativa, tais como responsabilidade e transparência. (CARVALHO et al, 2006, p. 83)

Conforme Comodo (2009), os veículos de capital de risco de melhor desempenho podem ser todos caracterizados como intervencionistas e por meio do monitoramento ativo das suas empresas investidas seus retornos se sobrepõem aos alcançados com o modelo tradicional de PE/VC. Cinco fatores de sucesso são identificados para a geração de retornos:

- (a) **Atuar como um acionista ativo:** veículos de PE/VC atuam com total ativismo no dia a dia das empresas integrantes do seu portfólio de investimentos. Os gestores de VC/PE possuem um papel muito mais ativo dentro da diretoria das empresas adquiridas. Essas diretorias são tipicamente menores e consistem principalmente em grandes investidores da empresa. Reuniões da diretoria são usadas como plataforma para discussões estratégicas e resistem a diversos conflitos de interesse que permeiam as grandes corporações;
- (b) **Criar o alinhamento de interesses:** buscar o devido alinhamento de interesse entre investidores, gestores e os executivos das empresas investidas é característico e natural da indústria de VC/PE. O alinhamento

necessário é geralmente obtido por meio da implantação de uma forte estrutura de incentivos com base no desempenho de longo prazo da empresa;

- (c) **Explorar as vantagens das economias de escala:** a exploração de economias de escala é um fator único e primordial para o modelo de gestão intervencionista. Gestores intervencionistas focam seus investimentos em um número limitado de empresas e criam uma plataforma única para se aproveitar dos benefícios gerados pela escalabilidade das suas operações. Essa escalabilidade dá a chance de serem implementadas medidas únicas para uma gestão mais eficiente e sinérgica das empresas integrantes do portfólio de investimento;
- (d) **Evitar custos corporativos:** gestores de VC/PE, em geral, implementam com sucesso seu modelo de controle sem estabelecer grandes estruturas corporativas, a fim de garantir o gerenciamento efetivo dos seus portfólios de investimentos. As sociedades geralmente são constituídas por poucos profissionais que oferecem uma gama limitada de serviços, como, por exemplo, todo o suporte necessário no gerenciamento financeiro das empresas investidas e na tomada de decisões estratégicas. Evita-se dessa forma cair na armadilha da construção de uma infraestrutura corporativa cara e subutilizada, que é naturalmente eliminada pelo foco dos gestores no desempenho de atividades que realmente influenciem os resultados das empresas investidas e que garantam uma abordagem mais informal na intervenção, delegando, assim, aos seus negócios um alto grau de independência e, por consequência, eliminando a chance de qualquer subsídio cruzado entre eles; e
- (e) **Investir para vender:** a geração de valor dentro da indústria de VC/PE é embasada pela natureza dos próprios investimentos de não serem perenes. Gestores são forçados a manter uma administração bastante ativa do seu portfólio dado o ciclo de vida limitado de cada fundo e, portanto, encarar uma limitação natural do período de maturação de cada investida. Para cada investimento, deve existir uma ideia bastante clara sobre as oportunidades de saída e os potenciais pontos de saída. No

portfólio de uma empresa de VC/PE, todos os investimentos são constantemente escrutinados a fim de se atingir o desempenho requerido dentro do período de desenvolvimento esperado de cada negócio.

As organizações de VC/PE são bem preparadas para identificar e mitigar os problemas relacionados à assimetria de informação, tais como a informação oculta, que gera o problema da seleção adversa, e a ação oculta, que gera o problema do risco moral. Os gestores de VC/PE possuem vantagem competitiva sobre os demais investidores de mercado por três razões: i) primeiramente, a atividade de VC/PE conta com ganhos de escala; os gestores costumam coletar informação em nome de diversos investidores; ii) em segundo lugar, os gestores realizam um grande número de investimentos, formando uma carteira de negócios – assim, faz sentido que estabeleçam uma rede de profissionais que indicam novos negócios para o fundo, bem como demais prestadores de serviço (advogados, empresas de auditoria e *headhunters*), além de contatos profissionais nos setores preferidos de atuação; e iii) em terceiro lugar, gestores de VC/PE se beneficiam da curva de aprendizagem. (RIBEIRO e TIRONI, 2007)

Em função do objeto do investimento ser empresas de capital fechado e em estágios iniciais de desenvolvimento e maturidade, os fundos de *venture capital* e *private equity* costumam lidar com riscos substancialmente maiores do que os enfrentados nas bolsas de valores por investidores institucionais. Diante disso, tais investidores normalmente exigem a inclusão de determinadas cláusulas nos estatutos sociais ou em acordos de acionistas das empresas investidas. Esses dispositivos servem para acomodar algumas preocupações dos investidores e lhes assegurar uma rentabilidade mínima caso o negócio seja lucrativo. A seguir, estão abordados alguns mecanismos de proteção mais comuns buscados por investidores de capital de risco em empresas brasileiras.

Ações Preferenciais Conversíveis e Direito de Voto: fundos de venture capital e private equity costumam investir adquirindo ações preferenciais, que conferem aos seus detentores certas vantagens em comparação com as ações ordinárias, tais como prioridade no recebimento de dividendos e no reembolso do capital e direito ao recebimento de dividendo maior do que o atribuído às ações ordinárias. As preferenciais podem ser conversíveis em ordinárias a qualquer tempo e também conferir a seus titulares direito de voto, com ou sem restrições;

Direito de Nomear Conselheiros: independentemente de determinadas hipóteses já previstas em lei, é comum a negociação de regras sobre o direito de nomear alguns membros do conselho de administração da companhia investida e/ou exigir que ao menos um número mínimo de conselheiros seja independente. Com isso, os investidores têm maiores condições de participar na orientação geral dos negócios e fiscalizar a gestão exercida pela diretoria. O número de integrantes que um acionista pode nomear varia muito dependendo da sua participação na companhia investida;

Direito de Voto: diversas estruturas e acordos relacionados a voto têm como objetivo regular a influência dos investidores nas decisões da companhia escolhida, inclusive a possibilidade de veto em determinadas circunstâncias. A lista de assuntos cuja deliberação será regulada dessa forma dependerá dos interesses e do poder de negociação do investidor, da companhia investida e da área de negócio, mas normalmente abrange questões fundamentais ao funcionamento e à estrutura da companhia;

Cláusulas Antidiluição: protegem o investidor contra uma redução na proporção de sua participação acionária em determinados eventos que alteram a composição do capital da companhia;

Preferências na Aquisição de Ações: conferem ao investidor o direito de fazer a primeira oferta para um acionista que deseja vender sua participação na companhia investida ou adquirir a participação do outro acionista nos mesmos termos e condições de uma oferta que ele já tenha recebido de terceiro interessado;

Tag Along: direito do investidor de aderir a uma venda acordada por outro acionista com um terceiro interessado, incluindo sua participação acionária em referida venda nos mesmos termos e condições que tenham sido oferecidos à participação do outro acionista;

Drag Along: direito de forçar outros acionistas a vender suas ações juntamente com o investidor a um terceiro interessado; e

Estratégias de Saída: visam a realização de lucros com o investimento após determinado período. Podem incluir a exigência de a companhia investida realizar uma oferta pública inicial de ações (IPO), a venda das ações dessa empresa ou de parte substancial de seus ativos para terceiro, a sua liquidação ou a obrigação da companhia ou dos outros acionistas de adquirir as ações do investidor por determinado valor, incluindo uma taxa de retorno mínima. (FREIRE, 2008).

3.3.5 Preparação e execução da saída

Entende-se por saída total a venda da totalidade da participação detida pelos fundos geridos pela organização de PE/VC, bem como uma liquidação total dos ativos da empresa do portfólio. Caso a saída tenha ocorrido através de várias saídas parciais, apenas a última transação foi considerada como uma saída total, exceto no caso de IPO, pois a entrada no mercado configura o evento de liquidez. Os mecanismos de saída são:

IPO (*Initial Public Offering*) ou emissão pública inicial;
Trade-sale ou venda estratégica: venda de totalidade da participação para um comprador estratégico. Em geral, um grupo industrial interessado em integrar a empresa verticalmente ou horizontalmente;
Secondary-sale: venda para outro investidor temporário;
Buyback: recompra de participação por parte do empresário ou empreendedor;
Write-off/down: liquidação total dos ativos, significando a descontinuação das operações. (CARVALHO et al., 2006, p. 34)

A seguir, com base no trabalho “Estratégia de Saída em Capital de Risco” publicado na Revista de Administração da Universidade de São Paulo (Ribeiro e Almeida, 2005), apresenta-se um detalhamento dos mecanismos de saída de investimentos da indústria de VC/PE.

3.3.5.1 Oferta pública inicial de ações (*Initial Public Offering* - IPO)

Na introdução em bolsa de valores (IPO), as ações da empresa são oferecidas ao mercado pela bolsa de valores; porém nem toda empresa é elegível ao IPO. Existem custos elevados que permitem que apenas empresas acima de um determinado tamanho sejam introduzidas em bolsa. Entre os custos estão: comissão para as instituições financeiras; honorários advocatícios; emolumentos pagos à bolsa de valores; contadores e auditores.

Embora no Brasil os custos diretos sejam considerados inferiores aos praticados nos Estados Unidos, deve-se levar em conta que o elevado desconto

exigido pelos investidores (*underpricing*) amplia significativamente o custo do IPO. Empresas cotadas em bolsa também arcam com custos de manutenção, que incluem auditoria independente, divulgação de informação, pressão de acionistas etc.

O IPO é considerado especialmente atraente para empreendedores que desejem manter o controle da empresa após a saída do fundo de VC/PE, permitindo que diversifiquem parte de seu patrimônio. Tais benefícios podem fazer com que os empreendedores optem por estratégias, que, embora ineficientes, os aproximem de um possível IPO. (SCHWIENBACHER, 2002 *apud* RIBEIRO e ALMEIDA, 2005)

3.3.5.2 Venda estratégica (*trade-sale*)

Na venda estratégica (*trade-sale*), a totalidade das ações é oferecida a um comprador, em geral um grande grupo empresarial com atividade semelhante ou complementar à do empreendimento em questão. Em muitas situações, o comprador já se relacionava contratualmente com a empresa adquirida e busca atingir objetivos estratégicos, como a entrada em um novo mercado.

Uma grande vantagem do *trade-sale* frente aos outros mecanismos é a baixa exposição à volatilidade de mercados financeiros, pois, mesmo em momentos de crise econômica, algumas empresas mantêm a capacidade de realizar aquisições ou, justamente devido ao relativo barateamento de ativos que ocorre durante uma crise, onde podem realizar aquisições a valores tidos como vantajosos. Segundo essa constatação, *trade-sales* serão preferíveis quanto maior for a volatilidade do mercado em questão. (SCHWIENBACHER, 2002 *apud* RIBEIRO e ALMEIDA, 2005)

3.3.5.3 Venda para outro investidor (*secondary sale*)

Parte, ou totalidade, das ações, detidas pelo fundo de capital de risco é vendida a um terceiro investidor, em geral outro fundo de VC/PE. (CUMMING e MAcINTOSH, 2003 *apud* RIBEIRO e ALMEIDA, 2005)

3.3.5.4 Recompra pelo empreendedor (*buyback*)

O empreendedor, a empresa ou os gestores da empresa (*Management Buy-out* - MBO), recompram a participação detida pelo fundo de VC/PE. Essas transações são raras no Brasil, pois altas taxas de juros encarecem seu financiamento por meio de dívida (*Leveraged Buy-out* - LBO). Esse mecanismo permanece como uma alternativa à liquidação total dos ativos.

O LBO, tomada de controle por meio de dívida, considera a compra de uma participação em uma empresa já madura e estabelecida, por meio de estruturação de transação bastante sólida (geralmente contratos atípicos) e com grande previsibilidade no que tange a liquidação da dívida contraída para operacionalização da transação. A empresa-alvo necessita dispor de um fluxo de caixa bastante forte para enfrentar a alavancagem adquirida em nome da empresa por meio da contratação de empréstimos bancários. Em geral, é necessário que a empresa disponha de ativos reais que servirão como garantias da operação de empréstimo. É praticamente uma transação bancária. (COMODO, 2009)

3.3.5.5 Liquidação (*write-off*)

Na liquidação, a empresa é desconstituída e todos os ativos são liquidados e divididos entre os acionistas e credores. Eventualmente, o fundo de VC/PE pode liquidar empresas consideradas *living-dead* (morta-viva), que ainda não perderam seus gestores e, embora economicamente viáveis, não possuem expectativa de

crescimento que cobriria o custo de oportunidade do capital de risco. (RUHNKA, FELDMAN e DEAN, 1992 *apud* RIBEIRO e ALMEIDA, 2005)

As estratégias de saída são formuladas em função do ambiente em que a organização está inserida. Como o Brasil tem características diferentes de outros países: taxa de juros elevada, regulamentações específicas, uma bolsa de valores ainda pouco expressiva e movimentos de consolidação em diversos mercados; conseqüentemente, a empresa de capital de risco, no país, deve considerar essas particularidades para traçar sua estratégia de forma distinta. As possíveis estratégias utilizadas por fundos de VC/PE fazem com que essas empresas sejam caracterizadas em duas categorias distintas:

Planejadores (*path-sketchers*) — objetivam o *trade-sale* como forma de maximizar a probabilidade de saída. Trabalham, constantemente, com foco na saída e isso influencia sobremaneira o processo de investimento e a fase de acompanhamento. A percepção de oportunidades de saída se dá ainda na fase de negociação com os empreendedores, quando os gestores de VC são capazes de, ao avaliar o plano de negócios, citar nomes de potenciais compradores que poderiam beneficiar-se da futura aquisição da empresa e/ou da tecnologia em questão.

Oportunistas (*opportunists*) — não se preocupam tanto com a questão da saída. Acreditam que a oportunidade de saída decorrerá da boa qualidade dos profissionais e do negócio das empresas em que investem. Embora o objetivo desses VCs seja o IPO, outras saídas acabam sendo utilizadas oportunamente. Durante a análise de projetos, chegam a rascunhar alguma estratégia de saída, porém isso pouco influencia a decisão de investir. (RELANDER, SYRJÄNEN E MIETTINEN, 1994 *apud* RIBEIRO e ALMEIDA, 2005)

3.4 AMBIENTE REGULATÓRIO

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários é responsável pela regulamentação e fiscalização da atuação de tais fundos, bem como da atuação de seus gestores/administradores. São aplicáveis as Instruções CVM nº209/94 (Fundos Mútuos de Empresas Emergentes – normalmente voltados ao *venture capital*) e Instrução CVM nº 391/03 (Fundos de Investimento em Participações – aplicáveis aos veículos de *venture capital* e *private equity*).

3.4.1 ICVM nº 209/94 - Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes - FMIEE

Os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes foram criados e são regulamentados pela Instrução nº 209 da Comissão de Valores Mobiliários - CVM de 25 de março de 1994, com alterações posteriores das Instruções CVM nº 225/94, 236/95, 246/96, 253/96, 363/02 e 368/02.

O Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes, e em sua denominação deverá constar a expressão "Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes". O Fundo terá prazo máximo de duração de 10 (dez) anos, contados a partir da data da autorização para funcionamento pela CVM, prorrogável, uma única vez, por até mais 5 (cinco) anos, por aprovação de 2/3 da totalidade das quotas emitidas, em assembleia geral especialmente convocada com essa finalidade.

Conforme a referida Instrução, entende-se por empresa emergente a companhia que apresente faturamento líquido anual, ou faturamento líquido anual consolidado, inferiores a R\$ 100.000.000,00 (cem milhões de reais), apurados no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão.

O limite previsto será determinado no momento do primeiro investimento, mas não terá aplicação quando o Fundo subscrever ou efetuar novas aquisições de ações ou outros valores mobiliários daquelas mesmas companhias. É vedado ao Fundo investir em sociedade integrante de grupo de sociedades, de fato ou de direito, cujo patrimônio líquido consolidado seja superior a R\$ 200.000.000,00 (duzentos milhões de reais). Adicionalmente, é vedado ao Fundo investir em sociedade na qual quotistas ou administradores do Fundo, ou respectivos cônjuges ou parentes até o 2º grau, participem, direta ou indiretamente, individualmente ou em conjunto, em percentagem superior a 10% do capital social, ou na qual ocupem cargos de administração, ressalvado o exercício, pelos administradores do Fundo,

de cargos obtidos em função do exercício dos direitos relativos aos valores mobiliários integrantes de carteiras por eles administradas na qualidade de administradores de carteiras de terceiros.

Conforme Fortuna (2005, p. 497), uma vez constituído e autorizado o seu funcionamento, o Fundo deverá manter: (i) 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; e, (ii) no máximo, 25% (vinte e cinco por cento) em quotas de Fundos de Investimento Financeiro - FIF e/ou títulos de renda fixa e/ou valores imobiliários de companhias abertas adquiridos em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

Após a constituição do Fundo, o administrador deverá solicitar à Comissão de Valores Mobiliários autorização para o seu funcionamento, sendo que a referida autorização dependerá do cumprimento dos seguintes requisitos: (i) prévio registro de distribuição pública de quotas, se for o caso; (ii) comprovação da subscrição da totalidade das quotas relativas ao patrimônio inicial; (iii) termo de constituição do Fundo, registrado no Cartório de Títulos e Documentos.

A subscrição total das quotas constitutivas do patrimônio inicial deverá ser encerrada no prazo máximo de 360 (trezentos e sessenta) dias, a contar da data da concessão do registro da distribuição de quotas pela Comissão de Valores Mobiliários, se cabível, ou da data da autorização para constituição do fundo, se destinada a colocação privada. As quotas do Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes corresponderão a frações ideais de seu patrimônio e assumirão a forma nominativa, sendo que somente será permitida a emissão de quotas de valor igual ou superior a R\$ 20.000,00 (vinte mil reais).

Conforme o Art. 4º, o regulamento do FMIEE deverá obrigatoriamente dispor sobre:

- I. qualificação da instituição administradora;
- II. política de investimento a ser adotada pelo administrador, ativos que poderão compor a Carteira do Fundo, e o estabelecimento da política de diversificação;
- III. taxa de ingresso ou critério para sua fixação;
- IV. remuneração do administrador;
- V. disponibilidade de informações para os quotistas, observado o disposto no capítulo IX;
- VI. despesas e encargos do Fundo;
- VII. possibilidade ou não de novas emissões;
- VIII. possibilidade e condições de amortização de quotas;
- IX. competência da Assembléia Geral de quotistas, critérios e requisitos para sua convocação e deliberação, observado o disposto no Capítulo IV.

A administração do FUNDO, compete à pessoa física ou jurídica autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários para exercer a atividade de administração de carteira de valores mobiliários. O administrador terá poderes para exercer todos os direitos inerentes aos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do Fundo, inclusive o de ação e o de comparecer e votar em assembleias gerais e especiais.

Em relação às obrigações do administrador do Fundo, incluem-se o dever de manter diligência em todos os atos e fatos administrativos exercidos em nome do Fundo, bem como a manutenção de livros e registros societários, além dos requisitos relativos à escrituração contábil e aos pareceres dos auditores independentes e o dever de manter em custódia junto à instituição autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários os títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do Fundo. Cabe salientar que qualquer benefício ou vantagem que o administrador venha a obter, que não estejam previstos no regulamento, devem ser imediatamente repassados para o Fundo.

É de fundamental importância destacar que o administrador do Fundo também tem a responsabilidade de elaborar estudos e análises de investimento que fundamentem as decisões a serem tomadas, mantendo os registros apropriados com as justificativas das recomendações e decisões tomadas, assim como de atualizar periodicamente os estudos e análises, permitindo perfeito acompanhamento dos investimentos realizados, objetivos alcançados, perspectivas de retorno e identificação de possíveis cursos de ação que maximizem o resultado do investimento.

As demonstrações financeiras das empresas emergentes cujos valores mobiliários constem da carteira do Fundo de Investimento em Empresas Emergentes deverão ser auditadas, anualmente, por auditor independente registrado na Comissão de Valores Mobiliários.

3.4.2 ICVM nº 391 - Fundos de Investimento em Participações - FIP

Os Fundos de Investimento em Participações foram criados e são regulamentados pela Instrução nº 391 da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, de 16 de julho de 2003.

O Fundo de Investimento em Participações, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração. Na denominação do fundo deverá constar a expressão "Fundo de Investimento em Participações", não se admitindo que, à denominação do fundo, sejam acrescentados nomes ou expressões que induzam a uma interpretação indevida quanto a seus objetivos, a sua política de investimento ou a seu público alvo.

Conforme o Art. 2º § 2º, a participação do fundo no processo decisório da companhia investida pode ocorrer: (i) pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle; (ii) pela celebração de acordo de acionistas ou, ainda; (iii) pela celebração de ajuste de natureza diversa ou adoção de procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

Conforme o Art. 5º, somente poderão investir no fundo investidores qualificados, nos termos da regulamentação editada pela CVM, relativa aos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários, com valor mínimo de subscrição de

R\$ 100.000,00 (cem mil reais). As quotas do Fundo de Investimento em Participações corresponderão a frações ideais de seu patrimônio líquido e assumirão a forma nominativa.

Conforme o Art. 6º, o regulamento do FIP deverá obrigatoriamente dispor sobre:

- I. prazo máximo para a integralização das quotas constitutivas do patrimônio inicial mínimo estabelecido para funcionamento, a contar da respectiva data de registro na CVM;
- II. qualificação da instituição administradora e, se for o caso, da gestora;
- III. política de investimento a ser adotada pelo administrador, com a indicação dos ativos que poderão compor a carteira do fundo e explicação sobre eventuais riscos de concentração da carteira e iliquidez desses ativos;
- IV. regras e prazo limite para chamadas de capital, observado o previsto no compromisso de investimento firmado pelo subscritor;
- V. regras e critérios para a fixação de prazo para as aplicações mencionadas no art. 2º, a partir de cada integralização de capital e, sobre a restituição do capital ou prorrogação deste prazo, no caso de não concretização do investimento no prazo estabelecido;
- VI. procedimento para eventual celebração de novo compromisso de investimento, e critérios detalhados sobre a avaliação das quotas adquiridas depois da subscrição inicial;
- VII. taxa de ingresso e/ou de saída a ser paga pelo cotista, e critério para sua fixação;
- VIII. metodologia para determinação do valor de contabilização dos ativos do fundo, inclusive quanto aos critérios de provisionamento e baixa de investimentos;
- IX. remuneração do administrador ou critério para sua fixação, podendo incluir taxa de administração e de performance;
- X. informações a serem disponibilizadas aos cotistas, sua periodicidade e forma de divulgação;
- XI. despesas e encargos do fundo;
- XII. possibilidades de amortização, com as respectivas condições, respeitado o disposto no Capítulo VI desta Instrução;
- XIII. competência da assembléia geral de cotistas, critérios e requisitos para sua convocação e deliberação;
- XIV. prazo de duração do fundo e condições para eventuais prorrogações;
- XV. indicação de possíveis conflitos de interesses;
- XVI. processo decisório para a realização, pelo fundo, de investimento e desinvestimento;
- XVII. existência, composição e funcionamento de conselho consultivo, comitê de investimentos, comitê técnico ou de outro comitê, se houver;
- XVIII. regras para a substituição do administrador;
- XIX. tratamento a ser dado aos direitos oriundos dos ativos da carteira do fundo, incluídos mas não limitados aos rendimentos, dividendos e juros sobre capital próprio e forma de distribuição ou reinvestimento destes direitos;
- XX. hipóteses de liquidação do fundo;
- XXI. possibilidade de utilização de bens e direitos, inclusive valores mobiliários, na amortização de quotas, bem como na liquidação do fundo, com o estabelecimento de critérios detalhados e específicos para a adoção desses procedimentos; e
- XXII. data de encerramento do exercício social.

A administração do fundo competirá à pessoa jurídica autorizada pela CVM para exercer a atividade de administração de carteira de valores mobiliários. As funções de administrador e de gestor poderão ser exercidas pela mesma pessoa jurídica legalmente habilitada, podendo o administrador contratar terceira pessoa, igualmente habilitada para o exercício profissional de administração de carteira, para gerir a carteira do fundo. O administrador terá poderes para exercer todos os direitos inerentes aos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do fundo, inclusive o de ação e o de comparecer e votar em assembleias gerais e especiais, podendo delegar para o gestor esses poderes, no todo ou em parte.

Em relação às obrigações do administrador do Fundo, incluem-se o dever de manter diligência em todos os atos e fatos administrativos exercidos em nome do Fundo, bem como a manutenção de livros e registros societários, além dos requisitos relativos à escrituração contábil e aos pareceres dos auditores independentes e o dever de manter em custódia junto à instituição autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários os títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do Fundo. Cabe salientar que também deve transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua condição de administrador do fundo.

O administrador do Fundo também tem a responsabilidade fornecer aos cotistas que, isolada ou conjuntamente, sendo detentores de pelo menos 10% (dez por cento) das quotas emitidas, assim requererem, estudos e análises de investimento, elaborados pelo gestor ou pelo administrador, que fundamentem as decisões tomadas em assembleia geral, incluindo os registros apropriados com as justificativas das recomendações e respectivas decisões; além de atualizações periódicas dos estudos e análises elaborados pelo gestor ou pelo administrador, permitindo acompanhamento dos investimentos realizados, objetivos alcançados, perspectivas de retorno e identificação de possíveis ações que maximizem o resultado do investimento.

As companhias fechadas objeto de investimento do Fundo deverão seguir determinadas práticas de governança, destacando-se: (i) estabelecimento de um mandato unificado de 1 (um) ano para todo o Conselho de Administração; (ii) adesão à câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários; (iii) no caso de

abertura de seu capital, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade mantenedora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de práticas de governança corporativa previstos nos incisos anteriores; e (iv) auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.

3.4.3 Comparativo: ICVM nº 209/94 - Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes - FMIEE e ICVM nº 391 - Fundos de Investimento em Participações - FIP

O quadro abaixo apresenta um comparativo entre os FMIEE e os FIP sob diversos aspectos:

Descrição / Fundos	Capital de risco (<i>Venture capital</i>)	Investimento em participações (<i>Private equity</i>)
1) Acompanhamento	Governança corporativa mais ativa	Participação no gerenciamento
2) Tipo de investimento	Minoritário	Minoritário ou majoritário
3) Montante investido	Investimento menor (volumes/empresas)	Valores mais altos de investimento
4) Estrutura do investimento	Ações e debêntures conversíveis	Diversas estruturas
5) Destinação de recursos	Tudo para a operação (<i>money in</i>)	Parte para o empreendedor (<i>cash out</i>)
6) Expectativa crescimento	Altas taxas de crescimento	Aceitação de taxas menores
7) Expectativa de retorno	Entre 25% e 40% ao ano	Em torno de 35% ao ano.
8) Prazo de investimento	Entre quatro e sete anos	Expectativa de oito anos
9) Segmento empresarial	Procura de segmentos específicos	Todos os segmentos
10) Principal forma de saída	Investidor estratégico; mercado de capitais	Procura a criação de fundo de resgate

Quadro 1: Características dos FMIEE (*Venture Capital*) e FIP (*Private Equity*)

Fonte: Baldassi e Crispim – Fundos de Capital de Risco: Suporte para romper as barreiras de entrada?

3.5 PRÁTICAS CONTÁBEIS RELATIVAS À AVALIAÇÃO DA CARTEIRA DE INVESTIMENTO DE FUNDOS DE CAPITAL DE RISCO (*VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY*)

A avaliação dos investimentos em fundos de VC/PE tem sido um assunto muito discutido pela indústria de capital de risco, tanto no Brasil quanto no exterior. Historicamente, os fundos de VC/PE têm adotado diversas metodologias de avaliação para as carteiras de investimentos, que dificultam o acompanhamento dos investimentos realizados pelos fundos por parte dos usuários e inviabilizam a comparação de desempenho obtido por diferentes fundos de VC/PE. As principais metodologias de avaliação que têm sido adotadas pela indústria de capital de risco são: (i) custo histórico de aquisição; (ii) custo histórico de aquisição, ajustado por transações de capital subsequentes; (iii) valor justo (*fair value*); e (iv) equivalência patrimonial e consolidação. (ABVCAP, 2010)

3.5.1 Contexto: Harmonização Contábil

Nos últimos dez anos, as práticas contábeis mundiais vêm passando por um processo de intitulado “harmonização contábil internacional”, com a convergência entre os *International Financial Reporting Standards* (IFRS), emitidos pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), e os *United States Generally Accepted Accounting Principles* (US GAAP), emitidos pelo *Financial Accounting Standards Board* (FASB).

Em outubro de 2002, o FASB e o IASB formalizaram seu compromisso com a convergência entre os IFRS e os US GAAP emitindo um protocolo de intenções (normalmente chamado de “Acordo de Norwalk”). Os dois conselhos concordaram em envidar seus melhores esforços para: (i) tornar seus princípios contábeis totalmente compatíveis, assim que possível; e (ii) coordenar seus programas de trabalho futuros para assegurar que a compatibilidade seja mantida, depois de alcançada.

Tal processo, no Brasil, foi iniciado através da Resolução do CFC 1.055/05, que criou o Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC, entidade que tem por objeto o estudo, o preparo e a emissão de pronunciamentos técnicos sobre procedimentos de Contabilidade e a divulgação de informações dessa natureza, para permitir a emissão de normas pela entidade reguladora brasileira, visando à centralização e uniformização de seu processo de produção, levando sempre em conta a convergência da Contabilidade Brasileira aos padrões internacionais.

O marco legal para a referida harmonização foi a Lei 11.638/07, que alterou de forma significativa a Lei 6.404/76, e suas alterações posteriores através da Medida Provisória 449/08, convertida na Lei 11.941/09.

Dentre as mudanças trazidas pelas novas práticas contábeis, destacam-se, sem dúvida, o resgate da primazia da essência econômica das operações em relação aos seus aspectos formais, a perfeita segregação da escrituração mercantil e tributária, a adoção de prática contábil uniforme independentemente da forma de constituição das sociedades e o aumento do grau de subjetividade em relação à avaliação dos elementos patrimoniais em função da utilização de princípios em detrimento de normas (regras). Nesse sentido, é fundamental destacar a adoção e incorporação do “valor justo” (“*fair value*”) às práticas contábeis.

3.5.2 Práticas contábeis adotadas no Brasil

Conforme a Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis do Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC, existem determinadas bases de mensuração dos elementos das demonstrações contábeis. Mensuração é o processo que consiste em determinar os valores pelos quais os elementos das demonstrações contábeis devem ser reconhecidos e apresentados no balanço patrimonial e na demonstração do resultado. Essas bases incluem o seguinte:

(i) Custo histórico: os ativos são registrados pelos valores pagos ou a serem pagos em caixa ou equivalentes de caixa ou pelo valor justo dos recursos que são entregues para adquiri-los na data da aquisição, podendo ou não ser atualizados pela variação na capacidade geral de compra da moeda. Os passivos são registrados pelos valores dos recursos que foram recebidos em troca da obrigação ou, em algumas circunstâncias (por exemplo, imposto de renda), pelos valores em caixa ou equivalentes de caixa que serão necessários para liquidar o passivo no curso normal das operações, podendo também, em certas circunstâncias, ser atualizados monetariamente;

(ii) Custo corrente: os ativos são reconhecidos pelos valores em caixa ou equivalentes de caixa que teriam de ser pagos se esses ativos ou ativos equivalentes fossem adquiridos na data do balanço. Os passivos são reconhecidos pelos valores em caixa ou equivalentes de caixa, não descontados, que seriam necessários para liquidar a obrigação na data do balanço;

(iii) Valor realizável (valor de realização ou de liquidação): os ativos são mantidos pelos valores em caixa ou equivalentes de caixa que poderiam ser obtidos pela venda numa forma ordenada. Os passivos são mantidos pelos seus valores de liquidação, isto é, pelos valores em caixa e equivalentes de caixa, não descontados, que se espera seriam pagos para liquidar as correspondentes obrigações no curso normal das operações da entidade; e

(iv) Valor presente: os ativos são mantidos pelo valor presente, descontado, do fluxo futuro de entrada líquida de caixa que se espera seja gerado pelo item no curso normal das operações da entidade. Os passivos são mantidos pelo valor presente, descontado, do fluxo futuro de saída líquida de caixa que se espera seja necessário para liquidar o passivo no curso normal das operações da entidade.

3.5.2.1 Custo histórico de aquisição

A base de mensuração mais comumente adotada pelas entidades na preparação de suas demonstrações contábeis é o custo histórico. Ele é normalmente combinado com outras bases de avaliação. Por exemplo, os estoques são, em geral, mantidos pelo menor valor entre o custo e o valor líquido de realização, os títulos e ações negociáveis podem em determinadas circunstâncias ser mantidos a valor de mercado e os passivos decorrentes de pensões são mantidos pelo valor presente de tais benefícios no futuro. Além disso, em algumas circunstâncias entidades usam a base de custo corrente como uma resposta à incapacidade do modelo contábil de custo histórico enfrentar os efeitos das mudanças de preços dos ativos não monetários.

Conforme o Art. 183 da Lei nº 6.404/76, os elementos do ativo serão avaliados segundo os seguintes critérios:

I - as aplicações em instrumentos financeiros, inclusive derivativos, e em direitos e títulos de créditos, classificados no ativo circulante ou no realizável a longo prazo:

a) pelo seu valor justo, quando se tratar de aplicações destinadas à negociação ou disponíveis para venda; e

b) pelo valor de custo de aquisição ou valor de emissão, atualizado conforme disposições legais ou contratuais, ajustado ao valor provável de realização, quando este for inferior, no caso das demais aplicações e os direitos e títulos de crédito;

(...)

III - os investimentos em participação no capital social de outras sociedades, ressalvado o disposto nos artigos 248 a 250, pelo custo de aquisição, deduzido de provisão para perdas prováveis na realização do seu valor, quando essa perda estiver comprovada como permanente, e que não será modificado em razão do recebimento, sem custo para a companhia, de ações ou quotas bonificadas;

IV - os demais investimentos, pelo custo de aquisição, deduzido de provisão para atender às perdas prováveis na realização do seu valor, ou para redução do custo de aquisição ao valor de mercado, quando este for inferior;

(...)

§ 1º Para efeitos do disposto neste artigo, considera-se valor justo:

(...)

c) dos investimentos, o valor líquido pelo qual possam ser alienados a terceiros.

d) dos instrumentos financeiros, o valor que pode se obter em um mercado ativo, decorrente de transação não compulsória realizada entre partes independentes; e, na ausência de um mercado ativo para um determinado instrumento financeiro:

1) o valor que se pode obter em um mercado ativo com a negociação de outro instrumento financeiro de natureza, prazo e risco similares;

2) o valor presente líquido dos fluxos de caixa futuros para instrumentos financeiros de natureza, prazo e risco similares; ou

3) o valor obtido por meio de modelos matemático-estatísticos de precificação de instrumentos financeiros.

Com base na metodologia do custo histórico de aquisição ajustado por provisão para perdas (“*impairment*”), o investimento é inicialmente contabilizado pelo custo de aquisição e, posteriormente, de forma periódica, aplica-se o teste de *impairment*. Caso haja evidência ou indícios de que o valor do custo de aquisição não seria recuperado em uma transação de venda ou por meio da liquidação da empresa investida, o valor do investimento deve ser ajustado por meio da constituição de provisão para perdas. Essa metodologia não permite o aumento do valor contábil do investimento, exceto quando da efetiva realização por venda ou liquidação. (ABVCAP, 2010)

Da mesma forma, a metodologia do custo histórico de aquisição ajustado por transações de capital subsequentes é semelhante à metodologia anterior, porém com a diferença de que o valor do investimento em carteira pode ser reavaliado,

sendo elevado ou reduzido, quando da ocorrência de transações de capital com terceiros envolvendo a empresa investida após o investimento inicial do fundo de VC/PE. Conceitos de transações de capital envolvem, por exemplo: (i) venda parcial de participações societárias; (ii) fusões; e (iii) entrada de novos sócios na empresa investida. Em tais situações, o gestor de capital de risco passa a utilizar a avaliação de terceiros da empresa investida envolvida em uma transação de capital como referência para o valor do investimento em vez do custo histórico de aquisição, originalmente estabelecido. (ABVCAP, 2010)

3.5.2.2 Método de Equivalência Patrimonial - MEP

O Art. 248 da Lei nº 6.404/76 se refere à avaliação de investimentos em coligadas e controladas, através do Método da Equivalência Patrimonial - MEP.

Art. 248. No balanço patrimonial da companhia, os investimentos em coligadas ou em controladas e em outras sociedades que façam parte de um mesmo grupo ou estejam sob controle comum serão avaliados pelo método da equivalência patrimonial, de acordo com as seguintes normas:

I - o valor do patrimônio líquido da coligada ou da controlada será determinado com base em balanço patrimonial ou balancete de verificação levantado, com observância das normas desta Lei, na mesma data, ou até 60 (sessenta) dias, no máximo, antes da data do balanço da companhia; no valor de patrimônio líquido não serão computados os resultados não realizados decorrentes de negócios com a companhia, ou com outras sociedades coligadas à companhia, ou por ela controladas;

II - o valor do investimento será determinado mediante a aplicação, sobre o valor de patrimônio líquido referido no número anterior, da porcentagem de participação no capital da coligada ou controlada;

III - a diferença entre o valor do investimento, de acordo com o número II, e o custo de aquisição corrigido monetariamente; somente será registrada como resultado do exercício:

a) se decorrer de lucro ou prejuízo apurado na coligada ou controlada;

b) se corresponder, comprovadamente, a ganhos ou perdas efetivos;

c) no caso de companhia aberta, com observância das normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários.

§ 1º Para efeito de determinar a relevância do investimento, nos casos deste artigo, serão computados como parte do custo de aquisição os saldos de créditos da companhia contra as coligadas e controladas.

§ 2º A sociedade coligada, sempre que solicitada pela companhia, deverá elaborar e fornecer o balanço ou balancete de verificação previsto no número I.

O objetivo do MEP é refletir os acréscimos ou decréscimos do patrimônio líquido de uma investida resultantes de seus lucros ou prejuízos (dentre outros eventos que alterem o patrimônio). O conceito do método da equivalência patrimonial baseia-se no fato de que os resultados e quaisquer variações patrimoniais de uma investida devem ser reconhecidos, nas demonstrações contábeis da investidora, no momento de sua ocorrência.

A introdução das novas normas contábeis provocou uma grande alteração na aplicação do MEP: o conceito de relevância não produz mais efeito para fins do critério de aplicação ou não do MEP. Eram considerados relevantes e, portanto, passíveis de contabilização pela equivalência patrimonial os investimentos cujo valor contábil era, individualmente, superior a 10% do patrimônio líquido da investidora ou, em conjunto, maior do que 15% do seu patrimônio líquido. Agora, basta haver influência significativa na gestão da empresa para que o MEP seja aplicado.

A metodologia do MEP é normalmente adotada por empresa e investidores estratégicos (corporações) para avaliar investimentos em outras empresas. Segundo a equivalência patrimonial e consolidação, o investimento é originalmente avaliado pelo custo histórico de aquisição e, posteriormente, ajustado com base nas variações do patrimônio líquido da empresa investida. Como resultado, os lucros ou prejuízos apurados pelas empresas investidas são reconhecidos concomitantemente nas investidoras. Dessa forma, o valor contábil do investimento nas demonstrações contábeis da investidora reflete o percentual de participação no capital social da investida aplicado de forma proporcional nos resultados apurados pela investida. No caso de participações que resultem em controle da empresa investida, ou controle compartilhado, quando nenhum investidor detém isoladamente o controle da investida, as demonstrações contábeis desta são apresentadas de forma consolidada nas demonstrações financeiras da investidora. (ABVCAP, 2010)

3.5.2.3 Valor Justo

A metodologia do valor justo pressupõe que os investimentos em VC/PE sejam periodicamente reavaliados pelo seu valor estimado de mercado ou de realização, reconhecendo os ganhos ou as perdas em cada investimento à medida das alterações do valor econômico da empresa investida na data das demonstrações contábeis. O conceito de valor justo de um ativo é definido contabilmente pelo CPC como “aquele que pode ser negociado entre as partes interessadas — conhecedoras do negócio e independentes entre si — livres de fatores que pressionem a liquidação de transações ou que caracterizem uma transação compulsória”.

Segundo a ABVCAP (2010), os critérios comumente utilizados pela metodologia do valor justo são classificados de forma hierárquica em três grandes grupos, sendo:

(i) Transações de capital identificáveis: o valor do investimento é definido com base na avaliação resultante de uma transação de capital específica envolvendo a empresa investida. Por exemplo, o valor da avaliação realizada no último aumento de capital da empresa investida ou na mais recente venda de ações da empresa investida para terceiros, de forma similar à metodologia de custo histórico ajustado por transações de capital subseqüentes. É importante ressaltar que esta avaliação é aplicada somente no caso de ter havido uma transação de capital identificável no período de até um ano anterior à data de avaliação da empresa investida.

(ii) Empresas similares e múltiplos de mercado: o valor do investimento é estimado utilizando-se múltiplos de mercado para empresas comparáveis, ou seja, empresas que atuem na mesma indústria ou segmento de mercado do que uma determinada empresa investida. Esta avaliação permite considerar múltiplos de vendas, EBITDA, quantidade de clientes e outros parâmetros mensuráveis relacionados às empresas similares, cujas ações devem ser listadas e negociadas com liquidez em bolsa de valores ou em um sistema de balcão organizado. A definição do(s) múltiplo(s) a ser(em) adotado(s) fica à critério do gestor de VC/PE. Esta avaliação é adotada na ausência de transações de capital identificáveis envolvendo a empresa investida. Entretanto, a empresa investida precisa apresentar um desempenho mensurável e relevante, além de atuar em uma indústria ou segmento de mercado com dados disponíveis para empresas comparáveis.

(iii) Avaliação com base em projeções: o valor do investimento é estimado com base no valor presente dos fluxos projetados de caixa descontados da empresa investida. Esta avaliação tende a ser utilizada em circunstâncias que dificultem a aplicação dos critérios (i) e (ii) anteriores.

(ABVCAP, 2010)

É importante destacar que, apesar da metodologia do valor justo possibilitar que as oscilações no valor dos investimentos sejam mensuradas ao longo do tempo, a sua aplicação está sustentada em uma série de premissas sujeitas a interpretações e questionamentos que exigem avaliações criteriosas.

3.5.2.4 Comparativo das principais metodologias utilizadas para avaliação contábil das empresas investidas por fundos de VC/PE no Brasil

A dificuldade de avaliação está na contabilização dos ativos das empresas de capital fechado, justamente a maioria do universo de empresas investidas por fundos de VC/PE, pois no caso de empresas listadas em bolsas de valores, a própria cotação das ações reflete o seu valor de mercado.

As Instruções CVM nº 209/94 e nº 391/03 orientam apenas que a metodologia usada para determinar o valor de contabilização dos ativos deve constar do seu regulamento, o que dá liberdade para que cada gestor utilize o procedimento que achar mais conveniente.

A discussão vem à tona em um momento em que há uma tendência de adoção do valor justo, ou de mercado, para contabilizar ativos — e não só nos fundos de *venture capital* e *private equity*, mas também nas empresas como um todo. Essa prática é considerada um avanço em termos contábeis, motivo pelo qual alguns fundos de capital de risco já adotam a metodologia.

Metodologia	Vantagens	Desvantagens
Custo histórico de aquisição	Objetividade e conservadorismo, já que o valor se mantém constante.	Não reflete o momento da empresa. Ao longo do tempo, o valor se afasta muito do valor de mercado.
Valor justo	Espelha com mais nitidez as condições de mercado. Aproxima-se do valor pelo qual a empresa seria vendida.	Maior grau de subjetividade, já que se baseia em premissas e projeções sujeitas a questionamentos.
Equivalência patrimonial	De fácil implementação, já que o investimento é atualizado de acordo com variações no patrimônio líquido da empresa.	Não incorpora as perspectivas para a companhia. Não é sensível a variações do mercado.

Quadro 2: Comparativo das principais metodologias utilizadas para avaliação contábil das empresas investidas por fundos de VC/PE no Brasil

Fonte: Revista Capital Aberto: *Private Equity* – Edição Especial: Junho 2010 – Artigo “Miscelânea de Cálculos”.

3.5.3 Práticas contábeis internacionais de avaliação de capital de risco

O processo de convergência de normas entre as IFRS e os US GAAP, com a consequente revisão dos pronunciamentos contábeis mais relevantes, tem data de conclusão prevista 30 de junho de 2011. Cabe salientar, no entanto, que este processo ainda apresenta visões divergentes entre as duas práticas contábeis, principalmente, quanto à avaliação dos instrumentos financeiros. Enquanto o IASB permite a contabilização de alguns instrumentos pelo custo amortizado, a proposta do FASB sugere a adoção de valor justo em todas as situações.

A discussão no exterior também abrange a indústria de *venture capital* e *private equity*. Os US GAAP avaliam os investimentos de capital de risco pelo método do valor justo. No caso das IFRS, ainda não existe uma prática claramente definida. Como consequência, as associações de capital de risco acabam estabelecendo as práticas contábeis aplicáveis à indústria de VC/PE.

As principais associações de capital de risco mundiais são: *National Venture Capital Association* (NVCA), dos Estados Unidos da América, cuja publicação do guia de avaliação é de responsabilidade do *Private Equity Industry Guidelines Group*

(PEIGG); *European Venture Capital Association* (EVCA); e *British Venture Capital Association* (BVCA), especificamente da Inglaterra; porém também existem outras associações como *Association Française des Investisseurs en Capital* (AFIC), *Australian Venture Capital Association* (AVCA); *Canadian Venture Capital Association* (CVCA); *Latin America Venture Capital Association* (LAVCA); *Israel Venture Capital* (IVC); *Emerging Markets Private Equity Association* (EMPEA), entre outras.

Em março de 2005, a AFIC, BVCA e EVCA em conjunto criaram o *International Private Equity e Venture Capital Valuation Board* (IPEV Board), com o intuito de desenvolver um guia para avaliação de investimentos de VC/PE, o *International Private Equity e Venture Capital Valuation Guideline* (IPEV). A iniciativa refletia a necessidade de uma maior comparabilidade entre as práticas utilizadas pela indústria e a harmonização com os *International Financial Reporting Standards* (IFRS) e os *United States Generally Accepted Accounting Principles* (US GAAP). Dessa forma, foram criadas orientações de avaliação a serem utilizadas pela indústria de capital de risco para avaliar investimentos e fornecer base consistente para os gestores de fundos e os investidores acompanharem o valor dos investimentos existentes. As novas diretrizes têm base no princípio geral do valor justo (*fair value*), a fim de ser coerente com os IFRS e os US GAAP.

3.5.3.1 International Private Equity e Venture Capital Valuation Guideline (IPEV)

Segundo o IPEV, a crescente importância atribuída pelas autoridades contábeis internacionais ao Valor Justo (*Fair Value*) reitera a necessidade do uso consistente de padrões mundiais de valoração, normas e diretrizes que forneçam um arcabouço para a determinação consistente de valores para o tipo de investimentos realizados pelos fundos de VC/PE. Os fundos de capital de risco são tipicamente governados por uma combinação de disposições reguladoras ou legais ou, ainda, por termos contratuais. Essas diretrizes não pretendem recomendar a base sobre a qual os investimentos são avaliados na contabilidade dos fundos. O conselho administrativo do IPEV confirma o “valor justo” como sendo a melhor medida de

avaliar empresas do portfólio de capital de risco bem como os investimentos em fundos de capital de risco.

O apoio do conselho ao valor justo se sustenta na transparência com que apresenta os investidores nos fundos, os quais utilizam o valor justo como indicação da *performance* interina da carteira de empresas investidas. Além disso, os investidores institucionais exigem o valor justo na tomada de decisões quanto à alocação de ativos e na geração de relatórios financeiros para fins regulatórios.

O IPEV define o conceito de “*fair value*” como o preço pelo qual uma transação ordenada ocorreria entre os participantes do mercado, na data de uma demonstração financeira. Para os instrumentos cotados, os preços de mercado disponíveis serão a base primária para a determinação do valor justo. Para os investimentos não cotados, a estimativa do valor justo exige que o avaliador pressuponha que o valor da empresa subsidiária seja realizado na data da demonstração financeira, devidamente alocado aos diversos interesses, sem levar em conta se a empresa subsidiária está preparada para a venda ou se os seus acionistas pretendem vendê-la em um futuro próximo.

Em relação aos princípios de avaliação, ao se estimar o valor justo para um investimento, o avaliador deve aplicar uma metodologia apropriada quanto à natureza, aos fatos e às circunstâncias do investimento e sua materialidade no contexto do portfólio total dos investimentos, devendo usar dados razoáveis e informações de mercado, premissas e estimativas.

Em investimentos de capital de risco, o valor é geralmente obtido através de uma venda ou flutuação de toda a empresa subsidiária, em vez de fazê-lo através da transferência de participações de acionistas individuais. O valor do negócio como um todo na data da demonstração financeira (Valor da Empresa: “*Enterprise Value*”) irá, em geral, fornecer uma estimativa-chave do valor das participações de investimentos naquela empresa.

O valor justo é estimado pelo avaliador, sejam quais forem as metodologias de valoração utilizadas, a partir do valor da empresa (*enterprise value*), como segue:

- (i) Determinar o valor da empresa investida utilizando metodologias de valoração;
- (ii) Ajustar o valor da empresa investida para ativos e passivos excedentes, além de outras contingências e fatores relevantes para derivar um valor “ajustado” de empresa (“*adjusted enterprise value*”);
- (iii) Deduzir desta quantia quaisquer instrumentos financeiros posicionados acima do instrumento de mais alta classificação do fundo em um cenário de liquidação (por exemplo, a quantia que seria paga) e levando em conta o efeito de qualquer instrumento capaz de diluir o investimento do fundo para derivar o valor atribuível à empresa investida (“*attributable enterprise value*”);
- (iv) Alocar o valor atribuível à empresa entre os instrumentos relevantes da empresa de acordo com sua relevância;
- (v) Alocar as quantias derivadas de acordo com a participação do fundo em cada instrumento financeiro, representando seu valor justo.

Devido à complexa interação desses fatores e geralmente à falta de transações de mercado diretamente comparáveis, deve-se tomar precauções ao utilizar informações disponíveis ao público em relação a outras entidades na avaliação de um investimento. De modo a determinar o valor justo de um investimento, o avaliador deverá fazer os julgamentos e as estimativas necessárias para ajustar os dados do mercado de modo a refletir o impacto potencial de outros fatores tais como: geografia, risco de crédito, moeda, direitos atribuíveis, índices de preço de instrumentos e volatilidade.

Dessa forma, deve-se reconhecer que, enquanto as avaliações fornecem indicações interinas úteis sobre o progresso de um investimento específico ou carteira de investimentos, a *performance* somente pode ser definitivamente determinada após a realização efetiva. Um avaliador deve estar ciente das razões pelas quais os procedimentos de realização são diferentes de suas estimativas de valor justo.

O valor justo deve refletir as estimativas e os pressupostos razoáveis para todos os fatores significativos que se esperaria serem considerados pelas partes envolvidas em uma transação dentro do valor normal de mercado, incluindo aqueles com impacto sobre os fluxos de caixa esperados do investimento e mediante o grau de risco associado a esses fluxos de caixa.

Ao avaliar a razoabilidade dos pressupostos e estimativas, o avaliador deve:

- observar que o objetivo é repetir os pressupostos que as partes em uma transação assumiriam na data de uma demonstração financeira;
- levar em conta os eventos subsequentes que fornecem evidências adicionais para as condições existentes na data de uma demonstração financeira;
- levar em conta as condições do mercado atual na data de uma demonstração financeira; e
- levar em conta as considerações de materialidade.

Em relação às metodologias de avaliação, segundo o IPEV, existe uma série de metodologias que podem ser consideradas para o uso em estimativas de valor justo de instrumentos não cotados, as quais devem ser alteradas conforme necessário para incorporar fatores específicos que afetem o valor justo. O critério-chave na seleção da metodologia é que ela deve estar adequada em relação à natureza, aos fatos e às circunstâncias do investimento e sua materialidade no contexto de toda a carteira de investimentos. O avaliador pode considerar a utilização de outras metodologias para verificar o valor justo derivado, caso adequado.

Ao selecionar a metodologia adequada, cada investimento deve ser analisado individualmente. No caso de um grupo imaterial de investimentos de um portfólio ser semelhante em termos de seu perfil de risco e indústria, é aceitável aplicar a mesma metodologia em todos os investimentos daquele grupo imaterial. A metodologia aplicada deve ser consistente com aquela utilizada em investimentos materiais, com um perfil de risco similar àquela indústria.

Uma metodologia apropriada incorporará as informações disponíveis sobre todos os fatores propensos a afetar de forma material o valor justo do investimento. O avaliador seleciona a metodologia de avaliação mais adequada e conseqüentemente faz os ajustes de valoração com base nas informações e suas experiências de julgamento. Isso irá incluir a consideração a fatores tais como:

- a relativa aplicabilidade das metodologias usadas dada a natureza da indústria e as condições de mercado atuais;
- a qualidade e a confiabilidade dos dados usados em cada metodologia;
- a comparabilidade do “negócio” do investimento ou data da transação;
- o estágio de desenvolvimento da empresa;
- a capacidade da empresa de gerar lucros que se mantenham, ou um fluxo de caixa positivo; e
- quaisquer considerações adicionais exclusivas ao empreendimento.

As principais metodologias consideradas pelo IPEV *Guideline* são:

3.5.3.1.1 Preço de Investimento Recente (“*Price of Recent Investment*”)

Quando o investimento a ser avaliado tiver sido realizado recentemente, seu custo pode fornecer uma boa indicação de valor justo. Quando houver investimentos recentes na empresa investida, o preço desses investimentos fornecerá uma base para a avaliação.

A validade de uma avaliação obtida dessa forma se deteriora inevitavelmente com o passar do tempo, uma vez que o preço pelo qual um investimento foi realizado reflete os efeitos das condições que se apresentavam na data da transação. Em um ambiente dinâmico, as mudanças nas condições de mercado, a própria passagem do tempo e outros fatores atuarão no sentido de diminuir a adequação desta metodologia como meio de estimar valores em datas

subsequentes. Além disso, quando o preço pago por terceiros no investimento for considerado como base de valoração, o histórico da transação deve ser levado em conta.

Na aplicação da metodologia do “Preço de Investimento Recente”, o avaliador utiliza o custo inicial do próprio investimento ou, se houver um investimento subsequente, o preço pelo qual uma quantia significativa de um novo investimento na empresa foi feito, para estimar o valor da empresa. Entretanto, somente por um período limitado de tempo que se segue à data da transação relevante, o avaliador deve de qualquer forma avaliar, em cada fechamento de demonstrações financeiras, se mudanças ou eventos subsequentes à transação relevante implicariam em uma mudança no valor justo do investimento.

3.5.3.1.2 Múltiplos (“*Multiples*”)

Esta metodologia envolve a aplicação de um múltiplo de ganhos aos ganhos de uma empresa sendo avaliada para derivar um valor para o negócio. Ela parece apropriada ao investimento em uma empresa estabelecida com um fluxo identificável de ganhos contínuos considerados recorrentes.

Ao utilizar a metodologia dos múltiplos de ganhos para estimar o valor justo de um investimento, o avaliador deve:

- (i) Aplicar um múltiplo apropriado e razoável (dado o perfil de risco e as perspectivas de crescimento dos ganhos da empresa subsidiária) aos ganhos recorrentes da empresa;
- (ii) Ajustar o valor da empresa para ativos superavaliados ou passivos subavaliados e outras contingências e fatores relevantes para derivar um valor ajustado para a empresa investida;
- (iii) Deduzir desta quantia quaisquer instrumentos financeiros posicionados acima do instrumento de mais alta classificação do fundo em um cenário de liquidação (por exemplo, a quantia que seria paga) e levando em conta

o efeito de quaisquer instrumentos que possam diluir o investimento do fundo para derivar o valor atribuível da empresa;

- (iv) Alocar o valor atribuível da empresa adequadamente entre os instrumentos financeiros relevantes.

3.5.3.1.3 Ativos Líquidos (“*Net Assets*”)

Esta metodologia envolve a derivação do valor de uma empresa por referência aos seus ativos líquidos. Ela é adequada provavelmente a um negócio cujos valores derivam principalmente do valor justo de seus ativos em vez de seus ganhos, tais como empresas que possuem propriedades e negócios de investimento.

Esta metodologia também pode ser adequada a um negócio que não esteja trazendo um retorno apropriado sobre ativos e para o qual um valor maior pode ser realizado através da liquidação do negócio e a venda de seus ativos. No contexto do capital de risco isso pode ser adequado a certas circunstâncias, para a avaliação de investimentos em empresas deficitárias e empresas que obtêm apenas níveis de lucro marginais.

Ao utilizar a metodologia dos Ativos Líquidos para estimar o Justo Valor de um Investimento, o avaliador deve:

- (i) Derivar um valor de empresa utilizando mensurações adequadas para avaliar seus ativos e passivos (incluindo, se adequado, ativos e passivos contingentes);
- (ii) Deduzir desta quantia quaisquer instrumentos financeiros posicionados acima do instrumento de mais alta classificação do fundo em um cenário de liquidação (por exemplo, a quantia que seria paga) e levando em conta o efeito de quaisquer instrumentos que possam diluir o investimento do fundo para derivar o valor atribuível à empresa; e

- (iii) Alocar o valor atribuível à empresa adequadamente entre os instrumentos financeiros relevantes.

3.5.3.1.4 Fluxos de Caixa ou Ganhos Descontados da Empresa Subsidiária (“*Discounted Cash Flows or Earnings of Underlying Business*”)

Esta metodologia envolve a derivação do valor de uma empresa através do cálculo do valor presente e dos fluxos de caixa esperados para o futuro (ou o valor presente de ganhos futuros, em substituição aos fluxos de caixa esperados para o futuro). Os fluxos de caixa e o “valor terminal” são aqueles da empresa subsidiária, não aqueles do próprio investimento.

A técnica dos Fluxos de Caixa Descontados (*Discounted Cash Flows - DCF*) é flexível na medida em que pode ser aplicada a qualquer corrente de fluxos de caixa (ou ganhos). No contexto da valoração de capital de risco, essa flexibilidade possibilita que a metodologia seja aplicada em situações nas quais outras metodologias não podem ser aplicadas. Enquanto ela permite sua aplicação aos negócios ao atravessarem um período de grandes mudanças, tais como um resgate financeiro, uma recuperação (*turnaround*), um reposicionamento estratégico, um déficit ou, ainda, que esteja em sua fase de *start-up*, existe um risco significativo de utilizá-la.

As desvantagens da metodologia DCF giram em torno de sua demanda de previsões de fluxo de caixa precisas e a necessidade de estimar o “valor terminal” e uma taxa adequada de desconto ajustada ao risco. Todas essas informações requerem julgamentos substancialmente subjetivos, e o valor derivado presente em geral é sensível a essas premissas de informação.

Devido ao alto nível de subjetividade na seleção de premissas para esta técnica, as valorações com base em DCF são úteis como uma verificação cruzada dos valores estimados, em comparação a metodologias sustentadas no mercado. Esta técnica somente deve ser utilizada de forma isolada de outras metodologias e com a máxima cautela.

Ao avaliar a adequação desta metodologia, o avaliador deve considerar se as desvantagens e sensibilidades gerarão, em circunstâncias específicas, um valor justo insuficientemente confiável.

Ao usar a metodologia dos Fluxos de caixa ou Ganhos Descontados (da Empresa Subsidiária) para estimar o valor justo de um investimento, o avaliador deve:

- (i) Derivar o valor de empresa usando pressupostos razoáveis e estimativas dos fluxos de caixa esperados para o futuro (ou ganhos esperados para o futuro) e o valor terminal, e descontando-o ao valor presente e aplicando a taxa ao risco adequada, que quantifica o risco inerente à empresa;
- (ii) Deduzir desta quantia quaisquer instrumentos financeiros posicionados acima do instrumento de mais alta classificação do Fundo em um cenário de liquidação (por exemplo., a quantia que seria paga) e levando em conta o efeito de quaisquer instrumentos que possam diluir o investimento do fundo para derivar o valor atribuível da empresa;
- (iii) Alocar o valor atribuível da empresa adequadamente entre os instrumentos financeiros relevantes.

3.5.3.1.5 Fluxos de Caixa Descontados do Investimento (*“Discounted Cash Flows from the Investment”*)

Esta metodologia aplica o conceito e a técnica do DCF aos fluxos de caixa esperados do próprio investimento. Quando a realização de um investimento ou uma flutuação da empresa subsidiária é iminente e a precificação da transação relevante tiver sido acordada substancialmente, a metodologia dos Fluxos de Caixa Descontados do Investimento (ou, em substituição, o uso de um simples desconto no procedimento de realização ou no valor de flutuação) pode ser a metodologia mais apropriada.

Esta técnica, devido à sua flexibilidade, é capaz de ser aplicada a todas as situações de investimento em ativos privados. Ela é particularmente adequada na valoração de investimentos de não patrimoniais em instrumentos como dívida e dívida mezanino (*mezzanine debt*), uma vez que o valor de tais instrumentos deriva principalmente de fluxos de caixa específicos a instrumentos mais do que do valor da empresa subsidiária como um todo.

Devido a sua dependência inerente de julgamentos subjetivos substanciais, o avaliador deve ter extrema cautela ao utilizar esta metodologia como a base principal de estimativa do valor justo para investimentos que incluem um elemento patrimonial. Em geral, ela será de utilidade como um verificador dos valores produzidos quando da utilização de outras metodologias.

Ao usar a metodologia dos Fluxos de Caixa Descontados (do Investimento) para estimar o valor justo de um investimento, o avaliador deve derivar o valor presente do investimento, usando pressupostos e estimativas razoáveis de fluxos de caixa esperados para o futuro e o valor terminal e a data, além da taxa ajustada ao risco que quantifica o risco inerente do investimento.

3.5.3.1.6 *Benchmarks* de Valoração da Indústria

Uma série de indústrias tem *benchmarks* de valoração específicos à própria indústria, tais como “preço por leito” (em clínicas de saúde) e “preço por assinante” (para empresas de televisão a cabo). Outras indústrias, incluindo certos serviços financeiros, setores de tecnologia da informação e alguns setores de serviços nos quais contratos de longo prazo são uma característica-chave, usam múltiplos de receita como *benchmark* de valoração.

Essas normas da indústria geralmente se baseiam na suposição de que os investidores estão dispostos a pagar pelo volume de negócios ou a parcela de mercado, assim como que a lucratividade normal do negócio na indústria não varia muito.

O uso de tais *benchmarks* da indústria somente poderá ser confiável e, portanto, apropriado como base principal da estimativa do valor justo em situações limitadas, e será mais provavelmente mais útil como um verificador de valores produzidos pelo uso de outras metodologias.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS E DISCUSSÃO DA PESQUISA

Este capítulo tem como objetivo analisar os dados obtidos na pesquisa realizada com uma amostra de demonstrações contábeis de fundos de capital de risco (FMIEE e FIP) registrados na Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

Conforme apresentado no capítulo 3, as Instruções CVM nº 209/94 e nº 391/03, que regem os FMIEE e FIP, respectivamente, facultam ao gestor a adoção da prática contábil mais adequada. Ele pode tanto registrar o investimento pelo seu custo de aquisição, como pelo valor justo ou pelo método da equivalência patrimonial/consolidação.

A compilação das amostras demonstradas nos Anexos A e B permitiu obter os seguintes resultados e conclusões:

4.1 FUNDOS MÚTUOS DE INVESTIMENTO EM EMPRESAS EMERGENTES – FMIEE

Tabela 2: Resumo dos resultados da pesquisa - FMIEE (Anexo B)

Método de avaliação	Quantidade	%	Patrimônio Líquido (R\$ mil)	%
Custo amortizado	9	31,0%	352.549	55,4%
Equivalência patrimonial	2	6,9%	126.024	19,8%
Valor justo	2	6,9%	45.439	7,1%
Sem informação disponível ou não aplicável	4	13,8%	73.267	11,5%
Total da amostra	17	58,6%	597.279	93,8%
Fundos não incluídos na amostra	12	41,4%	39.489	6,2%
Total - FMIEEs registrados na CVM em 31/12/2010	29	100,0%	636.768	100,0%

Fonte: Próprio Autor

4.2 FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES – FIP

Tabela 3: Resumo dos resultados da pesquisa - FIP (Anexo A)

Método de avaliação	Quantidade	%	Patrimônio Líquido (R\$ mil)	%
Custo amortizado	51	16,0%	25.699.025	41,7%
Equivalência patrimonial	14	4,4%	4.093.328	6,6%
Valor justo	9	2,8%	8.946.210	14,5%
Sem informação disponível ou não aplicável	35	11,0%	17.120.974	27,8%
Total da amostra	109	34,3%	55.859.538	90,6%
Fundos não incluídos na amostra	209	65,7%	5.773.071	9,4%
Total - FIPs registrados na CVM em 31/12/2010	318	100,0%	61.632.609	100,0%

Fonte: Próprio Autor

A pesquisa confirmou as principais metodologias, descritas no referencial teórico, relativas à avaliação contábil da carteira de investimentos de fundos de capital de risco.

As práticas contábeis previstas em notas explicativas às demonstrações contábeis da amostra de fundos pesquisados fazem referência aos respectivos regulamentos e deixam claramente evidenciado que a escolha da metodologia de avaliação da carteira de investimentos fica sob a responsabilidade do gestor.

Cabe salientar que, para determinados fundos originalmente incluídos nos critérios de seleção da amostra, não foi possível obter as práticas contábeis utilizadas em função de não constarem ou não estarem claramente identificadas em notas explicativas às demonstrações contábeis. Ademais, para alguns fundos, as demonstrações financeiras não estavam arquivadas na Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Também é importante destacar que, para alguns fundos, o objetivo da pesquisa não foi aplicável, pois os investimentos correspondiam a ações de companhias de capital aberto ou a instrumentos de dívida.

4.3 CUSTO DE AQUISIÇÃO

A pesquisa evidenciou que, tanto nos FMIEE quanto nos FIP, a maioria dos gestores de fundos de capital de risco adota a metodologia do custo de aquisição como principal prática de avaliação contábil das carteiras de investimentos em ações sem cotação de mercado.

A metodologia do custo de aquisição, ou custo amortizado, considera a constituição de provisões para perdas somente quando consideradas permanentes (*impairment*). A necessidade de constituição de provisão é considerada quando o desempenho da empresa investida estiver significativamente abaixo do esperado. Na indústria de capital de risco, as provisões para perdas são normalmente realizadas em múltiplos de 25%, quando o avaliador julgar adequado.

Ainda, segundo a avaliação pelo custo histórico de aquisição, ajustado por *impairment*, o valor contábil do investimento é mantido pelo menor valor entre o custo histórico e o valor de mercado. Na prática, os fundos que adotam essa metodologia mantêm o valor contábil dos ativos inalterado durante todo o período em que estes permanecem na carteira dos fundos, à exceção de eventuais necessidades de reconhecimento de provisão para perdas, reconhecendo os ganhos ou perdas somente quando do desinvestimento.

A pesquisa também demonstrou que, em alguns casos, as ações sem cotação em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado também são avaliadas pelo custo de aquisição corrigido por um indexador específico (por exemplo, IGP-M, IPCA).

É importante destacar que as práticas contábeis descritas em notas explicativas às demonstrações financeiras também contemplam determinadas situações em que o custo de aquisição é ajustado por transações de capital subsequentes. Tais eventos consideram os seguintes critérios: preço em que ocorra eventual aumento de capital subsequente ao investimento pelo fundo em que terceiros adquiram participação igual ou superior a um percentual específico do capital da companhia (5% a 10% na amostra pesquisada); pelo preço em que ocorra a negociação de participação que represente no mínimo um percentual específico do

capital da companhia que seja adquirida por terceiros (5% a 20% na amostra pesquisada); e, pelo seu valor econômico, determinado por empresa independente especializada.

Uma transação de capital com uma empresa investida deve ser analisada sob diversos aspectos relativos à alteração do valor contábil dos ativos. Dentre os aspectos mais importantes a serem observados na transação de capital estão (i) o fato de ter sido realizado por terceiros ou por partes relacionadas, (ii) a relevância da transação em relação à empresa investida, (iii) a ocorrência de troca de controle ou simplesmente participação minoritária, (iv) a natureza do investidor (financeiro ou estratégico), e (v) a eventual existência de contexto de situação financeira crítica com a imposição de condições extraordinárias.

4.4 MÉTODO DE EQUIVALÊNCIA PATRIMONIAL

A pesquisa revelou que essa metodologia também é utilizada pelos FMIEE e FIP, porém, em menor escala, comparada ao custo de aquisição.

Em relação ao método de equivalência patrimonial, as ações sem cotação em bolsa de valores ou em mercados de balão organizado são contabilizadas inicialmente pelo seu custo de aquisição e atualizadas periodicamente com base no patrimônio líquido das empresas investidas. Como consequência, os lucros e/ou prejuízos apurados pelas empresas investidas são reconhecidos contabilmente de forma concomitante na empresa investidora e o valor contábil do investimento na empresa investidora reflete o percentual de participação no capital social da empresa investida aplicado proporcionalmente sobre seus resultados.

A utilização da metodologia da equivalência patrimonial e da consolidação permite que o investidor capture, em seu balanço, o lucro passado obtido pela investida. Por essa razão, esse método é considerado mais indicado para investidores estratégicos, que detêm uma posição de longo prazo e não pretendem vendê-la no curto ou médio prazo.

4.5 VALOR JUSTO

A pesquisa revelou que, assim como o método de equivalência patrimonial, essa metodologia também é utilizada pelos FMIEE e FIP, porém, em menor escala, comparada ao custo de aquisição.

De acordo com essa metodologia, os investimentos são reavaliados periodicamente pelo seu valor estimado de mercado ou de realização, reconhecendo os ganhos e as perdas em cada investimento de acordo com as alterações no valor econômico das empresas investidas. Nesse sentido, o valor dos investimentos ao longo do tempo em que estiver na carteira dos fundos tende a convergir gradualmente ao valor esperado quando do desinvestimento.

A pesquisa revelou que as avaliações, que estão em conformidade com as normas internacionais de avaliação, foram realizadas, em muitos casos, utilizando como base o fluxo de caixa futuro descontado a valor presente ou o valor de mercado, inicialmente apurado com base no preço de aquisição do investimento descontando-se os custos de aquisição e, subsequentemente, ajustados por avaliação a mercado do investimento com base em avaliação econômico-financeira, sendo os ganhos e as perdas com os ajustes a valor de mercado registrados no resultado em rubricas de “valorização / desvalorização de investimentos”.

Como o valor justo incorpora as projeções de crescimento das empresas investidas, as participações tendem a ser precificadas para cima quando se usa esse método. Mas nem tudo é perfeito no mundo do valor justo. Sua adoção traz mais volatilidade, pois reflete melhor a perspectiva do momento. Nesse sentido, é fundamental existir uma periodicidade de revisão das projeções (mensal, trimestral, semestral ou anual) ou quando há um evento de entrada ou saída de um investimento. Além disso, a adoção do valor justo implica mais subjetividade, porque impõe estimativas e projeções.

A metodologia do valor justo possui como uma das suas principais críticas a maior volatilidade do valor dos investimentos, porém, apenas as próprias flutuações de mercado estão refletidas e, portanto, essa metodologia não pode ser causa da volatilidade dos investimentos. De qualquer forma, essa metodologia permite atender

a duas necessidades da indústria de capital de risco: (i) acompanhamento do desempenho dos fundos e (ii) comparação de desempenho entre diferentes fundos.

Contudo, de uma maneira definitiva, o uso do valor justo em detrimento às tradicionais metodologias de custo histórico e equivalência patrimonial é uma tendência dentro do cenário de harmonização das práticas contábeis internacionais.

5 CONCLUSÃO

Em meio ao processo de harmonização contábil internacional, este estudo teve como foco descrever as práticas contábeis adotadas no Brasil relativas à avaliação das carteiras de investimentos de fundos de investimento de capital de risco, comparando-as com as práticas contábeis em âmbito internacional.

Historicamente, os fundos de *venture capital* e *private equity* têm adotado diversas metodologias de avaliação das carteiras de investimentos. Essa situação dificulta o acompanhamento do desempenho dos investimentos realizados pelo fundo por parte dos investidores e do mercado financeiro como um todo, além de inviabilizar a comparação entre o desempenho obtido por diferentes fundos de capital de risco.

Diferentemente de investimentos com viés estratégicos para determinados negócios, os fundos de capital de risco compram participações para vendê-las após alguns anos com retornos, de preferência, bastante elevados. Por isso, a contabilização dos ativos de acordo com o valor justo é vista como a mais adequada, uma vez que reflete as perspectivas para o futuro da empresa e, dessa forma, se aproxima do valor a ser obtido quando do desinvestimento.

A pesquisa revelou que as práticas contábeis adotadas pelos gestores de fundos de capital de risco no Brasil referem-se, de forma substancial, à metodologia de custo histórico de aquisição, ajustado por perdas por *impairment*. A equivalência patrimonial é uma metodologia considerada recente e de aplicação limitada na indústria de capital de risco. Em relação ao uso da metodologia com base no valor justo, é importante destacar que sua aplicação, apesar de crescente, ainda é incipiente para fins de apresentação e divulgação das demonstrações financeiras. Cabe salientar, no entanto, que a maioria dos gestores de fundos de VC/PE monitora a carteira de investimentos através de avaliações econômico-financeiras, em periodicidade anual, porém não consideram essa metodologia para avaliação contábil dos ativos.

Embora esta pesquisa tenha conseguido obter dados confiáveis e atuais para as práticas contábeis adotadas pelos fundos de capital de risco registrados na Comissão de Valores Mobiliários - CVM, percebe-se a falta de homogeneidade nos dados divulgados em notas explicativas às demonstrações financeiras arquivadas nesta instituição.

Tendo em vista que a indústria de VC/PE é relativamente recente no país, é possível justificar que a falta de alinhamento com as práticas contábeis adotadas em âmbito mundial é temporária, pois a regulamentação do setor atualmente se mostra bastante preocupada com boas práticas de governança corporativa. A Comissão de Valores Mobiliários - CVM vem trabalhando na reforma das normas contábeis de vários tipos de fundos de investimento, com o objetivo de adequá-los aos princípios do novo padrão contábil e de aumentar a transparência da mensuração dos seus ativos e passivos. Os primeiros a serem alterados foram os fundos criados no âmbito da Instrução 409/04 (como os de renda fixa e de ações). Em seguida, vieram os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) e os fundos de investimento imobiliário (FII), estes na eminência de audiência pública. É possível que o processo de alinhamento dos FMIEE e FIP se inicie assim que se tenha uma definição no cenário internacional sobre a maneira mais adequada de contabilizar esses ativos.

Atualmente, em relação à indústria de venture capital e private equity, é muito importante a reflexão por parte dos stakeholders' (gestores, investidores, investidas, credores) quanto à necessidade de revisão de normas (por exemplo, resoluções da Comissão de Valores Mobiliários - CVM), acordos de acionistas e outros documentos, com vistas a sua adequação às novas práticas contábeis, em especial aos critérios de avaliação dos investimentos e também ao tratamento dos instrumentos de capital, até então classificados no patrimônio líquido de empresas investidas, mas que em função dos aspectos previstos no Pronunciamento CPC 39 - Instrumentos Financeiros: Apresentação, em alguns casos, passaram a ser considerados como instrumentos de dívida, classificados no passivo e avaliados a valor justo em contrapartida do resultado do exercício. Ademais, a reflexão também passa pela necessidade de adequação e preparação das estruturas internas de gestores e de empresas investidas por Fundos de Investimento em Participações - FIP e Fundos de Investimento em Empresas Emergentes - FMIEE.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABVCAP, Associação Brasileira de *Venture Capital & Private Equity*. **Sobre o Setor de *Venture Capital & Private Equity***. Rio de Janeiro. 2011. Seção Sobre o Setor. Disponível em <<http://www.abvcap.com.br/industria-de-pe-vc/sobre-o-setor.aspx>>. Acesso em: 18 abr. 2011.

_____. **Avaliação de Investimentos e Aspectos Contábeis em *Private Equity* e *Venture Capital***. Série: ABVCAP *Papers*: Abr. 2010.

ALBINO, José Augusto. **A Utilização das Debêntures Conversíveis como Mecanismo de Investimentos em Empresas Emergentes pelos Gestores de *Venture Capital* no Brasil**. UFRGS: Escola de Administração, Porto Alegre, 2006.

BRASIL. Presidência da República. **Lei nº. 11.638**, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm> Acesso em: 29 abr. 2011.

_____. Presidência da República. **Lei nº. 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm> Acesso em: 29 abr. 2011.

CARVALHO, Antônio Gledson de; RIBEIRO, Leonardo de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. ***Private equity and venture capital in Brazil: the first census***. [s.ed] São Paulo: Saraiva, 2006.

Comissão de Valores Mobiliários - CVM. **Instrução nº. 209**, de 25 de março de 1994. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em:

Comissão de Valores Mobiliários - CVM. **Instrução nº. 391**, de 16 de julho de 2003. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>> Acesso em:

COMODO, Gustavo Cardoso. **Uma Análise Comparativa entre as Estruturas de *Private Equity* e *Venture Capital* nos EUA e no Brasil**. FGV: Escola de Administração de Empresas de São Paulo. São Paulo, 2009.

Conselho Federal de Contabilidade - CFC. **Resolução nº. 1055**, de 24 de outubro de 2005. Cria o Comitê de Pronunciamentos Contábeis. <http://www.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2005/001055> Acesso em: 25 abr. de 2011.

FREIRE, TOZZINI. As proteções dos investidores. **Capital Aberto: *Private Equity***. São Paulo, Ano 5, n. 059, Jul. 2008.

GIOIELLI, Sabrina Patrocínio Ozawa. **Os Gestores de *Private Equity* e *Venture Capital* influenciam a Governança Corporativa das Investidas?** Evidência das Empresas Estreantes na BOVESPA. [s.ed] FGV: Escola de Administração de Empresas, São Paulo, 2008.

GOMPERS, Paul A.; LERMER, Josh. ***The Money of Invention***. (s.c.): Harvard Business School Press. 2001

GVcepe – Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da FGV-EAESP. **Panorama da Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital***. Relatório de Pesquisa. Dezembro, 2008.

INOCIMA, Fábio Massao. **Governança, Alavancagem e Ciclicidade: A Eficiência do Modelo Brasileiro de *Private Equity***. [s.ed] FGV: Escola de Economia de São Paulo, São Paulo, 2010.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. **Fundamentos de metodologia científica**. 6.ed. São Paulo: Atlas, 2006.

LERNER, Josh; HARDYMON, Felsa; LEAMON, Ann. ***Venture Capital & Private Equity: A Casebook***. 4th ed. *United States of America*, 2009.

MEIRELLES, J. L. F.; JUNIOR, T. P.; REBELATTO, D. A. N. ***Venture capital e private equity no Brasil***: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. *Gest. Prod.*, São Carlos, v. 15, n. 1, p. 11-21, jan.-abr. 2008.

OFFA, Luis Felipe West. **Contratos Financeiros entre Empreendedores e Gestores de Fundos de “*Private Equity*” e “*Venture Capital*”**: Teoria e Realidade no Caso Brasileiro. FGV: Escola de Administração de Empresas, São Paulo, 2005.

RECHTMAN, M; BRITO, B. M. B. **BRICs and Private Equity**. [s.ed] Rio de Janeiro: 2005.

RIBEIRO, L. L.; ALMEIDA, M. I. R. **Estratégia de Saída em Capital de Risco**. Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP), v. 40, n.1, p.55-67, Jan.-Mar. 2005.

_____, L. L.; TIRONI, L. F. **Ativos Intangíveis: Avaliação e Mensuração no Conceito de Private Equity e Venture Capital**. Texto para discussão no. 1280 de IPEA, Mai. 2007.

RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O Modelo Brasileiro de Private Equity e Venture Capital**. USP: Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo, 2005.

RIECHE, F. C.; SANTOS, L. P. R. **Investimentos em Pequenas e Médias Empresas com Elevado Potencial de Crescimento - Critérios de Seleção dos Capitalistas de Risco**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V. 13, N. 26, P. 89-114, Dez. 2006.

ROSSI, Luiz Egydio Malamud. **Manual de Private Equity e Venture Capital: passos para a atração de investidores e alocação de recursos**. [s.ed] São Paulo: Atlas, 2010.

SANTOS, Luiz Alfredo Francisco. **Análise de Contratos de Private Equity & Venture Capital: Alinhamento dos Interesses de Fundos Investidores de PE/VC e Empresários nas Empresas Investidas no Contexto Institucional Brasileiro**. [s.ed] FGV: Escola de Administração de Empresas, São Paulo, 2008.

TAKAHASHI, Janaina Tiemi. **Avaliação da carteira de ativos nos fundos de venture capital e private equity**. São Paulo: Atlas, 2006.

ANEXOS

**ANEXO A -
FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES – FIP REGISTRADOS NA
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM
POSIÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2010**

Anexo A

Fundos de Investimento em Participações - FIP registrados na Comissão de Valores Mobiliários - CVM Posição do Patrimônio Líquido em 31 de dezembro de 2010

Nº	DENOMINAÇÃO DO FUNDO	DATA	PATRIMÔNIO LÍQUIDO (R\$ MIL)	ÚLTIMA DATA-BASE DISPONÍVEL	MÉTODO DE AVALIAÇÃO
1	AC2 FIP	31/12/2010	214.375,61	31/12/2009	(1)
2	ACTIS FR FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	100.538,26	31/12/2010	(1)
3	AÇÚCAR E ÁLCOOL FIP	31/12/2010	497.496,93	30/06/2010	(1)
4	AÇÚCAR E ÁLCOOL II FIP	31/12/2010	352.274,19	31/12/2010	SI
5	ADINVEST ENERGIA - FIP	31/12/2010	-		
6	ADVERTISING FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES	31/12/2010	34.066,01		
7	AG ANGRA INFRA-ESTRUTURA FIP	31/12/2010	329.010,19	30/06/2010	(2)
8	AG INVEST FIP	31/12/2010	133.728,04	30/06/2010	(1)
9	AGFA FIP	31/12/2010	195.322,52	31/12/2010	(1)
10	ÁGUIA BRANCA FIP	31/12/2010	70.148,95		
11	AKKA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	183.411,51	31/12/2009	(1)
12	ALPHA GENESIS FIP	31/12/2010	29.334,00		
13	APICE FIP	31/12/2010	1.465,40		
14	APX BRAZIL FIP	31/12/2010	1.219.770,01	30/09/2010	(1)
15	ARIA CAPITAL REAL ESTATE - FIP	31/12/2010	-		
16	ARROW - FIP	31/12/2010	387.862,87	31/12/2009	(2)
17	ASCET I - FIP	31/12/2010	10.234,15		
18	ÁTICO GERAÇÃO DE ENERGIA - FIP	31/12/2010	57.201,81		
19	ÁTICO STEEL CHAIN - FIP	31/12/2010	-		
20	ATLANTICA FIP SAUDE	31/12/2010	558,83		
21	BATUTA FIP	31/12/2010	10.544,83		
22	BCRE DEVELOPMENT FUND I FIP	31/12/2010	4.406,45		
23	BERTIN FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	4.949.263,46	30/09/2010	(1)
24	BJJ FIP	31/12/2010	115.835,67	31/08/2010	(2)
25	BKK REALTY FIP	31/12/2010	-		
26	BOREAL FIP	31/12/2010	35.945,40		
27	BOTAFOGO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	488.135,67	31/12/2010	(1)
28	BR EDUCACIONAL FIP	31/12/2010	181.349,81	30/06/2010	(1)
29	BRAPINVEST FIP	31/12/2010	24.514,82		
30	BRAPINVEST II FIP	31/12/2010	52.125,03		
31	BRAPINVEST III FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	20.106,26		
32	BRASIF FIP	31/12/2010	178.010,11	31/12/2010	(1)
33	BRASIL AGRONEGÓCIO - FIP	31/12/2010	34.400,74		
34	BRASIL MEZANINO INFRA-ESTRUTURA FIP	31/12/2010	112.750,84	31/12/2010	SI
35	BRASIL PRIVATE EQUITY III - FIP	31/12/2010	1.904,87		
36	BRASIL SUSTENTABILIDADE - FIP	31/12/2010	6.393,98		
37	BRASOIL FIP	31/12/2010	116.376,70	31/12/2008	(2)
38	BRAZIL GOLDEN ART - BGA FIP	31/12/2010	-		
39	BREOF FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	2.919,31		
40	BROOKFIELD BRAZIL RETAIL FIP	31/12/2010	1.231.045,05	31/12/2010	(3)
41	BROOKFIELD BRAZIL TIMBER FIP	31/12/2010	442.036,35	31/12/2010	(3)
42	BRZ ALL - FIP	31/12/2010	502.211,32	31/12/2010	(1)
43	BTC FIP	31/12/2010	720.595,62	31/12/2009	(1)
44	BTG PACTUAL ECONOMIA REAL FIP	31/12/2010	74.101,75		
45	BTG PACTUAL PRINCIPAL INVESTMENTS FIP	31/12/2010	23.921,91		

Nº	DENOMINAÇÃO DO FUNDO	DATA	PATRIMÔNIO LÍQUIDO (R\$ MIL)	ÚLTIMA DATA-BASE DISPONÍVEL	MÉTODO DE AVALIAÇÃO
46	BTG PACTUAL SAÚDE FIP	31/12/2010	627.676,76	31/12/2010	SI
47	BTG PACTUAL VANGUARDA FIP	31/12/2010	100.485,43	30/09/2010	SI
48	CAIXA FIP AMAZÔNIA ENERGIA	31/12/2010	237.741,48	31/03/2010	(2)
49	CAIXA FIP CEVIX	31/12/2010	1.067.818,88	31/03/2010	(1)
50	CAIXA FIP SANEAMENTO	31/12/2010	500.200,84	31/12/2010	SI
51	CAPITAL MEZANINO FIP	31/12/2010	150.600,00	31/05/2010	(1)
52	CAPITAL MEZANINO PRIVADO I FIP	31/12/2010	22.821,28		
53	CARMEL FIP	31/12/2010	51.405,11		
54	CASA & VÍDEO FIP - CONTROLE	31/12/2010	20.160,56		
55	CENTRAL VEREDAS - FIP	31/12/2010	76.834,86		
56	CININVEST FIP	31/12/2010	8.896,70		
57	CLARITAS PE I FIP	31/12/2010	43.405,46		
58	COWAN FIP	31/12/2010	420.070,28	31/12/2010	(2)
59	CREARE FIP	31/12/2010	-		
60	CRP BG FIP	31/12/2010	6.058,33		
61	CRP VII FIP	31/12/2010	95.514,76		
62	CRT FIP	31/12/2010	18.579,82		
63	CSHG REALTY BC FIP	31/12/2010	417,39		
64	CSHG REALTY BC II FIP	31/12/2010	11.109,24		
65	CULTURINVEST FIP 1 - FIP	31/12/2010	7.812,46		
66	DESENVIX FIP	31/12/2010	319.978,89	30/09/2010	SI
67	DIBRA - FIP	31/12/2010	2.886.667,82	30/09/2010	SI
68	DYNAMO BRASIL FIP	30/06/2010	32.779,54		
69	ECO ENERGY ENERGIA FIP EM INFRAESTRUTURA	31/12/2010	-		
70	ECP PRIVATE EQUITY BRAZIL FIP	31/12/2010	40.372,64		
71	EISA FIP	31/12/2010	504.194,83	31/12/2010	SI
72	ENERGIA PCH FIP	31/12/2010	478.577,70	31/12/2010	(1)
73	ENERGIA SAO PAULO FIP	31/12/2010	3.171.220,88	30/09/2010	(3)
74	EOS FIP I	31/12/2010	6.106,65		
75	ETB FIP	31/12/2010	473.597,04	31/08/2010	SI
76	F ARTÉSIA SÉRIE AZUL IP	31/12/2010	59.243,23		
77	F GULF I IP	31/12/2010	132.974,60	31/12/2010	(1)
78	F JACUMÃ IP	31/12/2010	63.754,58		
79	F PRIVATE EQUITY PDG IP	31/12/2010	66.742,35		
80	F TRIÂNGULO IP	31/12/2010	21.331,82		
81	FAMA PRIVATE EQUITY I - FIP	31/12/2010	15.967,07		
82	FIC FIP JMF	31/12/2010	559.683,28	31/12/2010	(1)
83	FINANCIAL INVESTIMENTOS FIP	31/12/2010	66.961,19		
84	FIP - ADVENT DE PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	208.167,10	31/12/2009	(1)
85	FIP - BRASIL DE SERVIÇOS	31/12/2010	1.807,77		
86	FIP - BRASIL DE VAREJO	30/06/2010	-		
87	FIP - FIP GERAIS	31/12/2010	13.900,12		
88	FIP - INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS E DE VAREJO	31/12/2010	243.938,50	31/12/2009	(1)
89	FIP AMAZONIA ENERGIA II	31/12/2009	-		
90	FIP ARACUÍ	31/12/2010	129.561,47	31/12/2010	SI
91	FIP ARCO-IRIS	31/12/2010	201.499,90	30/06/2010	(1)
92	FIP BANIF PRIMUS INFRA-ESTRUTURA	31/12/2010	57.570,32		
93	FIP BANIF PRIMUS REAL ESTATE	31/12/2010	82.370,68		
94	FIP BANIF REAL ESTATE BRASIL	31/12/2010	51.091,81		
95	FIP BANIF REAL ESTATE II	31/03/2009	21.014,81		
96	FIP BCSUL VERAX 5 PLATINUM	31/12/2010	213.093,40	31/12/2010	(1)
97	FIP BCSUL VERAX EQUITY 1	31/12/2010	171.802,98	31/12/2010	(1)
98	FIP BIRD	31/12/2010	96.441,72		
99	FIP BRASIL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	31/12/2010	340.591,78	30/06/2010	(1)
100	FIP BRASIL ENERGIA	31/12/2010	1.133.861,35	31/12/2008	(1)

Nº	DENOMINAÇÃO DO FUNDO	DATA	PATRIMÔNIO LÍQUIDO (R\$ MIL)	ÚLTIMA DATA-BASE DISPONÍVEL	MÉTODO DE AVALIAÇÃO
101	FIP BRASIL EQUITY II	31/12/2010	47.332,68		
102	FIP BRAZIL SPECIAL SITUATIONS FUND II	31/12/2010	60.617,66		
103	FIP BRB - CORUMBÁ	31/12/2010	154.032,77	31/12/2007	(1)*
104	FIP CAIXA AMBIENTAL	31/12/2010	185.424,82	31/12/2010	SI
105	FIP CEDRO	31/12/2010	23.963,61		
106	FIP CIMENTOS	31/12/2010	-		
107	FIP COALA	31/12/2010	15,82		
108	FIP COLISEU	31/12/2010	1.432.392,47	30/06/2010	(3)
109	FIP CORES	31/12/2010	30.023,77		
110	FIP CS INFRA	31/12/2010	196.705,20	31/12/2010	(1)
111	FIP DA SERRA	31/12/2010	1.867.824,04	31/12/2010	SI
112	FIP DESENVOLVIMENTO - FIP	31/12/2010	2.091,59		
113	FIP DOVER	31/12/2010	-		
114	FIP DVA	31/12/2010	112.454,90	31/12/2010	SI
115	FIP ENSEADA	31/12/2010	4,00		
116	FIP FIGAS	31/12/2010	24.003,14		
117	FIP FRANCHISING VENTURES	31/12/2010	71.131,38		
118	FIP G3 BRASIL INVESTOR I	31/12/2010	64.448,11		
119	FIP GALLEAS BIODIESEL	31/12/2010	-		
120	FIP GGPAR	31/12/2010	7.634,84		
121	FIP GOVERNANCA E GESTAO	31/12/2010	193.892,92	30/06/2010	(2)
122	FIP LAKE	31/12/2010	47.486,48		
123	FIP LDI	31/12/2010	10.581,44		
124	FIP MACHU PICCHU	31/12/2010	6.732,56		
125	FIP MIRA REALTY	31/12/2010	14.994,28		
126	FIP MMC	31/12/2010	112.505,50	31/12/2010	SI
127	FIP MULTISSETORIAL	31/12/2010	86.906,41		
128	FIP MULTISSETORIAL PLUS	31/12/2010	280.832,82	31/12/2009	(1)
129	FIP NORDESTE ENERGIA	31/12/2010	23.286,33		
130	FIP ÓRCADAS	31/12/2010	5.850,32		
131	FIP PCP	31/12/2010	991.858,25	30/09/2010	SI
132	FIP PROGRESSO	31/12/2010	145.929,12	31/12/2010	(1)
133	FIP RAH FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	49.337,32		
134	FIP RB REALTY CAPITAL	31/12/2010	66,61		
135	FIP SOCCER BR 1	31/12/2010	50.036,77		
136	FIP TAG	31/12/2010	78.701,19		
137	FIP TERRA VIVA - FIP	31/12/2010	147.473,72	30/06/2010	(2)
138	FIP ULTRA 7	31/12/2010	-		
139	FIP VELA	31/12/2010	3.255,16		
140	FIP VITIS-VINIFERA	30/09/2010	2.311,18		
141	FIP VITORIA SHOPPINGS	30/09/2010	-		
142	FIP VOLLUTO	31/12/2010	2.056.008,61	31/12/2010	(1)
143	FLORESTAL FUNDO DE INVESTIMENTOS PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	1.113.766,59	31/12/2010	(1)
144	FLORESTAS DO BRASIL FIP	31/12/2010	48.886,27		
145	FOCO CONQUEST FIP	31/12/2010	40.627,49		
146	FOCO FIP	31/12/2010	23.277,27		
147	FORT FIP	31/12/2010	79.875,70		
148	FRETUS FIP	31/12/2010	26.010,51		
149	FUNDO ARTESIA SERIE BRANCA DE INVEST.PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	13.739,48		
150	FUNDO ARTESIA SERIE VERDE DE INVESTIMENTO EM PARTIC.	31/12/2010	71.729,42		
151	FUNDO BRASCAN DE PETROLEO, GAS E ENERGIA - FIP	31/12/2010	83.624,47		
152	FUNDO BRASIL DE INTERNACIONALIZAÇÃO DE EMPRESAS - FIP	31/12/2010	42.859,13		
153	FUNDO DE EDUCAÇÃO PARA O BRASIL - FIP	31/12/2010	832.991,85	31/12/2010	SI
154	FIP BRASIL GESTÃO E ADMINISTRAÇÃO	31/12/2010	280.269,66	31/12/2009	(1)
155	FIP BSSF II	31/12/2010	70.998,83		

Nº	DENOMINAÇÃO DO FUNDO	DATA	PATRIMÔNIO LÍQUIDO (R\$ MIL)	ÚLTIMA DATA-BASE DISPONÍVEL	MÉTODO DE AVALIAÇÃO
156	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES C.A.	31/12/2010	25.105,76		
157	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES GAMMA	31/12/2010	173.999,15	31/12/2010	SI
158	FIP GOVERNANÇA E GESTÃO II	31/12/2010	190.418,35	31/12/2009	(1)
159	FIP GREEN CAPITAL I	31/12/2010	58.274,42		
160	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES MULTISUCOS	31/12/2010	1.622,96		
161	FIP NSG BRAZIL INFRAESTRUTURA	30/06/2010	-		
162	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES OREY I	31/12/2010	8.380,13		
163	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES PDG I	31/12/2010	79.465,41		
164	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES PETRA	31/12/2010	81.788,59		
165	FIP POTENTIA BIOENERGY	31/12/2010	-		
166	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES RG ESTALEIROS	31/12/2010	345.920,19	31/12/2010	SI
167	FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES TURISMO BRASIL	31/12/2010	258,26		
168	FIP VOTORANTIM AGEM	31/12/2010	74.131,16		
169	FIP VOTORANTIM AGEM ELIS	31/12/2010	24.937,30		
170	FIP VOTORANTIM AGEM EMC	31/12/2010	24.675,89		
171	FIP VOTORANTIM AGEM MM	31/12/2010	24.937,30		
172	FIP VOTORANTIM AGEM PM	31/12/2010	24.675,89		
173	FIP ZARAGOZA	31/12/2010	1.006,00		
174	FIP - BRASIL EMPREENDIMENTOS	31/12/2010	386.509,54	31/12/2010	(2)
175	FUNDO DE RASTREAMENTO DE VEICULOS PARA O BRASIL - FIP	31/12/2010	44.271,63		
176	FUNDO DE SERVIÇOS LOGÍSTICOS PARA O BRASIL - FIP	31/12/2010	16.455,04		
177	FUNDO DE TERCEIRIZAÇÃO DE SERVIÇOS PARA O BRASIL FIP	30/09/2010	-		
178	FUNDO FINANCIAL II - FIP	31/12/2010	23.263,40		
179	FUNDO GULF II DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	418.130,70	31/08/2010	(1)
180	FUNDO VICTORY DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	67.877,20		
181	G.A. BRASIL FIP	31/12/2010	4.775,29		
182	G5 LABEL - FIP	31/12/2010	10.554,20		
183	GAMA FIP	31/12/2010	289.711,19	31/12/2010	(1)
184	GAP REALTY I FIP	31/12/2010	11.804,58		
185	GAP REALTY II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	12.115,84		
186	GARDENS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	41.473,22		
187	GBP I FIP	31/12/2010	54.351,40		
188	GENERAL ATLANTIC FIP	31/12/2010	1.161.562,53	31/12/2010	SI
189	GENOA FIP	31/12/2010	326.981,32	31/12/2009	SI
190	GERIBÁ VD ECOGEN FIP	31/12/2010	-		
191	GIBRALTAR FIP	31/12/2010	5.241,67		
192	GIF - BRADSEG III FIP	30/09/2010	-		
193	GIF - III FIP	31/12/2010	549.968,43	31/12/2010	(1)
194	GIF I - FIP	31/12/2010	63.492,28		
195	GIF II - FIP	31/12/2010	536.606,34	31/12/2010	(1)
196	GIF RUMO FIP	31/12/2010	200.543,27	31/12/2010	SI
197	GJP FIP	31/12/2010	1.278.694,41	31/12/2010	(1)
198	GLOBAL EQUITY PROPERTIES FIP	31/12/2010	107.773,84	31/12/2010	(2)
199	GMT FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES	31/12/2010	123.786,47	31/12/2010	(1)
200	GP DESENVOLVIMENTO FIP	31/12/2010	1.258,36		
201	GPCP4 FIP	31/12/2010	46.319,62		
202	GREEN CAPITAL PETRO FIP	31/12/2010	84.030,69		
203	HANKOE FIP	31/12/2010	829.559,73	31/12/2010	SI
204	HMV FIP	31/12/2010	194.735,74	31/12/2010	SI
205	HOME CENTERS BRASIL FIP	31/12/2010	-		
206	HOTEL VILLAGE DO LAGO - FIP	31/12/2010	-		
207	IBEX FIP	31/12/2010	-		
208	IDEIASNET FIP I	31/12/2010	139.761,34	31/12/2010	(1)
209	INDÚSTRIAS SUCROALCOOLEIRAS FIP	31/12/2010	-		
210	INFINITY FIP	31/12/2010	450.135,48	31/12/2010	SI

Nº	DENOMINAÇÃO DO FUNDO	DATA	PATRIMÔNIO LÍQUIDO (R\$ MIL)	ÚLTIMA DATA-BASE DISPONÍVEL	MÉTODO DE AVALIAÇÃO
211	INFRABRASIL FIP	31/12/2010	961.869,91	30/06/2010	(1)
212	INHAMBU II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES	31/12/2010	72.519,85		
213	INVESTIDORES INSTITUCIONAIS FIP	31/12/2010	41.374,97		
214	ITACOATIARA FIP	31/12/2010	23.311,01		
215	KINEA I PRIVATE EQUITY FIP	31/12/2010	1.070,39		
216	KINEA I REAL ESTATE EQUITY FIP	31/12/2010	74.441,12		
217	LAJOTA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	450.120,17	31/12/2010	SI
218	LANDMARK REAL ESTATE I FIP	31/12/2010	-		
219	LEBLON EQUITIES FIP	31/12/2010	-		
220	LOGÍSTICA BRASIL - FIP	31/12/2010	438.043,89	31/12/2010	(1)
221	LUCE BRASIL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	165.491,86	30/06/2010	SI
222	MAG - FIP	31/12/2010	91.837,78		
223	MARAÚ FIP	31/12/2010	56.484,17		
224	MB FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÃO	30/09/2010	3.920,38		
225	MCL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES	31/12/2010	49.092,35		
226	MDC I FIP	31/12/2010	40.402,12		
227	MEDIA FIP	30/09/2010	-		
228	MERITI FIP	31/12/2010	411,15		
229	METODO FIP	31/12/2010	46.604,44		
230	MODAL I FIP	31/12/2010	5.914,44		
231	MSP FIP	31/12/2010	127.653,67	31/12/2010	(1)
232	MULTINER FIP	31/12/2010	536.937,86	31/12/2009	(1)*
233	MULTISETORIAL SUDESTE FIP	31/12/2010	44.394,21		
234	NALA FIP	31/12/2010	244.611,14	31/12/2010	SI
235	NEO CAPITAL MEZANINO FIP	31/12/2010	12.912,29		
236	NEO VISTA REAL ESTATE - FIP	31/12/2010	-		
237	NORTE ENERGIA FIP	31/12/2010	28.878,15		
238	OLEO E GAS FIP	31/12/2010	92.508,69		
239	OP I FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	-		
240	OPPORTUNITY HOLDING FIP	31/12/2010	540.841,63	31/12/2010	SI
241	OUTSTANDING-X FIP	30/06/2008	-		
242	P2 BRASIL INFRAESTRUTURA FIP	31/12/2010	64.391,56		
243	PÁTRIA - BRAZILIAN PRIVATE EQUITY III FIP	31/12/2010	367.280,67	31/12/2009	(3)
244	PÁTRIA CARTÕES CORPORATIVOS - FIP	31/12/2010	2.292,16		
245	PÁTRIA ECONOMIA REAL - FIP	31/12/2010	11.911,71		
246	PÁTRIA ENERGIA FIP	31/12/2010	316.936,21	31/12/2010	(3)
247	PÁTRIA FIT - FIP	31/12/2010	6.555,12		
248	PÁTRIA REAL ESTATE FIP	31/12/2010	196.884,07	31/12/2010	(3)
249	PÁTRIA REAL ESTATE II - FIP	31/12/2010	70.616,97		
250	PATRIARCA PRIVATE EQUITY FIP	31/12/2010	186.768,55	31/12/2010	SI
251	PENÍNSULA FIP	31/12/2010	-		
252	PIRAIBA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	32.338,02		
253	PIRATININGA FUNDO DE INVESTIMENTO EM QUOTAS DE FIP	31/12/2010	105.889,20	31/12/2010	SI
254	POLARIS FIP	31/12/2010	12.937,00		
255	POLO REAL ESTATE FIP	31/12/2010	2.701,78		
256	PRIV FIP	31/12/2010	659,21		
257	PROSPERITAS I - FIP	31/12/2010	10.473,85		
258	PROSPERITAS II FIP	31/12/2010	405.278,38	31/12/2010	(1)
259	PROSPERITAS III FIP	31/12/2010	30.443,12		
260	PROSPERO AF INVEST FIP	31/12/2010	154.264,77	31/12/2010	SI
261	PROT - FIP	31/12/2010	1.486.811,29	31/12/2010	(1)
262	PYXIS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	44.423,34		
263	QUANTUM - FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	62.406,09		
264	RB CAPITAL FIP	31/12/2010	62.830,76		
265	RB CAPITAL REAL ESTATE I - FIP	30/09/2010	54.582,28		

Nº	DENOMINAÇÃO DO FUNDO	DATA	PATRIMÔNIO LÍQUIDO (R\$ MIL)	ÚLTIMA DATA-BASE DISPONÍVEL	MÉTODO DE AVALIAÇÃO
266	RB CRÉDITO II FIP	31/12/2010	1.388,90		
267	RG SALAMANCA I FIP	31/12/2010	92.968,40		
268	RIO AGROBUSINESS FIP	31/12/2010	-		
269	RIO BRANCO REAL ESTATE FIP	30/09/2010	-		
270	RIO BRAVO ENERGIA I FIP	31/12/2010	45.121,12		
271	RIO BRAVO INVESTIMENTOS FIP	31/12/2010	118.076,84	30/06/2010	(1)
272	ROVI AF INVEST FIP	31/12/2010	46.338,60		
273	SAGA PELICAN FIP	31/12/2010	35.958,31		
274	SALUS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	47.835,39		
275	SANGOLD FIP	31/12/2010	3.863,66		
276	SANTA BÁRBARA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	13.826,55		
277	SÃO JOAQUIM FIP	31/12/2010	11.357,14		
278	SÃO MIGUEL - FIP	31/12/2010	142.171,38	31/12/2009	(2)
279	SAPHYR - FIP	31/12/2010	15.029,70		
280	SCARSDALE - FIP	31/12/2010	60.983,61		
281	SCG I FIP	31/12/2010	165.593,27	31/12/2010	(1)
282	SCPL BRAZIL REAL ESTATE I FIP	31/12/2010	120.450,99	31/12/2009	(1)
283	SERRA AZUL FIP	31/12/2010	21.511,59		
284	SILVER LAKE FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	114.322,58	31/12/2010	(1)
285	SOFI FIP	31/12/2010	422.003,78	31/12/2010	(1)
286	SQUARESTONE BRASIL II (SB2) - FIP	31/12/2010	97.421,37		
287	STANDISH FIP	31/12/2010	5.509,66		
288	STAR FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	924.079,36	31/12/2008	(2)
289	SULLIVAN FIP	31/12/2010	-		
290	TECH ONE - FIP	31/12/2010	7.531,73		
291	TECON FIP	31/12/2010	10.088,67		
292	TELE FIP	31/12/2010	1.727,09		
293	TELLUS REAL ESTATE - FIP	31/12/2010	31.067,98		
294	TFB FIP	30/09/2010	59.288,42		
295	TOSCANA II FIP	31/12/2010	-		
296	TOTEM INFRA BRASIL FIP	31/12/2010	132,71		
297	TPG VI FIP	31/12/2010	202.742,02	31/12/2010	SI
298	TRINDADE AF INVEST FIP	31/12/2010	43.836,21		
299	TRISCORP ATIVOS FLORESTAIS FIP	31/12/2010	113.805,53	31/12/2010	SI
300	TRIVELLA M3 FIP	31/12/2010	-		
301	TRX 1 FIP	31/12/2010	38.580,68		
302	TRX REALTY II FIP	31/12/2010	252,12		
303	TRX REALTY III FIP	31/12/2010	15.805,33		
304	UN5 FIP	31/12/2010	30.887,78		
305	URBIS FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	111.879,84	31/12/2009	(1)
306	VALE FLORESTAR FIP	31/12/2010	351.083,58	31/12/2010	(1)
307	VEG FIP	31/12/2010	26.596,04		
308	VILA RICA I FIP	31/12/2010	242.913,66	31/08/2010	(1)
309	VINCI CAPITAL PARTNERS II FIP	31/12/2010	-		
310	VINCITORE FIP	31/12/2010	450.135,48	31/12/2010	SI
311	VISION AGRO FIP	31/12/2010	64,77		
312	VISION AGRO II FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPACOES	31/12/2010	1.278,95		
313	VITÓRIA REAL ESTATE FIP	31/12/2010	10.672,46		
314	VOTORANTIM G&K FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	31/12/2010	61.614,55		
315	WANKA FIP	31/12/2010	247.609,89	31/12/2010	(1)
316	WP X BRASIL FIP	31/12/2010	90.082,55		
317	XN FIP	31/12/2010	5.056,91		
318	ZMF FIP	31/12/2010	712.418,97	30/09/2009	SI
		TOTAL	61.632.608,56		

ANEXO B -
FUNDOS MÚTUOS DE INVESTIMENTO EM EMPRESAS EMERGENTES – FMIEE
REGISTRADOS NA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM
POSIÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2010

Anexo B

Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes - FMIEE registrados na Comissão de Valores Mobiliários - CVM Posição do Patrimônio Líquido em 31 de dezembro de 2010

Nº	DENOMINAÇÃO DO FUNDO	DATA	PATRIMÔNIO LÍQUIDO (R\$ MIL)	ÚLTIMA DATA-BASE DISPONÍVEL	MÉTODO DE AVALIAÇÃO
1	AXIS FMIEE	31/12/2010	4.432,75		
2	BRASIL 21 FMIEE	31/12/2010	2.714,11		
3	CAPITAL TECH INOVAÇÃO E INVESTIMENTO - FMIEE	31/12/2010	16.919,72	31/12/2010	SI
4	CRP VI VENTURE - FMIEE	31/12/2010	49.257,16	31/12/2010	(1)
5	EMPREENDEDOR BRASIL FMIEE	31/12/2010	106.268,16	31/12/2010	(1)
6	FIPAC- FUNDO DE PARTICIPAÇÕES E CONSOLIDAÇÃO-FMIEE	31/12/2010	61.660,15	30/06/2010	(2)
7	FMIEE CRIATEC	31/12/2010	28.504,02	30/06/2010	(1)
8	FMIEE DE BASE TECNOLÓGICA	31/12/2010	2.911,75		
9	FMIEE DE BASE TECNOLÓGICA DE SAO PAULO	31/12/2010	3.650,03		
10	FMIEE DE BASE TECNOLÓGICA SANTA CATARINA	31/12/2010	4.782,92		
11	FMIEE INOVADORAS STRATUS GC III	31/12/2010	33.240,74	31/12/2010	(3)
12	FMIEE STRATUS GC	31/12/2010	12.198,10	31/12/2010	(3)
13	FUNDO SC FIEEI	31/12/2010	38,63		
14	FUNDOTEC FMIEE DE BASE TECNOLÓGICA	31/12/2010	6.720,17		
15	FUNDOTEC II FIEEI	31/12/2010	33.600,37	31/12/2010	SI
16	HORIZONTI FMIEE INOVADORAS	31/12/2010	2.540,93		
17	JARDIM BOTÂNICO VC I - FIEEI	31/12/2010	64.364,11	31/12/2010	(2)
18	LIFE FMIEE	31/12/2010	10.227,64	31/12/2010	SI
19	MERCATTO ALIMENTOS FMIEE	31/12/2010	37.029,26	30/06/2010	(1)*
20	MVP TECH FUND FMIEE DE BASE TECNOLÓGICA	31/12/2010	16.089,82	31/12/2010	(1)
21	NORDESTE EMPREENDEDOR FMIEE	31/12/2010	3.777,03		
22	NOVARUM FMIEE	31/12/2010	6.170,62		
23	PARÂMETRO - FIMEE	31/03/2009	12.519,13		SI
24	REIF RETURNING ENTREPRENEUR INVESTMENT FUND FMIEE	31/12/2010	21.038,54	30/06/2010	(1)
25	RIO BRAVO INVESTECH I FMIEE	31/12/2010	1.154,12		
26	RIO BRAVO INVESTECH II FMIEE	31/12/2010	29.630,26	31/12/2010	(1)
27	RIO BRAVO NORDESTE I FMIEE	31/12/2010	10.912,34	31/12/2009	(1)*
28	RIO BRAVO NORDESTE II FMIEE	31/12/2010	53.819,55	31/12/2010	(1)
29	SC FMIEE	30/06/2008	596,20		
	TOTAL		636.768,32		

Legenda

- SI** Sem Informação
- (1)** Custo histórico de aquisição, ajustado por provisão para perdas (*impairment*) ou ajustado por transações de capital subsequentes
- (2)** Método de equivalência patrimonial
- (3)** Valor justo (*fair value*)
- (*)** Previsão de correção monetária por indexador específico

Datas em azul representam fundos em liquidação

Datas em vermelho representam informações desatualizadas.