

FUNDAÇÃO ARMANDO ALVARES PENTEADO

FACULDADE DE ECONOMIA

**O MERCADO DE VENTURE CAPITAL NO MUNDO E NO BRASIL:
O CASO DA PARMALAT**

GABRIEL JUNQUEIRA SCIOTTI ELIAS

Monografia de Conclusão do Curso apresentada
à Faculdade de Economia para obtenção do título
de graduação em Ciências Econômicas, sob a
orientação da Prof. Carla C. L. Corte.

São Paulo, 2008

ELIAS, Gabriel. O MERCADO DE VENTURE CAPITAL NO MUNDO E NO BRASIL:
O CASO DA PARMALAT, São Paulo, FAAP, 2008, 63p.

(Monografia Apresentada ao Curso de Graduação em Ciências
Econômicas da Faculdade de Economia da Fundação Armando
Álvares Penteado)

Palavras-Chaves: Venture Capital, Private Equity, Capital de Risco, Mercado de Capitais,
Estratégia de Mercado, Grupo LAEP, Parmalat Brasil.

DEDICATÓRIA

Dedico esta monografia aos meus pais, aos meus irmãos, e as pessoas queridas que sempre estiveram ao meu lado. Aos meus professores e em especial a Carla Corte, que conduziram minha caminhada pelo conhecimento até a minha formação.

Dedico este trabalho à minha avó querida, que durante toda sua vida ensinou seus alunos como uma ótima professora. Pela torcida e pelas orações que sempre recebi com seu afeto e carinho.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer a minha família, especialmente aos meus pais, por todo amor e dedicação, sempre incentivando meu amadurecimento, nunca medindo esforços para garantir o que é certo, sendo sempre a base de todas as decisões da minha vida, responsáveis pela pessoa que me tornei. Estão agora e sempre guardados em meu coração.

Agradeço a Carla, orientadora e amiga, além de ser a melhor de todas as professoras de Macroeconomia. Pelo seu jeito simples e determinado que sempre estimula as pessoas em sua volta.

A todos os professores que estiveram comigo nesta etapa, e que de alguma forma transmitiram pelos seus ensinamentos a necessidade de sempre nos aperfeiçoar.

Agradeço também a todos os amigos que sempre estiveram comigo, em todos os momentos, em todos os lugares, em diferentes situações, independente de qualquer coisa.

Agradeço a FAAP por ter participado de um pedaço da história de minha vida, e pela participação na minha graduação. Agradeço principalmente a todas as dificuldades que através dela aprendi a superar.

SUMÁRIO

Lista de Siglas

Lista de Figuras

Lista de Tabelas

INTRODUÇÃO.....	1
1 O MERCADO DE VENTURE CAPITAL NO MUNDO	
1.1 A Evolução do Venture Capital: Uma rápida digressão histórica.....	6
1.2 O mercado de Venture Capital: Uma avaliação numérica.....	24
2 O MERCADO DE VENTURE CAPITAL NO BRASIL	
2.1 O desempenho do mercado brasileiro de venture capital.....	32
2.2 A utilização de Venture Capital no Brasil: o caso da Parmalat/LAEP.....	40
2.2.1 A Implementação da Estratégia Operacional.....	41
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	58
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	60

LISTA DE SIGLAS

ABDI - Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial

ABRASCA – Associação Brasileira das Companhias Abertas

ABVCAP - Associação Brasileira de Capital de Risco

ANPROTEC - Associação Nacional de Entidades Promotoras de Empreendimentos Inovadores

AVCJ – Asian Venture Capital Journal

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

EVCA – European Private Equity and Venture Capital Association

FGV – Fundação Getulio Vargas

FINEP – Financiadora de Estudos e Projetos

FIP – Fundo de Investimento em Participação

FMIEE - Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IPO – Initial Offering Public

LAEP – Latin America Equity Partners

LAVCA – Latin America Venture Capital Association

M&A – Mergers and Acquisition

MERCOSUL – Mercado Comum do Sul

NVCA – National Venture Capital Association

PDP – Política de Desenvolvimento Produtivo

PE – Private Equity

PIB – Produto Interno Bruto

PIPE – Private Investment in Public Equity

PWHC – PricewaterhouseCoopers

VC – Venture Capital

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Disposição Geográfica do VC	10
Figura 2 - Geração de Empregos nas Indústrias de <i>Private Equity e Venture Capital</i> – Europa	14
Figura 3 - Evolução do Fluxo das Atividades	16
Figura 4 - Tipologia dos Fundos por trás das angariações	17
Figura 5 - Investimentos Europeus	17
Figura 6 - Distribuição dos Estágios de Investimento – Montante Investido	18
Figura 7 - Distribuição dos Estágios de Investimento – Número de Investimentos	19
Figura 8 - Montante Investido Setorialmente	19
Figura 9 – Desinvestimentos (alienações) a preço de custo	20
Figura 10 – Desinvestimentos (alienações) por tipo de saída	21
Figura 11 - Evolução da Atividade de <i>Private Equity Europeu</i> – em Valor (Índice –1TRI 07 = 100)	23
Figura 12 - Evolução da Atividade de <i>Private Equity Europeu</i> – em Numero de Negócios (Índice – 1TRI 07 = 100)	24
Figura 13 – Ativos sob gestão	27
Figura 14 - Saídas de <i>Venture Capital</i> por Ano	28
Figura 15 - Número Total de transações no Brasil	35
Figura 16 - Transações com participação de <i>private equities</i>	36
Figura 17 - Transações com a participação de <i>private equities</i>	36
Figura 18 - Os principais setores que receberam os investimentos de PE entre 2006 e2007	37
Figura 19 – Macrometas do PDP	39
Figura 20 – Marcas sob a gestão da Parmalat	42
Figura 21 – Posicionamento e produtividade dos principais produtores de leite internacionais	43

Figura 22 – Participação de Mercado e Prêmio de Preço	46
Figura 23 – Distribuição do <i>market share</i> do mercado de Leite – Brasil (2007)	47
Figura 24 – Evolução do posicionamento de marcas e expansão das unidades fabris	49
Figura 25 – Resultados Financeiros da Parmalat. (2007)	52
Figura 26 – Nível de preços praticado pelos seis principais players do mercado	54
Figura 27 – Resultados financeiros da Parmalat. (2008)	56
Figura 28 – Evolução da Receita Líquida da Parmalat	56

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Montante investido por setor	25
Tabela 2 – Volume total de IPO's e fusões e aquisições	29

Introdução

O presente trabalho de monografia tem como objetivo avaliar o desenvolvimento do chamado *venture capital* no mundo e em especial no Brasil.

Ao se considerar a atual dinâmica de funcionamento do capitalismo ao redor do mundo, se percebe que alterações importantes aconteceram desde o último quartel do século XX. Os processos de desregulamentação, desintermediação e integração dos mercados financeiros passaram a pautar a lógica de valorização do capital, altamente concentrado na esfera financeira em busca constante de novos espaços/mercados para maximizar sua função objetivo: crescer, de preferência, sem qualquer forma de limite institucional.

Nesse contexto, desenvolve-se sobremaneira as operações fortemente desintermediadas nos chamados mercados de capitais ao redor do mundo. Novos atores assumem importância decisiva: os investidores institucionais que ao fugir da forte regulamentação bancária, fazem gestão de poupança coletiva sem os limites a que os bancos se vêem impostos.

Incrementa-se fortemente a concorrência financeira entre instituições não bancárias e bancárias e estas como formas de reação passam a aprofundar suas participações nos mercados de capitais como forma de competir com os investidores institucionais. O resultado é uma concorrência na dimensão financeira sem precedentes.

Tal dinâmica tem sido recorrentemente criticada em função de gerar riqueza de natureza “fictícia” que de certo ponto de vista é “estéril”, uma vez que os recursos ficariam concentrados na esfera financeira e não transbordaria para a esfera real, gerando crescimento econômico e empregos.

Essa crítica, embora legítima em termos gerais, precisa ser avaliada com mais cuidado. Uma parte desse capital que busca valorização se destina sim à dimensão real da economia e

gera emprego e riqueza. Há casos em que se verifica recuperação de empresas – a ser tratado no presente trabalho – e em diversas fases de empreendimentos que necessitam de recursos, principalmente àqueles em que não conseguem buscar recursos nos canais tradicionais de financiamento. Leiam-se empresas que são pautadas por processos de inovação.

Nesse sentido, o presente trabalho busca ressaltar o lado positivo (ou de sua função social) do chamado *venture capital* que indubitavelmente está em busca de cumprir sua função objetivo: a maximização. Mas que por outro lado, pode ser visto como talvez a única alternativa de financiamento para algumas empresas, gerando assim emprego e renda.

Na busca de atingir tal intento, o trabalho estrutura-se da seguinte maneira: No primeiro capítulo descreve o desenvolvimento do *venture capital* ao redor do mundo. O objetivo é frisar como o crescimento de operações com capital de risco tem sido elevado nas últimas décadas, demonstrando assim que essa modalidade de financiamento é aderente ao atual *modus operandi* da lógica de valorização do capital. O capítulo seguinte busca demonstrar o desenvolvimento do capital de risco no Brasil. Também é fruto de avaliação desse segundo e último capítulo um *case* bem sucedido da utilização de *venture capital* no Brasil: a recuperação da empresa Parmalat. Por fim, nas considerações finais são elencadas as conclusões parciais encontradas ao longo do trabalho.

Capítulo 1

O MERCADO DE VENTURE CAPITAL NO MUNDO

“O capital de risco ou venture capital é o dinheiro fornecido pelos profissionais que investem em uma gestão par, de empresas jovens e de rápido crescimento que têm o potencial para desenvolvimento de contribuição econômica significativa. O capital de risco é uma fonte importante de capital para empresas em fase de arranque (NVC, 2008)”.

Introdução

O chamado *venture capital* (ou capital de risco) é um modelo de financiamento de longo prazo para projetos em geral associados à tecnologia de ponta para empresas e/ou produtos que se utilizam de robustos recursos de P&D e que apresentem, *a priori*, potencialidade que sejam efetivamente traduzidas em resultados de mercado. São recursos geralmente auferidos diretamente no mercado.

Segundo a NVCA¹, as empresas de capital de risco em geral, trabalham sob diferentes pontos focais em uma mesma operação. É possível enumerar seis pilares básicos que representam a estrutura em que está montada a base estratégica desta modalidade de investimento.

¹ *National Venture Capital Association* (NVCA) é uma associação comercial que representa a indústria de capital de risco dos Estados Unidos. É um membro de organização de base, constituído por empresas de *venture capital* que gerem *pools* de capital de risco dedicados a serem investidos em crescimento elevado e empresas empreendedoras. NVCA tem a missão de promover uma maior compreensão da importância do capital de risco para a economia dos Estados Unidos, e apoiar a atividade empresarial e da inovação. A NVCA representa os interesses da política pública de capital de risco da comunidade, se esforça para manter os elevados padrões profissionais, fornece dados confiáveis da indústria, patrocinadores, desenvolvimento profissional, e facilita a interação entre seus membros.

- 1- Ter uma orientação de longo prazo
- 2- Auxiliar o desenvolvimento de novos produtos ou serviços;
- 3- Adicionar valor para a empresa através de uma participação ativa;
- 4- Compra de valores mobiliários de capital representativos;
- 5- Tomada de riscos mais elevados com a expectativa de maiores recompensas;
- 6- Financiar novas empresas e de crescimento rápido;

“Geridas profissionalmente, as firmas de capital de risco são geralmente parcerias privadas ou detidas por fundos de pensão de corporações públicas e privadas, financiadas por fundações, empresas, pessoas com disponibilidade de recursos, investidores estrangeiros e as próprias empresas de capital de risco (NVCA, 2008)”.

Empresas de capital de risco funcionam como receptores de capital. São organizadas estruturalmente como uma parceria limitada, investindo em empresas que representam oportunidades para uma elevada taxa de retorno, normalmente em um prazo de cinco a sete anos (NVCA, 2008).

Segundo dados fornecidos pela *National Venture Capital Association*, os investidores de capital de risco buscam centenas de oportunidades de investimento antes de investir em apenas algumas empresas consideradas como potenciais oportunidades para investimento. As empresas de capital de risco promovem o crescimento das companhias investidas, através de sua participação ativa na gestão, marketing e planejamento estratégico, características do VC (2008).

“Atualmente, mais de 50% dos investimentos em capital de risco vêm de investidores institucionais públicos e privados e dos fundos de pensões, e o restante proveniente de doações, fundações, empresas de seguros, bancos, outras entidades e indivíduos que procuram diversificar a sua carteira com este investimento de classe (NVCA, 2008)”.

As formas de investimento da modalidade variam em função da estratégia adotada, podendo ser especializada ou não. As empresas de capital de risco podem ser generalistas, investindo em vários setores industriais, ou várias localizações geográficas em diferentes fases da vida de uma empresa. Ou podem ser especialistas, atuando em um ou dois setores industriais, optando em investir apenas uma área geográfica (NVCA, 2008).

Por ser uma modalidade de financiamento relativamente recente, costuma-se fazer correlações diretas entre *Venture Capital* e (VC) e *Private Equity* (PE). Basicamente o que diferencia a modalidade entre as duas formas de financiamento é o nível de desenvolvimento que se encontram as empresas investidas, no momento em que elas recebem o aporte de capital. O tipo VC é caracterizado por direcionar os investimentos em estágios iniciais e por praticar uma gestão ativa por parte dos gestores. O PE atua em empresas mais amadurecidas e normalmente baseado em um modelo de gestão mais arrojado (CARVALHO et al., 2006).

Segundo Carvalho *et al.* (2006), os estágios de investimento do venture capital podem ser:

- ✓ Capital semente (*seed capital*): representado por um pequeno investimento na fase pré-operacional;
- ✓ Estruturação (*start-up*): empresa em fase de estruturação e início da produção;
- ✓ Expansão: empresa em fase de expansão.

Já para as empresas que recebem aporte de capital no private equity, as características são:

- ✓ Estágios avançados (*late stage*): investimento em empresas que apresentam fluxo de caixa positivo;
- ✓ Aquisições (*acquisition finance*): aporte de capital para expansão por meio de aquisições de outras empresas;
- ✓ Tomada de controle (MBO/I – *management buyout/in*): os recursos são destinados ao financiamento da equipe de gestores e/ou da própria empresa, ou externos que visam adquirir o controle da empresa;

- ✓ Pré-emissão (*bridge finance*): entrada na empresa quando se planeja uma abertura na bolsa de valores em até dois anos;
- ✓ Recuperação empresarial (*turnaround*): aporte de capital quando a empresa encontra-se em dificuldade operacional e/ou financeira, com expectativa de recuperação;
- ✓ Mezanino: feito em estágios avançados do desenvolvimento da empresa, realizados por meio de dívidas;
- ✓ PIPE (*private investment in public equity*): representa a aquisição do capital acionário das empresas já listadas na bolsa de valores.

1.1 – A Evolução do *Venture Capital*: Uma rápida digressão histórica²

O primeiro movimento que surgiu para a formação do capital de risco ou *venture capital* no mundo foi a partir de 1946, com a criação de empresas nos Estados Unidos, que tinham como objetivo fornecer assistência e aporte financeiro aos empresários ali presentes, em troca de ganhos de capital. Esse movimento pioneiro visava basicamente às empresas de base tecnológica e de inovações, que produziam maiores retornos aos investidores.

Hoje em dia, a estrutura típica de uma empresa de VC nos EUA, trabalha baseada nos princípios do *limited partness* (parceiro limitado) que, está embutido em um mercado local empresarial e que pratica seus investimentos relacionados à tecnologia de promoções.

As empresas pioneiras de VC também foram motivadas para a difusão da modalidade em âmbito nacional e internacional, sempre buscando altos níveis de retorno.

Nos últimos vinte anos, o *venture capital* se propagou por toda esfera mundial. Nos dias atuais, as empresas americanas operam em, pelo menos, quarenta nações, além de existir um número crescente de empresas que estabeleceram escritórios e investimentos em vários países, iniciando a difusão internacional da atividade.

² O item como um todo foi quase que exclusivamente formado a partir de um relatório intitulado *The Globalization of the Venture Capital Industry*, de março de 2007.

Por serem umas das últimas modalidades de investimento criado neste século, seu mercado encontra-se em constante desenvolvimento, dependendo, sobretudo, do desenvolvimento econômico e tecnológico realizado pelas políticas de mercado de todos os países.

No processo de desenvolvimento dos mercados de *Venture capital*, foi determinante o papel que os EUA desempenharam desde o último quartel do século XX.

Atualmente, os principais casos de sucesso, decorrente de investimentos estruturados a partir da modalidade do *venture capital*, e que foram mundialmente conhecidos são 3Com, AMD, Apple, Applied Materials, Cadence, Cisco, Google, Intel, Oracle, Netscape, Seagate, Silicon Graphics, Solectron, Sun Microsystems, Yahoo dentre outros. (The Globalization of the Venture Capital Industry, março 2007).

Mais recentemente, uma gama regional de organizações *venture capital e private equity* foram formadas: A *European Venture Capital Association* que foi criada em 1983, é uma das melhores associações de VC regionais. Representa o setor europeu de *private equity* e promove o desenvolvimento da modalidade tanto na Europa como em todo o mundo.

Na Ásia, a aliança de *Venture Capital* vêm desde 2001 formada pelos organismos nacionais de Hong Kong, Coréia, Malásia, Singapura e Taiwan, seguido pela formação de uma organização chamada *Private Equity Association*, o que sugere que estruturas supranacionais vêm surgindo, caminhando para a formação de uma organização global no futuro (AVCJ, 2008).

Mas apesar do otimismo, a prática se mostra diferente. O fato de países e continentes trabalharem para a construção de uma associação e sua regulamentação, não é suficiente para a formação de uma indústria nacional, mas favorece a existência de um primeiro passo neste sentido.

As associações podem influenciar o governo e a iniciativa privada para melhorar e estabelecer o ambiente necessário para o avanço das empresas de *venture capital*.

Nos EUA, Israel e Taiwan, as associações nacionais têm sido essenciais para esse crescimento com suas políticas de desenvolvimento do segmento.

A EVCA (European Venture Capital Association) desempenha um papel importante na União Européia nesse sentido. A existência de associações nacionais e regionais de VC nas áreas de desenvolvimento deste mercado demonstra a ampla difusão da modalidade nessas regiões.

Um período importante na história da cristalização da atividade de capital de risco nesses países foi em 1970, quando uma série de instituições financeiras européias foram estabelecidas com filiais nos EUA . Outro período determinante foram os anos 1980, quando ocorreu a migração de empresas de VC americanas para a Europa, em busca do mercado de investimentos em construção.

Ainda na década de 1980, várias empresas dos EUA se formaram para investir em Taiwan, e em outras partes da Ásia.

A partir deste período em diante, organizações internacionais de desenvolvimento fizeram vários esforços concentrados para a implantação de empresas, para investimentos em nações em desenvolvimento como América Latina, África e as partes Leste e Sudeste da Ásia.

Desconsiderando a qualidade de seus êxitos, tais iniciativas colaboraram para promover uma série de benefícios, como a formação de material humano e intelectual, mudanças nos sistemas legais e o aparecimento de iniciativa empresarial, imensamente importante para o crescimento do mercado de VC e PE nesse contexto (Dossani e Kenney 2002; Kenney et al. 2004).

Depois de uma década, em 1990, o ambiente internacional sofreu algumas alterações. A atividade de *venture capital* e suas modalidades de investimentos caminhavam para um novo modelo mundial.

Tais mudanças foram historicamente necessárias para a evolução e propagação do cenário até então existente.

Para que as empresas de VC pudessem ampliar suas operações, deveriam instalar nas outras nações, um escritório internacional, podendo captar as oportunidades de investimento encontradas em outras regiões. Essas operações se concentravam localmente e principalmente, próximo ao Vale do Silício³.

Segundo os pesquisadores Timothy Sturgeon e Christophe Lecuyer (2008), o Vale do Silício, localizado na Califórnia-EUA, surgiu no início do século XX, por volta de 1906, ligado ao aparecimento do rádio. Esse acontecimento acabou gerando um ambiente de forte estímulo ao processo de inovação, como avanços tecnológicos no desempenho, velocidade de transmissão e baixo custo dos produtos eletrônicos.

O grande impulso, responsável pelo desenvolvimento das atividades nessa região, foi dado pela Marinha norte-americana, após a criação de contratos para a exploração e início de pesquisas sediadas nesta área.

A partir daí, foram estabelecidos modelos de financiamentos para as companhias tecnológicas que passaram a entrar no mercado, que utilizavam projetos inovadores desenvolvidos para captação de recursos nacional e internacional, posicionados estrategicamente para garantir lucro rápido a esses investimentos.

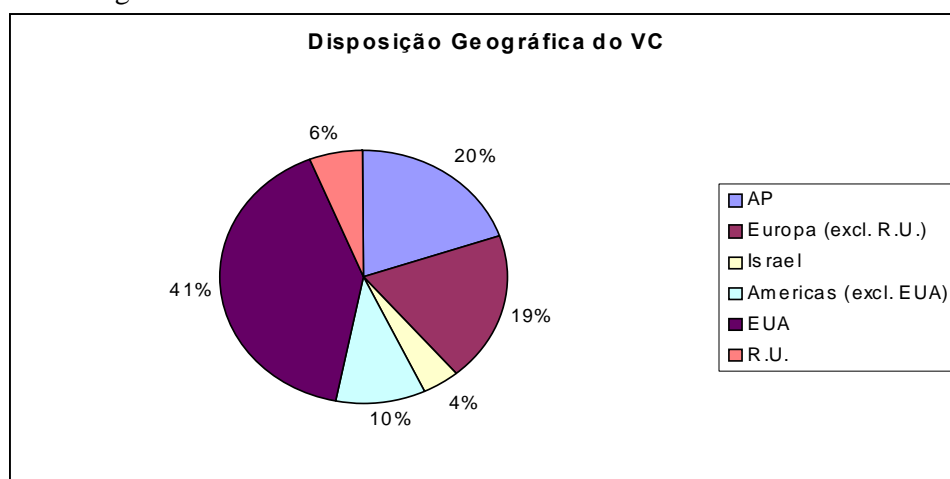
Esse processo estimulou notavelmente as empresas que estavam estruturadas sob a filosofia do VC da época. Segundo pesquisas da Thomson e da Ernst & Young, apesar da

³ <http://zeluisbraga.wordpress.com/2008/01/13/origem-do-vale-do-silicio>

mundialização do capital de risco ter difundido a atividade para muitas outras nações, o Vale do Silício continua sendo o centro da indústria de *venture capital* e *private equity* no mundo. Dado que comprova uma tendência a qual persegue a modalidade até os dias de hoje, da fidelidade pela preferência por parte dos investidores, à entrada no mercado de VC através de atividades ligadas a tecnologia e inovação.

Por todas esses aspectos, os Estados Unidos concentram o maior número de empresas de *venture capital* em todo o mundo, cerca de 41%. A Europa com 19%, 10% nas Américas, 6% localizados no Reino Unido e finalmente 4% em Israel. Ver figura 1 que segue.

Figura 1 –



Fonte: Global trends in venture capital 2008 survey, Deloitte, pag. 02. Elaborado pelo autor.

Após a liberalização dos mercados e do crescimento e fortalecimento do mercado de capitais dos países, em um contexto de integração econômica, somados ao aumento da capitalização dos fundos em geral, resultaram nas mudanças significativas que representaram uma forte alavanca da atividade nesses mercados.

Parte desse crescimento é representado pela ampliação da atividade nos países em desenvolvimento. Destacam-se América Latina, África e Ásia (MANI & BARTZOKAS, 2002). Nessas regiões a prática do *venture capital* está formada há pouco mais de 10 anos.

Esse processo possibilitou a esses mercados tornarem-se mais atrativos para os investidores internacionais. Até então os investimentos estrangeiros nessas regiões eram muito baixos, dado as incertezas macroeconômicas e de regulamentação que impossibilitaram durante algum tempo o acesso a um maior volume de capital internacional.

A América do Sul foi um exemplo dessas ações. A partir da década de 1990, passou a receber investimentos estrangeiros que até então não ocorriam devido seus regimes de inflação elevada e incerteza econômica. Abrindo seus mercados e promovendo a regulamentação dos investimentos estrangeiros, hoje, depois de mais de 15 anos, é um dos principais focos potenciais aos investimentos internacionais de *venture capital* (The Globalization of the Venture Capital Industry, março 2007).

As associações que vêm sendo criadas ao longo desse período são de grande relevância para esse desenvolvimento. Além de orientar as práticas do mercado, exercem o importante papel de solidificar as atividades relacionadas e aprofundar o processo de crescimento do setor.

A criação em 2002 da chamada – Associação Latina Americana de Venture Capital (Latin America Venture Capital Association – LAVCA), foi de extrema importância na promoção do crescimento da região e países membros.

Além da América Latina, a Ásia também passou a regulamentar seus mercados no mesmo período. Destaque para os principais países como Coreia do Sul, Taiwan e Índia que iniciaram a expansão da atividade após tornarem-se cenários mais atrativos para a entrada dos investimentos internacionais de *venture capital* (AVCJ, 2008).

Em países com menor desenvolvimento, grande parte dos investimentos são realizados em empresas dos setores com média capacidade tecnológica e em níveis mais avançados. O contrario ocorre nos países mais desenvolvidos onde os mercados já estão estabelecidos. A maior parte dos investimentos é feito em empreendimentos na fase inicial ou em expansão (KPMG & SAVCA, 2005).

Ao longo dos últimos dez anos, o private equity e venture capital têm desempenhado um crescente papel importante na economia europeia. Os investimentos por parte do private equity e dos fundos de capital de risco têm aumentado mais de seis vezes passando de € 5.5 bilhões em 1995 para um recorde de € 36.9 bilhões em 2004. Os impactos desse crescimento se refletem nos números de empresas de private equity e das que vêm recebendo aporte de capital de risco, saltando de 5000 em 1995 para 7000 em 2004 (EVCA, 2008).

Em paralelo com o aumento dos investimentos em private equity e venture capital, a contribuição da indústria para o emprego, o crescimento e inovação na Europa também cresceu. O papel do sector de rejuvenescer e reestruturar as diversas empresas existentes, bem como o seu apoio no financiamento de futuros potenciais e freqüentemente das empresas inovadoras tornou-se amplamente reconhecida.

Isso tem sido refletido em vários estudos anteriores, analisando o impacto econômico e social do private equity e venture capital, tanto a nível europeu quanto mundial (EVCA, 2008).

Ao se analisar o impacto econômico e social do private equity e venture capital na Europa, concluem-se através de vários estudos os resultados positivos sobre as economias de diversos países. Em especial, este fato é decorrente ao papel que essa atividade carrega em si e de maneira intrínseca, atuando no rejuvenescimento e reestruturação das indústrias existentes, bem como o seu apoio no financiamento e à elevação do potencial de crescimento, altamente ligado às empresas inovadoras, e amplamente reconhecido nos tempos de hoje.

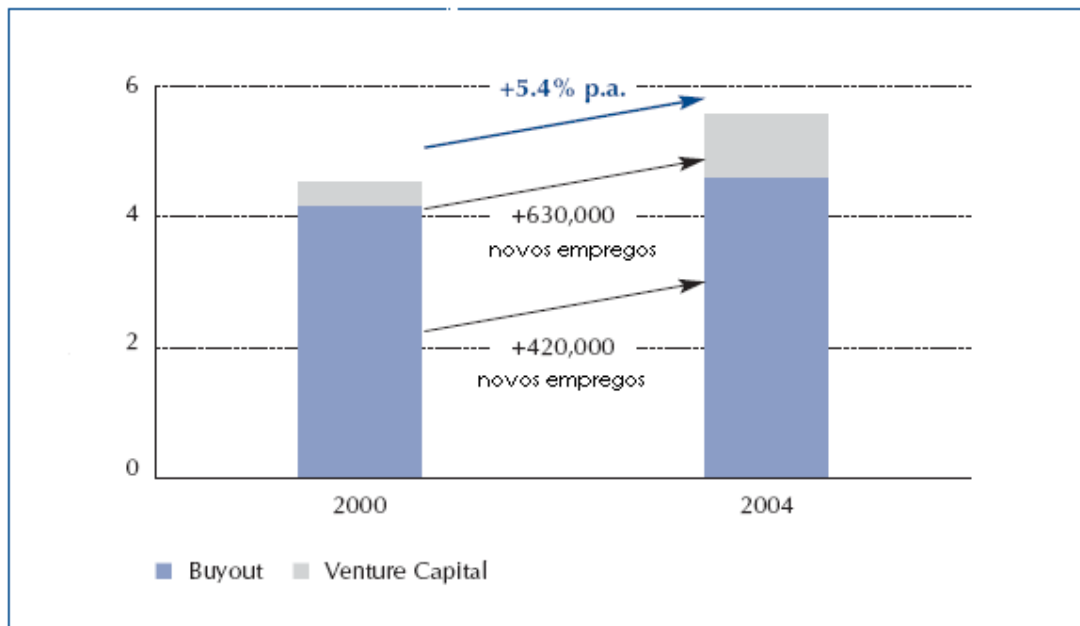
Dada a maior atividade de private equity e venture capital na Europa de hoje, essa indústria tornou-se um importante pilar da economia europeia. Com a elevada taxa de desemprego sendo um dos principais problemas na Europa neste momento, grande parte da atenção dos órgãos e instituições responsáveis foi recentemente transferida para a contribuição da indústria de PE e VC para a criação de emprego em geral. Assim, várias associações europeias, nomeadamente as da França, Alemanha, Espanha e da Grã-Bretanha, estimaram a contribuição da indústria nacional para a criação de novos empregos (EVCA, 2008).

Segundo dados levantados pela European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA, 2008), a criação de emprego na sociedade europeia, ligada ao desenvolvimento das atividades relacionadas ao mercado de capital de risco nos últimos anos é tal como segue:

- 1 milhão de novos postos de trabalho criados pelo private equity e venture capital em território europeu (considerada a União Europeia, Suíça e Noruega), financiadores de empresas entre 2000 e 2004.
- 420.000 novos postos de trabalho criados pela aquisição financiada, ou *Byuout*, de empresas entre 2000 e 2004, líquidos de qualquer redução de efetivos nos anos subsequentes à aquisição dos investimentos.
- 630.000 novos postos de trabalho criados por empresas de recebíveis entre 2000 e 2004.
- O emprego cresceu a uma taxa média de 5,4% anual, durante o período compreendido entre 2000 e 2004. Esta é oito vezes a taxa anual de crescimento do emprego total na UE entre 2000 e 2004.

A Figura 2 resume esse desempenho.

Figura 2 – Geração de Empregos nas Indústrias de *Private Equity e Venture Capital* – Europa



Fonte: EVCA, 2008. Employment contribution of Private Equity in Europe, p. 6.

De acordo com a EVCA, a contribuição total do emprego na Europa derivado das atividades de PE e VC atingiu níveis tais como:

- PE e VC empregavam perto de 6 milhões de pessoas na Europa em 2004, valor que representa 3% dos 200 milhões de pessoas economicamente ativa em Europa.
- As operações de aquisição financiada de empresas, conhecidas em inglês pelo nome de Buyout, empregaram 83% da carteira total do emprego em empresas, representando perto de 5 milhões de postos de trabalho.
- As empresas de VC empregaram 17% da carteira total do emprego em empresas, representando perto de 1 milhão de postos de trabalho.

Em pesquisa realizada pela EVCA, o crescimento do emprego na modalidade aquisição financiada de empresas evoluiu da seguinte forma:

- O emprego cresceu a uma taxa média de 2,4% ao ano durante o período compreendido entre 1997 e 2004. Valor quase quatro vezes maior que a taxa de crescimento anual do total do emprego na União Européia entre 2000 e 2004.

- 67% dessas empresas inquiridas aquisição financiada manteve estável os seus empregados efetivos ou aumentaram o número de empregados em geral.

- 33% das companhias pesquisadas aumentaram seu número de empregados em mais de 5% em média por ano entre 1997 e 2004.

- As transações de aquisição de empresas familiares têm o maior crescimento do emprego com um crescimento médio de 7% aa no ano seguinte ao investimento.

Da mesma forma, ao se avaliar o crescimento do emprego das empresas de *venture capital* vê-se que (EVCA, 2008):

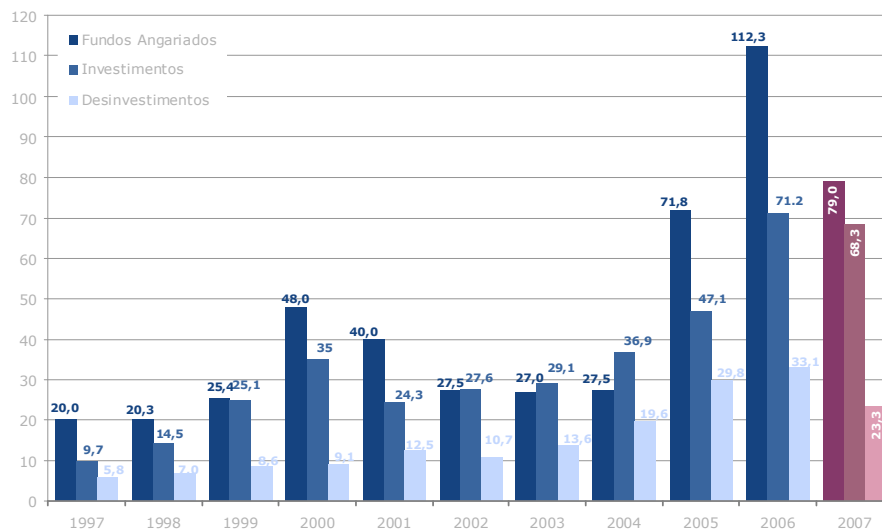
- O emprego cresceu a uma taxa média anual de 30,5% durante o período compreendido entre 1997 e 2004. Valor quase quarenta vezes maior que a taxa de crescimento anual do total do emprego na UE entre 2000 e 2004.

- O maior crescimento do emprego foi no setor da biotecnologia e dispositivos médicos e de saúde indústrias – foram às indústrias que mais contribuíram para o emprego com uma taxa média de crescimento maior que 45% ao ano.

O emprego e a preservação de empregos, sobretudo empregos de qualidade é uma preocupação fundamental para agentes políticos em toda a Europa. Assim como mostra os dados pesquisados, o *private equity* e o *venture capital* desempenham um papel vital para a conservação e a criação de empregos no continente europeu.

Em 2007 o montante total capturado alcançou os € 79,0 bilhões, o que constitui um decréscimo de 30% em comparação com o excepcional € 112,3 bilhões levantados em 2006 (EVCA, 2008). Conforme figura 3.

Figura 3 - Evolução do Fluxo das Atividades - Europa



Fonte: PEREP Analytics/EVCA, 2008.

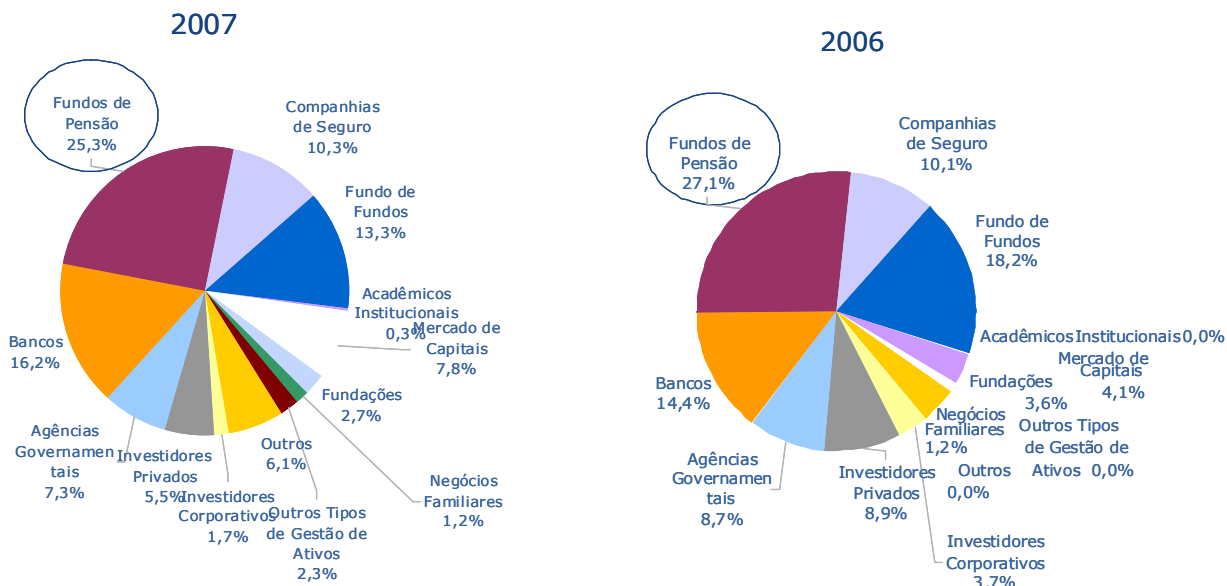
O Reino Unido continua representando o maior montante de fundos angariados com € 41,4 bilhões ou 52,4% do total. França ficou em segundo com 8,3% (€ 6,6 bilhões levantados) e Alemanha em terceiro, com 7,2% (€ 5,7 bilhões levantados).

Os fundos de pensões continuaram a ser a maior fonte de capital com € 13,9 bilhões ou 25,3% do total dos fundos angariados. Bancos ficaram em segundo com 16,2% ou € 9,1 bilhões do total dos fundos levantados. Fundos de fundos seguiram com € 8,7 bilhão ou 13,3% do total dos fundos angariados (EVCA, 2008).

Em 2007, 93,4% dos fundos angariados foram contribuídos por fontes independentes, 4,4% por cativas e ganhos de capital auferido representaram os restantes 2,2% (EVCA, 2008).

Como mostrado na figura 4 a seguir.

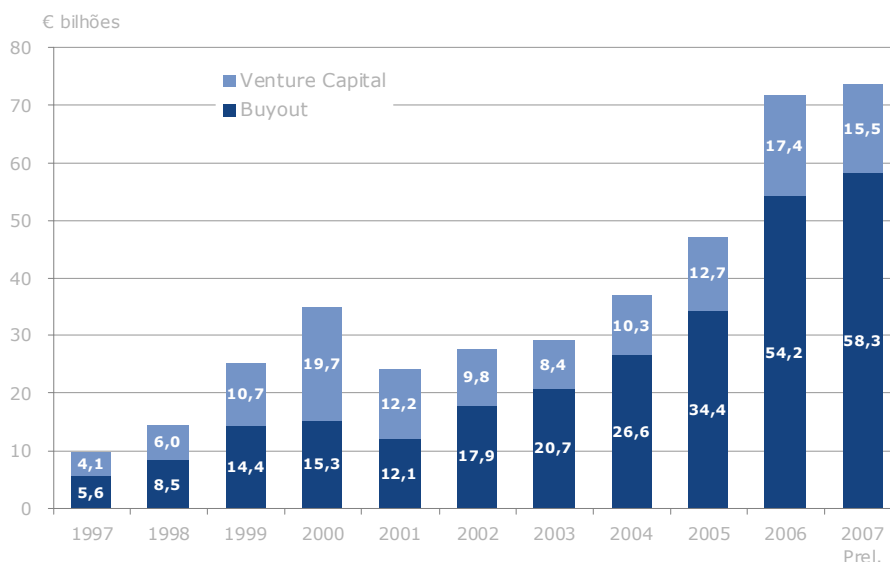
Figura 4 - Tipologia dos Fundos por trás das angariações - Europa



Fonte: PEREP Analytics/EVCA, 2008.

No que diz respeito ao volume de investimentos, segundo a *European Private Equity and Venture Capital Association*, os investimentos atingiram um novo nível recorde de € 73,8 bilhões em 2007. Isto representou um aumento 3,7% em comparação com o montante investido em 2006 (€ 71,6 bilhões). Ver figura 5 que segue:

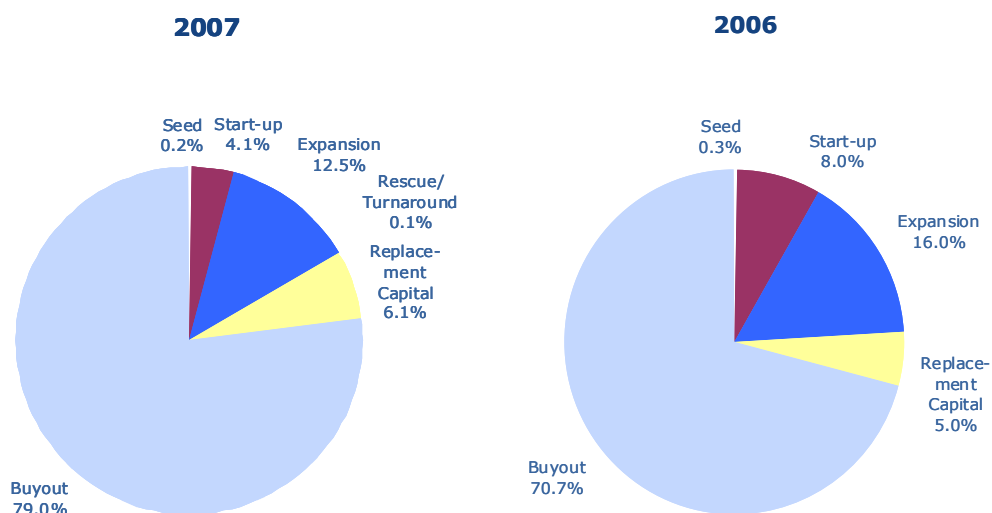
Figura 5 - Investimentos Europeus



Fonte: PEREP Analytics/EVCA, 2008.

Buyouts (os recursos são destinados ao financiamento da equipe de gestores e/ou da própria empresa, ou externos que visam adquirir o controle da empresa) tomou uma proporção ainda maior com 79%, ou € 58,3 bilhões em 2007. Seed investimentos (representado por um pequeno investimento na fase pré-operacional) permaneceram no mesmo nível em 2007, representando 184,7 milhões de euros. O montante da categoria Start-up diminuiu em mais da metade, passando de € 5,7 bilhões em 2006 para € 2,5 bilhões em 2007. Ver figura 6 que demonstra a distribuição dos recursos de acordo com a fase.

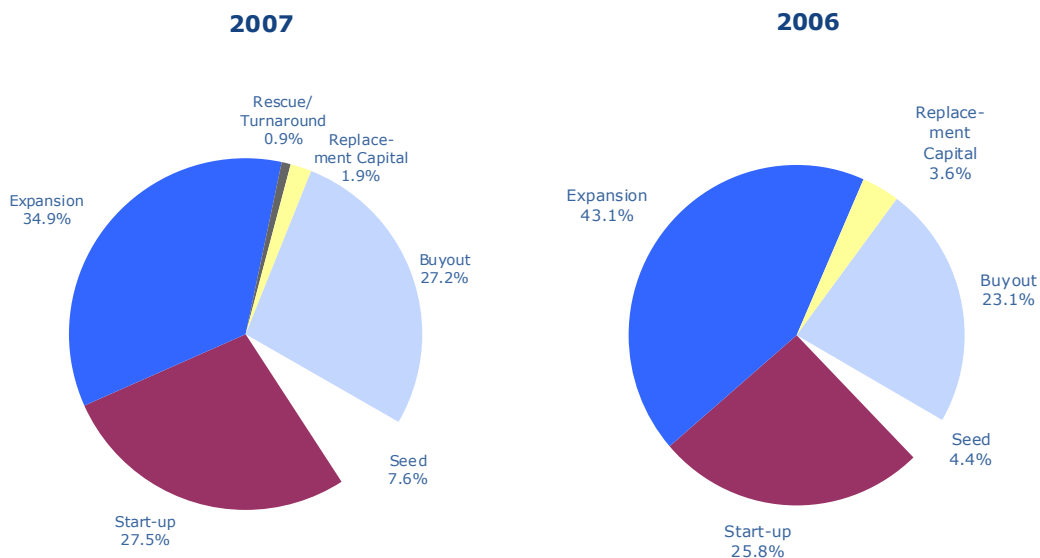
Figura 6 - Distribuição dos Estágios de Investimento – Montante Investido na Europa



Fonte: PEREP Analytics/EVCA, 2008.

Ao se considerar os diferentes estágios de investimento em número de negócios, a fase de Expansão foi a mais realizada, totalizando 34.9% em 2007, seguido pelos investimentos em fase inicial ou *Start-up* com 27.5%, e em terceiro os Buyouts com 27.2% (EVCA, 2008) Ver figura 7 abaixo.

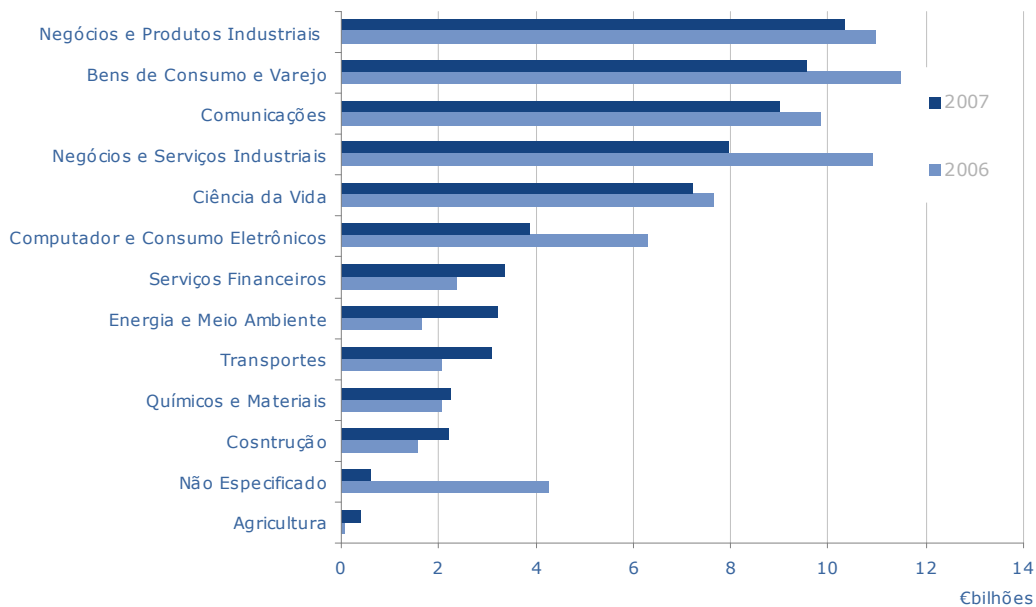
Figura 7 - Distribuição dos Estágios de Investimento – Número de Investimentos



Fonte: PEREP Analytics/EVCA, 2008.

Os três principais setores da indústria que receberam maior aporte de capital foram em negócios e produtos industriais com € 10.3 bilhões (14%), seguido por bens de consumo e varejo com € 9,5 bilhões (12,9%), e comunicações com a € 9 bilhões (12,2%). Ver figura 8 que segue:

Figura 8 - Montante Investido Setorialmente - Europa

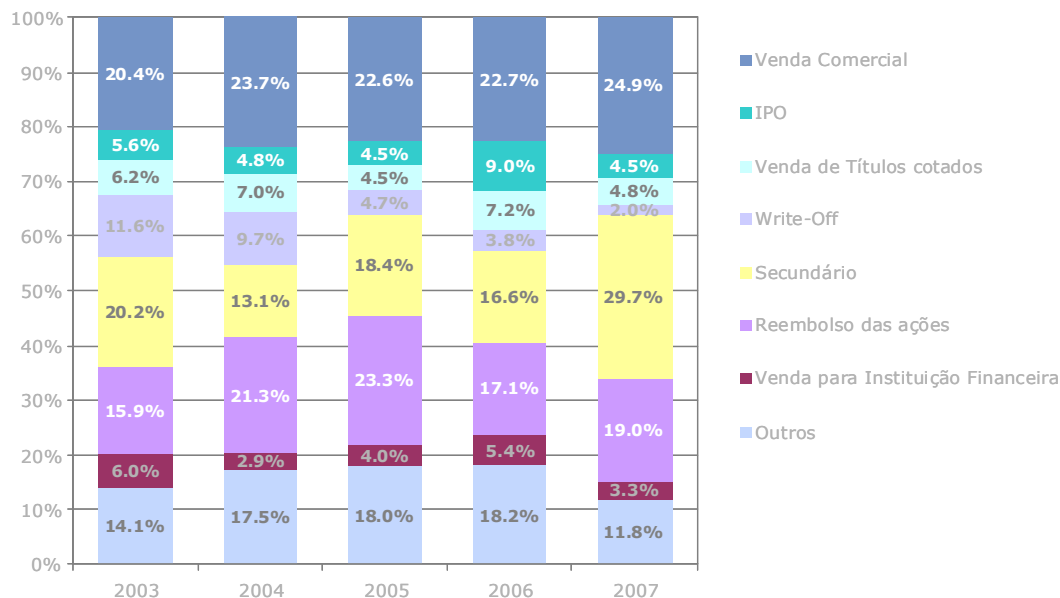


Fonte: PEREP Analytics/EVCA, 2008.

Quanto à capacidade de atrair investimentos, os cinco principais países em 2007 foram: Reino Unido (26,7%), França (15,1%), Alemanha (13,5%), Holanda (7,3%) e Espanha (5,4%). Tais países destacam-se frente aos outros países da Europa devido o alto grau cooperativo presente em suas economias. Além disso, a estabilidade da moeda local e as políticas econômicas que regulam esses mercados são de extrema relevância para os agentes econômicos e investidores.

No que diz respeito aos processos de desinvestimento, o montante alienado pelo preço de custo em 2007 ascendeu a € 27,1 bilhões, em comparação com o total de 2006 que foi de € 33,1 bilhões. Ver figura 9.

Figura 9 – Desinvestimentos (alienações) a preço de custo - Europa



Fonte: PEREP Analytics/EVCA

As alienações através de uma oferta pública (IPO) foram reduzidas para € 2,6 bilhões de € 5,3 bilhões em 2006, comparável ao nível de 2005 (EVCA, 2008). Write-offs continuou a diminuir, passando de € 1,3 bilhões em 2006 para € 0,5 bilhões em 2007, representando apenas 2,0% do montante total alienado.

Entre os principais mecanismos utilizados em 2007 destacam-se os Secundários, os Reembolsos de Empréstimos Principais e a Venda Comercial, somando mais de 50% do total (EVCA, 2008). Conforme segue na figura 10.

Figura 10 – Alienações por tipo de saída - Europa

Desinvestimento por modelos de Saída	Por montante investido		Por número de negócios	
	2007 %	2006 %	2007 %	2006 %
Venda Comercial	24.9	22.7	23.0	16.7
IPO	4.5	9.0	3.3	2.6
Venda de Cota de Títulos	4.8	7.2	5.1	9.2
Write-Off	2.0	3.8	7.4	9.0
Reembolso de Participações Passivas	0.1	0.8	4.7	5.4
Reembolso de Empréstimos Principais	19.0	17.1	25.4	17.9
Secundário	29.7	16.6	9.3	6.5
Venda para Instituição Financeira	3.3	5.4	1.4	3.4
Venda para Gestão (MBO)	3.5	6.1	6.9	17.6
Outros	8.2	11.3	13.5	11.7
Total no Ano	100.0	100.0	100.0	100.0

Fonte: PEREP Analytics/EVCA, 2008.

Atualmente a chamada “crise” econômica mundial, mais conhecida como a “crise das hipotecas”, decorrente do movimento de desregulamentação dos mercados nas últimas décadas, principalmente das atividades ligadas ao mercado de capitais de Wall Street, foi responsável pela onda de incerteza e eminente recessão que os países têm passado na segunda metade de 2008.

Esta “crise mundial” vem mexendo com os mercados internacionais e alterado diversos conceitos e crenças de investidores e instituições financeiras de todas as partes do

globo, responsáveis pela reorganização e reestruturação que as economias mundiais vivem atualmente.

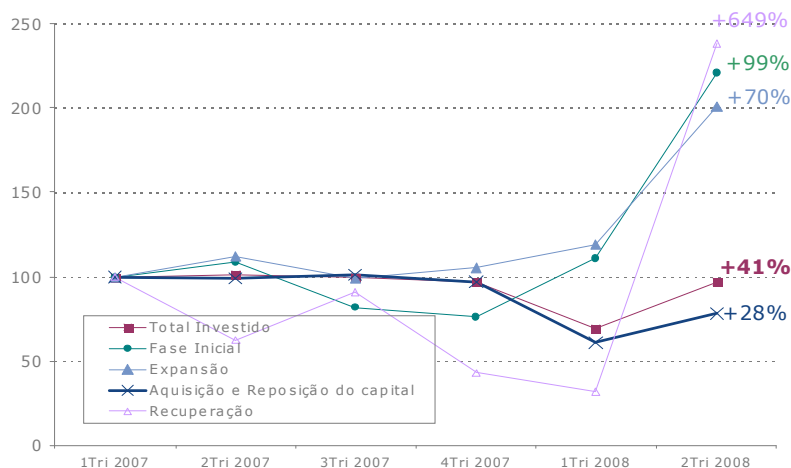
Esse novo modelo do capital financeiro produtivo que nasce, mas que se transforma todos os dias é o grande ditador do curso que os líderes da economia mundial e os agentes econômicos deverão perseguir para retomar a busca aos patamares de crescimento desejáveis.

As conseqüências diretas do cenário econômico que se apresenta já impactam a economia real regionalmente, principalmente os EUA onde se encontram a maioria das instituições com seus balanços deteriorados. A Europa também tem sofrido com as perdas dos Bancos e outras instituições, mas em um nível inferior ao americano. Indiretamente quase todos os continentes estão sendo afetados diariamente pelo humor dos principais mercados, em especial Ásia e America Latina.

Nesse cenário, ao se analisar o desempenho do *private equity* e *venture capital* na Europa, no primeiro semestre de 2008, observa-se que tal modalidade de investimento, ligada quase sempre aos mercados de capitais mundial, vem funcionando como a melhor opção estratégica para absorver os investimentos que estão sendo minados dos países e dos mercados financeiros internacionais. Este fato se deve principalmente ao fator risco, que compõe a estrutura de qualquer tipo de investimento.

Na figura que segue é possível observar a elevação de 41% correspondente à fase de aquisição, 70% da fase de expansão, seguido pela fase inicial que cresceu 99% em valor investido e os 649% da fase de *turnaround* ou recuperação, representando um aumento jamais visto anteriormente. Ver figura 11.

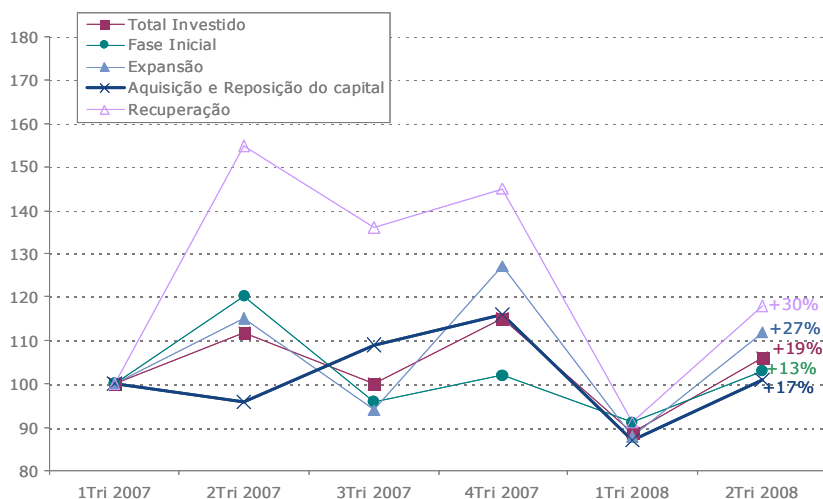
Figura 11 - Evolução da Atividade de Private Equity Europeu – em Valor (Índice – 1TRI 07 = 100)



Fonte: PEREP Analytics/EVCA, 2008.

Ao avaliar o mesmo período considerado, mas em total de números de negócios, observa-se uma queda em relação ao último trimestre de 2007, seguido pela alta do segundo trimestre de 2008, comparado ao primeiro trimestre do ano em questão que obteve o menor desempenho do período. Mas ao ser relacionar os gráficos do número de negócios e do valor investido, fica claro que o valor total investido cresceu muito além dos números de negócios realizados, comprovando a análise feita anteriormente neste trabalho, onde os veículos de PE e VC passaram a ser o principal foco dos investimentos dos Bancos e instituições financeiras, que buscam um novo modelo de risco/retorno para seus portfólios. Ver figura 12 que segue.

Figura 12 - Evolução da Atividade de *Private Equity* Europeu – em Numero de Negócios (Índice – 1TRI 07 = 100)



Fonte: PEREP Analytics/EVCA, 2008.

Nota: A variação percentual mencionada na direita refere-se à evolução do trimestre em curso versus o trimestre anterior.

1.2 – O mercado de Venture Capital: Uma avaliação numérica

De acordo com os dados levantados pela NVCA, em conjunto com a *PricewaterhouseCoopers Private Equity & Venture Capital Practice* e a *Thomson Reuters*, em relatório divulgado em julho de 2008, os investimento realizados pelos veículos de *venture capital* nos EUA, no estágio conhecido como capital semente do segundo trimestre deste ano, observou uma pequena queda fechando em \$ 1.6 bi com 351 negócios ofertados, permanecendo próximo ao primeiro trimestre onde foram movimentados \$ 1.7 bi com 356 ofertas. Dos investimentos apurados em capital semente ou fase inicial no segundo trimestre representam 35% do total dos investimentos realizados no mesmo período.

Já os recursos destinados a fase de expansão caíram 15% no segundo trimestre, totalizando \$ 2.6 bi em 321 negócios. Desempenho próximo ao primeiro trimestre que somou 331 ofertas. No âmbito global, os investimentos em fase de expansão representaram 32% no primeiro trimestre.

No que tange os estágios avançados observou-se um aumento de 14% somando \$ 3.1 bi investidos e 318 negócios, representando 32% do volume total. Já no âmbito internacional os EUA realizaram 34 negócios com a China, somando \$ 296 MM no primeiro trimestre. Passando para 47 negócios com \$ 583 MM investidos no segundo trimestre de 2008.

Do montante total investido no período de 1995 - 2006, os três principais setores representaram quase 50%, ficando em primeiro lugar o mercado de Softwares com 19,5%, seguido em segundo pelo de Biotecnologia com 17,6% e em terceiro os Dispositivos médicos e equipamentos com 10,4%. Ver tabela 1:

Tabela 1- Montante investido por setor - EUA

Setores Industriais - 2006	Investimentos de Capital de Risco
Software	19.5%
Biotecnologia	17.6%
Dispositivos Médicos e Equipamentos	10.4%
Telecomunicações	10.2%
Semicondutores	7.8%
Industria e Energia	6.9%
Mídia e Entretenimento	6.4%
Networking e Equipamentos	4.2%
Tecnologia	4.0%
Eletrônicos e Instrumentação	2.7%
Negócios Produtos e Serviços	2.6%
Produtos de Consumo e Serviços	2.0%
Serviços Financeiros	1.7%
Computadores e Periféricos	1.6%
Serviços de Saúde	1.5%
Venda e Distribuição	0.8%
Outros	0.1%
Total	100%

Fonte: NIST – National Institute of Standards and Technology – U.S. Department of Commerce – CVC – Corporate Venture Capital, 2008. Elaborado pelo autor.

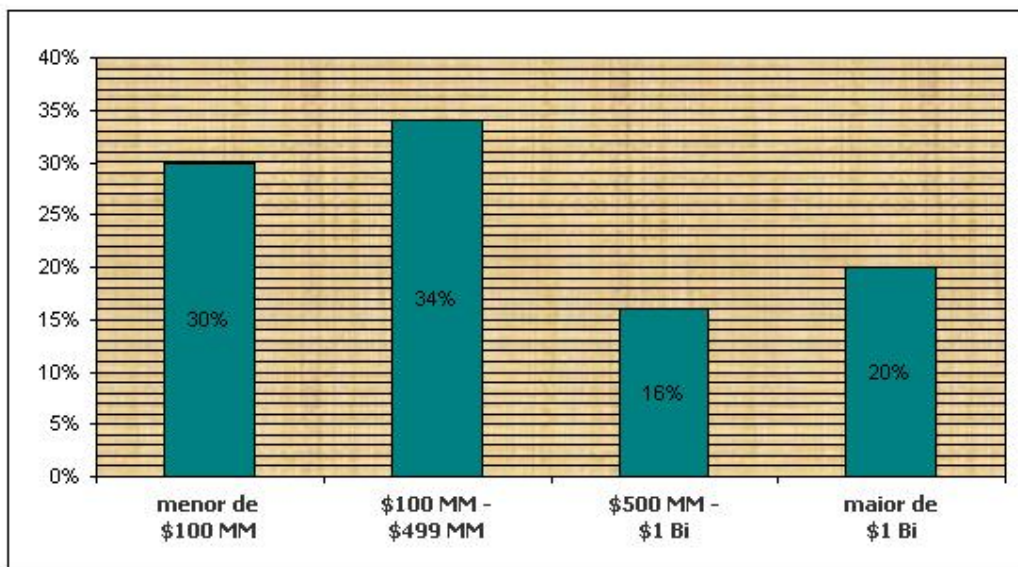
Especificamente para os Estados Unidos, a *National Venture Capital Association*, identificou os principais pólos de investimentos dentre os principais setores industriais e as respectivas atividades.

Os investimentos em empresas de Internet lideram a lista, somado o montante de U\$ 1.5 bi no segundo trimestre de 2008 com 208 ofertas, nível mais alto desde 2001, marcado pela “bolha da internet”.

A indústria de *software* continua sendo grande receptora do total de recursos disponíveis para o VC, somando o volume de U\$ 1.25 bi para o mesmo período, com 219 negócios fechados. Em terceiro lugar vêm a área de Indústria e Energia, com U\$ 1.2 bi investidos, e logo em seguida a Biotecnologia. Mídia e Entretenimento registraram aumento de 25%, chegando ao patamar de U\$ 586 milhões.

Os fundos gestores de VC e PE trabalham com ativos de diferentes tamanhos sob seu comando. Podem variar de menos U\$ 100 milhões até mais de \$ 1 Bi. Em pesquisa realizada nas Américas Norte e Sul, Ásia, Pacífico, Europa e Israel pela Deloitte (2008), 34% do total apurado se encontram entre U\$ 100 milhões e U\$ 499 milhões, 30% menores que U\$ 100 milhões, 20% acima de U\$ 1 bilhão e 16% entre U\$ 500 milhões e U\$ 1 Bi. Confrontar figura 13.

Figura 13 – Ativos sob gestão – Levantamento mundial.



Fonte: Global trends in venture capital 2008 survey, Deloitte, p. 2. Elaborado pelo autor.

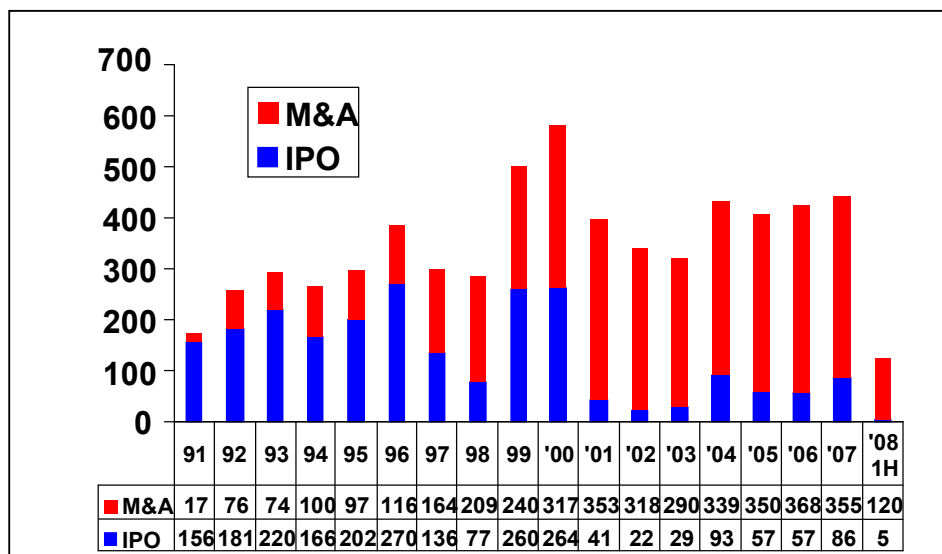
Segundo fontes da *PricewaterhouseCoopers Private Equity & Venture Capital Practice*, *Thomson Reuters* e a *NVCA* em conjunto com a *MoneyTree*, os investimentos em capital de risco no segundo trimestre de 2008 alcançaram os \$ 7.4 bilhões e 990 negócios realizados. Desempenho que acompanha a *performance* do período anterior (primeiro trimestre do mesmo ano) que foi de 977 ofertas e \$ 7.5 bilhões movimentados.

Em função de tais desempenhos, Mark Heesen (presidente da *NVCA*) alega que as condições de financiamento para as empresas inovativas em todos os estágios de desenvolvimento são favoráveis. Nas palavras dele: *embora a saída do mercado continue contestada, o empreendimento da indústria está operando a longo prazo sob a mesma filosofia que tem aderido historicamente.*

E a despeito da crise presente, o ritmo de investimento no primeiro semestre induz a uma avaliação favorável. Segundo Tracy Lefteroff, sócio global da *PricewaterhouseCoopers*, as empresas estão investindo em 2008, o que leva a crer que se fechará o ano com valores próximos aos de 2007: cerca de US\$ 30.7 bilhões investidos.

A *National Venture Capital Association* considera as fusões e aquisições como o tipo mais comum dos empreendimentos bem sucedido de saída para os investimentos da modalidade de capital de risco⁴. Neste caso, a empresa recebe o empreendimento em forma de dinheiro ou ações da sociedade incorporadora, e o investidor a distribuição do produto da venda de seus parceiros limitados. Ver figura 14 que demonstra tal movimento.

Figura 14 - Saídas de *Venture Capital* por Ano - EUA



Fonte: NVCA, 2008.

Para a NVCA, a oferta pública inicial que vêm da sigla em inglês *IPO* (*Inicial Offering Public*), é o veículo que as empresas investidas deveriam considerar como mais interessante no momento de saída ou desinvestimento. Segundo fonte consultada, as empresas que realizam o IPO podem adquirir maior atratividade de gestão no longo prazo, e também, maior capacidade agregar valor ao negócio. Isso se deve pela estrutura que essas empresas adquirem após a oferta pública, tornando-se mais atrativas para os grandes fundos que podem preferir empresas que já trabalham sob a estrutura e legislação necessárias para adentrar nas bolsas de valores mundiais.

⁴ *Venture Capital* de saída – é a expressão usada para os mecanismo de saída utilizados para o desinvestimento do negócio. Normalmente acontecem por meio de fusões e aquisições, ou pela oferta pública inicial (IPO).

Já as fusões e aquisições (M&A) apresentaram um desempenho bastante superior, com pode se ver na tabela 2 que segue. Ela abre em valores o volume de fusões e aquisições e de IPOs (ofertas iniciais).

Tabela 2 – Volume total de IPO`s e fusões e aquisições - EUA

Ano-Trimestre	Operações Total de M&A	Total de M&A com Valor Divulgado	*Total Divulgado em (\$M)	*Média M&A Tamanho das Operações (\$M)	**Números de IPO`s	Total de Ofertas em Valor (\$M)	Média das Ofertas em Valor (\$M)
2002	318	152	7,916.4	52.1	22	2,109.1	95,9
2003	290	122	7,721.1	63.3	29	2,022.7	69.8
2004	339	186	15,440.6	83.0	93	11,014.9	118.4
2005-1	81	45	4,351.9	96.7	10	720.7	72.1
2005-2	81	34	4,725.0	139.0	10	714.1	71.4
2005-3	101	48	18,056.0	376.2	19	1,458.1	76.7
2005-4	87	39	2,594.0	66.5	18	1,592.1	92.2
2005	350	166	29,727.0	179.1	57	4,485.0	78.7
2006-1	107	52	5,607.5	107.8	10	540.8	54.1
2006-2	105	40	4,018.5	100.5	19	2,011.0	105.8
2006-3	94	42	3,894.8	92.7	8	934.2	116.8
2006-4	62	26	5,616.8	216.0	20	1,631.1	81.6
2006	368	160	19,137.6	119.6	57	5,117.1	89.8
2007-1	82	29	4,540.3	156.6	18	2,190.6	121.7
2007-2	87	36	3,972.3	110.3	25	4,146.8	165.9
2007-3	100	52	10,810.0	207.9	12	945.2	78.8
2007-4	86	43	9,084.1	211.3	31	3,043.8	98.2
2007	355	160	28,406.7	177.5	86	10,326.3	120.1
2008-1	70	28	3,602.4	128.7	5	282.7	56.5
2008-2	50	14	2,397.3	171.2	0	0.0	n/a
2008	120	42	5,999.7	142.9	5	282.7	56.5

Fonte: Thomson Reuters & National Venture Capital Association, 2008.

*Somente acordos com valores informados.

**Inclui todas as companhias com pelo menos um investidor de VC americano que opera no mercado domestico americano.

Em suma, quando se avalia os negócios de capital de risco ao redor do mundo, se percebe o quanto esse tipo de empreendimento é aderente ao modo como a dinâmica atual do capitalismo se apresenta. Portanto, a própria lógica de acumulação capitalista explica em sua quase totalidade a *performance* de tais opções de negócios. Resta saber se no Brasil o resultado é semelhante. É o que será discutido no capítulo que segue.

Capítulo 2

O MERCADO DE VENTURE CAPITAL NO BRASIL

Introdução

De acordo com Albergoni (2006 apud PAVANI, 2003) os primeiros movimentos na direção da formação de um mercado de capital de risco no país foi a partir de 1970. Através da atuação da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que juntos passaram a apoiar e desenvolver a filosofia do *venture capital* no mercado brasileiro apoiando empresas junto às iniciativas de financiamento.

A atuação do BNDES mostra-se fundamental desde o início. A instituição que começa a financiar projetos de risco em 1974 amplia sua importância no processo com a criação de três subsidiárias que seriam fundidas em 1982, sob o nome BNDESPAR. A FINEP, no período mais recente estimula sobremaneira por meio de diversas linhas de financiamento.

Segundo Gorgulho (1996) as modalidades de financiamento utilizadas eram através de debêntures, ações, empréstimos amortizáveis por *royalties* e empréstimos com amortizações ligadas ao sucesso do negócio.

Somente em 1986, pelo Decreto-Lei n. 2287 de 23/07/1986, surgiram os primeiros dispositivos jurídicos e fiscais no sentido de institucionalizar as sociedades de *venture capital* no Brasil. A partir dessa data a atividade passou a receber tratamento fiscal para as sociedades e empresas investidas (PAULA, 2003, apud Albergoni, 2006).

Foi a partir da década de 1990, com a abertura comercial e a regulamentação dos mercados e investimentos estrangeiros que o país passou a se tornar atrativo para os gestores internacionais interessados em *private equity*. Atraídos pelo processo de privatização das empresas estatais, muitos desses gestores iniciaram seus investimentos nas empresas

brasileiras e aqui permaneceram, gerando um ciclo e ambiente positivos para a formação da atividade no país (LAVCA, 2002).

Entretanto, já no final da década de 1990, apesar do cenário macroeconômico favorável, a ausência de mecanismos de liquidez ainda era um obstáculo para o crescimento dos investimentos em *venture capital*. Nos últimos anos, o constante aprimoramento das leis e instruções que regem esse mercado no país, contribuiu para adequar e estimular o segmento, caminhando cada vez mais perto em direção do modelo ideal.

Diante o cenário vigente, a CVM cria em 1994 a instrução 209. Até então, o mecanismo mais utilizado era a estrutura de *holdings*, o que sujeitava os investidores as leis das sociedades anônimas e o pagamento de tributos igual aos das empresas. (BOCCATO, 2002)

Com a instrução 209, a CVM cria espaço para mais um avanço da atividade no Brasil, criando a base para a institucionalização do mercado de VC e PE através da viabilização dos FMIEE (Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes) (RIBEIRO, 2006).

Em 2000, com o apoio da FINEP (Financiadora de Estudos e Projetos), órgão vinculado ao Ministério da Ciência e Tecnologia, foi criada a Associação Brasileira de Capital de Risco (ABVCAP) e o Projeto Inovar, com intuito de disseminar a atividade de *venture capital* no país, estimulando a expansão ao aporte de capital para as pequenas e médias empresas, por meio de recursos públicos e ou investimentos privados (FINEP, 2007).

Outro acontecimento importante, que representou um impulso para a consolidação e regulamentação deste mercado, foi a aprovação da Nova Lei das Sociedades Anônimas em 2001, melhorando significativamente o processo de informação e fiscalização aos pequenos acionistas. Isso representou um avanço nas regras de governança corporativa, afetando diretamente o volume de captação de recursos para a modalidade, penalizada até então pela indisposição dos agentes de entrarem em mercados com pouca transparência como era o caso do mercado brasileiro (RIBEIRO, 2006).

A aprovação da Instrução CVM 391, de 2003, agrega nova estrutura ao mercado, os chamados FIPs (Fundo de Investimento em Participação). Suas vantagens de liberdade contratual, registro automático do fundo na CVM, tributação diferenciado aos cotistas e a possibilidade de receber capital estrangeiro sem a obrigatoriedade em ser de capital aberto são determinantes para atrair novos fundos e capitais que ajudaram a impulsionar o setor de VC e PE nesta fase (CARVALHO, *et al.*, 2006).

Já em 2006, sob a aprovação da Medida Provisória 281, que isenta o imposto de renda aos investimentos realizados pelos FMIEE e FIPs por investidores estrangeiros, os órgãos responsáveis buscam canalizar uma demanda existente dos agentes, no sentido de promover ainda mais os investimentos para o *venture capital* no Brasil e sua consolidação.

2.1 – O desempenho do mercado brasileiro de *venture capital*

O crescimento do mercado de capitais brasileiro contribuiu fortemente para essa consolidação. A estruturação desse mercado foi essencial para chegar a um estado maduro no desenvolvimento do *venture capital* no país, pois é através dele que se pôde criar mecanismos de liquidez e de saída mais atraentes para os investidores, fator determinante para o fortalecimento da atividade.

Em 2004 o Brasil detinha 65 organizações de VC/PE, nacionais e internacionais e no final do ano em questão girava em torno de US\$ 5,07 bilhões (RIBEIRO 2005).

Com base nos dados divulgados pelo Centro de Estudos em *Private Equity e Venture Capital* da FGV⁵, o capital comprometido pelos fundos de VC/PE e PIPE atingiu US\$ 16,7 bilhões, em julho de 2007. O que mostra que o capital no setor brasileiro de VC/PE/PIPE triplicou entre dezembro de 2004 e julho de 2007.

⁵ (<http://www.cepe.fgvsp.br/>)

As organizações típicas de VC/PE presentes no país em 2004 estavam distribuídas nacionalmente com 72% do total e administravam 60% do capital. As americanas representavam 15% do total e administravam 35% do capital total. (RIBEIRO, 2005)

Segundo a ABVCAP (Associação Brasileira de *Private Equity e Venture Capital*), os seguimentos do PE /VC no país estão organizados em:

- ✓ Capital Semente - empreendedorismo, inovação
- ✓ Venture Capital - empresas emergentes, crescimento, consolidação
- ✓ Private Equity - governança corporativa
- ✓ Mezanino - gargalos (infra-estrutura e ampliação industrial)
- ✓ PIPE: - mercado de capitais - liquidez

Para a ABVCAP as principais contribuições da atividade no Brasil estão ligadas a geração de empregos e arrecadação tributária, à produtividade e diversificação setorial, ao fomento às pequenas e médias empresas e à economia real e aos estímulos a governança corporativa e os incentivos ao mercado de capitais.

As melhorias ligadas ao ambiente institucional podem ser citadas como:

- ✓ Especialização e experiência dos gestores.
- ✓ Fundos setoriais.
- ✓ Transparência e parceria com os investidores.
- ✓ Crescente mobilização de capital (PPPs, investidor estrangeiro).

E aquelas melhorias ligadas ao ambiente legal, são divididas em:

- ✓ Arbitragem.

- ✓ BOVESPA - Novo Mercado e Bovespa Mais.
- ✓ Autorizações para novos investidores (fundos de pensão e seguradoras).
- ✓ Melhorias nas instruções da CVM.
- ✓ Lei da Inovação.
- ✓ Tributação.

Atualmente o Brasil tem cerca de 400 empresas investidas nos portfólios dos fundos, além de um crescimento exponencial da atividade nos últimos anos. Aproximadamente US\$ 17 bilhões de capital comprometido, nacional e estrangeiro, e diversas empresas criadas e recuperadas, que hoje representam importante papel na economia nacional. Dentre elas, a associação cita:

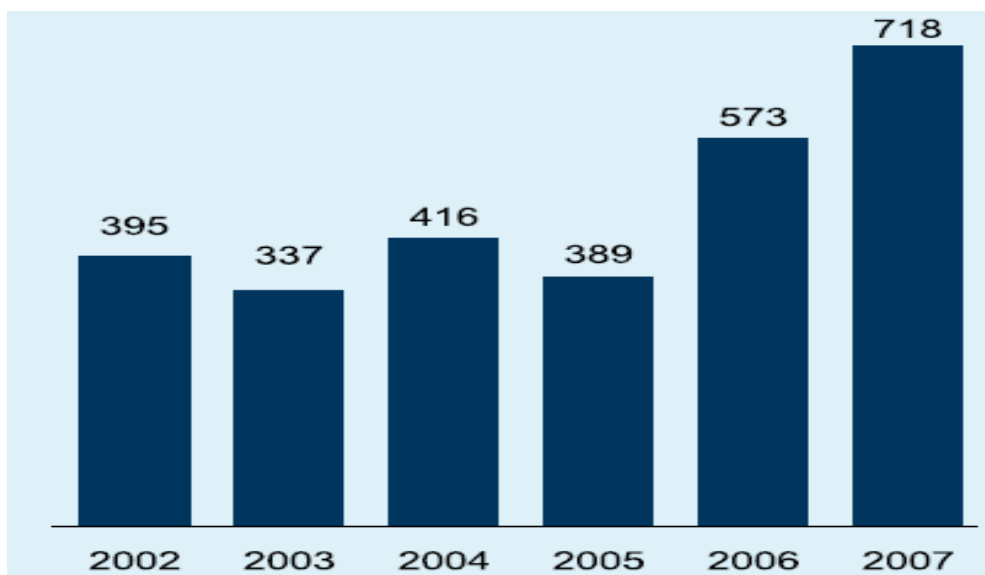
- ✓ Dixie-Toga; Telemar; Submarino; IT-Mídia; Proceda
- ✓ ALL; DASA; UOL; IG, Abril, Gol, TAM, Akwan
- ✓ Gafisa; Odontoprev; Siciliano; Mr Clean; Bematech
- ✓ Santos-Brasil; Cardsystem; Neovia; Localiza

O ano de 2007 foi de extrema importância para o mercado de capital de risco do Brasil. Além do reconhecimento como *Grau de Investimento (Investment Grade)*, o país está fortalecido perante o cenário de instabilidade que se apresenta. Com um crescimento de aproximadamente 5% do PIB, atingindo US\$ 1,3 trilhão, 64 empresas realizaram a abertura de capital no mercado brasileiro, somando mais de R\$ 55 bilhões em ofertas primárias e secundárias (PriceWaterHouseCoopers, 2007).

Além disso, foram divulgadas na imprensa 718 transações de compra e venda de empresas, representando um crescimento de 25% comparado com 2006. Patamar a ser comemorado pelo mercado brasileiro, enquanto o mercado mundial cresceu 10% em Fusões e Aquisições em relação a 2006 (PriceWaterHouseCoopers, 2007).

Segundo o mesmo relatório, a justificativa para tal desempenho está associada ao desenvolvimento e modernização que o mercado de capitais no país vem passando nos últimos anos, principalmente pela expansão da utilização de instrumentos financeiros de dívida nas operações de aquisições e de investimentos. A figura a seguir demonstra tal desempenho.

Figura 15 - Número Total de transações no Brasil



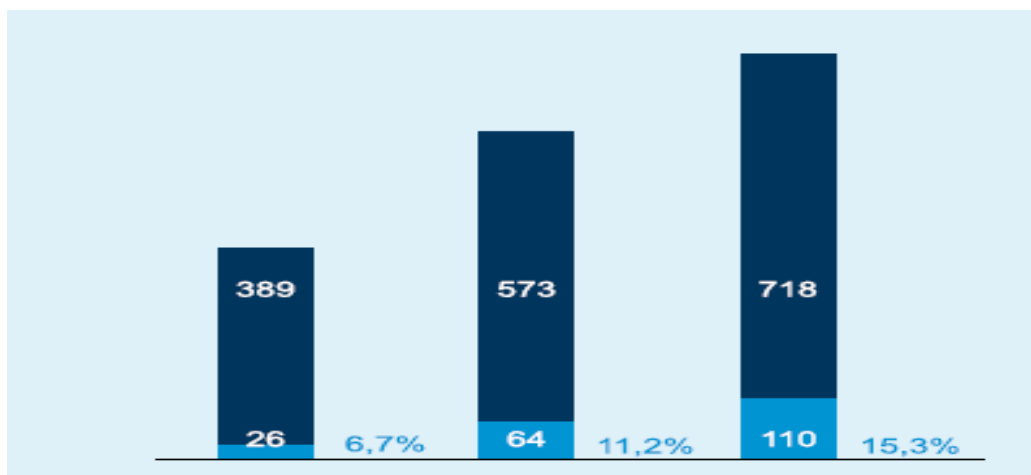
Fonte: PriceWaterHouseCoopers, 2007, p. 5.

Nota: Não incluem acordos, somente transações divulgadas na imprensa.

Do total analisado pelo PriceWaterHouseCoopers de 718 transações em 2007 no país, os Fundos de investimento participaram de 15,3%, ou 110 transações. Resultado 72% maior que 2006, onde aconteceram 64 transações.

Segundo o mesmo relatório, nos Estados Unidos e Europa este percentual representaria 1/3 dos mercados, o que demonstra que ainda existe um grande potencial para crescimento. A figura 16 busca enfatizar o volume de transações com participação de *private equities*.

Figura 16 - Transações com participação de *private equities*

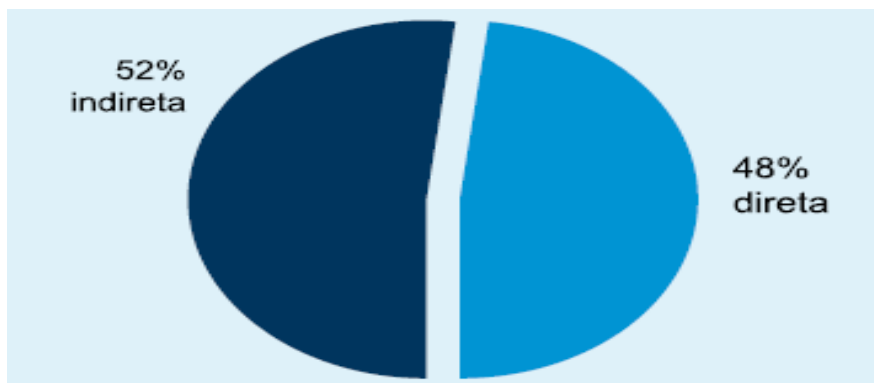


Fonte: PriceWaterHouseCoopers, 2007, p7.

Nota: Não incluem acordos, somente transações divulgadas na imprensa.

Ainda, das 110 transações realizadas, os fundos de *Private Equity* estiveram presentes em 53 transações, ou 48%. E das empresas que fazem parte do portfólio dos PE's, o percentual sobe para 52%, ou 57 transações. Ver figura a seguir:

Figura 17 - Transações com a participação de *private equities*



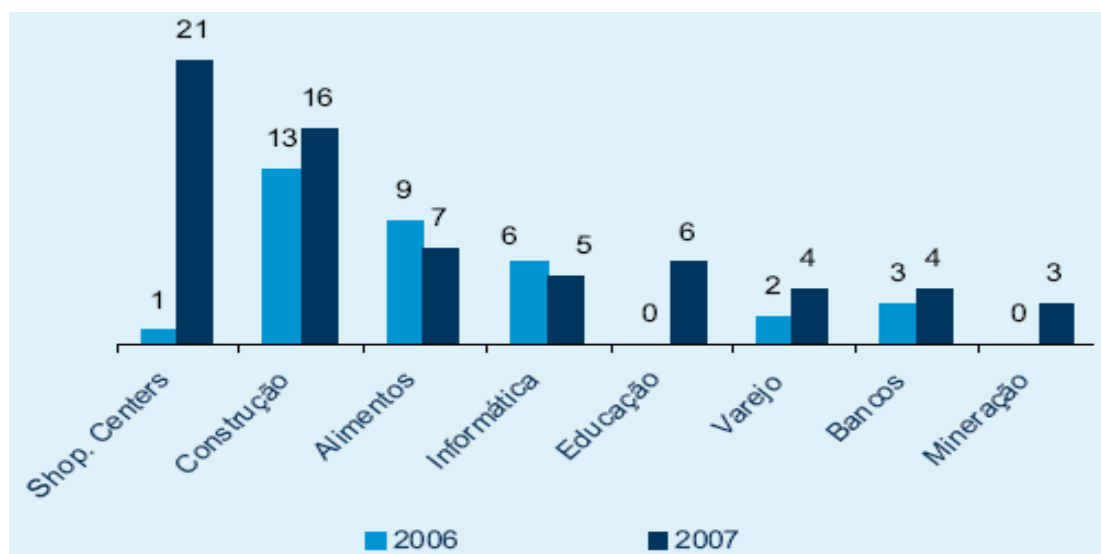
Fonte: PriceWaterHouseCoopers, 2007, p. 7.

Nota: Não incluem acordos, somente transações divulgadas na imprensa.

Importante ressaltar que os investimentos dos PE's nos setores da economia brasileira acontecem de forma mais diversificada comparado aos outros países.

Entre 2006 e 2007, a maioria dos recursos destinados destaca-se entre as atividades de incorporações, construções, alimentos e informática. Levando em conta que os 8 principais setores representaram 60% das 110 transações realizadas. Ver figura:

Figura 18 - Os principais setores que receberam os investimentos de PE entre 2006 e 2007



Fonte: PriceWaterHouseCoopers, 2007, p. 9.

Nota: Não incluem acordos, somente transações divulgadas na imprensa.

Segundo fontes da ABVCAP, e por pesquisas realizadas pelo Instituto Britânico *Economist Intelligence Unit*, o Brasil está à frente dos principais países emergentes (Rússia, China, Índia) como país mais atraente para receber investimentos estrangeiros. De acordo com os resultados da pesquisa o Brasil ocupou o 42º lugar, ficando atrás do Chile (20º lugar) e do México (35º lugar).

Não obstante, apesar da estabilidade econômica ainda seria preciso evoluir nas questões tributárias, trabalhista e do judiciário, que são gargalos quando se pensa em capital de risco no país (ABVCAP, 2008).

Para Cássio Rabello da Costa, gerente de projetos da Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI), ligada ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio, é crucial a importância do mercado de PE/VC no país como provedor de fonte de investimento não encontrada na bolsa de valores. Rabello comentou a necessidade de alocar os recursos em investimentos alternativos, e que gerem a mesma taxa de retorno do mercado de capitais, em épocas difíceis como a da atual crise financeira mundial⁶.

Também enfatizou a ligação entre o aquecimento da demanda interna da economia brasileira com as oportunidades de expansão das corporações e dos investimentos em *private equity*.

O desenvolvimento do mercado de *private equity* também foi contemplado em um relatório elaborado entre 2007 e 2008, nomeado PDP – Política de Desenvolvimento Produtivo, desenvolvido pelo Ministério da Fazenda em conjunto com a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI), o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior e do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), visando traçar metas claras para o crescimento econômico das empresas.

Nesse relatório é ressaltada a necessidade em elevar a capacidade de inovação das empresas nacionais, aumentando a inserção do Brasil no mercado externo e estimulando as vantagens competitivas do país.

O esquema abaixo expressa as macrometas elaboradas pelo PDP e os programas a serem atingidas até 2010.

⁶ Entrevista concedida a Agência do Estado, em 15/09/2008.

Figura 19 – Macrometas do PDP



Fonte: Relatório PDP (2008:20)

No que se refere às empresas de inovação foi elaborada a meta para o setor privado com dispêndio em pesquisa e desenvolvimento (P&D), com o objetivo de captar investimento das empresas, destinadas a ampliar o estoque de conhecimentos e o uso em novas aplicações. Além de aumentarem sua capacidade de empreender esforços inovativos.

Os pilares estratégicos do PDP foram divididos em seis pontos chaves: o Fortalecimento das Micro e Pequenas Empresas; a Expansão das Exportações; a Integração Produtiva com a América Latina e Caribe, com foco inicial no MERCOSUL; a Integração com África; a Regionalização, ou descentralização espacial da produção no País; e a Produção Ambientalmente Sustentável.

A base estratégica do Programa de Desenvolvimento Produtivo esta fundamentada em 5 estágios principais. O objetivo que existe por trás deste modelo é de construir, através das estratégias adequadas, uma política diversificada que seja capaz de se conectar com a estrutura produtiva nacional, partindo do desenvolvimento do sistema produtivo e das empresas, abrangendo suas necessidades e oportunidades.

Em suma, o relatório, que servirá de diretriz no próximo triênio para a tomada de decisões contempla de forma definitiva o desenvolvimento do capital de risco no país.

A construção de tal cenário positivo converge com a análise da ABVCAP para o ano de 2008. Segundo a associação, o cenário do mercado brasileiro está estruturado para o crescimento da indústria de *Venture Capital e Private Equity*. Os argumentos seriam de que o sistema financeiro se encontraria sólido e por esse aspecto, a associação estima que ao final do ano fossem totalizados um montante de 450 mil novas empresas, dado que a poupança de longo prazo representada por 20% do PIB estão sendo direcionadas aos fundos de pensão. A associação ressalta ainda os estímulos crescentes à regulamentação e governança corporativa (ABVCAP, IBGC, ENDEAVOR, ANPROTEC, ABRASCA) e o fato de o país possuir uma imensa massa de capital humano, representada por mais de 50 mil PhD's, 1900 universidades, mais de 300 incubadoras com 6000 companhias.

Ao se considerar todos os dados, percebe-se que o capital de risco também é uma realidade no Brasil. Tal fato demonstra que o país está incluído na lógica de valorização do capital, altamente concentrado.

Várias foram às experiências com êxito no processo de utilização desta forma de financiamento. Dentre as quais destaca-se o exemplo da Parmalat, fruto de avaliação do item que segue.

2.2 – A utilização de *Venture Capital* no Brasil: o caso da Parmalat/LAEP

Em fevereiro de 2006, o grupo LAEP adquiriu a Parmalat do Brasil, através do processo condutivo pela 1º vara de Recuperação de Empresas de São Paulo.

Além da LAEP, GP Investimentos, Vigor e Lala, a maior empresa láctea do México, competiram pela compra até a fase final do processo.

Nesta época, a Parmalat do Brasil estava endividada com os Bancos e Credores em aproximadamente R\$ 1.8 bilhões.

O processo judicial durou dois meses, quando em maio de 2006 o grupo LAEP teve sua proposta de compra aprovada pelos Bancos e Credores. Basicamente, o modelo elaborado e apresentado pela LAEP, consistia em um aporte de capital de R\$ 20 milhões a ser integralizado na empresa, juntamente com a venda da companhia Batávia, controlada pela Parmalat Brasil S/A.

A mecânica desenhada pela LAEP visava a venda da Batávia, empresa que atuava no mercado de leite e iogurtes, para uma companhia de grande porte, capaz de absorver a operação e de pagar a vista o valor de venda.

Desta forma, na data de aquisição da Parmalat Brasil S/A, o grupo LAEP efetua a venda da Batávia por R\$ 128 milhões para a empresa Perdigão, usando os recursos da venda para o pagamento da dívida bancária herdada, deixada pela Parmalat Itália, assumindo o controle de 98.5% da companhia no dia 26 de maio de 2006.

O sucesso da proposta desenvolvida pelos investidores da LAEP estava ligado ao pagamento efetivo da dívida, através da venda da Batávia. Enquanto a GP Investimentos, Vigor e o grupo Lala, visavam pagamentos de longo prazo, em forma de debêntures, vinculados a geração de resultado futuro da companhia.

2.2.1 - A Implementação da Estratégia Operacional

A partir de maio de 2006, a LAEP se tornou a nova controladora da Parmalat do Brasil, assumindo uma empresa com 3.109 funcionários e 7 fábricas espalhadas entre as regiões Nordeste, Centro-Oeste, Sul e Sudeste..

Antes das dificuldades financeiras, deflagradas com a crise que envolveu a empresa no final de 2003, a Parmalat sempre foi líder no segmento de leite UHT, com participação de mercado de quase 20%.

Após este episódio, Parmalat entrou em concordata em 2004, e transformada em Recuperação Judicial em dezembro 2005, com o Plano de Recuperação submetido aos credores da empresa.

O processo de licitação da venda do controle foi conduzido pelos bancos credores da empresa e pelo Banco UBS Pactual.

O crescimento orgânico promovido pela empresa nos últimos 15 anos, através da aquisição de importantes marcas no mercado e da expansão de suas unidades fabris, permitiu com que a Parmalat se tornasse a maior e a mais renomada empresa no beneficiamento e distribuição de leite no país.

Até 2006, a empresa detinha as marcas Parmalat – presente em todo território nacional; ALIMBA – líder de mercado na região Nordeste; Lacesa – uma das marcas mais antigas da região Sul do país; Glória – marca tradicional na região do Rio de Janeiro e região Sudeste; Santal – marca de sucos e chás da empresa; Duchén – marca de biscoitos especiais adquirida pela empresa a mais de 20 anos; KIDLAT – marca de bolinhos e bolachas desenvolvida pela empresa; e a Gelateria Parmalat. (Figura 20).

Figura 20 – Marcas sob a gestão da Parmalat



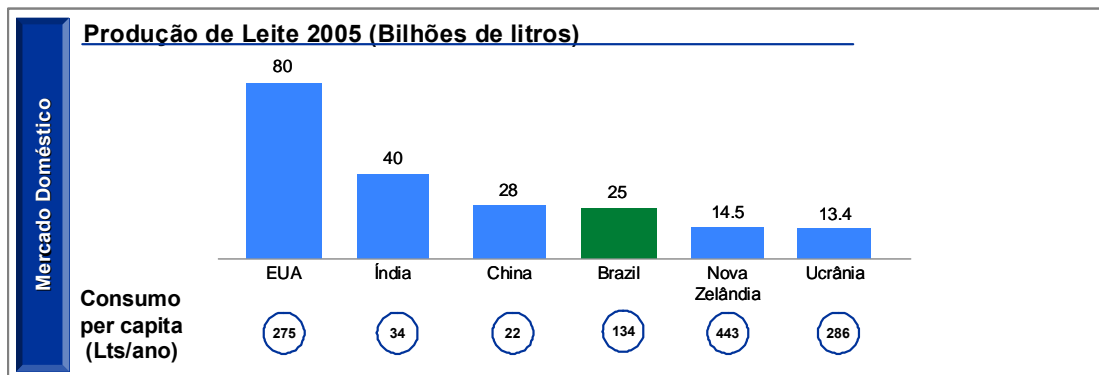
Fonte: LAEP/Parmalat.

Até o ano de 2008, a Parmalat ganhou 8 prêmios *Top Of Mind*, realizado pelo jornal Folha de São Paulo, sendo considerada a empresa mais lembrada pelos consumidores no segmento de leite. A pesquisa é feita através de entrevistas com várias pessoas de diferentes classes sociais, e em todo território nacional, buscando identificar qual empresa é a mais lembrada pelos consumidores na hora da compra de determinado produto.

A empresa sempre foi referência de mercado para os consumidores e seus concorrentes, pela qualidade de seus produtos e pelo alto grau de inovação desenvolvido. Entre os produtos comercializados pela empresa estão: creme de leite, leite condensado, leite em pó, biscoitos, sucos e chás, e o leite UHT, principal produto do portfólio.

O desempenho da empresa de alguma forma explica-se pelo fato de o Brasil ser o sexto maior produtor de leite do mundo, e ocupa a décima quinta posição em produtividade. O país representa 50% da produção total da América do Sul, registrando um aumento de 50% na produtividade dos últimos 10 anos. Hoje em dia, a região Sudeste concentra 39% da produção nacional. A figura que segue demonstra tal desempenho.

Figura 21 – Posicionamento e produtividade dos principais produtores de leite internacionais



Fonte: Embrapa Gado de Leite. (2006)

Diante deste cenário e ao estruturar seu modelo de gestão ativa, a LAEP inicia a implementação da estratégia elaborada: a consolidação do mercado de leite e derivados (lácteos) no Brasil.

O grupo LAEP tem como característica fundamental o fato de ser uma empresa caracterizada por uma forte administração qualificada, pela compensação baseada na meritocracia e filosofia de *partnership*. Dispõe de *knowhow* em *private equity* desde 1994, na aquisição de empresas e implementação de *turnaround*, principalmente nos setores de varejo e alimentos.

Entre as principais transações realizadas pela LAEP nos últimos 15 anos, destacam-se: Camil – a maior marca no Brasil e América Latina de processamento e distribuição de arroz e feijão; Gomes da Costa – maior marca de atum e sardinha enlatados no Brasil e América Latina; TENDTUDO – localizado no Centro-Oeste e Nordeste, é umas maiores empresas na venda de materiais para construção de casas; UNIDAS – a segunda maior empresa de aluguel de carro do país; EUROCASH – a maior rede de atacado e varejo da Polônia, com mais de 2.000 lojas; Nilza – empresa destinada a produção e distribuição de produtos lácteos, permitiu a LAEP ter uma compreensão mais profunda do setor de laticínios no país.

Além da experiência de um Conselho Consultivo formado para complementar o grupo em suas análises e decisões, composto por cientistas e executivos que atuam junto às grandes empresas privadas e entidades governamentais.

As prioridades fixadas para o início do *turnaround* estavam distribuídas entre a redefinição das funções e definição da equipe, e sobretudo, em reverter o resultado negativo da Parmalat.

O foco central da estratégia desenvolvida estava em consolidar a posição de liderança nacional da Parmalat, através da consolidação do setor lácteo brasileiro.

Baseado na meta estabelecida, o grupo LAEP decidiu atuar sob cinco pontos chave, identificados como as principais oportunidades operacionais da empresa.

- Redução do custo total;
- Elevar as vendas por meio de um portfólio de produtos e marcas diferenciado, e fortalecer a marca Parmalat – única empresa do setor presente nacionalmente;
- Posicionamento geográfico estratégico – única empresa com fábricas nos principais centros consumidores do país;
- Otimização da distribuição;
- Marketing - a marca mais lembrada pelos consumidores.

Durante 2006 e 2007, a LAEP executou os planos traçados para as áreas Comercial e Marketing, Logística, Financeiro, Industrial e Captação de Leite, buscando concretizar a estratégia de consolidação desenhada para a empresa.

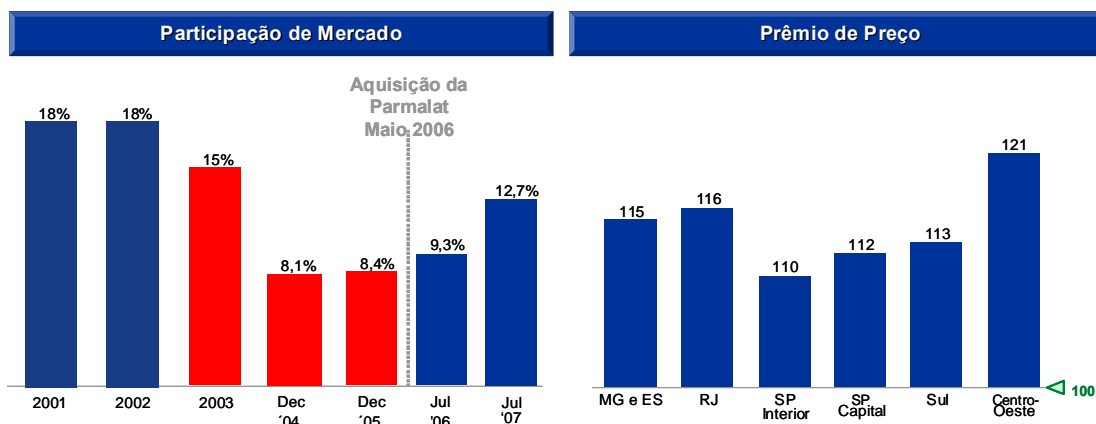
De maneira geral, ao se iniciar um processo de *turnaround*, diversos fatores adversos vão de encontro com o plano de ação traçado pelos administradores. Muitas vezes, o grande desafio não estava apenas em cumprir as metas estipuladas, mas resistir às dificuldades que surgiram ao longo do processo.

Associado a isso, vale ressaltar que a Parmalat, por ter permanecido quase três anos em concordata, acabou passando por um processo de desmoração operacional, resultando em perdas para a capacidade organizacional e administrativa da empresa.

As principais ações adotadas pela LAEP para cumprir com as metas de elevação das vendas baseavam-se na redefinição do *mix* de produtos para clientes, dependendo da região geográfica, reposicionamento de preço e desenvolvimento de novos canais de venda. Desta forma a empresa poderia retomar o ciclo positivo de vendas e recompor o nível de faturamento perdido desde meados de 2003.

A estratégia resultou no incremento da margem bruta por venda, aumentando o volume de venda por região e posicionando os preços acima da média do mercado. A figura 22 demonstra o êxito da operação.

Figura 22 – Participação de Mercado e Prêmio de Preço.



Fonte: ACNielsen, julho 2007. Elaboração LAEP/Parmalat.

Em praticamente um ano, a participação de mercado da Parmalat voltou ao patamar de 2003, época em que a empresa estava no auge de suas operações.

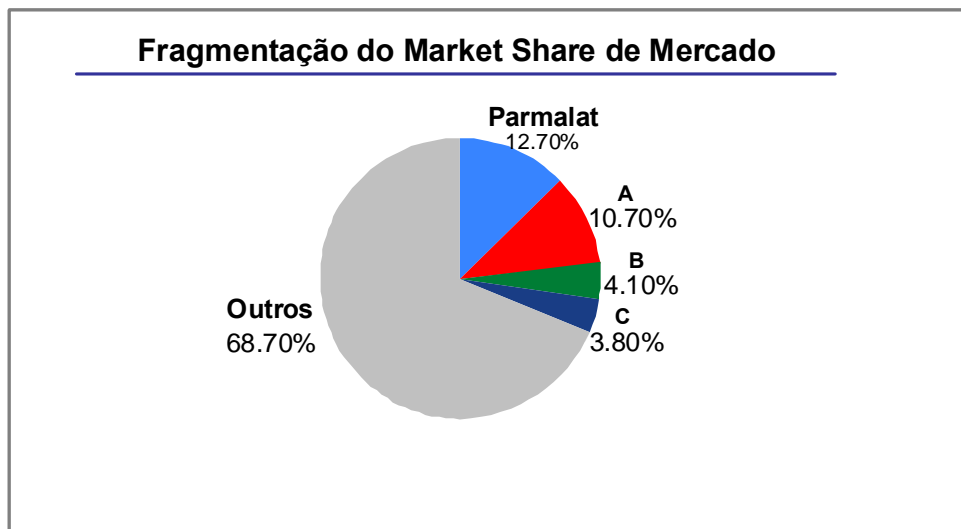
Hoje a Parmalat é a única empresa do setor que possui prêmio de preço em todas as regiões do país. Devido à grande quantidade de empresas que atuam na distribuição e comercialização de leite e derivados, e pelo fato de a maior parte delas trabalharem de forma não estruturada e, muitas vezes, pouco profissionalizada, existe uma guerra de preço no mercado nacional, que é visto de forma negativa pelos especialistas.

O grande problema está nas pequenas empresas, que por possuírem uma estrutura menor e não aderirem aos padrões de qualidade e sanidade estipulados pelo Governo e órgãos responsáveis, distorcem os preços praticados no mercado, prejudicando as outras empresas que são obrigadas a trabalharem com custos superiores.

Ademais, o mercado de leites no Brasil é extremamente fragmentado. Quatro principais empresas lideram 30% da participação de mercado, enquanto quase 70% do restante estão distribuídos entre pequenas empresas e cooperativas locais.

Ao se analisar comparativamente outros setores como o de cerveja e refrigerante, é possível observar que as empresas que compõem entre as três e cinco líderes de mercado, somam mais de 60%, muitas vezes até 80% do total do setor. Os 70% apresentado no gráfico, representam a grande oportunidade que existe para a consolidação do mercado de lácteos brasileiro. Como demonstra a figura 23.

Figura 23 – Distribuição do *market share* do mercado de Leite – Brasil (2007)



Fonte: ACNielsen / Elaboração LAEP/Parmalat (2007)

Juntamente com a estratégia de segmentação do portfólio de produtos e marcas da Parmalat, alinhada aos clientes e canais de venda montados pela empresa, era necessário definir a localização das plantas de produção, desenvolvendo de maneira adequada o mix de produto comercializado em cada região. Desta forma a LAEP estaria criando um equilíbrio entre produção, distribuição e venda, e capturando os ganhos de eficiência pela otimização da malha logística da Parmalat.

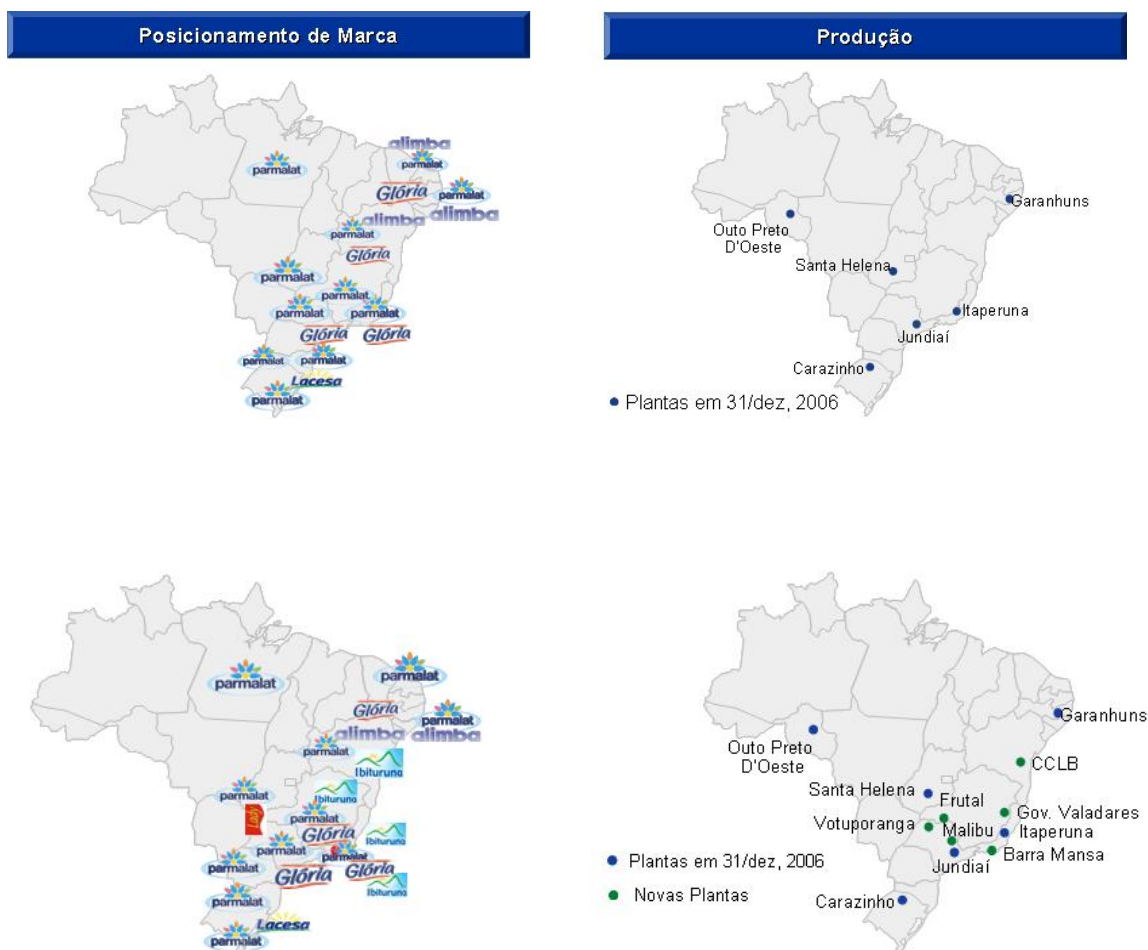
Para concluir a racionalização das rotas e cargas na área logística, a empresa deveria estipular qual produto deveria ser produzido em qual fábrica, e que marcas seriam vendidas, de acordo com cada região.

Entre 2006 e 2007, a LAEP conclui a aquisição de duas novas marcas: Lady (em vermelho no mapa), marca fortemente posicionada no interior de São Paulo, e a Ibituruna, que disputa a liderança de mercado em Minas Gerais e também está presente nas regiões Sudeste e parte do Nordeste.

Os planos de aquisição do grupo estavam inteiramente ligados à estratégia de consolidação do mercado lácteo nacional. A LAEP visava o posicionamento das marcas locais, alinhado com as características regionais de cada uma delas, somado a presença nacional da marca Parmalat. Desta forma a empresa conseguiu em praticamente todas as regiões do país, estar presente com pelo menos duas marcas do portfólio, trabalhando em diferentes níveis de preço.

A elevação da capacidade produtiva, aumentando o volume de leite processado e expandindo o número de unidades produtivas compunha a outra metade da estratégia de mercado da LAEP: No mesmo período, a Parmalat passou de 7 para 13 fábricas. O movimento refletia a estratégia industrial da empresa em redefinir o perfil das plantas industriais, ajustado ao novo *mix* de produtos. A expansão buscava uma maior eficiência da produção, por meio de parcerias estratégicas (Façon – acordo contratual para produção em fábrica de terceiros), e da regionalização da produção, reduzindo custos logísticos. Ver figura 24.

Figura 24 – Evolução do posicionamento de marcas e expansão das unidades fabris.



Fonte: LAEP/Parmalat

Em outubro de 2007, o grupo LAEP realizou a abertura de capital na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, por meio da oferta pública inicial ou IPO.

A oferta inicial foi feita através da emissão de BDR's no mercado, nomeada como MILK 11. Os investidores que comprassem o papel detinham a participação no grupo LAEP, composto por duas empresas:

1. Parmalat:

- ✓ Focada no beneficiamento e distribuição de leite e derivados;
- ✓ Líder de mercado no segmento;
- ✓ Única empresa com plataforma nacional de produção e distribuição;
- ✓ Referência de marca e qualidade de produtos.

2. Integralat:

- ✓ Focada no desenvolvimento de animais com excelente genética para a produção de leite;
- ✓ Criada para atuar na integração do produtor de leite no país;
- ✓ Visava reduzir os custos de produção e aumentar a produtividade de leite.

A LAEP captou cerca de R\$ 500 milhões com o IPO no final de 2007. Os recursos seriam destinados à consolidação do setor de lácteos brasileiro da seguinte maneira:

- Retomando a liderança da Parmalat no mercado de leite e derivados, focada no portfólio de marcas e mix de produção por região.
- Capacitação da Integralat, para expandir a produtividade do setor, reduzindo os custos de produção, através do desenvolvimento de matrizes genéticas de alta qualidade, e da integração junto ao produtor regional.

No final de 2007, 18 meses após assumir o controle da Parmalat do Brasil, a LAEP havia feito a aquisição de duas empresas: Só-Nata, detentora da marca Lady, e a Cooperativa Vale do Rio Doce, conhecida como Ibiturua. As aquisições somaram aproximadamente R\$ 300 milhões, e parte dos recursos utilizados vieram da oferta pública realizada pelo grupo.

O ano de 2007 foi de extrema importância para o processo de consolidação elaborado pela LAEP. O mercado de lácteos no país, que desde então era visto como um setor abandonado pelos investidores nacionais e internacionais passou por várias fases importantes, gerando novas oportunidades de investimento.

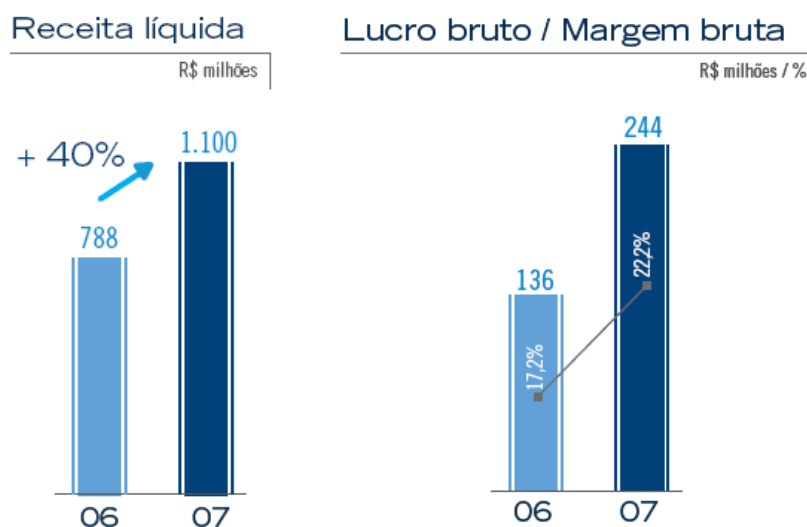
A LAEP foi a empresa precursora nesse sentido. Na metade de 2007, o preço de leite pago ao produtor sofria um aumento de mais de 25% comparado a série histórica dos últimos 10 anos. Reflexo do movimento de consolidação do mercado iniciado pela Parmalat, e que foi acompanhado por seus principais concorrentes e pelas empresas interessadas a entrarem no setor.

Durante este período, a Perdigão efetuou a compra da principal concorrente da Parmalat, desembolsando o montante de R\$ 1.6 bilhões pela companhia Eleva, com forte presença na região Sul, e antes administrada sob gestão familiar. Em seguida a GP Investimentos, buscando uma porta de entrada no mercado de leite e derivados, adquiriu pagando R\$ 350 milhões pela LeitBom, localizada no centro-oeste do país.

No total, R\$ 2.0 bilhões foram movimentados em 2007 destinados as fusões e aquisições do mercado de lácteos no Brasil. O preço pago ao produtor disparou, chegando quase a 40% de aumento comparado a 2006.

No final de 2007 o processo de turnaround da Parmalat estava completo. A empresa que obteve R\$ 788 milhões de Receita Líquida em 2006, atingiu R\$ 1.1 bilhões em 2007, registrando um crescimento de 40%. A margem bruta saiu de 17,2% em 2006 para 22,2% em 2007, passando de R\$ 136 milhões para R\$ 244 milhões. Ver figura 25.

Figura 25 – Resultados Financeiros da Parmalat. (2007)



Fonte: LAEP/Parmalat.

Em 2008 o mercado de lácteos do Brasil mudou de cenário. Devido à grande quantidade de empresas adentrarem no setor, através de operações de M&A e aquisições, decorrente de uma maior atratividade no segmento desde o início de 2007, o mercado se tornou extremamente competitivo.

O setor de leite do país que antes era descapitalizado e considerado não atrativo pelos investidores, agora se encontra dominado por grandes fundos que saíram as compras em busca de novas fontes de lucro.

É caso da Perdigão e GP Investimentos já citados neste trabalho, assim como de outras empresas, que mesmo sem o know-how e expertise necessária sobre os mecanismos de funcionamento deste mercado, desembolsaram uma enorme quantidade de recursos para adquirirem sua parcela nas empresas do segmento, e a custos elevados.

O resultado deste movimento foi a elevação do preço do leite pago ao produtor, ou seja, da matéria-prima dos produtos do setor, dando continuidade a tendência de alta que vinha desde 2007.

O grande problema estava centrado na segunda etapa da cadeia produtiva do mercado de leite no país. Apesar dos elevados preços, pagos em 2007 pelo litro de leite fornecido pelos produtores, a indústria como um todo conseguiu repassar os aumentos do custo da matéria-prima para o varejo, equilibrando o resultado operacional das empresas.

O mesmo não ocorreu no começo deste ano, quando os principais players do atacado e varejo, e os grandes supermercados, esperando o aumento de preços como aconteceu em 2007, se estocaram no início do ano, comprando grandes quantidades de produtos e assim formando estoques para o período de elevação dos preços, que normalmente acontece entre abril e agosto de cada ano.

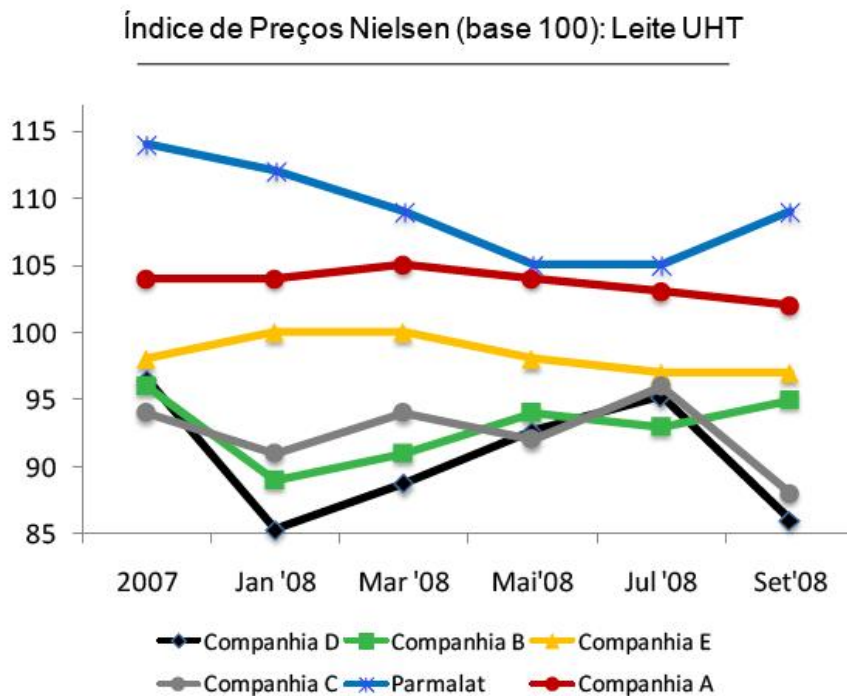
A indústria sofreu as conseqüências, e o impacto do aumento no custo do leite cru, somado as barreiras impostas pelo varejo na absorção dos aumentos de preço refletiram diretamente no resultado das empresas.

Praticamente todas as empresas do setor apresentaram resultados negativos no primeiro semestre de 2008.

Mas para as grandes empresas como a Parmalat, havia outro fator mais desastroso do que a elevação dos custos de produção. O fator concorrência desleal.

As pequenas e médias empresas, e uma parcela das grandes empresas que disputam a liderança de mercado com a Parmalat, reduziram os preços de venda no varejo a patamares inferiores aos custos de produção. Assim como mostra a figura 26.

Figura 26 – Nível de preços praticado pelos seis principais players do mercado.



A estratégia adotada por essas empresas, buscando realizar meta de faturamento, mesmo com um nível de preço negativo, distorceram o mercado acarretando no resultado negativo do setor na primeira metade de 2008.

Nota-se que ainda, algumas dessas empresas foram beneficiadas pela concessão de recursos, por parte de agências públicas e privadas, visando privilegiar uma pequena minoria executiva do mercado.

A Parmalat foi uma das mais prejudicadas com tal movimento, principalmente por estar posicionada com níveis de preço acima da média praticada, como demonstrado anteriormente.

Diante deste cenário a empresa necessitava de um novo plano estratégico para se adequar aos níveis operacionais, agora impostos pelo mercado.

O plano de expansão das unidades indústrias desenhado pela LAEP, alinhado com a estratégia de portfólio de marcas deveria ser revisto. A redução no custo fixo total da empresa, que vinha crescendo junto com o mercado nos últimos 20 meses, era de extrema relevância para reverter o quadro negativo.

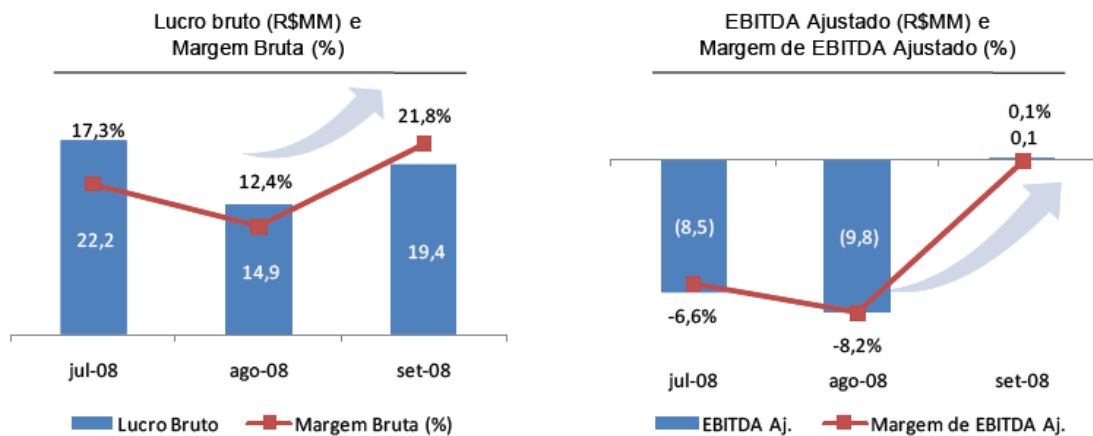
No final do segundo semestre de 2008, a Parmalat iniciava um novo ciclo estratégico. A empresa decidiu reduzir sua presença nos segmentos com margem negativa, identificados pelo ambiente de preços predatórios, para se concentrar em produtos e mercados onde as margens fossem positivas.

As economias operacionais realizadas pela Parmalat concentravam-se basicamente em: (i) redução do quadro de funcionários, (ii) redução das despesas gerais e administrativas, (iii) racionalização dos custos de logística e (iv) fechamento de unidades fabris.

Desta forma o terceiro trimestre de 2008 foi marcado pela redução total de custos e despesas na ordem R\$ 4,82 milhões mensais. A empresa redefiniu sua estrutura industrial, saindo de 13 unidades produtivas no final de 2007 para 8 unidades ativas em setembro de 2008.

O redimensionamento da operação levou a uma melhora significativa nas margens da empresa, principalmente no período que compreende julho, agosto e setembro de 2008. O Lucro Bruto em setembro chegou perto do patamar realizado pela empresa em 2007. Ver a evolução citada na figura 27, comparado com a figura 25.

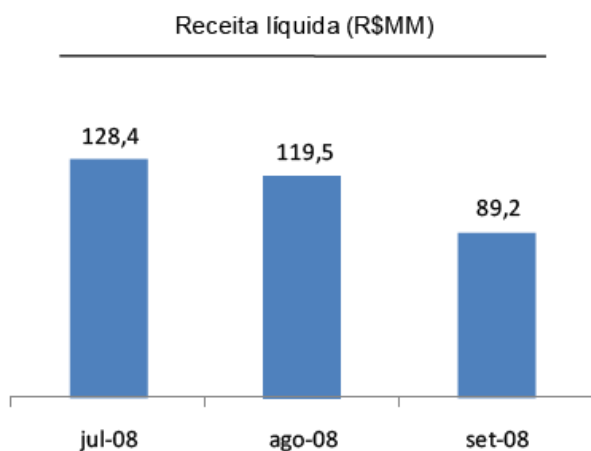
Figura 27 – Resultados financeiros da Parmalat. (2008)



Fonte: LAEP/Parmalat.

Em suma, os impactos no resultado da Parmalat, decorrentes da nova estrutura operacional dotada pela LAEP para a empresa foram de caráter positivo. A decisão de não mais competir em segmentos de mercados que praticam margens negativas reduziu a receita total da empresa, mas aumentou suas margens como demonstrando. Figura 28.

Figura 28 – Evolução da Receita Líquida da Parmalat.



Fonte: LAEP/Parmalat. (2008)

Analisando historicamente, observamos que a Receita Líquida da Parmalat em 2006, permaneceu ao nível de R\$ 65 MM/mês, lembrando que o grupo LAEP assumiu sua gestão no final de maio deste ano.

Em 2007, com o processo de consolidação e implementação do turnaround, a empresa cresceu em 40% sua Receita Líquida, variando entre R\$ 95 MM e R\$ 100 MM/mês, e fechando o ano com margem EBITDA ajustada de 3,8%, enquanto 2006 encerrou o ano em 12,5% negativos.

O ciclo de crescimento que permaneceu até o primeiro trimestre de 2008, elevou a Receita Líquida da companhia para R\$ 150 MM em abril, baixando para R\$ 128,4 MM em julho. Neste período as margens da empresa se deterioraram, consequência dos preços predatórios praticados no mercado, chegando 8,2% negativos em agosto de 2008.

A estratégia adotada pela empresa reduziu novamente sua Receita Líquida para R\$ 89,2 MM em setembro, elevando a margem EBITDA (ajustada) para 0,1% positivo.

É o modelo de gestão arrojado do grupo LAEP, atuando nos diversos cenários impostos pelo mercado.

Neste momento, a LAEP conta com um excelente grupo de gestores trazidos para a Parmalat no segundo semestre de 2008, decididos a construir um novo crescimento para esta empresa que tem cede por liderança.

O caso da Parmalat, como visto, foi um exemplo positivo da utilização de venture capital no Brasil, demonstrando a importância de tal formato de operação (financeira e estratégica) de recuperação de empresas e reposicionamento no mercado. Resta agora torcer para que se incrementem operações com capital de risco no país, uma vez que a ausência de canais de financiamento para o investimento sempre foi um dos calcanhares de Aquiles para o desenvolvimento sustentado da economia brasileira.

Considerações Finais

Ao se analisar o mercado de *venture capital* no mundo, percebe-se que o crescimento foi vertiginoso e se justifica, sobretudo, porque o atual processo de acumulação capitalista privilegia sobremaneira o papel de investidores institucionais em um contexto de forte desintermediação das operações financeiras.

Quando se avalia o contexto mundial, também se destaca o fato de tais operações não se concentrarem somente em espaços em que tais agentes historicamente já assumiam papel decisivo: os chamados sistemas financeiros em que prevalecem, desde a suas conformações, o mercado de capitais. A literatura denominou tais sistemas como típicos *market based* e são característicos de economias como a americana e a inglesa. Em tais espaços financeiros as chamadas operações desintermediadas sempre estiveram presentes e, portanto, os investidores institucionais oriundos de tais nacionalidades possuem *expertise* nas operações típicas de *venture capital*.

A Europa continental que tradicionalmente era considerada como constituída por economias em que prevaleciam as operações financeiras intermediadas pelos bancos (por isso denominadas *bank based*), apresenta um crescimento vertiginoso de operações de capital de risco. O mesmo ocorre na Ásia.

No Brasil tais operações se apresentam a partir de meados dos anos 1990 quando se inicia o processo de abertura econômica do país. Nesse movimento ocorre a entrada dos bancos estrangeiros e também de investidores institucionais em função da abertura financeira promovida pelo governo do Fernando Henrique Cardoso.

Entretanto, antes disso o capital de risco já cumpria um papel já que institucionalmente o BNDES e a FINEP buscavam desde os anos 1970 promover operações com *venture capital*.

As operações de *venture capital* no Brasil atualmente são expressivas e apresentam uma trajetória de crescimento, pelo menos até o presente momento, uma vez que o desenrolar da crise mundial pode vir a afetar tal desempenho. De qualquer forma, não é desprezível o fato de cerca de 400 empresas no Brasil estarem investidas nos portfólios dos fundos.

Dentre tantas operações, destaca-se a recuperação da empresa Parmalat por meio do fundo que comanda o grupo denominado LAEP. Verificou-se que em apenas um ano a nova gestão foi capaz de reposicionar a empresa e colocá-la como líder de mercado.

A importância do caso reside sobretudo para demonstrar que operações de *venture capital* pode sim modernizar empresas, gerando renda e empregos.

RERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABVCAP - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Telas/Associacao/Default.asp>>. Acesso em 20 de Novembro de 2008.

AVCJ – ASIAN VENTURE CAPITAL JOURNAL. Disponível em: <<http://www.avcj.com/>>. Acesso em 10 de Novembro de 2008.

ALBERGONI, Leide. **A Trajetória Recente da Institucionalização do Venture Capital no Brasil**: Implicações para o Futuro. Campinas: 2006.

BNDES - BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Fundos de Investimento Mútuos Fechados. 2005b**. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/mercado/fundos_investimento.asp>. Acesso em: 15 Novembro de 2008.

BOVESPA - BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Informações para empresas**: abertura de capital – IPOs recentes. 2006 Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 30 de Outubro de 2008.

BOCATTO, E. P. G. **Fundos de private equity no Brasil**: análise do modelo de governança e impacto na estratégia das empresas investidas. São Paulo: EAESP-FGV, 2002, 183p. Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Pós-Graduação da EAESP-FGV. Área de Concentração: Organizações, Planejamento e Recursos Humanos.)

CARVALHO, A.; RIBEIRO, L.; FURTADO, C. **A indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro**. FGV Editora: Rio de Janeiro, 2006.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Comunicado CVM**: alteração da Instrução CVM n. 209 de 25 de março de 1994. Rio de Janeiro: CVM, 23 de fev 2005. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 12 nov. 2008.

DELLOITTE: **Global trends in venture capital 2008 survey**. Disponível em: <http://www.deloitte.com/>. Acesso em 13 de Outubro de 2008.

EVCA – EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. **Employment contribution of Private Equity in Europe**. Disponível em: <<http://www.evca.com/>>. Acesso em 15 de Novembro de 2008.

ERNST&YOUNG. Disponível em:

<http://www.ey.com/>. Acesso em 10 de Outubro de 2008.

FINEP - FINANCIADORA DE ESTUDOS E PROJETOS. **Programa Finep Inovar Semente**: 1ª chamada para capitalização de fundos locais de capital semente. Rio de Janeiro: Finep, dez 2005.

GORGULHO, L. F. **O capital de risco como alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológica**: o caso Contec/BNDES. 181p. Dissertação (Mestrado em Economia) - UFRJ. Rio de Janeiro, 1996.

KPMG; SAVCA. **Venture capital and private equity industry performance**: survey of South Africa 2004. South Africa: SAVCA, 2005. Disponível em: <www.savca.com>. Acesso em: 12 de Novembro de 2008.

LAVCA – LATIN AMERICA VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. Disponível em:

<http://www.lvca.org/>. Acesso em 13 de Outubro de 2008.

MANI, S.; BARTZOKAS, A. **Institutional support for investment in new technologies: the role of venture capital institutions in developing countries**. The United Nations University, Institute for New Technologies - Intech. Discussions Paper Series 4/2002.

NIST – NATIONAL INSTITUTE OF STANDARDS AND TECHNOLOGY. **Corporate Venture Capital, 2008**. U.S. Department of Commerce. Disponível em:

<http://www.commerce.gov/>. Acesso em 27 de Outubro de 2008.

NVCA - NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. Disponível em: <<http://www.nvca.org/>>. Acesso em 19 de Novembro de 2008.

PAVANI, C. **O capital de risco no Brasil: conceito, evolução perspectivas**. Rio de Janeiro: Epapers, 2003.

PDP – POLITICA DE DESENVOLVIMENTO PRODUTIVO. Disponível em:

<http://www.fazenda.gov.br/>. Acesso em 8 de Novembro de 2008.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. **Money tree: definitions and methodology**. [s.l.], 2003. Disponível em: <<http://www.Pwcmoneytree.com/Definitons.asp>> Acesso em: 25 de Outubro de 2004.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. **Global Report Brasil 2007**. Disponível em:

<http://www.pwhc.com/>. Acesso em 7 de Outubro de 2008.

RIBEIRO, L. R. (2005). **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. São Paulo, 2005. Dissertação (mestrado). Universidade de São Paulo, 2006.

THOMSON REUTERS. Disponível em:

<http://www.thomsonreuters.com/>. Acesso em 23 de Outubro de 2008.

UNIVERSITY OF CALIFORNIA: The **Globalization of the Venture Capital Industry**.

Davis, 2007. Department of Humman and Community Development.

Sites Consultados:

<http://zeluisbraga.wordpress.com/2008/01/13/origem-do-vale-do-silicio>