

---

# Estratégia de saída em capital de risco

---

Leonardo de Lima Ribeiro  
Martinho Isnard Ribeiro de Almeida

## RESUMO

O que está por trás das estratégias de saída das empresas gestoras de *venture capital* (VC)? Neste artigo, aborda-se a questão a partir de um estudo empírico do mercado brasileiro. Os resultados apontam para um setor com comportamento altamente planejador que, em geral, adota a estratégia de saída por venda estratégica (*trade-sale*). Ao contrário do que se imagina, a preferência pela venda estratégica não se deve, apenas, à percepção de falta de oportunidades de oferta de ações em bolsa (*Initial Public Offering* — IPO), mas denota a compatibilidade dessa com características do mercado local. Entretanto, existem indícios de que uma conjuntura especialmente favorável, na data em que o VC inicia a construção de sua carteira de investimentos, pode influenciar a preferência pelo IPO. Em todos os casos, constata-se que a estratégia adotada influencia todas as etapas do ciclo de investimento em VC, inclusive a decisão de investir.

**Palavras-chave:** capital de risco, mercado de ação, saída, venda estratégica, oferta pública de ações.

## 1. INTRODUÇÃO

Para realizar retornos financeiros, as empresas de capital de risco, ou *venture capital* (VC), precisam revender a participação que detêm nas empresas investidas. Essa etapa, mesmo quando não é lucrativa, chama-se saída (*exit*) e é fundamental para esse ramo de negócios (GOMPERS e LERNER, 1999). A oportunidade de realização de saídas, que cubram o custo de oportunidade dos recursos empregados, é condição necessária para a existência do capital de risco e depende de diversos fatores relacionados às competências do VC, características do empreendimento e especificidade do mercado em que se atua.

A atividade de VC desenvolveu-se de forma impressionante nos Estados Unidos, onde o sucesso alcançado fez com que se espalhasse por outros países. Contudo, esse é um movimento recente e ainda não se sabe se o modelo americano conseguirá ser adaptado com sucesso em outros países, nem quais modi-

Os autores agradecem aos respondentes da pesquisa e a Daniel Baldin, Gláucia Chiliatto, Álvaro Gonçalves, Janine Gonçalves, Marcio Iha, Anders Isaksson, Robert Krause, Jairo Procianoy, José Carlos La Motta, Roy Martelanc, Leonel Rodrigues, Fernando Ruiz e David Stolin, bem como aos avaliadores anônimos pelas críticas e sugestões incorporadas a este artigo. As opiniões expressas são de responsabilidade dos autores.

Recebido em 30/junho/2003  
Aprovado em 21/outubro/2004  
Atualizado em 15/março/2005

---

Leonardo de Lima Ribeiro, Mestrando em Administração na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (CEP 05508-010 — São Paulo/SP, Brasil), com especialização em Finanças Empresariais na *ESC Toulouse* (França), é Pesquisador do Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da Fundação Getúlio Vargas (GVcepe)  
E-mail: leoribei@usp.br  
Endereço:  
Rua Itapeva, 474  
01313-902 — São Paulo — SP

Martinho Isnard Ribeiro de Almeida é Professor Livre-Docente do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (CEP 05508-010 — São Paulo/SP, Brasil).  
E-mail: martinho@usp.br

ficações serão necessárias (GOMPERS e LERNER, 1999). Entretanto, partindo-se da premissa de que a estratégia de saída condiciona todo o ciclo de investimento em VC, seu estudo revela como as empresas de VC agem em ambiente institucional diferente daquele para o qual o modelo foi originalmente concebido.

Neste trabalho, investiga-se a estratégia de saída, de forma a verificar a fundamental importância dessa etapa sobre a atividade de um VC, como um todo. Em seguida, analisa-se de que forma as características individuais (nacionalidade, experiência de saída e tempo de atividade no Brasil) e o ambiente institucional (mercado de capitais, conjuntura econômica, leis e regulamentos, cultura etc.) relacionam-se à estratégia adotada.

Estudos, nessa linha, já foram realizados nos Estados Unidos e na Europa. Porém, este é o primeiro artigo a aplicar esse tipo de análise ao mercado brasileiro. Comparação com dados de outros países coloca o Brasil em perspectiva, fornece um referencial para avaliar os resultados encontrados, mostra quão recente é a atividade de VC na economia brasileira e revela o estágio de desenvolvimento desse setor.

Os principais resultados encontrados foram a predominância da estratégia **planejadora** e a preferência por realizar a saída pela venda estratégica (*trade-sale*), assim como os interessantes argumentos que sustentam essa estratégia. Outro ponto importante é que a preferência por mecanismo de saída parece guardar relação com o ano em que o VC iniciou suas atividades no País e, contrariamente ao que se imagina, o *trade-sale* é mais do que simples alternativa à introdução em bolsa de valores (*Initial Public Offering* — IPO).

Na segunda seção do artigo introduz-se, conceitualmente, *venture capital* e faz-se breve relato de seu histórico no Brasil. Na seção três aborda-se a revisão da literatura, explicam-se os mecanismos de saída e discutem-se as principais estratégias de saída. A amostra é apresentada na seção quatro. A seção cinco é dedicada à análise dos dados obtidos. A conclusão e a discussão das possíveis fontes de limitação à generalização dos resultados encontram-se na seção 6.

## 2. VENTURE CAPITAL NO BRASIL

Entende-se por VCs as empresas especializadas em realizar investimentos de longo prazo e de caráter privado em ações, quotas de participação ou debêntures conversíveis, de firmas novas de pequeno ou médio porte, e com grande potencial de crescimento. Em geral, essas firmas desenvolvem novos produtos, tecnologias, processos, formas de gestão, ou penetram em mercados e nichos ainda não explorados.

Os VCs representam uma alternativa viável ao financiamento tradicional, obtido por meio de bancos, pois são agentes mais bem adaptados a mitigar os riscos típicos associados às empresas em que investem. Para isso, os VCs utilizam práticas diferenciadas de governança e monitoramento (SAHLMAN, 1990).

Os investimentos realizados pelos VCs têm caráter temporário, ou seja, o objetivo é, dentro de um prazo predetermina-

do, revender a participação adquirida (saída), realizando os ganhos de capital esperados. Em outras palavras, os VCs não pretendem obter retornos apenas por meio de dividendos.

O setor em que a atividade de VC se insere denomina-se *Private Equity* (PE) e é formado por todas as empresas especializadas no financiamento privado, do tipo acionário, de firmas de capital fechado ou de capital aberto, que tenham papéis com baixa liquidez no mercado. O que torna os VCs uma classe de investidor diferente é o fato de eles participarem, ativamente, da gestão estratégica das empresas em que investem, agregando valor por meio de ricas redes de contato (CARVALHO, CALOMIRIS e MATOS, 2005) e de competências em estruturação financeira e consultoria estratégica. São considerados **investidores ativos**, conforme a definição cunhada por Jensen (1991) e, para isso, ocupam assentos no conselho de administração ou fiscal das empresas de seus *portfolios*.

O desenvolvimento dessa indústria no mundo tenta espelhar-se no sucesso obtido nos Estados Unidos, onde empresas como Microsoft, Compaq, Apple, Sun, Amazon, Lotus, Cisco, Staples, Federal Express e Netscape receberam capital de risco e formaram segmentos industriais completamente novos. Quando se analisa o mercado acionário americano, percebe-se que 30% das empresas introduzidas em bolsa de valores, entre os anos de 1991 e 1997, haviam recebido recursos de VC. Essas empresas representavam cerca de 20% do valor total dessas emissões (GOMPERS e LERNER, 1999).

Em recente revisão da literatura sobre o impacto econômico da atividade de VC, Megginson (2004) relata que, durante os 30 anos compreendidos entre 1970 e 2000, VCs operantes nos Estados Unidos investiram US\$ 273,3 bilhões (mais de 70% desse valor foi investido de 1995 a 2000, segundo o autor) em 16.278 empresas espalhadas pelo país. Em 2000, essas empresas empregavam 7,6 milhões de pessoas (5,9% dos empregos do país), geravam US\$ 1,3 trilhão em receitas (5,9% do PIB americano naquele ano). O autor também apresenta evidências que revelam a superioridade dessas empresas em termos de receitas, impostos pagos, exportação e gastos com pesquisa e desenvolvimento (P&D). Resultados semelhantes são encontrados na Europa, com um diferencial: 95% das empresas européias entrevistadas afirmaram que não existiriam ou não teriam se desenvolvido tão rapidamente se não fosse pelo capital recebido de VCs.

Ao verificar que o montante investido por VCs em 1988 era apenas 25% do investimento em P&D do grupo General Motors (GM), Sahlman (1990) concluiu que o impacto da atividade de VC era desproporcional ao relativamente baixo valor investido. Dez anos depois, os investimentos do setor saltaram para US\$ 17,2 bilhões (GOMPERS e LERNER, 1999), muito mais que os US\$ 6,0 bilhões em P&D, do grupo GM.

O histórico do setor, no Brasil, pode ser encontrado em Pavani (2003). Segundo a autora, o desenvolvimento do VC no País ocorreu após a estabilização econômica de 1994. Em todo o período estudado, o governo sempre influenciou o des-

tino do setor, principalmente por meio das ações do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), da Financiadora de Estudos e Projetos (Finep) e do Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (Sebrae). A participação governamental ocorre de duas formas: por meio de investimentos diretos em empresas inovadoras e por meio de investimentos em fundos privados de VC. Nessa segunda forma, deve-se destacar o programa Criação de Tecnologia (Criatec), da Finep, que conta com recursos da ordem de R\$ 500 milhões a R\$ 1 bilhão, a serem investidos em fundos privados, especializados em empresas emergentes de base tecnológica (PORTAL EXAME, 2003).

A crença na importância dessa atividade para o desenvolvimento econômico fez com que leis fossem alteradas, visando à criação de ambiente propício para seu desenvolvimento. Um exemplo foi a Lei das Sociedades Anônimas, conforme se vê, claramente, nas justificativas de Kandir (2000). Os regulamentos específicos existem desde 1986, quando se tentou conceder benefícios tributários ao setor, entretanto a lei em questão durou apenas dois anos. Em 1994, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) divulgou a Instrução n. 209, que regulamentou os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE). Esses fundos têm prazo de até dez anos e devem direcionar seus recursos para **empresas emergentes** que têm faturamento anual de até R\$ 60 milhões. Os investidores resgatam a totalidade do investimento apenas ao final do prazo, quando o VC deve ter realizado todas as saídas.

Por submeterem-se à supervisão da CVM, os FMIEEs estão autorizados a obter recursos do governo e de fundos de pensão. Dado o rápido crescimento da indústria de previdência complementar no Brasil, os FMIEEs têm potencial para levantar recursos de grande magnitude. Contudo, apesar das vantagens, nem todos os fundos operam sob a égide dessa instrução. Em 2003 existiam apenas 21 FMIEEs (PAVANI, 2003) com patrimônio comprometido da ordem de R\$ 621 milhões.

Em 2003, foi aprovada nova instrução (CVM 391/03), que regula os chamados Fundos de Investimento em Participações (FIPs). As novas regras adequaram-se melhor às necessidades do setor, dando maiores flexibilidade e agilidade aos fundos que desejam obter recurso de fundos de pensão, ou até mesmo de pessoas físicas, para investimentos do tipo *Private Equity* (PE).

O ano de 2004 foi especialmente importante para o setor. Três empresas que haviam recebido investimento do tipo *Private Equity* — Gol Transportes Aéreos (Gol), América Latina Logística (ALL) e Diagnósticos da América (Dasa) — foram inseridas em bolsa de valores, gerando expressivo retorno para seus investidores. Essas transações voltaram a colocar a atividade de PE em evidência e demonstraram a viabilidade de realizar saídas através do mercado de ações.

Do ponto de vista acadêmico, é relevante citar três iniciativas: a criação, pela Fundação Getúlio Vargas, de um centro de estudos dedicado à pesquisa sobre o tema (STRATUS, 2003); os estudos técnicos, elaborados pelo Centro de Gestão e Estu-

dos Estratégicos (CGEE); e a recente iniciativa da Fundação Dom Cabral de realizar encontros entre pesquisadores e profissionais, para discussão de tópicos relevantes para o setor.

### 3. REVISÃO DA LITERATURA SOBRE SAÍDAS

#### 3.1. O papel da saída nas atividades de um *venture capital*

Relander, Syrjänen e Miettinen (1994) classificam as tarefas de VC em três grupos:

- busca e avaliação (*screening*) e investimento (*investing*);
- acompanhamento ou agregação de valor (*adding value*) e monitoramento (*monitoring*);
- saída (*exit*).

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

#### 3.2. Mecanismos de saída

Saídas são realizadas por meio de cinco mecanismos distintos (MACINTOSH, 1997). No entanto, dado o objetivo deste artigo e a constatação de que as saídas ideais ocorrem por meio de *trade-sales* ou IPOs, discutem-se neste tópico, com mais profundidade, apenas esses dois mecanismos.

##### 3.2.1. Venda estratégica (*trade-sale*)

Na venda estratégica (*trade-sale*), a totalidade das ações é oferecida a um comprador, em geral um grande grupo empresarial com atividade semelhante ou complementar à do empreendimento em questão. Na maioria das vezes, o comprador já se relacionava contratualmente com a empresa adquirida (MACINTOSH, 1997) e busca atingir objetivos estratégicos, como a entrada em um novo mercado.

Em alguns casos, o adquirente já possuía participação na empresa, adquirida da carteira do VC. Essa participação anterior é vista como uma opção de compra, para o caso de a empresa-alvo mostrar-se de interesse no futuro (CUMMING e MACINTOSH, 2003). Teoricamente, essa estratégia seria classificada como uma venda para outro investidor (*secondary-sale*), porém o objetivo final é o *trade-sale*.

Schwienbacher (2002) destacou uma grande vantagem do *trade-sale* frente aos outros mecanismos: baixa exposição à volatilidade de mercados financeiros. Mesmo em momentos

de crise econômica, algumas empresas mantêm a capacidade de realizar aquisições ou, justamente devido ao relativo barateamento de ativos que ocorre durante uma crise, podem realizar aquisições a valores tidos como vantajosos. Segundo essa constatação, *trade-sales* serão preferíveis quanto maior for a volatilidade do mercado em questão.

### 3.2.2. Introdução em bolsa de valores (*Initial Public Offering* — IPO)

Na introdução em bolsa de valores (IOP), as ações da empresa são oferecidas ao mercado pela bolsa de valores. Os exemplos nacionais mais recentes são as empresas Gol (investimento da AIG Capital Partners), ALL (investimento do GP Investimentos) e Dasa (investimento sindicalizado, liderado pelo Banco Pátria). Todas receberam financiamento do tipo *Private Equity* e obtiveram sucesso em seus respectivos IPOs, demonstrando que, após longo período de tempo, esse tipo de saída voltou a ser factível no Brasil.

Entretanto, nem toda empresa é elegível ao IPO. Gompers (1995), Cumming e Macintosh (2003) e Schwienbacher (2004) constataram que, devido à existência de elevados custos fixos, apenas empresas acima de um determinado tamanho são introduzidas em bolsa. Entre os custos estão: comissão para os bancos (incluindo o *underwriter*); honorários advocatícios; emolumentos pagos à bolsa de valores; contadores e auditores. Somando tudo, os custos podem chegar a 25% da capitalização obtida (GRINBLATT e TITMAN, 1998).

Embora no Brasil os custos diretos sejam considerados inferiores aos praticados nos Estados Unidos (BOVESPA, 2003), deve-se levar em conta que o elevado desconto exigido pelos investidores (*underpricing*) amplia significativamente o custo do IPO. Estudo feito entre 1979 e 1990 revelou que, no Brasil, o *underpricing* médio era de 79%, perdendo apenas para a Malásia (GRINBLATT e TITMAN, 1998, p.90). Empresas cotadas em bolsa também arcam com custos de manutenção, que incluem auditoria independente, divulgação de informação, pressão de acionistas etc.

Segundo Schwienbacher (2002), o IPO é especialmente atraente para empreendedores que desejem manter o controle da empresa após a saída do VC, permitindo que diversifiquem parte de seu patrimônio (GLADSTONE, 1998). Para Schwienbacher (2002), esses benefícios podem fazer com que os empreendedores optem por estratégias, que, embora ineficientes, os aproximem de um possível IPO.

Gompers (1995) aborda a questão pelo lado da rentabilidade. Nos Estados Unidos, VCs obtêm em média 60% de retorno com as transações feitas por meio de IPOs, enquanto as transações de *trade-sale* geram em média 15%. Não se pode concluir dessa comparação que o IPO seja a saída ideal. O resultado sofre o chamado viés de seleção, pois os IPOs são justamente feitos por empresas mais lucrativas, que atingiram um determinado tamanho e, por isso, puderam ser oferecidas em bolsa

de valores. A simples comparação de taxas de retorno também ignora diferenças no risco associado a cada um dos mecanismos de saída.

Além das considerações sobre taxa de retorno, outro aspecto levado em consideração na formulação da estratégia de saída é a reputação que um IPO bem-sucedido pode gerar. Em alguns casos, VCs jovens tentam realizar, prematuramente, o IPO de pequenas e médias empresas de seus *portfolios* com o objetivo de construir um histórico de sucesso que permitirá atrair mais recursos financeiros e profissionais qualificados. Gompers e Lerner (1999) denominam esse fenômeno de *grandstanding*.

Na literatura, há debate quanto à existência de efeitos positivos da participação de VCs em IPO de empresas. Enquanto Westin (1994) não conseguiu verificar a existência desses efeitos no mercado sueco, Barry *et al.* (1990) demonstraram que, nos Estados Unidos, os IPOs realizados por VCs apresentam desempenho superior à média. Para Isaksson (1998), o debate sugere que, em mercados onde o setor ainda é recente, a presença de VCs em IPOs pode ser de pouco ou nenhum conforto para os investidores do mercado. Os autores concordam, no entanto, em um ponto: VCs realmente conseguem reduzir o requisito de tamanho mínimo, realizando IPO de empresas mais jovens e menores. Tanto Westin (1994) quanto Barry *et al.* (1990) encontraram custos inferiores em IPOs realizados por VCs, sem prejuízo à qualidade dos profissionais envolvidos na emissão. Megginson e Weiss (1991) demonstraram que os *underwriters* parceiros de VCs são mais experientes do que o *underwriter* médio.

Devido ao papel de certificador da qualidade das empresas que oferecem, VCs também conseguem reduzir o *underpricing* (MEGGINSON e WEISS, 1991). E esse efeito é tão maior quanto a experiência do VC (BARRY *et al.*, 1990). A explicação para isso está na confiança que investidores depositam em VCs que realizam, ou pretendem realizar, IPOs de forma recorrente no mercado e que, por isso, não têm incentivo para agir oportunisticamente. De qualquer forma, o VC não se beneficiaria diretamente de uma superestimação do preço, uma vez que o período de *lockup* impediria de vender suas ações no curto prazo. O *lockup*, período entre o início do IPO e o momento em que o VC inicia sua saída total, é importante tanto para cumprir determinações legais quanto para evitar reações adversas do mercado, devido à existência de assimetria informacional entre o novo e o antigo investidor. Saídas rápidas poderiam gerar suspeita de má qualidade do empreendimento, sinalizando superestimação do preço da ação. Dado que oportunidades de realização de IPOs são cíclicas e dependem do ânimo do mercado acionário, esse período representa risco adicional para o VC.

### 3.2.3. Venda para outro investidor (*secondary sale*)

Parte, ou totalidade, das ações, detidas pelo fundo de capital de risco, são vendidas a um terceiro investidor, em geral outro fundo de *Private Equity* (CUMMING e MACINTOSH, 2003).

### 3.2.4. Recompra pelo empreendedor (*buyback*)

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

### 3.2.5. Liquidação (*write-off*)

A empresa é desconstituída, e todos os ativos são liquidados e divididos entre os acionistas e credores. Eventualmente, o VC pode liquidar uma empresa *living-dead* (morta-viva). Essas são empresas que ainda não perderam seus gestores e, embora economicamente viáveis, não possuem expectativa de crescimento que cobriria o custo de oportunidade do capital do tipo VC (RUHNKA, FELDMAN e DEAN, 1992).

## 3.3. Pesquisas acadêmicas e a obsessão pelo IPO

Observa-se que grande parte dos trabalhos acadêmicos sobre VC foca o impacto desse tipo de investidor no IPO das empresas em que investem. Entre os principais autores dessa linha de pesquisa estão: Barry *et al.* (1990), Megginson e Weiss (1991), Black e Gilson (1998) e Gompers e Lerner (1999). Todos apresentam as virtudes da saída pelo mecanismo de IPO.

Devido à escassez de dados sobre outras formas de saída, estudos de mecanismos outros que o IPO são mais raros. Isso, aliado ao fato de a maioria dos trabalhos acadêmicos ser construída sobre dados do ativo mercado acionário norte-americano, cria um viés no sentido de valorizar o IPO, dando a impressão de que essa seria a saída ideal em qualquer país ou região. Alguns autores são mais radicais e afirmam que o capital de risco não tem como se desenvolver, e subsistir, em países de escassas oportunidades de IPO (BLACK e GILSON, 1998).

A mudança de foco nas pesquisas veio com o artigo pioneiro de Macintosh (1997), que desenvolve teoria sobre os fatores determinantes das estratégias de saída e suscita interesse pelo estudo dos outros mecanismos. Cumming e Macintosh (2003) utilizaram dados primários, coletados no Canadá e nos Estados Unidos, para testar, empiricamente, as hipóteses formuladas. Isaksson (1998) realizou estudo de comportamento de saída na Suécia. Schwienbacher (2002; 2004) e Cumming (2003) utilizaram dados de países europeus e dos Estados Unidos.

## 3.4. Tipologia da estratégia de saída

Estratégias são formuladas em função do ambiente em que a organização está inserida. Como o Brasil tem características diferentes de outros países — taxa de juros elevada, regulamentações específicas, uma bolsa de valores ainda pouco expressiva e movimentos de consolidação em diversos mercados

— conseqüentemente, a empresa de capital de risco, neste país, deve considerar essas particularidades para traçar sua estratégia de forma distinta.

As possíveis estratégias utilizadas por VCs fazem com que essas empresas sejam caracterizadas em duas categorias distintas (RELANDER, SYRJÄNEN E MIETTINEN, 1994):

- **Planejadores (*path-sketchers*)** — objetivam o *trade-sale* como forma de maximizar a probabilidade de saída. Trabalham, constantemente, com foco na saída e isso influencia sobremaneira o processo de investimento e a fase de acompanhamento. A percepção de oportunidades de saída se dá ainda na fase de negociação com os empreendedores, quando os gestores de VC são capazes de, ao avaliar o plano de negócios, citar nomes de potenciais compradores que poderiam beneficiar-se da futura aquisição da empresa e/ou da tecnologia em questão.
- **Oportunistas (*opportunists*)** — não se preocupam tanto com a questão da saída. Acreditam que a oportunidade de saída decorrerá da boa qualidade dos profissionais e do negócio das empresas em que investem. Embora o objetivo desses VCs seja o IPO, outras saídas acabam sendo utilizadas oportunamente. Durante a análise de projetos, chegam a rascunhar alguma estratégia de saída, porém isso pouco influencia a decisão de investir.

VCs com preferência por IPOs tendem a investir em modelos de negócios que se sustentarão independentemente da aquisição por outra empresa. Esses negócios, chamados de *standalone business*, são os verdadeiros candidatos a IPOs. Esses VCs investem maiores volumes de recurso e maior parcela de seu tempo em menor número de empresas. Outros VCs preferem construir carteiras mais diversificadas, apostando na realização de mais transações por *trade-sale*. Esse argumento sugere que o risco assumido pelo VC depende de sua estratégia de saída, e que a comparação de desempenho desses tipos distintos de VC seria incorreta sem a correção pela diferença de risco.

No caso brasileiro, a opção pela estratégia de IPO encontra dificuldade pelas características da bolsa de valores. Por outro lado, por meio de seus órgãos (BNDES, Finep etc.), o governo oferece grande quantidade de recursos a serem investidos em **empresas emergentes** e **empresas inovadoras**. Isso, certamente, direcionará a estratégia desses fundos a repassarem esses recursos para grande número de empresas. Segundo a literatura consultada, essa estratégia seria baseada na seleção de um maior número de investimentos, resultando, principalmente, em *trade-sales* e poucos IPOs.

## 4. AMOSTRA

Os dados foram coletados por meio de questionários tipo *survey*, enviados por *e-mail* aos gestores de 45 empresas de

capital de risco no Brasil. Desses, 18 questionários retornaram preenchidos e válidos. Os responsáveis pelas respostas ocupavam cargos diretos em suas respectivas empresas. Para incentivar a sinceridade nas respostas, foi oferecida aos respondentes a possibilidade de receber relatório com dados agregados da pesquisa. Vale destacar que o questionário foi concebido para ser breve e objetivo, de forma a maximizar a taxa de resposta. Ele foi pré-testado durante o evento 7º *Venture Forum*, com o apoio da Finep.

Como arcabouço amostral, foi utilizado, principalmente, o guia desenvolvido pelo Instituto Endeavor (2002), que conta com 36 empresas do ramo. A listagem foi completada com outras nove empresas associadas à Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR) e que ainda não figuravam naquele guia.

Não se sabe o número preciso das empresas de VC atuantes no Brasil. Contudo, Pavani (2003) estimou que o número de empresas do setor de *Private Equity* estaria entre 31 e 78, mas nem todas atuam no ramo de VC, como foi definido no primeiro capítulo deste artigo. Entretanto, acredita-se que as 45 empresas resultantes representem bem o mercado. Como VCs são empresas ativas na busca de oportunidades de investimento, a presença em um guia de domínio público, ou a participação em uma associação de classe, é de fundamental importância para atrair tanto empreendedores quanto novos investidores.

#### 4.1. Possíveis vieses

Em pesquisas semelhantes, Schwienbacher (2002) obteve taxa de resposta de 11% para os Estados Unidos e 18% para países da Europa (600 questionários enviados) e Isaksson (1998) conseguiu 60% com população de 40 fundos suecos. No Brasil, o primeiro levantamento estatístico do setor de PE, realizado por Venture Economics e ABCR (2002), obteve a taxa de 54% da população de 50 empresas. Comparativamente a esses

estudos, a taxa de resposta de 40%, obtida por meio de 18 respostas de um total de 45 questionários enviados, pode ser considerada satisfatória.

Na tabela 1, apresentam-se os resultados de teste estatístico que verifica diferença entre médias de duas amostras (teste-*t*). No caso, comparam-se as médias de três variáveis que caracterizam o perfil de investimento das empresas de VC: valor mínimo para investimento, valor máximo para investimento e valor mínimo de vendas anuais exigido (todos em milhões de US\$). Os testes foram feitos apenas com as empresas do Guia Endeavor. A análise dos testes de significância não apontou diferenças significativas entre as médias de cada amostra. Os resultados são ainda mais favoráveis quando se substitui o valor máximo de cada variável (*outlier*) pelo segundo maior valor.

O resultado da variável origem (ver seção 5.2.) foi comparado com as informações divulgadas pela empresa Stratus Investimentos (2002a; 2002b) e não evidenciou diferença significativa entre a amostra e a suposta população. Segundo a empresa, das 79 instituições de VC e PE, no Brasil, 46% eram estrangeiras. Se se incluírem as empresas mistas na classificação de estrangeiras, verificar-se-á que o valor encontrado para a amostra (50%) não difere muito daquele estudo.

## 5. ANÁLISE DOS DADOS

### 5.1. VCs jovens e tradicionais

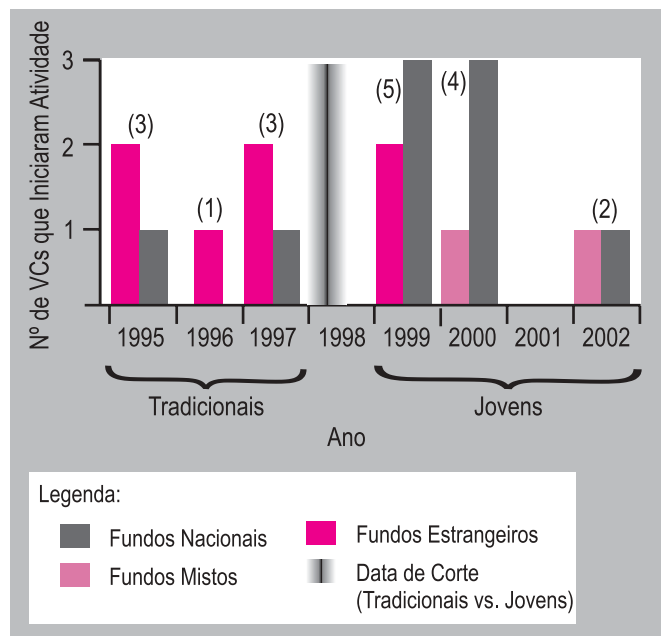
No gráfico 1, apresenta-se o número de VCs segundo o ano em que iniciaram suas operações no Brasil e segundo a origem (nacional, estrangeiro ou misto). De acordo com os resultados obtidos, os respondentes podem ser segregados por tempo de atividade. Os **tradicionais** implantaram-se antes, e os **jovens** chegaram após 1998. Os critérios para realizar essa segmentação foram sugeridos por Schwienbacher (2002). O procedimento permite verificar se o comportamento, ou a preferência de saí-

**Tabela 1**  
**Comparação entre Respondentes e Não-Respondentes**

Característica da Empresa de VC (Milhões de US\$)	Outlier	Respondentes		Não-Respondentes		Teste- <i>t</i>
		Média	Desvio	Média	Desvio	Sig.
Investimento mínimo que realiza	Incluído Substituído	3,49	4,39	5,97 5,06	6,06 4,21	0,237 0,369
Investimento máximo que realiza	Incluído Substituído	20,14	26,72	64,26 30,92	140,80 38,32	0,229 0,388
Venda anual mínima exigida	Incluído Substituído	11,06	15,47	9,81 8,39	17,84 14,10	0,877 0,711

Fonte: Elaborada a partir dos dados do Instituto Endeavor (2002). Foi feito também, para cada variável, um teste substituindo o valor discrepante pelo segundo maior valor.

da, varia em relação à **experiência**. Esses resultados são apresentados na tabela 4.



**Gráfico 1: Distribuição dos Respondentes por Data de Implantação e Nacionalidade**

### 5.2. Classificação por origem

Esta classificação baseia-se na origem do capital social da empresa. O gráfico 1 mostra que 71% (5/7) dos VCs **tradicionais** são de origem estrangeira e mais da metade dos **jovens** é nacional.

Dois fatos ocorridos no período de 1998 a 1999 podem ter influenciado esse resultado: o auge na captação de investimentos para empresas de Internet, tecnologia da informação e telecomunicações e a alteração da política monetária do governo, ocasionando expressiva desvalorização da moeda, o que gerou incentivo para a entrada de recursos estrangeiros, que atingiram o pico em 2000, com o ingresso de US\$ 32,8 bilhões em investimento direto líquido (BCB, 2003). Em outras palavras, a percepção da existência de oportunidades nas áreas intensivas em tecnologia, aliada ao relativo barateamento dos ativos brasileiros, teria facilitado a captação de recursos estrangeiros para investimento nos fundos locais.

### 5.3. A predominância do trade-sale

Na tabela 2, apresenta-se o número de empresas, segundo a estratégia de saída e o ano em que se implantaram no Brasil. Pelos resultados, constata-se a forte preferência por *trade-sale* como estratégia de saída (11 das 18 empresas pesquisadas optaram por esse mecanismo). Esse dado é o oposto do que se observa na Suécia, onde Isaksson (1998) aponta preferência

pelo IPO em 61% dos casos. A preferência por *trade-sale* não parece guardar relação com a origem da empresa, a experiência de saída, nem com o tempo de atividade no país. Porém, conforme se observa na tabela 2, das cinco empresas que se instalaram no ano de 1999, quatro optaram pelo IPO, levantando, assim, a hipótese de que a conjuntura do momento em que são feitos os primeiros investimentos influencia a estratégia escolhida. Um ano depois, em 2000, as bolsas de valores atingiram picos históricos.

**Tabela 2**

**Distribuição dos Respondentes por Data de Implantação e Preferência de Saída**

Ano de Implantação	Saída Ideal	
	IPO	Trade-Sale
1995	1	2
1996	0	1
1997	1	2
1998	0	0
1999	4	1
2000	0	4
2001	0	0
2002	1	1
<b>Total</b>	Observações	11
	Porcentagem	39

À primeira vista, a predominância do *trade-sale* parece contradizer as afirmações de que a saída via IPO seja fator crítico para o setor (BLACK e GILSON, 1998; PAVANI, 2003). Mesmo nos Estados Unidos, onde a bolsa de valores é desenvolvida, 24% dos VCs declararam preferência absoluta pelo *trade-sale*, revelando que o mecanismo tem suas vantagens mesmo onde o IPO é viável (ver seção 5.4.).

Em termos de preferência de saída, o mercado brasileiro parece-se mais com a realidade européia do que com a americana. É o que demonstram os dados da tabela 3, que relaciona a preferência por mecanismo de saída na Europa, nos Estados Unidos e no Brasil. Uma limitação a essa comparação deve-se à diferença metodológica do estudo de Schwienbacher (2002), em que se permitiu que os respondentes optassem pela indiferença entre *trade-sale* e IPO. Mesmo assim, a preferência do *trade-sale* sobre o IPO ocorre, no Brasil, na razão de 1,55 (0,61/0,39). Chega a quase 2,00 (0,67/0,33) quando são analisadas apenas as 12 empresas com experiência de saída. Para a Europa, o valor é de 3,55, enquanto nos Estados Unidos é de, aproximadamente, 0,83 (preferência pelo IPO).

### 5.4. Razões para a estratégia adotada

As razões citadas pelos respondentes para escolha do IPO foram interpretadas e classificadas em quatro categorias:

Tabela 3

## Comparação Internacional de Preferência de Saída

Preferência (%)	Região		
	Europa*	EUA*	Brasil
Preferência absoluta por IPO	11	29	39
Preferência absoluta por <i>trade-sale</i>	39	24	61
Indiferença entre IPO e <i>trade-sale</i>	25	29	nd
Sem preferência particular	13	12	0
Preferência por outro mecanismo / sem opinião	12	6	0

\* A fonte dos dados referentes à Europa e aos Estados Unidos é Schwiembacher (2000). Atenção para diferenças na data de realização e na metodologia aplicada.

- **Obtenção de prêmio por estratégia e sinergia** — os respondentes acreditam que suas equipes são capazes de antecipar tendências e identificar estratégias de consolidação em determinados setores. Esses gestores costumam cultivar estreito relacionamento com executivos de grandes grupos empresariais para obter informação e, eventualmente, sugerir a aquisição de empresas ou oportunidades de co-investimento em negócios que poderão ser de interesse deles no futuro. A lucratividade vem do fato de que o comprador industrial tende a pagar prêmio para executar sua estratégia, ou para obter ganhos de sinergia.
  - **Rapidez na saída** — o *trade-sale* é mais ágil porque não depende do extenso trabalho preparatório e do longo período de *lockup* típicos do IPO.
  - **Indicado para investimentos em estágio inicial** — o *trade-sale* é mais adequado à venda de pequenas e médias empresas, que teriam dificuldades em arcar com os custos fixos do IPO. Por **economizar** esses custos de transação, o *trade-sale* pode gerar retornos líquidos superiores.
  - **Menor exposição à volatilidade do mercado financeiro** — o *trade-sale* é menos sensível à volatilidade dos mercados financeiros e permite a saída total em detrimento do humor dos investidores de mercado.
- A análise dos argumentos sugere que o *trade-sale* pode ser a saída ideal, mesmo quando IPOs estão disponíveis.

## 5.5. Comportamento recente de saída

Das 18 empresas de VC pesquisadas, 12 (65%) haviam efetuado pelo menos uma saída. No gráfico 2 estão relacionadas as respostas dessas 12 empresas. Do lado esquerdo, observa-se o número de saídas ocorridas de 1999 a 2002. O lado direito traduz, em valores percentuais, o número de saídas segundo o mecanismo utilizado. Os resultados revelam que ano de 2002 contou com a utilização de diversos mecanismos de saída. Devido ao ambiente macroeconômico desfavorável, o índice de liquidação, naquele ano, foi elevado. Entretanto, a incidência de liquidação parece baixa, se comparada com os dados coletados até 2001 por Schwiembacher (2002) — que encontrou 20,8% de taxa de liquidação na indústria de VC européia, e 32,8% para os Estados Unidos —, sugerindo que, no Brasil, os VC são mais seletivos na busca de investimentos, menos arrojados na liquidação de empresas *living-deads* ou menos experientes que seus pares estrangeiros. Entretanto, como nenhuma das empresas participantes da pesquisa tem mais tempo de existência no mercado brasileiro (gráfico 1) do que o prazo típico de dez anos de duração dos fundos (SAHLMAN, 1990), ainda é cedo para tirar conclusões baseadas nesse tipo de análise.

- **Mercado de ações como parâmetro para a atividade de VC** — a bolsa de valores é uma importante fonte de informação para o setor. Quanto mais IPOs de empresas de um determinado tipo ocorrem, mais informações têm os VCs sobre a avaliação de mercado de empresas de sua carteira, ou de projetos sob avaliação. Os dados de bolsa permitem que os VCs avaliem suas propostas de valor com base nas preferências reais dos investidores.

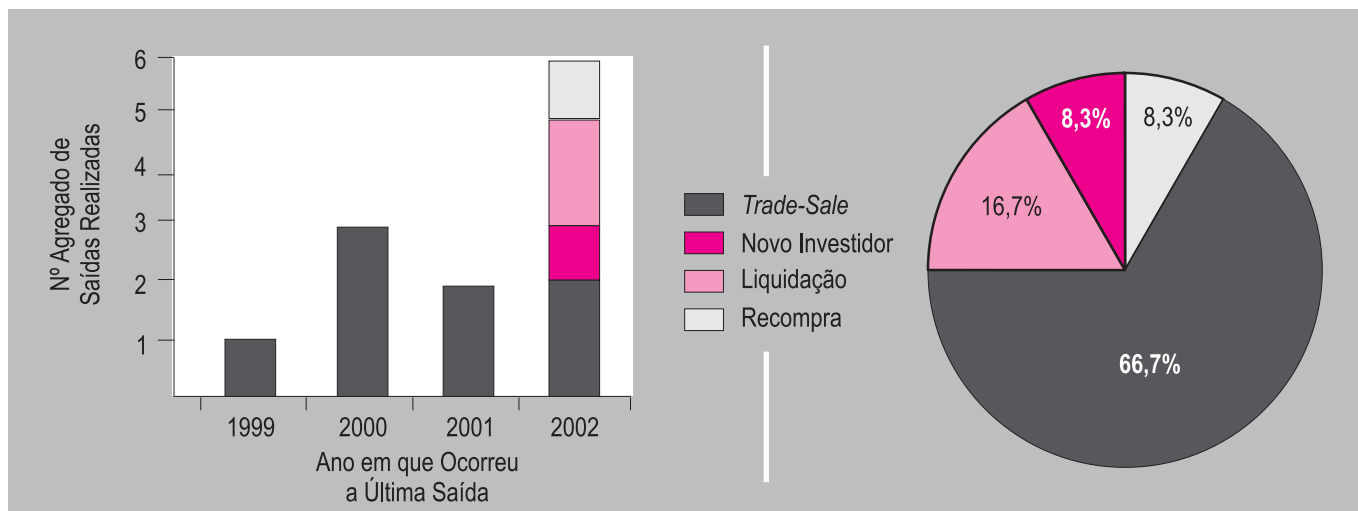
- **IPO é o mecanismo que gera os maiores retornos** — essa questão é controversa. Enquanto três respondentes afirmaram que IPO é mais rentável, a maioria (cinco empresas) ainda acredita na maior rentabilidade do *trade-sale* para saídas efetuadas no Brasil.

- **Parte do processo evolutivo da empresa** — coerente com a teoria, o mercado é visto como o substituto correto após a participação do VC no crescimento da empresa e na transformação de empreendedores em empresários capazes de lidar com investidores de mercado por meio de boas práticas de governança corporativa.

- **Permite a permanência de sócios não-financeiros no negócio** — após o IPO, os empreendedores podem manter-se como acionistas, beneficiando-se das expectativas de sucesso da empresa.

Quanto às razões para a adoção da estratégia de *trade-sale*, as categorias classificadas foram:

- **Alternativa à saída pelo mercado de ações** — as baixas liquidez e valorização dos ativos listados na bolsa de valores brasileira dificulta o IPO de empresas de pequeno e médio portes, fazendo do *trade-sale* a alternativa factível. Além disso, existem relatos de controladores que rejeitaram projetos de introdução de suas empresas em bolsa.



**Gráfico 2: Data e Mecanismo da Última Saída Realizada**

Apesar da conjuntura econômica de 2002, ocorreram *trade-sales* em todos os anos. O valor médio foi de, aproximadamente, US\$ 10 milhões. Houve pico em 2001, devido à realização de uma transação de maior porte. Com o alto índice de liquidação em 2002, o valor médio das saídas daquele ano foi de apenas US\$ 700 mil. O *secondary-sale* ocorrido pode ter sido uma alternativa à liquidação de empresa ainda viável. Como era esperado, não houve IPO.

### 5.6. Comportamento antes e durante o investimento

Com base nos trabalhos de Relander, Syrjänen e Miettinen (1994) e Isaksson (1998), foram apresentadas assertivas que medem a magnitude com a qual as saídas influenciam as atividades realizadas antes e durante o investimento. As assertivas são semelhantes às usadas por Isaksson (1998), justamente para que se possam comparar os resultados. Pediu-se ao respondente que se baseasse na última saída realizada, diminuindo, assim, a subjetividade das respostas. Conseqüentemente, apenas os VCs com experiência de saída, 12 dos 18 participantes, puderam responder a essa parte da pesquisa.

Os resultados obtidos para as assertivas propostas são apresentados na tabela 4. As assertivas de I a IV referem-se ao período anterior ao investimento. As assertivas de V a IX são, por sua vez, voltadas a todo o processo seguinte ao investimento na empresa. As respostas são agrupadas tanto segundo a preferência de saída (coluna **Preferência**) quanto por tempo de experiência dos respondentes (coluna **Experiência**). Para cada assertiva, o teste U de Mann-Whitney revela se a preferência por mecanismo de saída ou tempo de experiência no mercado brasileiro (medido pela variável *dummy* Experiência) tem algum impacto nas respostas obtidas. A coluna **Todos** agrupa a resposta dos 12 VCs que responderam a essa parte da pesquisa.

A totalidade dos respondentes afirmou ter analisado, pelo menos em parte, as possibilidades de saída, antes mesmo de ter investido. Desses, quase todos (92%) chegaram a identificar potenciais compradores naquele momento. Essa é uma característica principalmente das empresas **tradicionais** (significante a 90%). Apesar disso, os planos de saída não são tão concretos quanto se imagina. Metade dos respondentes concordou apenas parcialmente ou discordou da assertiva III (... fizemos planos concretos das alternativas de saídas). E os outros acionistas nem sempre participam dos planos de saída, já que 50% (6/12) discordaram ou concordaram apenas parcialmente com a assertiva IV (... discutimos formas de saída com todos os acionistas do negócio).

Durante a vigência do investimento, todos os VCs realizavam algum tipo de análise das estratégias e do mercado de potenciais compradores das empresas do *portfolio*. Número um pouco menor, 83% (10/12), diz ter mantido contato com esses compradores e, coerente com a tipologia vista na literatura, essa atitude foi tomada principalmente por VCs com estratégia de *trade-sale* (significante a 90%). Porém, nem todos os VCs chegaram a utilizar os resultados das análises para alterar o negócio das empresas em que investiram. Quatro dos doze respondentes (34%) discordaram da assertiva VII (... realizamos mudanças no negócio para atrair potenciais compradores). Dos oito respondentes que concordaram pelo menos em parte com a assertiva VII, seis eram VCs **tradicionais**, sugerindo que a prática de efetuar mudanças nas empresas do *portfolio* desenvolve-se com o tempo ou depende da maturidade da carteira de investimentos (significante a 95%).

A assertiva VIII gerou resultado que sugere, de certa forma, que os VCs estão em busca da construção de reputação. Quase metade dos respondentes relatou não ter apresentado os negócios de seus *portfolios* a outras empresas de VC ou PE, gerando suspeita de que, dado o recente desenvolvimento do setor, os VCs ainda desejam realizar negócios exclusivos, que

**Tabela 4**  
**Comportamento de Saída dos Respondentes**

Assertivas	Preferência			Experiência			Todos %	
	IPO %	TS %	Sig.	Jov. %	Trad. %	Sig		
<b>Antes de iniciarmos este investimento...</b>								
I. ...fizemos uma análise completa das possibilidades de saída	CT	75	88	0,600	80	86	0,802	83
	CP	25	13		20	14		17
II. ...identificamos possíveis compradores	CT	75	63	0,610	40	86	0,097	67
	CP	25	25		40	14		25
	DT	0	13		20	0		8
III. ...fizemos planos concretos das alternativas de saída	CT	50	50	0,705	40	57	0,786	50
	CP	25	50		60	29		42
	DP	25	0		0	14		8
IV. ...discutimos formas de saída com todos os acionistas do negócio	CT	50	50	0,580	20	71	0,113	50
	CP	0	38		40	14		25
	DP	50	13		40	14		25
<b>Durante o processo de investimento...</b>								
V. ...mantivemos contato com potenciais compradores	CT	25	75	0,056	60	57	0,927	58
	CP	25	25		20	29		25
	DP	25	0		20	0		8
	DT	25	0		0	14		8
VI. ...analisamos as estratégias e o mercado de potenciais compradores	CT	75	88	0,600	100	71	0,210	83
	CP	25	13		0	29		17
VII. ...realizamos mudanças no negócio para atrair potenciais compradores	CT	50	25	0,596	0	57	0,028	33
	CP	25	38		40	29		33
	DP	0	25		20	14		17
	DT	25	13		40	0		17
VIII. ...apresentamos o negócio a outros fundos de PE/VC	CT	50	13	0,211	40	14	0,550	25
	CP	25	25		20	29		25
	DP	0	13		0	14		8
	DT	25	50		40	43		42
IX. ...a forma de saída foi questão de coincidência	CP	25	25	0,251	40	14	0,272	25
	DP	50	0		20	14		17
	DT	25	75		40	71		58

**Notas:** • Abreviações: CT = Concordo Totalmente; CP = Concordo Parcialmente; DP = Discordo Parcialmente; DT = Discordo Totalmente; Jov.= Jovens; Trad. = Tradicionais; Sig. = Significância Estatística do Teste U de Mann-Whitney.

• Por causa de arredondamentos, o total pode ser diferente de 100.

poderão diferenciá-los de seus concorrentes. Pode-se supor que, com o tempo, as operações sindicalizadas e o co-investimento coordenado venham a ser mais frequentes.

Na tabela 5 consta a comparação dos resultados obtidos no Brasil e na Suécia com as assertivas. Essa comparação, embora limitada pelo fato de os dados não terem sido obtidos no mesmo ano, revela que, para todas as atitudes medidas, os VCs

que atuam no Brasil são, em média, mais ativos do que aqueles do mercado sueco. As maiores diferenças relacionaram-se à concretude do plano de saída e à intensidade de contato com potenciais compradores. Essa maior atividade, supostamente, colaborou para que a saída não fosse vista como fruto do acaso, mas como resultado de um extenso trabalho de planejamento.

**Tabela 5**  
**Comportamento de Saída no Brasil e na Suécia**

Assertivas a Propósito da Última Saída Realizada Pelo VC	Concordam Pelo Menos em Parte (%)	
	Brasil	Suécia*
<b>Antes de iniciarmos este investimento...</b>		
I. ...fizemos uma análise completa das possibilidades de saída	100	74
II. ...identificamos possíveis compradores	92	59
III. ...fizemos planos concretos das alternativas de saída	92	22
IV. ...discutimos formas de saída com todos os acionistas do negócio	75	55
<b>Durante o processo de investimento...</b>		
V. ...mantivemos contato com potenciais compradores	83	27
VI. ...analisamos as estratégias e o mercado de potenciais compradores	100	27
VII. ...realizamos mudanças no negócio para atrair potenciais compradores	66	
VIII. ...apresentamos o negócio a outros fundos de PE/VC	50	nd
IX. ...a forma de saída foi questão de coincidência	25	35

\* A fonte dos dados referentes à Suécia é Isaksson (1998). Atenção para as diferenças na data de realização e na redação das assertivas VI e VII. Diferentemente do trabalho sueco, uma assertiva foi desmembrada em duas para evitar o problema da dupla pergunta.

Os resultados apresentados na tabela 5 sugerem que a atitude **planejadora** pode ser necessária para VCs que operam no mercado brasileiro. Já na Suécia, verifica-se que a existência de oportunidades mais duradouras de realização de IPOs, em conjunto com outras características idiossincráticas daquele mercado, facilita o comportamento **oportunist**.

## 6. CONCLUSÕES

Os dados revelam, do ponto de vista das saídas, como a indústria de capital de risco se comporta e realiza suas atividades no mercado brasileiro.

O setor é relativamente recente, e a empresa mais antiga da amostra é de 1995. Ainda não existem exemplos de grandes empresas brasileiras que surgiram graças ao papel de VCs, embora os casos de saída por meio de IPO — como os de Gol, ALL e Dasa — sejam vistos como sucessos produzidos pelo setor de *Private Equity*. O mercado continua sua evolução, marcada por ciclos e fases, em que o ano de 1998 marca a chegada de grande número de empresas brasileiras de VC.

No caso brasileiro, predomina a estratégia de saída por *trade-sale*, embora quatro das cinco empresas que se instalaram em 1999 tenham optado pelo IPO, sugerindo que a escolha da estratégia seja mais ligada à conjuntura do momento em que os investimentos começaram a ser feitos do que a outros fatores. As razões citadas para preferência pelo *trade-sale* mostram que o mecanismo permite a obtenção de prêmio por estratégia e sinergia, dá rapidez à saída, é adequado às saídas

de menor porte e representa menor risco em mercado volátil. Esses argumentos legítimos, aliados à constatação de parcela das empresas de VC atuantes nos Estados Unidos, possuem estratégia semelhante: mostram que o *trade-sale* pode ser rentável mesmo quando IPOs sejam possíveis.

Os resultados demonstram a importância da atividade de saída e sua influência sobre todo o processo de VC. Constata-se, por exemplo, que, para maximizar a probabilidade de saída por *trade-sales*, os VCs do mercado brasileiro desenvolvem uma série de rotinas, que vão da análise de estratégias de compradores à manutenção de estreito relacionamento com executivos de grupos empresariais, suscetíveis de adquirir as empresas de seus *portfolios*. Nota-se que todos os respondentes analisam as estratégias de saída antes mesmo de investir, comprovando a influência da saída até na atividade inicial do ciclo de investimento: seleção de investimentos.

A incidência das atividades ligadas à saída por *trade-sale* é maior no Brasil do que na Suécia, o que configura o perfil **planejador** do setor. O gestor **planejador** demonstra conhecer bem o mercado relevante, a ponto de identificar grupos empresariais que se beneficiariam com a compra das empresas em que investe. Nessa linha, torna-se extremamente importante para o VC o estudo das estratégias dos principais participantes desses mercados. Entretanto, do ponto de vista de políticas públicas, a necessidade de agir de forma **planejadora** pode gerar efeitos perversos sobre a prospecção de novos negócios, fazendo com que os VCs busquem projetos tecnológicos que apenas complementem o negócio de potenciais compradores e

recusem financiar idéias inovadoras que poderiam romper com o *status quo*, criando setores novos e contribuindo para o desenvolvimento e o aumento da vantagem competitiva do País.

Outro problema ocorre quando a estratégia de saída influencia demasiadamente a fase de acompanhamento, fazendo com que o VC queira atrair compradores por meio de modificações nas empresas investidas. Isso pode gerar conflitos com outros sócios do negócio, quando, por exemplo, acionistas controladores se opuserem ao IPO ou quando gerentes de empresas menores se sentirem atraídos pelos benefícios do IPO ou repelidos pela pos-

sibilidade de, após um *trade-sale*, voltarem a ocupar cargo de subordinação dentro de um grande grupo empresarial.

## 6.1. Limitações

Conforme os testes realizados, relatados na seção 4, os resultados não apresentam indícios de vieses de seleção que poderiam afetar a generalização dos resultados. Entretanto, o pequeno tamanho da amostra faz com que os testes estatísticos sejam menos robustos. ◆

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Perspectivas para a economia brasileira em 2003*. Brasília: BCB, 2003. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: mar. 2003.
- BARRY, C.; MUSCARELLA, C.; PEAVY III, J.; VETSUYPENS, M. The role of venture capital in the creation of public companies: evidence from the going public process. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v.27, n.2, p.447-471, Oct. 1990.
- BLACK, B.; GILSON, R. Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v.47, n.3, p.243-277, Mar. 1998.
- BNDES apoia micro e pequenas da área tecnológica e terá sobra de caixa. *Portal Exame*, São Paulo, 19 set. 2003. Disponível em: <<http://www.exame.com.br>>. Acesso em: 19 set. 2003.
- BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO (BOVESPA). Abertura: o problema não é o custo. *Revista BOVESPA*, São Paulo, out./dez. 2003. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/revista/88/Abertura.shtml>>. Acesso em: nov. 2004.
- CARVALHO, A.; CALOMIRIS, C.; MATOS, J. *Venture capital as human resource management*. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2005.
- CUMMING, D. Contracts and exits in venture capital finance. In: ANNUAL MEETING AMERICAN FINANCE ASSOCIATION, 63., 2003, Washington. *Proceedings...* Washington: American Finance Association, 2003.
- CUMMING, D.; MACINTOSH, J. A cross-country comparison of full and partial venture capital exits. *Journal of Banking & Finance*, Roma, v.27, n.3, p.511-548, Mar. 2003.
- GLADSTONE, D. *Venture capital handbook*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1998. p.215-233.
- GOMPERS, P. Optimal investment, monitoring and the staging of venture capital. *Journal of Finance*, Cambridge, v.1, n.50, p.1461-1489, Dec. 1995.
- GOMPERS, P.; LERNER J. *The venture capital cycle*. Cambridge, MA: The MIT Press, 1999. 375 p.
- GRINBLATT, M.; TITMAN, S. *Financial markets and corporate strategy*. Boston, MA: McGraw-Hill, 1998. 866 p.
- INSTITUTO ENDEAVOR. *Guia Endeavor de fundos de venture capital e private equity*. São Paulo, 2002. Disponível em: <<http://www.endeavor.org.br>>. Acesso em: out. 2002.
- ISAKSSON, A. Venture capital exit behavior in Sweden. In: NORDIC CONFERENCE ON SMALL BUSINESS RESEARCH, 10., 1998, Växjö. *Proceedings...* Växjö: Växjö University, 1998.
- JENSEN, M. Corporate control and the politics of finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, New York, v.4, n.2, p.13-33, Summer 1991.
- KANDIR, A. *A nova lei das S/A: substituto aprovado na Comissão de Finanças e Tributação*. Brasília, DF: Centro de Documentação e Informação, 2000. p.1-8.
- MACINTOSH, J. Venture capital exits in Canada and the United States. In: HALPERN, P. (Ed.). *Financing growth in Canada*. Calgary: University of Calgary Press, 1997. p.279-356.
- MEGGINSON, W. Toward a global model of venture capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, New York, v.16, n.1, p.8-26, Winter 2004.
- MEGGINSON, W.; WEISS, K. Venture capital certification in initial public offerings. *Journal of Finance*, Cambridge, v.46, n.3, p.879-893, July 1991.
- PAVANI, C. *O capital de risco no Brasil: conceito, evolução e perspectivas*. Rio de Janeiro: E-papers, 2003. 98 p.
- RELANDER, K.; SYRJÄNEN, A.; MIETTINEN, S. Analysis of the trade-sale as a venture capital exit route. In: BYGRAVE, M.;

- HAY, M.; PETERS, J. *Realizing investment value*. London: Pittman Publishing, 1994. p.132-196.
- RUHNKA, J.; FELDMAN, H.; DEAN, T. The "living dead" phenomena in venture capital investments. *Journal of Business Venturing*, v.7, n.2, p.137-155, Mar. 1992.
- SAHLMAN, W.A. The structure and governance of venture capital organizations. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v.27, n.2, p.473-521, Sept. 1990.
- SCHWIENBACHER, A. *An empirical analysis of venture capital exits in Europe and in the United States*. Berkeley: University of California, 2002. Disponível em: <<http://207.36.165.114/awardsindex.htm#copen>>. Acesso em: nov. 2004.
- \_\_\_\_\_. *Innovation and venture capital exits*. University of Amsterdam Finance Group, 2004. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/cf\\_dev/AbsByAuth.cfm?per\\_id=301672](http://papers.ssrn.com/sol3/cf_dev/AbsByAuth.cfm?per_id=301672)>. Acesso em: nov. 2004.
- STRATUS INVESTIMENTOS. Maior atividade dos investidores nacionais em 2001. *Brasil Venture News*, Ano III, n.14, fev./mar. 2002a. Disponível em: <[http://www.capitalderisco.gov.br/vcn/vcbrasil\\_CR.asp](http://www.capitalderisco.gov.br/vcn/vcbrasil_CR.asp)>.
- \_\_\_\_\_. Acesso em: nov. 2004.
- STRATUS INVESTIMENTOS. Destaques em venture capital/provate equity no Brasil. *Brasil Venture News*, Ano III, n.18, out./nov. 2002b. Disponível em: <[http://www.capitalderisco.gov.br/vcn/vcbrasil\\_CR.asp](http://www.capitalderisco.gov.br/vcn/vcbrasil_CR.asp)>. Acesso em: nov. 2004.
- \_\_\_\_\_. CEPE/FGV: inaugurado Centro de Estudos de VC/PE na Fundação Getulio Vargas, com participação direta de especialistas do setor. *Brasil Venture News*, Ano IV, n.21, abr./maio 2003. Disponível em: <[http://www.capitalderisco.gov.br/vcn/vcbrasil\\_CR.asp](http://www.capitalderisco.gov.br/vcn/vcbrasil_CR.asp)>. Acesso em: nov. 2004.
- VENTURE ECONOMICS; ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE CAPITAL DE RISCO (ABCR). *1ª pesquisa sobre capital de risco no Brasil*. São Paulo, 2002. Disponível em: <<http://www.abcr-venture.com.br/publique/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?sid=4>>. Acesso em: nov. 2004.
- WESTIN, A. *The impact of venture capital backing on IPO's in Sweden*. 1994. Dissertação (Mestrado em Economia) — Stockholm School of Economics and Business Administration, Stockholm, Sweden.

### Venture capital exit strategy

What lies behind Venture Capital (VC) exit strategy? This paper empirically approaches the question by analyzing Brazilian data. It raises evidence of a highly path-sketcher industry that, in general, adopts the trade-sale exit strategy. Differently from what common sense suggests, the choice is not only due to lack of IPO opportunities, but it reveals a neat relationship between that and local market features. At the other hand, the data also suggest that positive economic trends at the time of portfolio formation are likely to affect the preference for IPO. In all cases, it is shown that exit strategy influences the whole venture capital cycle.

**Uniterms:** venture capital, stock markets, exits, trade-sale, IPO.

### Estrategia de salida en capital de riesgo

¿Qué está por detrás de las estrategias de salida de las empresas que administran *venture capital* (VC)? En este artículo, se aborda la cuestión a partir de un estudio empírico del mercado brasileño. Los resultados indican un sector con comportamiento altamente planificado que, en general, adopta la estrategia de salida por venta estratégica (*trade-sale*). Al contrario de lo que se imagina, la preferencia por la venta estratégica no se debe, únicamente, a la percepción de falta de oportunidades de oferta de acciones en bolsa (*Initial Public Offering* — IPO), pero denota su compatibilidad con las características del mercado local. Sin embargo, existen indicios de que una coyuntura especialmente favorable - en la fecha en que el VC inicia la construcción de su cartera de inversiones — puede influir en la preferencia por el IPO. En todos los casos, se evidencia que la estrategia adoptada influye en todas las etapas del ciclo de inversiones en VC, incluso en la decisión de invertir.

**Palabras clave:** capital de riesgo, mercado de acción, salida, venta estratégica, oferta pública de acciones.