

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O VENTURE CAPITAL E O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

Rodrigo Cardozo Dutra
Matrícula: 0015666-5/2

Orientador: José Maciel Jr.

Dezembro de 2004

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor

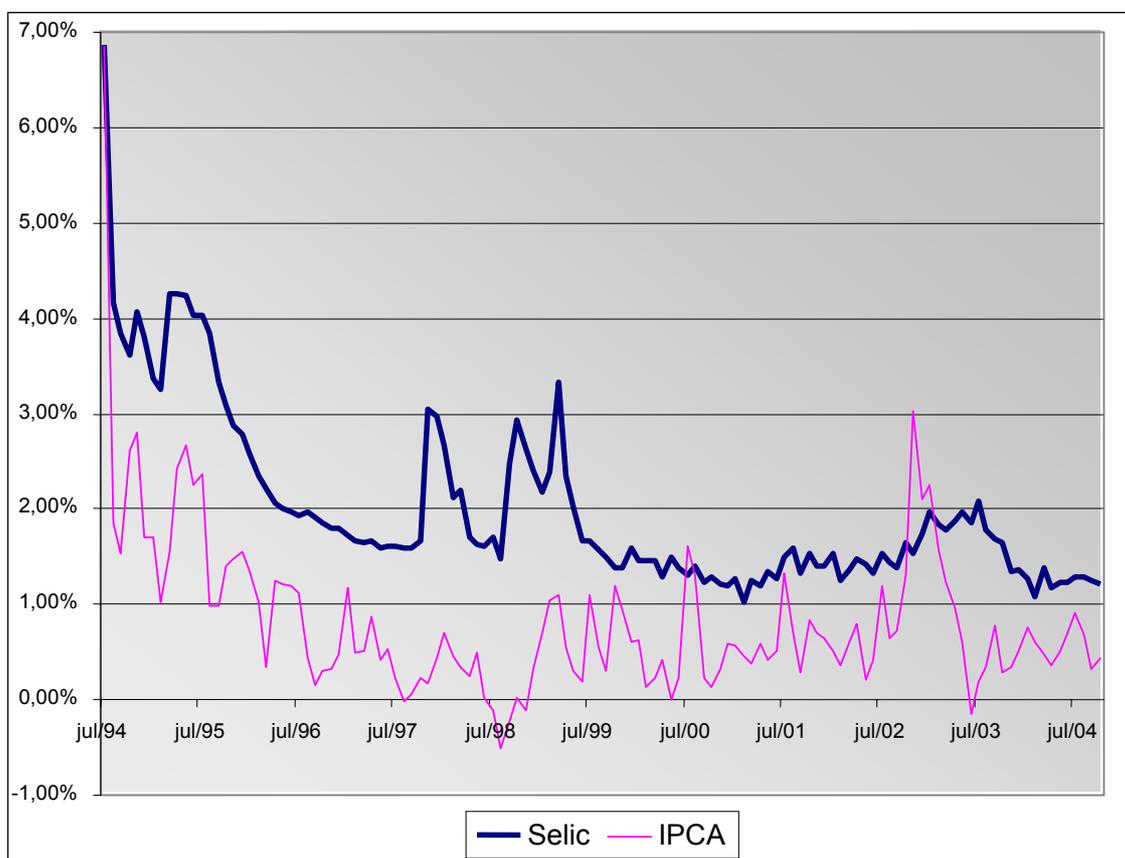
Índice

Motivação e Introdução ao Capital de Risco:	4
Estágios e Fontes de Financiamento das Empresas.....	9
Formas de Venture Capital.....	13
Regulamentação de Fundos para Capital de Risco no Brasil.....	21
Tornando o <i>Venture Capital</i> Seguro	26
<i>Venture Capital</i> é Capital de Risco?	29
Conclusão.....	31
Bibliografia	33

Motivação e Introdução ao Capital de Risco:

Com a manutenção do ajuste fiscal e do combate à inflação no governo Lula, 2003 foi um ano de ajuste das expectativas, quando houve um choque de credibilidade. Graças à continuação da política macroeconômica numa mudança de governo, é plausível planejar uma trajetória de queda da inflação e da dívida pública para os próximos anos. Neste cenário há a tendência de queda da taxa de juros paga pelo governo no longo prazo, mesmo que com eventuais ajustes de curto prazo, como mostra o Gráfico 1, abaixo.

Gráfico 1:



A concretização deste cenário fará com que o mercado financeiro brasileiro não possa mais ficar tão concentrado em títulos públicos, já que a taxa de retorno deste papel estará muito baixa. Este fato será mais dramático para os grandes agentes de poupança do país, fundos de pensão, que terão passivos a uma taxa real possivelmente superior à dos títulos

governamentais. Sendo assim, os agentes do mercado financeiro nacional terão que buscar outros tipos de investimento que continuem a lhe proporcionar boas rentabilidades.

Mais investimentos serão canalizados para o mercado acionário, já que até o momento é neste mercado que encontram-se os agentes dispostos a maiores retornos, evidentemente, a um risco mais elevado. Com maior liquidez o mercado de ações chegará, com relativa rapidez, a sua maturidade tendendo a menores taxas de retorno. Logo outras formas de investimento serão necessárias para se obter altas rentabilidades ao custo de um maior risco associado. Dentre as alternativas está o *Venture capital*.

Venture capital, ou capital de risco, é o capital que financia, via participação acionária, a promoção do crescimento de pequenas ou médias empresas emergentes e *start-ups*, que tem produtos inovadores e com enorme potencial de crescimento. Estas empresas não conseguiriam angariar recursos no mercado financeiro, seja via emissão de ações em bolsa ou via financiamento.

A primeira alternativa é inviável dado que o mercado de ações exige que a empresa tenha um porte já considerável e um fluxo de caixa mais certo, não permitindo que empresas com fluxos tão insólitos conseguissem ingressar nele, isto sem considerar os custos que uma empresa aberta necessita incorrer.

Já a alternativa de financiamento, se torna inviável a uma empresa que precisa de recursos para ainda desenvolver seu produto, testar mercado, ou qualquer outro tipo de necessidade para que a empresa comece a operar. Este tipo de companhia não preenche aos requisitos básicos de uma solicitante de crédito, pelo simples fato de não ter garantias reais para poder honrar seus compromissos. Além de ser uma estratégia pouco aconselhável, já que a empresa estará comprometendo parte significativa de seu fluxo de caixa com o pagamento de juros e amortização, ela ainda diminuirá a capacidade de reinvestimento, tão necessário a um projeto de expansão. Vale lembrar que o financiamento de empresas emergentes quando ocorre, será a uma taxa de juros bastante elevada.

A empresa alvo de investimento de um capitalista de risco não é uma das pequenas e médias empresas que vão barganhar por linhas de capital de giro em bancos públicos, e lá conseguem dez, vinte mil reais no máximo. O investimento que o capitalista de risco procura é numa companhia que precisa de pelo menos centenas de milhares até alguns milhões de reais para seu desenvolvimento.

O capitalista de risco financiará o desenvolvimento deste tipo de empresa adquirindo participação acionária e participando de certas decisões vitais para a companhia. O capitalista de risco exige que a empresa se comprometa com as práticas legais e certas práticas corporativas, além da necessidade de sua autorização para determinadas decisões, todos estes procedimentos estão estabelecidos no contrato de acionistas. Esta participação no processo decisório serve como uma proteção do investimento feito na empresa. Pela impossibilidade de mudança de sua posição como acontece no mercado acionário, o investidor tem que gerenciar o andamento da empresa além de orientar sua estratégia de crescimento. Segundo relatos, esta relação é de parceria com uma relação entre os agentes que chega a ser cotidiana.

No contrato de acionistas o capitalista de risco incluirá ainda cláusulas de preferência de liquidação. Este artifício além de ajudar a proteger o capital do investidor num eventual fracasso da empresa, ainda permite que a empresa tenha maior facilidade para realização de seus lucros.

O investimento em capital de risco pode ocorrer por três tipos de agentes. O primeiro deles é o investimento realizado por uma pessoa física, onde uma pessoa com ótima saúde financeira investe em uma empresa por achar que esta empresa tem um bom potencial de crescimento. Este tipo de investidor é conhecido como, investidor anjo, sua característica é que por não precisar prestar contas a ninguém, já que aplica seus próprios recursos, tem métodos particulares na avaliação de novos negócios utilizando muito de seu *feeling*.

Outro agente de capital de risco é o investidor institucional, empresas e pessoas jurídicas cujo foco de atividade não é o de prospecção de novos negócios, mas que investem em novos projetos. Este agente aloca seus recursos nestes projetos, seja por estar no mesmo ramo de atividade, para uma diversificação dos negócios ou até mesmo para aproveitar uma oportunidade que lhe pareceu muito boa.

O outro tipo de agente (sobre o qual este trabalho estará mais focado) é o gestor de capital de risco. Este agente aloca recursos de terceiros, como de fundos de pensão, seguradoras e pessoas físicas, em projetos de *venture capital*. Para tanto é constituído um fundo, onde o gestor (*General Partner*) é o responsável por buscar novos projetos para a alocação do montante existente no fundo, participar do processo decisório da empresa, enfim todo o trabalho de capitalista de risco, para tanto deve existir uma equipe de profissionais que o faça. Enquanto isso os investidores do fundo (*Limited Partner*), são apenas investidores

passivos deste fundo, apesar de total consciência e noção do tipo de risco dos investimentos desta classe de ativos.

Para se ter uma idéia da importância desta classe de ativos nos Estados Unidos o *venture capital* teve mais de cem bilhões de dólares para investimentos no ano 2000¹, auge da bolha das empresas “ponto com”. Grande parte delas chegou a Nasdaq, mas teve no capital de risco sua primeira fonte de financiamento. Com o fim da bolha das empresas de tecnologia este número caiu para quarenta bilhões em 2001.² No caso brasileiro não há nenhuma pesquisa específica para este tipo de investimento.

Pode-se notar que o capital de risco têm uma importância vital para o desenvolvimento de um país. Financiando empresas inovadoras e realocando capital para setores mais dinâmicos da economia, trazendo crescimento de empregos, renda e produtividade. Como ressalta Roberto M. Montezano “...Ressaltam-se ainda os aspectos de natureza político-social importantes, principalmente no que concerne ao aumento do grau de mobilidade social dos indivíduos...”³.

Em 1982 um estudo do Departamento de Contabilidade americano, já apontava para a grande contribuição dos investimentos em capital de risco para a economia local e nacional. Segundo o estudo há um crescimento no número de empregos, aumento de receitas fiscais, aumento da renda dos trabalhadores e das exportações, em áreas onde há um maior número de empresas aportadas por capitalistas de risco. Nos anos 80 as 500 maiores empresas americanas diminuíram o número de funcionários em 2,7 milhões. Esta perda de empregos foi mais do que compensada pela criação de outros 6,5 milhões de postos de trabalhos em empresas com menos de cem funcionários. Grande parte destas empresas com investimento de *venture capitalists*. Na Inglaterra um quinto da força de trabalho, esta empregada em empresas que recebem ou receberam aporte financeiro de fundos de *private equity* ou *venture capital* segundo a *British Venture Capital Association*.

Além disso os empregos criados nas empresas aportadas por capitalistas de risco são postos que exigem maior qualificação do que a média americana. Estas empresas ainda têm maior facilidade para conseguir exportar seus produtos e serviços, a cada dólar investido

¹ Fonte: Thomson Financeira

² Fonte: Thomson Financeira

³ Montezano, Roberto M. “Capital de Risco – Uma Alternativa de Investimento”

nestas empresas elas conseguem três vezes mais exportação do que a média, ajudando assim a balança comercial de seu país.

Outra importante característica do *venture capital* é a geração de valor. Paul Gompers e Josh Lerner em “The Money of Invention” calcularam que até 2000 um terço do valor de todas as companhias abertas americanas foram criados pelo capitalismo de risco. Apesar deste número ter possivelmente caído nos últimos anos, ele deve ser ainda muito alto. Para se ter idéia o *venture capital* proporcionou o crescimento da Microsoft, Intel, mais recentemente da Google, entre centenas de outras empresas.

Dado o grande potencial do capital de risco como elemento transformador e gerador de renda não é de se estranhar que países mais avançados já tenham atentado para este potencial. É o caso dos Estados Unidos e Inglaterra, ambos já adotam políticas que dão incentivos ao investimento em capital de risco. Estas políticas são encaradas como uma política industrial, já que a geração de empregos das empresas emergentes, dependente do *venture capital*, mas sem o dinheiro que proporciona este crescimento não há empregos. Por isso o cuidado e atenção com que tratam este tipo de investidor, que trazem um grande benefício à economia, sem que o governo tenha nenhum custo adicional.

Estágios e Fontes de Financiamento das Empresas

Para melhor entender o capital de risco ele deve ser comparado as demais formas de financiamento. Antes porém, devem-se entender quais são os estágios de desenvolvimento. Segundo Claudia Pavani⁴ são cinco os estágios de crescimento de uma empresa:

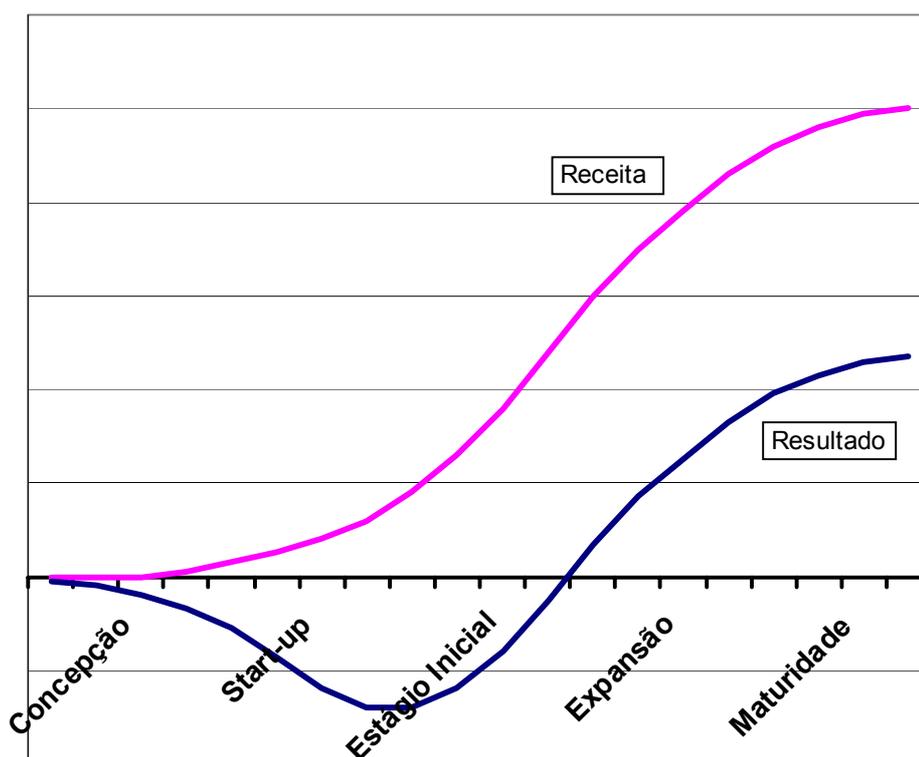
1. **Concepção:** quando são elaborados o plano de negócios e pesquisa de mercado, além da criação jurídica da empresa. Nesta fase a empresa só tem gastos e ainda não obteve receita alguma com vendas, já que esta é uma fase pré-operacional.
2. **Start-up:** primeira fase de operação, apesar da empresa estar terminando seus protótipos já começa a procurar os primeiros clientes e efetuar suas primeiras vendas. Ainda assim, nesta fase a grandes prejuízos dado os gastos com a contratação de mais funcionários e com a continuação dos investimentos em pesquisa e equipamentos.
3. **Estágio inicial:** estruturação das atividades de produção , marketing e vendas além da continuação das contratações de funcionários e investimentos em equipamentos. Nesta fase começa a diminuir os prejuízos da empresa, algumas delas podem até obter o seu equilíbrio operacional ainda nesta fase.
4. **Expansão:** foco nas atividades de marketing, desenvolvimento de novos produtos e estruturação das atividades em escala. Neste ponto já deve ter sido alcançado o equilíbrio operacional, mesmo assim, recursos são desejados para investimento na expansão da empresa.
5. **Maturidade:** a empresa possui uma posição mais estável no mercado já obtendo reconhecimento em seu mercado, assim sendo suas atividades estão voltadas para a manutenção de sua competitividade ou reestruturação e reposicionamento junto ao mercado. Neste estágio a empresa apresenta bons resultados, com uma receita estável.

Dado o processo de desenvolvimento das companhias apresentado acima, pode-se demonstrá-lo graficamente (ver gráfico 2). Neste gráfico vale atentar para a demora no crescimento das receitas, o que gera resultados negativos nos primeiros anos, principalmente nos dois primeiros estágios, o de concepção e start-up, nestas fases é que há o investimento por parte dos agentes de capital de risco. Após esta etapa há um boom nas receitas da

⁴ Claudia Pavani em “Capital de Risco no Brasil”

companhia e melhora nos resultados, neste estágio o capitalista de risco tenta realizar seu ganho, já que novos investidores passam a se interessar em aportar seu capital numa companhia com um futuro mais definido, já próxima de alcançar seu ápice. Depois deste crescimento explosivo a empresa encontrará um patamar em que se acomodará no mercado e passará a ocupar, marcado pela fase de maturidade.

Gráfico 2:



Para a empresa crescer e manter suas atividades em estágios mais avançados de seu desenvolvimento é necessário que ela tenha acesso a fontes de financiamento. Só que nem todas as fontes estarão dispostas ou poderão financiar as companhias em todo este processo. Para entender o capital de risco é preciso compreender as demais fontes de financiamento. Abaixo uma lista destas fontes e que tipo de exigências ela requer da empresa.

- **Lucros Acumulados:** retenção do lucro gerado pela empresa e não distribuído a seus acionistas. Obviamente necessita que a empresa gere lucros para que torne possível o reinvestimento, como visto não é possível de acontecer nas etapas iniciais. Além do mais deve ser aprovado pelo conselho ou estatuto da companhia.

- **Clientes:** o cliente dá um adiantamento para que a empresa possa realizar a venda a ele. É um financiamento de capital de giro, pois a empresa utilizará o recurso do financiamento exclusivamente para a produção do serviço ou produto ao cliente.
- **Fornecedores:** a empresa consegue parcelar ou adiar o pagamento aos fornecedores, visando sua produção. É um outro tipo de financiamento de capital de giro.
- **Doações ou Premiações:** a empresa obtém recursos para financiamento de sua atividade através de instituições de fomento geralmente governamentais. Com este recurso a empresa poderá aperfeiçoar seu produto, ou iniciar suas vendas, é um dinheiro que poderá ser utilizado conforme a necessidade da empresa. No Brasil destacam-se nesta categoria o Sebrae e o instituto Endeavor. Estas doações têm como alvo, pequenas e novas empresas, geralmente de base tecnológica.
- **Incentivos Fiscais:** os governos em todas as suas esferas por meio de incentivos fiscais, reduções de alíquotas de impostos, incentivam empresas a se instalarem em sua região ou país. Em geral este tipo de benefício é concedido a empresas de maior porte, pois geram mais empregos e renda imediatamente, que é o objetivo dos governos com esses incentivos.
- **Bancos:** empréstimos de recursos captados junto a instituições financeiras por determinado período. Podem variar de enormes a pequenos montantes de capital. Devem ser aprovados pelo banco que fará uma análise da empresa e perceberá se ela tem garantias suficientes para honrar sua dívida, assim sendo a empresa já deve ter um histórico e garantias em bens. Outra característica é o pagamento de juros sobre o montante captado. Pode-se notar que empresas nascentes não terão acesso a este tipo de mercado pois não tem garantias nem histórico que possa servir de base para a análise dos bancos. Outro problema é o tempo que terá para pagar o empréstimo, muitas vezes insuficiente para que a empresa consiga gerar caixa.
- **Sócios:** pessoas físicas ou jurídicas que aportam dinheiro na empresa e em contrapartida recebem participação acionária na empresa. Com o dinheiro deste investidor a empresa pode fazer investimentos em equipamento, pessoal ou marketing, é o recurso que poderá transformar a empresa. Existem diversos tipos

de sócios, entre eles: familiares e amigos, investidores anjos, capitalistas de risco, outras empresas, fundo de ações. Pela diversidade de tipos de investidores é fácil notar que o tamanho do investimento vai variar brutalmente dependendo do novo sócio.

Dado estas fontes de recursos, podem-se destacar os mais valiosos para a companhia, por serem baratos, não exigirem pagamento, como por darem a oportunidade da empresa fazer investimentos. Como citado na lista acima, elas são as Doações ou Premiações e os sócios. A doações não disponibilizam, geralmente, ao vencedor altas somas que permitirão que a empresa caminhe sozinha, além do mais não pode ser considerada uma fonte regular de recursos, dada a dificuldade de ganhar uma premiação e a escassez destas. Sendo assim a melhor fonte de financiamento para o crescimento da empresa é o investimento de um sócio, e um sócio que está financiando desenvolvimento de uma empresa em seus estágios iniciais é um capitalista de risco.

Formas de Venture Capital

Como visto no capítulo anterior, a melhor fonte de recursos para uma empresa é dinheiro proveniente do investimento de um novo sócio, isto porque a empresa não necessita amortizar nem pagar juros a este investidor. Quando a empresa é nova, em estágios iniciais de desenvolvimento, o sócio estará fazendo *venture capital*. Existem três tipos de investidores de capital de risco: os investidores anjos; os fundos de capital de risco e os investidores institucionais, a seguir algumas características deles.

Os investidores anjos, ou *business angels*, são pessoas físicas com altas rendas e que segundo Alexander Tauber em “Note on Angel Financing” é a maior fonte de recursos para o capital de risco e a menos estudada. Parte da falta de dados sobre este tipo de investidor é devida à característica deste investimento de não precisar informá-los a ninguém, dado que esta aplicando recursos próprios. Para se ter idéia sobre a dificuldade de estimativas um estudo indicava que em 1989 havia cerca de 720 mil *business angels* nos Estados Unidos que investiam em 90 mil novas firmas totalizando mais de 30 bilhões de dólares. Em 1996 estimativas mais conservadoras indicavam 250 mil anjos que aportavam recursos em 60 mil companhias, totalizando 20 bilhões.

Estes investidores aportam recursos em empresas em estágios iniciais e que tenham necessidade de recursos em torno de um milhão de reais. Acima destes valores o investimento passa a se tornar alto para os anjos, que em alguns casos recorre a um *pool* de investidores para cobrir a carência de recursos do negócio. Sendo assim os investidores anjos aumentam o leque de empresas em que podem investir, desde que se unam.

A maior parcela dos investidores anjos são pessoas emergentes e milionárias que estão interessadas em investir parte de seus ativos em novos negócios, pois muitos deles vivenciaram o crescimento de seus próprios negócios. Outra característica deste grupo de investidores é que além do dinheiro que aportam em novos negócios os anjos acreditam que seu potencial intelectual pode fazer a empresa crescer.

Os empreendedores têm dificuldades para encontrar os anjos, alguns motivos explicam isto. É difícil encontrar os anjos, deve-se encontrar um amigo de anjo que então apresenta o empreendedor ao anjo. Anjos só investem em indústrias, tecnologias ou setores que conhecem,

assim eles conseguem melhor avaliar o negócio e caso realizem o investimento terão maior facilidade para participar da gestão da companhia. Outro fator que dificulta o encontro de anjos e empreendedores é a localização. Os anjos só fazem investimentos em negócios próximos a ele, pois assim, eles poderão contribuir na gestão da empresa.

Um fator que vem colaborando para o encontro de empreendedores e anjos são os clubes de anjos. Nestes clubes acontecem apresentações de novos negócios que são analisados pelos associados em conjunto, mas cada um deles toma a decisão de investimento sozinho. Muitos clubes vêm surgindo principalmente nos grandes centros de *venture capital* dos Estados Unidos como no Vale do silício, Rota 128 em Massachusetts, como na Carolina do Norte e no Texas. No Brasil o primeiro clube de anjos foi criado no Rio de Janeiro em dezembro de 2002 e têm como idealizadores professores da incubadora da PUC-Rio.

Outra característica desta forma de capital de risco apontada são a de que os investimentos feitos por anjos têm em média uma taxa de retorno menor que a de fundos de *venture capital*. Em uma pesquisa realizada com investidores anjos nos Estados Unidos, 50% responderam que aceitariam menores taxas de retorno desde que o novo negócio gere empregos em sua comunidade, assista a minorias raciais, ou disponibilize à sociedade uma nova tecnologia. O *business angels* associa o sucesso de um empreendimento não só pela taxa de retorno, mas também pelo prazer de ter participado de um projeto vencedor. Outros fatores também podem explicar a menor taxa de retorno obtida pelos *business angels*, como o pior acesso a novos negócios por parte dos anjos, comparados aos fundos de *venture capital*, já que é mais difícil para o empreendedor encontrar um anjo do que um fundo. Outra possibilidade é uma maior participação do fundo na gestão da empresa.

Como visto, os anjos são uma importante fonte de recursos para empresas em estágios iniciais. É também difícil de se falar em um típico *business angels*, talvez a característica mais universal dele seja a contínua motivação para se investir, tanto para maximizar recursos financeiros como sua capacidade intelectual.

Uma segunda forma de capital de risco é o investimento de empresas já maduras em empresas start-ups. Este tipo de investimento caiu muito com o fim da bolha das empresas “*ponto.com*” em 2000, quando um terço destes investidores parou de investir em novas empresas fazendo com que o volume investido caísse de 6,2 bilhões de dólares no início de

2000 para 848 milhões um ano e meio depois⁵. Esta queda foi muito mais brusca para as empresas investidoras do que para os investidores de privados de capital de risco. Este fato provou que as grandes empresas não teriam nem estômago nem agilidade para gerir investimento com maior risco e volatilidade. No entanto, mesmo com a grande queda de investimentos e saída de certos agentes deste mercado, muitas companhias seguem com suas políticas de aporte de capital em novos negócios.

A definição de *corporate venture capital*, ou capital de risco institucional, é de um investimento feito com recursos próprios de uma companhia em novas empresas. Ou seja, este segmento exclui os investimentos via fundos que administram o dinheiro de terceiros e os investimentos de uma empresa em uma nova área ou segmento de mercado, só são considerados os investimentos feitos em empresas que já existiam antes do aporte feito pela companhia.

Os investimentos em capital de risco de grandes companhias têm duas características fundamentais: o objetivo, financeiro ou estratégico; e o grau de semelhança operacional entre a *start-up* e a companhia investidora. Ou seja uma empresa pode passar a investir em novos negócios para simplesmente obter lucro nesta operação ou para que o novo negócio passe a trazer melhores rendimentos para a empresa. Assim como a empresa pode investir em setores próximos a ela, que usem mesmas plantas ou tecnologias, por exemplo, o que trará sinergia a ambas as empresas, ou simplesmente investir em outro tipo de atividade. O quadro abaixo mostra todas as combinações de investimentos possíveis:

		Objetivo do Investimento	
		Estratégico	Financeiro
Semelhança	Alta	Investimento estratégico em negócios semelhantes	Exploração do potencial negócio
	Baixa	Negócios que complementam o da empresa	Passivo, visa retornos financeiros

Quadro baseado em "Making Sense of Corporate Venture Capital"

⁵ Henry W. Chesbrough em "Making Sense of Corporate Venture Capital"

Os investimentos com objetivo estratégico visam aumentar as vendas e lucros da empresa por meio de parcerias com as *start-ups*. Assim sendo as *start-ups* terão a função de continuar impulsionando as vendas das empresas que aportaram capital nelas. Como exemplos destes tipos de investimentos temos a Microsoft e a Intel. A primeira investe em negócios, cujos produtos necessitam operar em plataformas operacionais da Microsoft, então ela estará investindo neste novo negócio não por ele trazer altos retornos, mas por ele continuar assegurando a necessidade das pessoas comprarem seus produtos, aumento de demanda. Neste caso tivemos um investimento cujo negócio era semelhante, desenvolvimento de softwares e com objetivo estratégico. No caso da Intel ela investe em centenas de novos negócios cujos principais produtos são, softwares e hardwares de vídeos, gráficos e áudios que necessitarão de processadores mais potentes, mais demanda para novos produtos, que até então não tinham necessidade. A diferença é que a Intel não desenvolve softwares e portanto não tem *know-how* neste negócio. A solução é investir juntamente com fundos de capital de risco, focados em softwares onde haverá especialistas no assunto. Vale lembrar que estes tipos de investimentos só devem ser feitos pelas empresas com maior participação de mercado. Os investimentos estratégicos devem ser minuciosamente estudados para não gerarem maiores ganhos para os caronas. Se a AMD, concorrente da Intel fizesse o mesmo, ela estaria certamente tendo um retorno bem menor, dado que seu incremento de vendas seria menor, estaria portanto, gerando mais demanda e ganhos para sua concorrente.

Os investimentos com objetivos financeiros e cujo negócio a ser investido tem alto grau de semelhança com as atividades da empresa, são investimentos em que a companhia tem conhecimento para agregar à nova firma, mas que estrategicamente não traria benefício algum para a companhia. Assim a companhia pode investir neste novo negócio para conseguir um bom retorno.

Outra modalidade do *corporate venture capital* é o investimento passivo, onde a empresa não tem conhecimento a agregar no novo negócio, nem interesses estratégicos sobre ele. Visa pura e simplesmente obter ganho financeiro e diversificar seus investimentos. Este tipo de investimento fora da atividade da empresa e visando diversificação é condenado pela moderna teoria de composição de carteiras, pois os próprios acionistas podem fazer a diversificação, não precisando que a companhia faça isto por eles. Atualmente conglomerados são cotados no mercado com taxas de desconto, um exemplo nacional disto é a Suzano que na

bolsa era negociada pela holding, com os braços petroquímicos e de celulose. Para os donos da companhia isto poderia representar um ganho de gestão, mas para os acionistas esta união de setores tão distintos não era positiva, por isto a empresa era cotada sempre com um desconto. Recentemente foi feita a separação dos papéis em celulose e petroquímica.

É possível entender porque o volume de *corporate venture capital* baixou tanto com o fim da bolha, os investidores institucionais que buscavam ganho financeiro saíram, enquanto os que buscavam investimentos estratégicos continuaram, pois seus negócios vão depender destes investimentos para continuar investindo. Nota-se também uma grande diferença de perfil entre os investimentos buscados por anjos e empresas.

A terceira forma de investimento em *venture capital* é realizada por uma empresa que passa a administrar fundos de investimentos em *start-ups*. Esta é a forma mais conhecida de investimentos em capital de risco e a mais profissional, dado que este investidor estará totalmente comprometido com o retorno do investimento. O gráfico abaixo mostra como o capitalista de risco gasta seu tempo.

Gráfico 3:



Gráfico 3: adaptação de Bob Zider em “How Venture Capital Works”

O Esquema 1 abaixo, mostra como funcionam os fundos de capital de risco. Investidores, pessoas físicas e jurídicas, além de bancos e seguradoras são potenciais

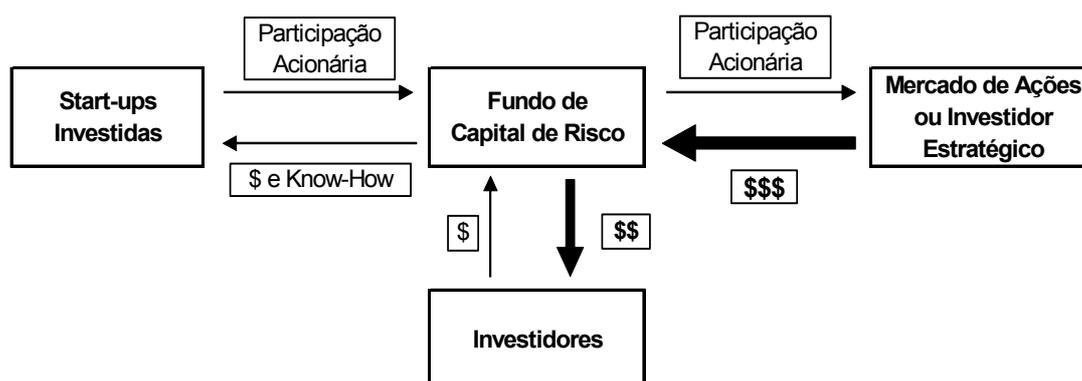
investidores deste tipo de fundo. Eles são conhecidos como *limited partner*, pois são investidores passivos só disponibilizam dinheiro a um fundo em troca de uma quota neste.

É o fundo de *venture capital*, que fará investimentos em *start-ups*, aportando recursos financeiros, além de conhecimento empresarial e técnico, em troca disto o fundo recebe participações societárias nestes negócios. A firma gestora do fundo é conhecida também como *general partner*. Esta firma recebe uma taxa de administração entre 2% e 3% do montante do fundo anualmente, para custear as despesas incorridas na gestão.

Anos depois (em torno de cinco anos), os negócios investidos deverão valorizar-se, assim como a participação do fundo no empreendimento. Este venderá sua participação para um outro investidor interessado, empresas ou fundos de *private equity*, outra opção é vender no mercado de ações, caso a companhia consiga fazer uma oferta pública.

Quando o fundo conseguir concluir esse processo em todas as companhias que investiu ele apurará o resultado financeiro. Se ocorrer ganho entre 20% e 30% sobre o ganho de capital será retido pelo fundo como taxa de performance, esta prática foi uma inovação dos primeiros fundos de *venture capital* da década de 70. Com isso o gestor do fundo tem seus objetivos alinhados com os dos investidores. Esta pratica é tida atualmente como de boa governança corporativa, e amplamente difundida em empresas e bancos de investimento.

Esquema 1



Este mercado teve um crescimento espantoso no fim do século passado, saltou de 11 bilhões de dólares em investimentos em 1997, para 80 bilhões três anos depois, no auge da

bolha das empresas “ponto.com”.⁶ Investidores passaram a procurar muitos fundos de *venture capital* em busca das taxas de retornos que os primeiros fundos obtiveram com as empresas de tecnologia no fim da década de 90. Muitos investidores acreditaram que os *general partners* tinham encontrado uma fórmula para fazer com que grandes idéias se tornassem bons negócios e altos retornos para os investidores.

Com o estouro da bolha os fundos de *venture capital* tiveram bilhões em prejuízo, fazendo despencar a taxa de retorno desta modalidade de investimento. Com isso a taxa de retorno dos investidores em capital de risco durante este período ficou abaixo do índice do mercado de ações norte-americano, S&P500.⁷

Foi observada também no mesmo estudo, uma grande diferença entre os retornos obtidos pelos fundos com maiores retornos e os com piores. Os melhores conseguem superar o índice de ações com facilidade, enquanto que os piores mal conseguem retornar o principal.

Algumas hipóteses para explicar este fato são a de que existem firmas de capital de risco com maior capacidade de identificar boas oportunidades para realizar investimentos, ou seja, com uma equipe mais qualificada. Com uma equipe, mais qualificada se consegue investir em determinados negócios com menos recursos financeiros, do que outros fundos, desde que essa equipe seja na visão do empreendedor a mais adequada para ajudar a fazer seu negócio crescer. Esta hipótese comprova outro dado, a de que firmas de capital de risco que tiveram bom desempenho em fundos anteriores, tendem a manter ou até melhorar seu bom desempenho nos próximos fundos que captar.⁸ Ou seja, mais empresas gostarão de ter do seu lado uma equipe com experiência de sucesso em seu ramo de atividade mesmo que com uma oferta de investimento pior, do que a de outros fundos de menor prestígio.

Com isso muitas firmas que entraram no *venture capital* em plena bolha, sem experiência alguma neste mercado, conseguiram enormes prejuízos e já declararam que não voltarão a captar fundos para este segmento. Estas firmas entraram neste mercado por causa da grande rentabilidade encontrada nestes mercados, com altas taxas de administração e performance. Muitas aceleraram ao máximo o processo de desinvestimento para poder captar outro fundo, mesmo que o custo disso fosse o de uma menor taxa de retorno aos investidores.

⁶ John Lerner, Harvard Business School em “The Economist” 27 de novembro de 2004

⁷ Estudo de Kaplan e Schoar em “The Economist” 27 de novembro 2004

⁸ Estudo de Kaplan e Schoar em “The Economist” 27 de novembro 2004

Após o fim da bolha o mercado caiu muito em 2004 houve um reaquecimento e deve atingir 25 bilhões de dólares em investimentos nos Estados Unidos. Muitos especialistas ainda acham alto este nível de investimentos, para eles o ideal para se obter boas rentabilidades é um nível de investimento em torno de dez bilhões.

Uma série de mudanças de atitudes foi implementada neste segmento. Maior disciplina entre os agentes de investimentos no que irão investir. Eles têm estudado e pesquisado muito mais do que no passado, além de serem mais discretos em seus investimentos, evitam falar no que estão investindo. Além disto, estão tentando garantir novos mecanismos para saídas, caso o investimento realizado não decole. E voltando a participar mais do processo decisório das companhias investidas. Todas estas medidas já eram adotadas antes do *boom* que o setor sofreu na década passada, pois era uma forma de garantia, de que o investimento realizado estava no caminho certo.

Regulamentação de Fundos para Capital de Risco no Brasil

O foco do presente trabalho será o investimento em capital de risco, via um fundo de investimento. O foco será neste nicho do mercado por se tratar de um ambiente mais institucionalizado. Existem três instruções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que tratam do tema desta monografia. A primeira delas é a Instrução 209 concebida em 1994, tendo como objetivo regulamentar os fundos em empresas emergentes. A segunda e terceira Instrução 391 e Instrução 406, dispõe sobre o fundo em participações sendo a última delas uma especificidade no caso de haver um agente de fomento como quotista, algo bastante comum nesse mercado. A seguir apresentam-se apenas as especificidades destes fundos frente aos demais fundos no mercado financeiro nacional.

O Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes é o foco da Instrução 209, que diz “... constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes...”.⁹ Para a CVM empresas emergentes são empresas que têm faturamento líquido de até trinta milhões de reais ou pertencentes a um grupo econômico com patrimônio líquido de até sessenta milhões de reais. Isto num primeiro investimento após este momento o fundo pode continuar investindo na empresa, com isto o fundo pode aumentar ou manter sua participação em investimentos que estão dando certo. Ainda, com estas disposições a CVM limita a classe de ativo foco deste fundo de investimentos, como já visto sem deixar de ter flexibilidade.

Esta disposição impõe ainda, que o fundo tenha a forma de um condomínio fechado, ou seja, um quotista não pode retirar seu dinheiro enquanto o fundo estiver ativo. A não ser que um quotista venda sua quota a um novo investidor, neste caso a uma simples transmissão de direitos. A necessidade do fundo ser um condomínio fechado, parte da impossibilidade do gestor de liquidar com parte de seus ativos a qualquer momento. O que comprometeria a rentabilidade do fundo. Já que a empresa teria que desinvestir em projetos que teriam quase dez anos de duração, em bem menos tempo. O que acaba por prejudicar a empresa que tem um plano de negócios a ser perseguido, e a rentabilidade dos demais investidores.

⁹ Instrução CVM 209

O prazo máximo para duração do fundo é de dez anos prorrogável, uma vez, por mais cinco anos desde que aprovado por dois terços das quotas. Com esta medida a Comissão dá certa flexibilidade a um fundo cujo ativo principal tem sérias dificuldades de liquidez. Ou seja, se um fundo próximo a completar dez anos está com algum ativo ainda em carteira, mas para liquidar sua posição terá que vender por um preço bem abaixo do de mercado ou então a empresa investida está crescendo a taxas muito altas e daqui a alguns anos estará valendo muito mais. O fundo tem a alternativa de convencer os quotistas a prorrogarem o fundo por mais alguns anos, dando tempo para que o fundo consiga melhores preços para esse ativo, e maiores rentabilidades ao investidor.

A quota mínima de um Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes é de cem mil reais. Com esta disposição limita-se o universo de potenciais investidores, o que é desejável pelo tipo de investimento. Tratam-se de ativos de alto risco e praticamente sem liquidez, algo que só investidores com maior experiência podem entender e discernir se podem e querem aceitar este investimento.

O fundo tem a opção de diversificar seus investimentos, apesar de pelo menos setenta e cinco por cento do montante ter que ser investido em Empresas Emergentes. O restante dos investimentos devem ser destinados a fundos de renda fixa ou títulos públicos. Com isto além de uma proteção ao investimento total, no caso dos recursos destinados às empresas não irem muito bem, pelo menos parte da rentabilidade estará garantida na renda fixa. Outro efeito é o de mostrar aos investidores que a rentabilidade está ocorrendo. A rentabilidade em empresas emergentes é zero até que haja uma nova transação com as ações da empresa, seja um novo aporte de capital, seja uma mudança societária qualquer, desta forma é possível calcular a rentabilidade do fundo nesta aplicação. O problema é que para isto ocorrer não há um tempo definido, pode demorar meses ou até anos. Este recurso é relevante a investidores que tem que prestar contas, como o caso de fundos de pensão e outros fundos, que tem que apresentar sua rentabilidade mensal, aos investidores.

A outra, Instrução 391 regulamenta o Fundo de Investimento em Participações e diz “...constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na

definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração...”¹⁰ Assim como a Instrução 209 o fundo deve ser um condomínio fechado. De novidade o Fundo de Investimento em Participação (FIP) pode investir em empresas abertas ou fechadas, desde que o fundo tenha uma clara política e critérios bem definidos para os investimentos. Ainda é bem claro que em todos os investimentos o fundo deve participar do processo decisório da companhia. Com isso apesar da possibilidade de se investir em empresas abertas, em geral com menores riscos associados, o fundo tem que ter uma participação significativa que lhe faça ter influência no processo decisório. Esta influência pode ser tanto através de detenção de ações com direito a votos, ou em acordos entre acionistas, onde a empresa precisa consultar a aprovação do FIP para determinados assuntos.

As companhias de capital fechado deverão seguir certas práticas de boa governança, para que possam receber o investimento do fundo. Entre estas práticas pode-se destacar:

- Mandatos de um ano para o conselho de administração da empresa;
- Adesão a câmara de arbitragens para resolução de conflitos societários;
- Quando da abertura de capital, aderir a altos níveis de governança corporativa;
- Realização de auditoria anual das demonstrações contábeis por auditores registrados na CVM.

Com estas práticas o investimento do FIP estará mais protegido dado que a empresa estará comprometida com um regime democrático para sua gestão. Ganho de agilidade ao aderir câmaras de arbitragens dado que a decisão pela justiça comum pode demorar muitos anos e acabar prejudicando a rentabilidade do investimento. Comprometimento com boas práticas tributárias e jurídicas ao realizar demonstrações contábeis com auditores transparentes.

Como na Instrução 209 sobre os fundos de empresas emergentes, a quota mínima é de cem mil reais, mas só poderão investir no FIP “investidores qualificados”.

No regulamento do Fundo de Investimento em Participação deve constar sobre:

- Patrimônio mínimo para funcionamento;
- Qualificação dos gestores;

¹⁰ Instrução CVM 391

- Política de investimento a ser adotada, indicando os riscos de concentração e de iliquidez dos ativos;
- Modelo de avaliação dos investimentos;
- Remuneração do gestor que pode incluir taxa de administração e performance;
- Prazo de duração do fundo e condições para eventuais prorrogações;
- Tratamento a ser dado aos dividendos e juros sobre capital próprio, ou seja, direitos dos ativos em carteira, se devem ser distribuídos aos quotistas ou reinvestidos.

Além disto o fundo deve divulgar aos quotistas e a CVM fatos relevantes atinentes ao fundo. Mas sem precisar com isso, dar informações confidenciais das companhias investidas, já que o fundo deve participar do processo decisório desta, seja via acordos de acionistas, ou via conselhos de administração e consultivos. Ainda assim é preciso que informe a composição da carteira, discriminando os títulos. A instrução ainda dispõe sobre um fundo híbrido que aplica tanto em Fundo de Investimento em Empresas Emergentes como em FIP.

A Instrução 406 dispõe apenas sobre casos em que entidades de fomento invistam em um FIP. Neste caso o total investido não pode alcançar mais do que trinta por cento do total do fundo.

Pela leitura das duas instruções pode-se notar que a primeira delas, a que trata de fundos em empresas emergentes, regula um tipo de investimento mais arriscado. Estes fundos é que vão investir em empresas ainda *start-ups* ou em processos ainda iniciais de operação. Até por isso esta instrução não impõe muitas obrigações às companhias que são objeto de investimento, apenas limita o tipo de empresa, com pequeno faturamento e pertencente a um grupo econômico que não pode ser considerado grande. Desta forma este tipo de fundo é muito próximo a um fundo mais tradicional de *venture capital*.

O outro tipo de fundo pode ser tão agressivo quanto o outro, investindo em empresas nascentes. Apesar disto algumas barreiras existem como toda a necessidade de boa governança, que já ficam custosas para uma empresa que está começando. Ainda assim o fundo tem disposições que lhe difere de um fundo normal de ações, como as obrigações de participação no processo decisório e a possibilidade de investir em companhias fechadas. Este tipo de fundo é mais conhecido como fundo de *Private Equity*. Estes fundos participam do

processo decisório da companhia injetam experiência e consultoria dos gestores, mas em empresas maiores, que tenham um fluxo de caixa já positivo, mas que estão passando por momentos de expansão ou reestruturação. E o fundo de *Private Equity* tem como objetivo adicionar valor de forma ativa, participando e colaborando no processo não apenas aportando novos recursos. Alguns autores consideram este setor como um *venture capital* menos arriscado, mas a importância deste segmento para o capital de risco mais tradicional é vital. Muitas vezes o capitalista de risco liquida sua posição numa empresa, quando da entrada de um agente de *Private Equity*, neste momento a taxa de retorno da empresa para o capitalista de risco já está baixa, mas suficientemente alta para o nível de risco do outro agente.

Tornando o *Venture Capital* Seguro

Como visto, a taxa de retorno média dos fundos de capital de risco, não foi muito alta, pelo contrário ficou em torno de 18% entre 1980 e 2001. Este número é de certa forma compreensivo, dado que esta média é puxada para baixo, pelas pequenas taxas de retorno obtidas com o estouro da bolha das empresas “ponto.com”, num período em que o *venture capital* viveu seu apogeu com mais de 80 bilhões em investimentos.

Mesmo assim é de estranhar que até os piores fundos tiveram uma taxa de retorno muito baixa mas positiva, em torno de 4% ao ano. Como os piores fundos em uma atividade de alto risco podem obter taxas positivas?

A resposta esta nos cuidados que o *venture capitalist* toma o entrar num novo negócio. O tipo de ação que os capitalistas de risco compram dá a eles certas vantagens, além de uma série de cláusulas que permitem que este investidor tenha um poder de decisão muito maior do que condiz para sua participação acionária.

A ação ordinária é a unidade básica de propriedade, não carrega nenhum direito extra ao seu proprietário. As ações ordinárias são subordinadas a um outro tipo de ação, as preferenciais¹¹. Esta ação tem preferência de liquidação sobre as ordinárias, ou seja, caso haja uma liquidação da companhia os preferencialistas receberão primeiro o retorno de seu capital investido, sobrando dinheiro os acionistas ordinários dividem o resto, ou com os acionistas preferenciais ou entre eles. Esta ação protege o capitalista de risco caso a empresa venha a falir ele terá maiores chances de recuperar o dinheiro que investiu nesta empresa. Enquanto isso o empreendedor, que só tem ações ordinárias, ficará com uma sobra, se sobrar algo.

A ação preferencial resgatável permite a seu acionista ter direito antes de qualquer outro sócio a seu principal investido, depois disto ele vira um acionista ordinário e divide com os demais sua participação. Esta ação é extremamente prejudicial aos interesses do empreendedor pois o capitalista de risco dá uma dupla “mordida” sobre a liquidação da empresa. O investidor age como credor e acionista, pois tem que ter seu principal quase que

¹¹ Essa ação preferencial não tem os mesmos direitos das ações preferências negociadas em bolsa (PN), elas tem apenas o mesmo nome.

garantido, além de dividir o que restar. Este tipo de ação foi usado até os anos 70, quando o mercado de *venture capital* não era tão competitivo como atualmente.

Hoje em dia o tipo de ação mais usado nas operações de capital de risco é a preferencial conversível, foi adotada em mais de 94% das operações de capital de risco¹². O detentor deste tipo de ação pode escolher entre converter sua ação para ordinária ou mantê-la como preferencial. Caso opte por mantê-la como preferencial terá direito a seu principal ficando o restante para os ordinários. Se optar por converter, suas ações preferenciais serão transformadas em ordinárias, a uma determinada taxa de conversão, dividindo com os demais sócios conforme participação. Muitas destas ações têm uma cláusula que obriga o acionista a converter suas ações no caso de uma oferta pública no mercado de ações. Isto acontece porque nestes mercados organizados não pode haver acionistas com certas vantagens. Assim enquanto uma é uma mistura de uma operação de crédito e de sociedade a preferencial conversível só pode assumir uma ou outra identidade, dependendo do que seu detentor quiser.

Outra cláusula bastante utilizada nas operações de capital de risco é a antidiluição. Este instrumento visa não gerar ou minimizar as perdas para os investidores que pagaram um determinado valor pelas ações da empresa, um tempo depois, se um outro investidor pagar um preço por ação menor do que o primeiro, o primeiro investidor terá sua participação elevada calculando-se o preço e o tamanho do investimento do segundo investidor. Esta manobra serve para não penalizar um parceiro no momento em que a companhia mais precisava de recursos. Além disto protege o investidor no caso do segundo aporte ter sido feito numa época em que o mercado não estava aquecido.

Uma terceira forma de ação é a preferencial conversiva participativa, usada nos últimos estágios de financiamento, antes de uma oferta pública. Funciona como uma preferencial resgatável para uma oferta privada e passa a ser convertida automaticamente em ordinária no caso de uma oferta pública.

Outro conceito bastante utilizado no *venture capital* é o de *vesting*. Neste caso o empreendedor, ou administradores, não tem direito as suas ações, por um determinado período, ou evento pré-determinado. Com o tempo no entanto ele vai recuperando parte de suas ações até conseguir a totalidade delas, geralmente 4 anos depois. O objetivo deste

¹² Kaplan e Stromberg em “Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts”

instrumento é fazer com que os empreendedores e administradores se esforcem o máximo possível durante o período, eliminando grande parte do risco moral. Pois se houver uma liquidação da empresa no meio do caminho o empreendedor ficará com uma participação muito menor do que ele teria daqui a alguns anos.

A outra forma dos investidores protegerem seus ativos é através de acordos contratuais entre a empresa e o investidor. Os acordos são a forma mais simples dos capitalistas de risco protegerem seus investimentos. O primeiro tipo de acordo é o positivo onde a empresa se propõe a cumprir uma série de medidas, como: ter suas contas auditadas regularmente; manter conselho administrativo; pagar impostos em dia; além de certos limitadores no poder do empreendedor. Entre estes limitadores temos, a venda de um certo valor de ativos tem que ser aprovado pelo capitalista de risco, além da venda de participação de outros acionistas ter que ser aprovada pelo investidor de risco. As primeiras cláusulas são para manter uma boa governança na companhia, o que facilitará na hora dela ser vendida. As últimas cláusulas servem para manter o foco no negócio e o empreendedor, pois o capitalista de risco investe no potencial do empreendedor.

Outras cláusulas podem permitir que o investidor mesmo sendo minoritário tenha uma participação no conselho muito mais efetiva no conselho de administração da empresa do que sua participação condiria. Quanto mais em estágios iniciais o investimento ocorrer mais este fato acontece. Os acordos servem para evitar o controle total de uma das partes sobre a outra além de permitir que o investidor interfira no negócio e possa tomar medidas que agreguem valor a empresa.

Graças a estes mecanismos descritos acima, o investimento em capital de risco passa a ter um menor risco associado. Além destas medidas muitas outras podem ser adotadas como a adesão a câmara de arbitragem e medidas de boa governança.

Venture Capital é Capital de Risco?

A tradução para o português, do tipo de investimento feito em empresas emergentes, Capital de Risco, acaba gerando uma certa desconfiança de ouvintes e leitores. Poucas pessoas têm idéia do tipo de atividade que este capital visa atender, grande parte delas ainda pode desconfiar de se tratar de uma atividade especulativa, e por isso envolvendo alto risco, uma espécie de “roleta russa”, ou tudo ou nada. Mas o fato é que o nome não deixa clara a classe deste investimento. Antes de tudo, entender melhor o significado de risco é uma boa opção.

Para Philippe Jorion em “Value at Risk” risco é “... a volatilidade de resultados inesperados, normalmente relacionada ao valor de ativos ou passivos de interesse.” Para Jorion as empresas estão expostas a três tipos de risco, operacional, estratégico e financeiro.

Risco operacional é o risco assumido na tentativa de se criar vantagem competitiva para a empresa. Inclui inovações tecnológicas, de produtos e de gestão, entre outros, é o risco do negócio conseguir sobreviver à concorrência e gerar lucros a seus acionistas.

Risco estratégico mostra a exposição da companhia a mudanças fundamentais na política e na economia. Exemplos disso são congelamentos de preços, abertura comercial, aumento de alíquotas de impostos, até casos mais extraordinários como o de nacionalização da economia por exemplo.

O risco financeiro está ligado a possíveis perdas no mercado financeiro pelas oscilações das taxas de juros e câmbio. Este tipo de risco pode ser gerido por instituições financeiras, deixando a cargo da empresa a gestão do risco operacional. Para Jorion a gestão do risco financeiro torna possíveis atividades comerciais. Dentro do risco financeiro existem outros cinco riscos, como, o risco de mercado, que nascem das mudanças de preços e volatilidades de ativos; risco de crédito, quando contrapartes não cumprem contratos; risco de liquidez quando negociações não podem ser conduzidas por ineficiência de mercado, ou problemas de fluxo de caixa; risco na operação, erros de back-office, ou fraudes; e risco legal quando uma contraparte não tem autoridade legal ou regulatória para se envolver em uma transação.

Percebe-se que qualquer empresa está necessariamente sujeita a vários tipos de riscos. Uma grande empresa está exposta a quase todos os tipos de riscos que uma empresa nascente.

Evidente que a pequena empresa sofrerá maiores danos com suas possíveis perdas, mas a taxa de retorno de investimentos nestas pequenas empresas compensam esta maior exposição aos riscos.

Como visto também, apesar de ser um investimento com maior risco associado, nem na média dos piores fundos desta modalidade foi encontrado uma taxa de retorno negativa. Como apresentado, existem mecanismos capazes de minimizar as perdas caso um projeto não andar bem o suficiente, nestes casos, existem formas de tentar garantir o principal investido pelos capitalistas de risco.

Já que todos os tipos de investimento estão expostos a algum risco, não parece razoável que o *venture capital* receba com exclusividade uma denominação de Capital de Risco. Uma outra nomenclatura para esta classe de investimento pode ser estudada dada à carga pejorativa sobre Capital de Risco. Uma opção seria Capital Empreendedor, uma tradução de um termo também bastante utilizado nos Estados Unidos, *Entrepreneurial Finance*, como um sinônimo de *Venture Capital*. A denominação capital empreendedor, além de ser mais condizente com a função deste capital, financiar empresas com grande potencial de crescimento, não tem ainda toda a carga pejorativa já citada. Outra vantagem é a de que o *venture capitalist* deve ser um investidor empreendedor, no sentido de se alinhar com os objetivos da empresa aportando muito mais do que capital, recursos como conhecimento empresarial, e experiência de gestão, recursos que a empresa ainda não dispõe.

Conclusão

No Brasil existem cerca de 45 agentes listados pelo Guia Endeavor para atuar no segmento de *private equity*, a maioria destes agentes também faz investimentos em capital de risco, apesar da maior parte dos investimentos serem direcionados a companhias em estágios mais desenvolvidos. Outra pesquisa da ABCR (Associação Brasileira de Capital de Risco) com a *Thomson Venture Economics* aponta que o investimento em capital de risco nacional atingiu a marca de um bilhão e trezentos milhões de reais, em 2003. Esta última pesquisa também engloba muitos investimentos de *private equity*, como é o caso de um investimento de trezentos milhões na CPFL, atualmente uma empresa aberta.

Talvez a melhor notícia deste mercado no Brasil seja o surgimento das primeiras firmas exclusivas para o investimento em start-ups. Segundo a experiência americana, esta é a melhor forma de tornar os investimentos em capital de risco mais rentáveis, já que as equipes serão mais especializadas e os empreendedores os preferiram. Além disto, serão estas empresas que conseguiram efetivamente adicionar valor à empresa, quando participarem da gestão desta.

O desenvolvimento da indústria de *venture capital* americano demonstrou que uma enxurrada de investimentos neste setor, acaba inviabilizando o processo de geração de valor nos investimentos. Como apresentado, durante o período de *boom* muitas empresas que não eram especializadas no setor entraram e fizeram péssimos investimentos. Muitas destas novatas já saíram, enquanto as mais antigas e com maior conhecimento no mercado continuam apostando nele e fazendo bons investimentos. Até por isso a legislação brasileira só permite a entrada de investidores qualificados, com mais de trezentos mil em ativos mobiliários, além de declararem conhecer o mercado financeiro.

Este mercado deve começar a se aquecer nos próximos anos com a entrada de alguns fundos de pensão neste mercado. O presidente do segundo maior fundo de pensão do país declarou em entrevista ao jornal Valor Econômico que deve investir mais em capital de risco, nos próximos anos, confirmando a teoria de que os investidores passarão a buscar fontes mais arriscadas. No Brasil os fundos de pensão investem cerca de 0,3% de seu patrimônio, em torno

de 200 bilhões de reais, em atividades de maior risco *private equity* e *venture capital*, nos Estados Unidos esta taxa chega a 5%.

O baixo patamar de inovações no Brasil pode ser um fator que acabe diminuindo a possibilidade de crescimento do setor. Mas o baixo grau de inovação, pode estar ligado a um baixo nível de perspectivas do empreendedor em conseguir financiamento para sua idéia.

Outro fator bastante animador para o capitalismo de risco é o aumento de ofertas públicas de ações no último ano. Esta é a forma preferida dos investidores de realizarem seus lucros. Quando uma empresa faz uma oferta pública ela esta praticamente garantindo o seu sucesso, além do fato de aumentar a liquidez dos ativos para os investidores. Outra importante notícia é o possível surgimento de uma espécie de bolsa de valores para as empresas que pretendem abrir seu capital no futuro, surgindo uma nova possibilidade do investidor encontrar outras formas do investidor fazer seu desinvestimento pagando um agiu menor para isso.

Reafirmando, o cenário nacional nunca foi tão propicio para as atividades de capital de risco. Espera-se que nos próximos anos haja crescimento significativo deste segmento e que ele passe a integrar as decisões de investimento dos principais agentes econômicos do país. Espera-se que os investidores tenham aprendido, que no capitalismo de risco o agente de investimento tem que participar da gestão da companhia e para tanto deve estar qualificado, ter conhecimentos técnicos e de gestão empresarial.

Bibliografia

- William D. Bygrave e Jeffrey A. Timmons “Venture Capital at the Crossroads”
- Roberto M. Montezano em “Capital de Risco – Uma Alternativa de Investimento”
- Bob Zider “How Venture Capital Works”
- Felda Hardymone Josh Lerner “A Note on Private Equity Securities”
- Andrea Schelter “Venture Capital Contracts: A Survey of the Recent Literature”
- Claudia Pavani em “Capital de Risco no Brasil”
- Henry W. Chesbough em “Making Sense of Corporate Venture Capital”
- Philippe Jorion “Value at Risk”
- Alexander Tauber “Note on Angel Financing”
- Instruções CVM 209 e 391
- Jornal Valor Econômico
- The Economist 27 de novembro de 2004