

## Capital de Risco no Brasil – Atritos e Convergências

**Palavras-chave:** Capital de risco, Finep, Fórum Brasil Capital de Risco, empresas de base tecnológica, inovação, investidores, fundos de investimento, atritos e convergências.

**Resumo:** este artigo tem base em estudo sobre a indústria de capital de risco no Brasil – a partir da visão de empreendedores e investidores -, do qual participaram dez empresários, quatro gestores de fundos de capital de risco, além de especialistas de mercado. O capital de risco (ou *venture capital*) é prática recente no país, e se caracteriza pelos seguintes aspectos: o investidor aplica o dinheiro num fundo de investimento, que o destina, por sua vez, a uma empresa, mediante participação acionária. O gestor do fundo de investimento pode participar diretamente na gestão das empresas, agregando-lhe seu conhecimento e *expertise*, ampliando a rede de contatos e colaborando na revisão e reestruturação do plano de negócios da empresa, além de participar do conselho. Para que o investimento aconteça, depende do acordo entre as partes envolvidas, depois de negociações de valoração da empresa, constituição do grupo diretor e outros aspectos que dependem de cada caso. Chega-se, então, ao acordo que decidirá qual será a divisão acionária da empresa. O objetivo deste artigo é detectar os pontos de atritos e de convergências nas negociações entre os empresários e os gestores dos fundos.

### Introdução

O capital de risco (também conhecido como *venture capital*) se caracteriza, em geral, pelo investimento em micros, pequenas e médias empresas (tanto quanto pelo número de funcionários, quanto pelo faturamento), com a peculiaridade de, além do capital aplicado, o investidor também participa da gestão das empresas. Isto acontece quando ele agrega seu conhecimento e experiência (*expertise*), amplia a rede de contatos, e colabora na revisão e reestruturação do plano de negócios da empresa.

Esta indústria ainda está em desenvolvimento no Brasil, pois é um segmento ainda novo no nosso país. Em países como os Estados Unidos, por exemplo, ele se apresenta em um estado maduro, e com um alto volume de capital investido.

O objetivo deste estudo foi o de identificar os entraves que este mercado sofre no Brasil, pela ótica das empresas e dos fundos de investimento; e também identificar possíveis soluções para o seu desenvolvimento. Para isto, foram entrevistadas 10 empresas atuantes neste segmento, bem como 4 gestores de fundos de investimento em capital de risco. O universo das entrevistas foi focado em empresas de base tecnológica, que participaram de alguma edição do Fórum Brasil Capital de Risco (antigo *Venture Forum*) realizado pela FINEP – Financiadora de Estudos e Projetos, ligada ao Ministério de Ciência e Tecnologia.

### Finep

A FINEP, tem como missão promover e financiar a inovação e a pesquisa científica e tecnológica em empresas, universidades, institutos tecnológicos, centros de pesquisa e outras instituições públicas ou privadas, mobilizando recursos financeiros e integrando instrumentos para o desenvolvimento econômico e social do país. E através do Projeto Inovar, “tem como objetivo promover o desenvolvimento de pequenas e médias empresas de base tecnológica brasileiras e gerar opções de financiamento para este segmento através de investimentos em capital de risco” (Relatório de Atividades FINEP 2003). A FINEP conta ainda com o Portal Capital de Risco Brasil ([www.capitalderisco.gov.br](http://www.capitalderisco.gov.br)), que segundo a FINEP descreve, “é o canal de acesso das empresas de tecnologia, que conta com um banco de dados para cadastramento de planos de negócios. Além disso, é o primeiro portal brasileiro a tratar do tema capital de risco, incluindo conceitos, artigos, estatísticas, *links clipping* com todas as notícias sobre o tema e informações sobre as ações do Projeto Inovar da FINEP. O portal

permite ainda o encontro virtual entre empresas e investidores e a participação em grupos de discussão”. Segundo estatísticas da FINEP, o Portal Capital de Risco Brasil possui:

- média de 5.000 acessos/mês
- cerca de 1.700 empresas cadastradas
- mais de 100 investidores escritos
- comunidade virtual com 372 usuários cadastrados
- versões em Português, Inglês e Espanhol
- aprimoramento permanente.

No âmbito deste estudo, focaremos mais em uma das ações da FINEP: O Fórum Brasil Capital de Risco. Conforme o “Relatório de Atividades FINEP 2003”; o Fórum Brasil Capital de Risco (FBCR) é: “uma agenda permanente de rodas de investimento entre empreendedores em busca de capital de risco e investidores, interessados em boas oportunidades de investimento. O grande diferencial do FBCR é o processo de preparação das empresas, que contribui fortemente para aumentar as chances das empresas participantes captarem investimentos. Após rigorosa seleção, as empresas recebem, durante cerca de dois meses, assessoria intensiva por parte de uma equipe multidisciplinar, para elaboração, aperfeiçoamento, assessoria na estruturação do plano de negócios em seus aspectos organizacional, estratégico, financeiro e jurídico, bem como suporte na apresentação aos investidores”. O perfil desejado para que as empresas se apresentem no Fórum são:

- Setores: tecnologia da informação, biotecnologia, química, energia, indústria e segmentos correlatos;
- Inovação: diferenciais explícitos em relação à concorrência;
- Mercado: perspectivas de crescimento, grande o suficiente para a entrada de uma nova empresa com razoável participação;
- Retorno Financeiro: rentabilidade e projeção de receitas elevadas a partir do investimento;
- Desinvestimento: devem haver alternativas de saída do negócio para o investidor no futuro.

O Fórum Brasil Capital de Risco se divide em duas fases:

- Fase I: voltado para: promover e apoiar empreendedores e empresas; atrair investidores; melhorar e adequar a qualidade das propostas de investimento; difundir a atividade de capital de risco.
- Fase II: é dirigido a: promover o desenvolvimento dos mecanismos de liquidez: viabilizar a saída dos investidores.

À época em que a etapa de entrevistas deste estudo foi realizada (final de 2004), o FBCR apresentava os seguintes números:

- ▶ Cadastros: 1.797
- ▶ Empresas selecionadas: 294
- ▶ Participantes: 110
- ▶ Investidas: 18
- ▶ Em negociação: 34
- ▶ Valores investidos: R\$ 103,60 milhões

## Capital de risco

Como já foi visto anteriormente, a indústria de capital de risco se caracteriza, geralmente, por investimentos em micros, pequenas e médias empresas (tanto em número de funcionários, quanto em faturamento). E é exatamente isto que o diferencia do *private equity*, que também se caracteriza no investimento em empresas, mas que possuam faturamento muito superior ao dos investimentos em capital de risco.

A criação de uma empresa passa por vários estágios, onde é necessário capital para alavancar o negócio. E no Brasil, as empresas encontram muita dificuldade para captação de recursos, tendo em vista que os empréstimos bancários têm um custo altíssimo e exigem muitas garantias. Mas uma empresa que está sendo criada, e que não possui um fluxo de caixa estável, não tem como dar todas estas garantias aos bancos. Com o capital de risco, este problema não acontece, já que o investidor faz uma “aposta” na empresa, ou seja, se ela obtiver lucro ele ganha, mas em caso de fracasso ele perde junto com a empresa. Vamos ver em seguida, os diversos estágios de uma empresa e as respectivas necessidades de financiamento.

<b>Estágio do ciclo de vida da empresa</b>	<b>Características financeiras</b>	<b>Atividades a serem financiadas</b>
Concepção / Criação	Receita zero / Fluxo de caixa negativo	Desenvolvimento do plano de negócios; desenvolvimento de estudos e projetos; pesquisas de mercado preliminares
<i>Start Up</i>	Receita muito baixa e oscilante / Fluxo de caixa negativo	Desenvolvimento de protótipos Pré-operação: projetos pilotos; pesquisas de mercado; compra de máquinas e equipamentos; contratação de pessoal
Estágio inicial	Receita baixa ou oscilante Fluxo de caixa negativo	Montagem de canal de distribuição; estruturação da empresa; atividades operacionais (giro)
Crescimento Expansão	Empresa atinge o ponto de equilíbrio operacional / Receitas em crescimento	Ampliação do canal de distribuição; atividades de marketing; desenvolvimento de novos produtos e serviços; atividades operacionais (giro)
Maturidade	Reestruturação / Geração de dividendos	Atividades de marketing; atividades operacionais (giro)

Fonte: Pavani, Claudia. *O Capital de Risco no Brasil*. P. 28

Um tipo de atividade muito característica deste segmento, é o investimento em capital semente; que é caracterizado pelo aporte de recursos em empresas no estágio de concepção/criação.

Este tipo de investimento é muito importante, pois ajuda a empresa a se estruturar justamente em sua fase inicial, onde geralmente os recursos da empresa são dos empreendedores e seus familiares.

Como dito anteriormente, os empréstimos bancários são uma fonte de financiamento das empresas, mas além deste meio há várias outras, conforme mostra Claudia Pavani:

<b>Fonte de Recursos</b>	<b>Descrição</b>
Lucros acumulados	Recursos gerados na operação e retidos pela empresa nos períodos anteriores
Clientes	O cliente adianta o valor contratado, e a empresa utiliza os recursos para o desenvolvimento ou produção/prestação do serviço
Fornecedores	A empresa pode conseguir parcelamento ou desconto para pagamento de seus fornecedores
Parceiros	Interessados em estratégias comuns, produtos ou serviços complementares e/ou atividades comuns podem financiar a empresa
Doações ou prêmios	Instituições de fomento do governo ou instituições promotoras de desenvolvimento financiam projetos a fundo perdido, quando os projetos apresentados têm

	as características que se quer fomentar
Incentivos fiscais	Incentivos fiscais, geralmente sob a forma de diminuição de alíquotas dos impostos. Os governos, nas diferentes esferas, podem criar incentivos fiscais com o objetivo de atrair empresas para determinadas regiões ou fomentar o desenvolvimento de setores econômicos
Sócios (atuais e novos)	Atuais sócios aportam recursos na empresa; ou venda de ações ou de outros tipos de valores mobiliários para terceiros
Bancos	Financiamento de instituições bancárias

Fonte: Pavani, Claudia. *O Capital de Risco no Brasil*. P. 29

É importante lembrar, que para cada estágio da empresa, é mais adequado um certo tipo de financiamento. Como dissemos antes, os empréstimos bancários não são recomendados para empresas em estágios iniciais que apresentem fluxo de caixa instável; mas pode ser uma fonte apropriada de captação de recursos, para empresas que já apresentam um fluxo de caixa estável.

Vejamos cada instrumento financeiro utilizado, apresentado por Pavani (2003):

- Lucros acumulados: uma empresa que não apresente receita, não tem como utilizar este mecanismo para se alavancar; portanto, tal hipótese, é recomendada apenas para empresas em crescimento/expansão e empresas que já atingiram a maturidade.
- Clientes: adequado para empresas que já realizam vendas, ou seja, que já possuam clientes. Este ponto acontece do estágio inicial em diante.
- Fornecedores: adequado para empresas que já possuam fornecedores para a construção de seus produtos, ou seja, que pelo menos já estejam na etapa da construção do protótipo; que ocorre da fase de *start up* em diante.
- Parceiros: adequado para empresas que já possuam um protótipo, para que possa gerar interesse em eventuais parceiros. Este tipo de financiamento é adequado para empresas *start up* em diante.
- Governo (doações): empresas em qualquer estágio tem a chance de contar com financiamentos governamentais.
- Incentivos fiscais: voltados para empresas a partir do estágio inicial.
- Recursos do próprio empreendedor ou de parentes e amigos: este tipo de financiamento acontece apenas nos estágios de concepção/criação e *start up*; pois nesta etapas, as empresas não contam com receitas que permitam à elas se alavancar ou oferecer garantias.
- *Business Angels*: adequado aos estágios iniciais das empresas (concepção/criação). Estudaremos os *business angels* posteriormente.
- Emissões públicas: apenas empresas maduras, e que já tenham faturamento em torno dos US\$ 100 milhões.
- Financiamentos bancários: como já foi visto, é apropriado apenas para empresas com fluxos de caixa mais estáveis; que ocorre desde o estágio inicial da empresa.

## Regulamentação

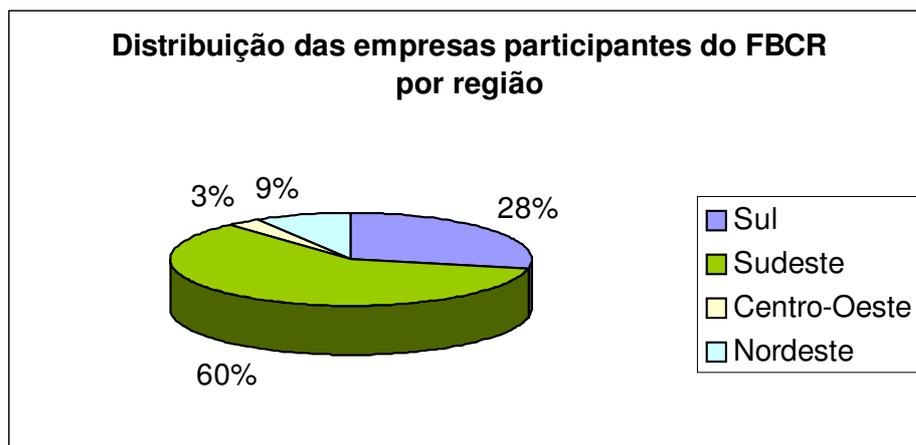
A regulamentação que rege este mercado começou com a Instrução CVM 209, de 1994 (que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes). Com esta, o mercado de capital de risco passou a ter uma regulamentação específica, o que não ocorria antes. Em 2003, foi instituída a Instrução CVM 391; mas é importante salientar que esta não revogou a primeira. Esta última é mais flexível, e deu uma maior facilidade para se montar um fundo de *Venture Capital*, e além disto, o fundo passa a ser negociado entre investidor e gestor (fonte: site da CVM e entrevista com especialista).

## Empresas

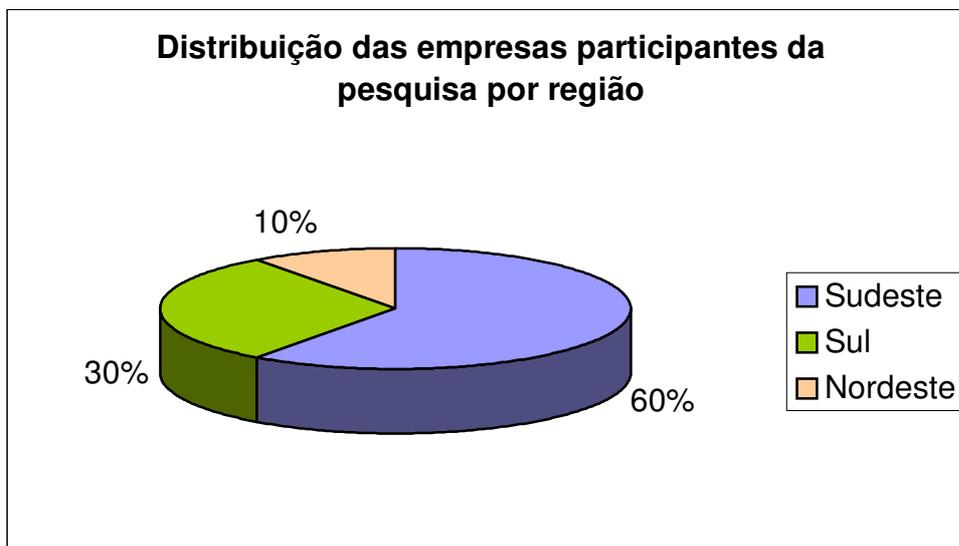
Neste trabalho, foram realizadas uma série de entrevistas com empresas atuantes neste segmento, e participantes do Fórum Brasil Capital de Risco (ex – *Venture Forum Brasil*). Estas entrevistas ocorreram por meio de questionários enviados às empresas e através de entrevistas com os empresários.

Este estudo conta com a resposta de 10 empresas participantes do FBCR, sendo que 07 delas receberam investimentos e 03 delas ainda não tinham conseguido serem investidas.

Veremos no gráfico a seguir, a distribuição das empresas participantes do Fórum Brasil Capital de Risco por região.

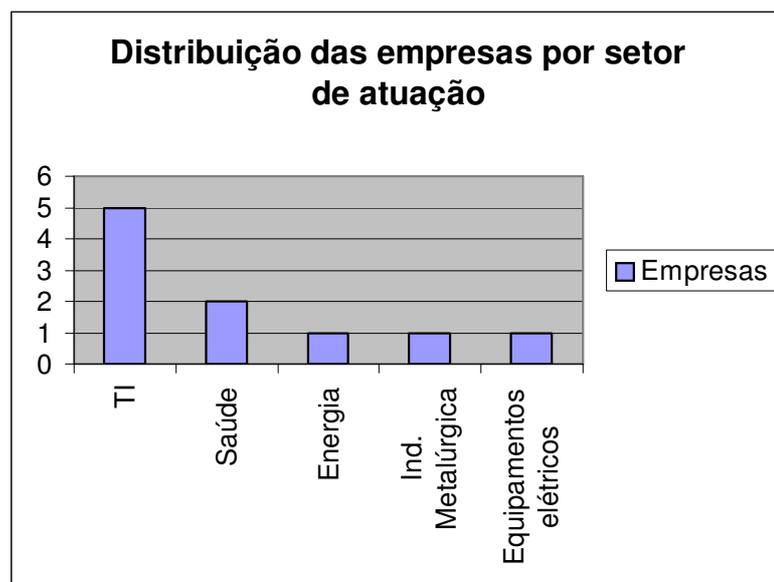


Fonte: Banco de dados da FINEP



Nestes gráficos podemos ver que, por região, a pesquisa está de acordo com as estatísticas do Fórum Brasil Capital de Risco.

As empresas estudadas são distribuídas por diversos setores, estes são:



Veremos a seguir, alguns quadros onde aparecem as empresas participantes deste estudo mais detalhadamente:

	EMPRESA 1	EMPRESA 2	EMPRESA 3	EMPRESA 4	EMPRESA 5
<b>DATA DE FUNDAÇÃO</b>	1999	1987	1990	1980	1993
<b>Nº DE SÓCIOS</b>	2	2	12	4	4
<b>SETOR</b>	Segurança da Informação	Informática	Informática	Ind. Metalúrgica	Saúde
<b>FATURAMENTO 2003</b>	Não Informado	R\$ 550 mil	R\$ 90 milhões	R\$ 95 milhões	R\$ 1,2 milhão
<b>FATURAMENTO 2004</b>	R\$ 5,5 milhões	R\$ 1,1 milhão	R\$ 100 milhões	R\$ 140 milhões	R\$ 1,5 milhão
<b>Nº DE EMPREGADOS</b>	40	15	260	820	34
<b>ROUNDS DE INVESTIMENTO</b>	1		2	3	1
<b>Empresa Investida pelo CR?</b>	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
	EMPRESA 6	EMPRESA 7	EMPRESA 8	EMPRESA 9	EMPRESA 10
<b>DATA</b>	2000	2000	2001	2001	2002
<b>Nº DE SÓCIOS</b>	5	5		5	2
<b>SETOR</b>	Segurança da Informação	Equipamentos Elétricos	Saúde	Jogos Eletrônicos	Energia
<b>FATURAMENTO 2003</b>	Não Informado	R\$ 1 milhão	Não Informado	R\$ 0	R\$ 640 mil
<b>FATURAMENTO 2004</b>	Não Informado	R\$ 1 milhão	Não Informado	R\$ 250 mil	R\$ 0
<b>Nº DE EMPREGADOS</b>	20	23	65	18	13
<b>ROUNDS DE INVESTIMENTO</b>	1	0		3	1
<b>Empresa Investida pelo CR?</b>	Não	Não	Não	Sim	Sim

As três que ainda não haviam sido investidas atuam nos setores: TI, Saúde e Equipamentos Elétricos.

## Motivação

As empresas participantes deste estudo entraram na indústria de capital de risco através do *Venture Forum Brasil* (atual Fórum Brasil Capital de Risco) da FINEP. E o que levou estas empresas a procurarem o capital de risco foram basicamente dois fatores: o capital e a ajuda na gestão.

As empresas necessitavam do capital para poderem alavancar seus negócios; comprando máquinas, desenvolvendo produtos e contratando pessoal. Mas também contavam com a *expertise* dos investidores. Geralmente, os empresários são muito competentes na parte

técnica de seus negócios, mas quando se trata de visão de mercado, marketing e negociação com clientes, o investidor pode agregar muito à empresa; pois possui uma ampla rede de contatos e uma vasta experiência.

A expectativa da entrada do capital de risco nas empresas era exatamente esta: eles buscavam uma ajuda na gestão da empresa, rede de contatos e profissionalismo por parte dos investidores.

Estas expectativas não se alteraram no decorrer das negociações; apenas nas empresas que não conseguiram investimento é que houve reclamações; principalmente no que diz respeito ao profissionalismo dos fundos de capital de risco. Para eles, os fundos enviaram profissionais sem experiência em negociação com as empresas; e questionaram também o fato de os fundos de capital de risco tentarem minimizar ao máximo os riscos da operação, fazendo com que as empresas arquem com a maior parte dos riscos. Veremos a seguir que os gestores dos fundos não concordam com estas afirmativas, embora confirmem que os profissionais são novos; principalmente porque o mercado em si, ainda é novo.

### **Pontos críticos na negociação com investidores**

Para alguns empresários, o tempo de negociação com os investidores foi bastante longo; e podemos observar que este tempo variou entre 4 meses até 4 anos.

Mas um ponto é importante salientar neste momento; conforme afirmou um gestor de fundo entrevistado, é importante analisar se este longo tempo que ocorreu em algumas negociações foi por uma demora no processo de negociação, ou se foi porque os fundos interromperam as negociações esperando que a empresa cresça em algum aspecto para poderem voltar a negociar. Pois, às vezes, um fundo quer investir em uma empresa, mas por achar que ela precisa melhorar algo, espera um tempo para que a empresa possa se adequar a expectativa do investidor. E neste caso, o tempo de negociação não deveria levar em conta o tempo que o fundo espera para a empresa se estruturar, objetivando suprir a expectativa do investidor.

Mas nos casos em que a demora realmente ocorre devido ao excesso de burocracia (outra queixa feita pelos empresários) e a demora na avaliação do projeto, as empresas que são de base tecnológica e que possuem conteúdo inovador são prejudicadas, pois elas correm o risco de perder competitividade, em decorrência de perderem o *timing* do negócio.

Os principais pontos e área de conflito nas negociações são:

- As cláusulas de *Drag e Tag Along*;
- A avaliação da empresa;
- A participação na empresa (participação majoritária ou minoritária do fundo).

Os principais pontos e áreas de convergência na negociação são os seguintes:

- O crescimento do negócio;
- A profissionalização da gestão.

### **Balanco**

O nível de conhecimento sobre capital de risco por parte das empresas, antes de participarem do FBCR era muito baixo; o que reflete bem um dos problemas enfrentados por este mercado no Brasil. A falta de cultura de capital de risco, e a falta de conhecimento também, são fatores inibidores para o desenvolvimento da indústria em nosso país.

Isto é comprovado pelo fato de que 60% das empresas entrevistadas disseram que de alguma forma o conhecimento inicial delas sobre o mercado de capital de risco afetou as negociações com os fundos de investimento. Ou seja, se os empresários tivessem mais conhecimento do assunto, poderiam negociar melhor com os investidores.

Para os empresários, a ajuda de um consultor seria muito importante para a negociação, principalmente na área jurídica; pois se percebe que é nesta área onde os empreendedores têm maior dificuldade na hora de negociar.

Na opinião de alguns empresários, o conhecimento prévio sobre capital de risco pouco influi na negociação com os fundos, pois só se aprende realmente na prática. Mas esta opinião não é compartilhada pela maioria dos empreendedores, que afirmam que um conhecimento inicial satisfatório do assunto, realmente ajuda na negociação.

Para as empresas, seria muito importante que fossem criadas linhas especiais de financiamento, e que não tivessem um alto custo, como é o caso dos financiamentos tradicionais.

Vale ressaltar que a FINEP lançou em 2004 um programa de financiamento chamado de “Juro Zero”, que será muito importante para que estas empresas possam captar os recursos necessários para alavancarem seus negócios.

Um fato que foi observado com as empresas estudadas foi que 60% destas, procuraram saber qual o fundo de investimento era mais apropriado, ou seja, qual o perfil do fundo desejado para investir em suas empresas. E para as negociações, 70% das empresas montaram uma estratégia de negociação, e a maioria deu certa.

## **Investidores anjos**

Os investidores anjo são pessoas físicas que detêm muito capital, e investem em empresas emergentes, geralmente na fase de criação ou no estágio de *start up*. Este investimento é conhecido como “capital semente”, ou *seed money*, pois é um dinheiro aplicado quando a empresa ainda está em um estágio embrionário. A quantia aplicada neste tipo de negociação, geralmente é baixa, mas fundamental para as empresas custearem suas operações.

No Brasil ainda é pequeno o número de investidores anjo (*Business Angels*), se comparado aos Estados Unidos.

Fundada em dezembro de 2002, e em operação desde 2003, a *Gávea Angels* é uma associação onde investidores individuais se reúnem para investirem em empresas, minimizando o risco e aumentando a probabilidade de sucesso em investimentos. Esta é uma organização pioneira no Brasil, e se localiza no Rio de Janeiro, que é seu foco de atuação.

Nos Estados Unidos, organizações deste tipo já existem há algum tempo, e obtêm sucesso em muitos dos seus investimentos; vale a pena destacar: *Band of Angels*, *Tech Coast Angels* e o *Angels Forum*.

A vantagem de uma organização destas, é que os investidores podem ampliar suas carteiras de investimento, minimizando seus riscos; pois terão mais pessoas investindo (o que divide o risco), e mais empresas na carteira (o que aumenta a chance de empresas com sucesso dentro dela compensarem as empresas que por ventura vierem a fracassar).

A *Gávea Angels* ainda não realizou nenhum investimento até o fechamento deste estudo, mas tinham três empresas em estágio avançado de negociação.

As empresas selecionadas pela *Gávea Angels*, são preparadas por uma equipe e apresentadas aos investidores associados no *Angel Forum*. Caso haja interesse por parte de algum investidor (ou um grupo de investidores), eles se reúnem com os empreendedores e começam a negociação.

A meta da *Gávea Angels* é aumentar o número de sócios (investidores individuais) para 50 no decorrer dos próximos anos.

## **Fundos**

Os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes – FMIEE, que são os fundos atuantes neste mercado, têm uma característica peculiar: eles têm um tempo pré-definido de operação. Após este período, ele é obrigado a realizar sua saída da empresa investida (conhecido como período de desinvestimento); este pode ocorrer de diversas maneiras, tais como: venda da participação na empresa para compradores estratégicos (empresas de grande porte que estejam interessadas), abertura de capital via bolsa de valores e recompra das ações por parte dos empreendedores.

Atualmente estão registrados na CVM (Comissão de Valores Mobiliários), um total de 45 fundos de investimento, onde a maioria atua no segmento de *private equity*. Estes possuem uma grande variedade de áreas de interesse, e também de perfil desejável de empresas.

Um destaque deve ser feito ao primeiro fundo de investimento de capital semente do Brasil; o Novarum, gerenciado pela Jardim Botânico *Partners*. Os recursos deste fundo se destinarão especificamente à elaboração de planos de negócios, construção de protótipos, desenvolvimento de pesquisa de mercado, contratação de executivos entre outras ações.

Outro destaque nesta linha, deve ser dado à FINEP, que está criando um fundo especificamente para o investimento em capital semente, o CRIATEC. Um fundo com este perfil de investimento é extremamente importante para o mercado, pois ajuda a alavancar as empresas em estágio de concepção e criação, o que faz com que ela possa crescer rapidamente para eventualmente poder ser investida mais na frente por um outro fundo.

Conforme nos mostra Pavani (2003), o processo de atuação dos fundos são os seguintes:

- 1 – Captação
- 2 – Prospecção / Seleção / Análise / Investimento
- 3 – Acompanhamento
- 4 – Desinvestimento

Primeiramente, os gestores dos fundos têm que captar recursos de investidores, que serão os cotistas dos fundos. Estes investidores têm que ter o perfil de aplicações de longo prazo, pois os investimentos neste mercado têm duração de 4 a 8 anos em média.

O governo tem uma atuação bastante significativa como cotista de fundo; principalmente por intermédio da FINEP e do BNDES.

Em seguida, os fundos devem prospectar empresas para apresentar aos cotistas, para depois poderem fazer o investimento nelas. Esta fase consiste na análise de empresas que geralmente devem ter o seguinte perfil: alta taxa de crescimento, com tecnologia inovadora, com competitividade internacional, que atuem em um mercado pouco explorado, com um produto que tenha um preço competitivo e com uma ampla margem. Depois de captarem esta empresa, é realizada a *due diligence*, onde são analisados todos os dados fornecidos pela empresa e é feito um estudo da viabilidade do negócio.

Um fato que é primordial na escolha de uma empresa por parte dos investidores é a análise do empreendedor. É fundamental que haja empatia entre ambas as partes, e além disto, o empresário deve apresentar as seguintes características:

- Conduta ética;
- Domínio da tecnologia;
- Vontade real de progredir;
- Capacidade gerencial.

Isto se deve, pelo fato de que por se tratar de empresas novas, não há um fluxo de caixa que permita ao investidor analisar o investimento e os riscos a ele inerentes e poder tomar a decisão de investir apenas por esta análise. Após esta etapa, o fundo apresenta uma proposta com o valor da empresa, uma oferta de investimento, assim como o acordo de acionistas; isto decidirá se o fundo terá participação majoritária ou minoritária na empresa, e os direitos e deveres de ambas as partes.

O fundo entra na empresa, geralmente com participação acionária ou por aquisição de debêntures conversíveis em ações. O papel do gestor é investir todo o recurso captado junto aos cotistas, e em várias empresas, pois assim minimiza seus riscos; já que as empresas bem sucedidas do portfólio cobririam os prejuízos com as empresas que fracassarem.

Ao final da etapa de investimento, o fundo deve ter um controle das empresas investidas, que devem apresentar as práticas da governança corporativa para facilitar o

controle por parte dos gestores. Além disto, ele deve sempre dar o suporte que for necessário às empresas.

Os processos de desinvestimento já foram vistos antes, mas vale a pena ressaltarmos as possíveis saídas apontadas pela mídia especializada:

- Mercado de ações: é um mercado que não está desenvolvido ainda no Brasil, mas devido ao sucesso de empresas que abriram capital recentemente, como é o caso da Natura, da Gol e da ALL, este tipo de saída passou a ser mais cogitado ultimamente. Graças também a colaboração da ABCR (Associação Brasileira de Capital de Risco) e da Bovespa.
- Venda privada: é a venda para alguma empresa que esteja interessada em um ativo da empresa em questão. Normalmente, este ativo complementa o produto da empresa compradora.
- Recompra: é quando os sócios fundadores da empresa recompram as ações dos fundos, e passam a ter o controle acionário da empresa.

Mas os fundos também correm o risco de perder o capital aplicado; isto ocorre quando a empresa investida é malsucedida.

### **Taxa de administração**

A taxa de administração de um fundo, é um valor que os cotistas pagam periodicamente ao gestor, para que este possa pagar gastos operacionais (como encargos e viagens).

A taxa de administração geralmente representa um percentual sobre o valor dos recursos aplicados no fundo pelos cotistas. Após o período de investimento, caso não tenha sido investido todo o capital recolhido, o restante é devolvido aos cotistas e a taxa de administração passa a incidir apenas sobre o valor investido em empresas.

O valor deste percentual variou entre 2,0% e 3,0% dentre os 4 fundos entrevistados neste estudo.

Para um gestor de fundo entrevistado, durante os primeiros anos (1 e 2) a taxa de administração e a taxa de performance (remuneração paga ao gestor quando o investimento tem retorno) cobrem os custos operacionais; mas, nos anos seguintes (3, ainda no final do período de investimento, 4 e 5) estas taxas não cobrem os custos. Apenas com a consolidação da carteira, geralmente a partir do quinto ano, o sistema de remuneração do administrador tende a ser compatível com a estrutura de despesas incorridas na administração do fundo.

### **Prazo de funcionamento**

Os fundos entrevistados apresentaram os seguintes dados de prazos:

- Idade do fundo: um fundo possui 5 anos, dois têm 2,5 anos e um possui 3 anos.
- Prazo de funcionamento: na média, os fundos têm um total de 8 anos de funcionamento; sendo 6 ou 8 anos, prorrogáveis por mais 4 ou 2 anos.
- Prazo de investimento: o tempo que os gestores têm para investir o dinheiro, varia de 3 a 4 anos.

### **Investimento**

Apenas em um fundo entrevistado já havia terminado o prazo de investimento; e o volume de recursos investidos chegou a 95% do total captado junto aos cotistas. Os 5% que não foram aplicados, foram devolvidos aos investidores.

Os quatro fundos participantes deste estudo já investiram em 35 empresas até outubro de 2004. Sendo que um fundo investiu em 5 empresas, outro investiu em 7, outro em 11, e o último em 12 empresas.

Destes, apenas um fundo possui participação majoritária nos empreendimentos.

Há fundos que têm como política interna não possuir mais que 50% da empresa. Uma explicação para isso, é que o empresário pode se desanimar e perder o interesse pelo negócio; o que acarretaria num possível fracasso da empresa, tendo em vista que o empresário é o detentor do capital intelectual, ou seja, ele é quem possui o conhecimento da tecnologia. E com este empreendedor desmotivado, dificilmente a empresa conseguiria se desenvolver no mercado.

## **Problemas e entraves para os fundos realizarem os investimentos**

Os principais obstáculos enfrentados pelos gestores de capital de risco são:

→ Taxa de juros real interna ainda elevada: isto ajuda a inibir o investimento em capital de risco, já que a rentabilidade de investimento em renda fixa é garantida (embora seja bem menor do que a rentabilidade em capital de risco, porém o risco também é menor).

→ Nível de estruturação de PME's: em parte devido a elevada carga burocrática e legal que são obrigadas a cumprir, são poucas as pequenas e médias empresas que apresentam a priori, um grau de estruturação compatível com a entrada de um investidor. Esta situação não apenas dificulta a análise da companhia, como também o próprio acordo entre os fundos e o empreendedor.

→ Mercado de capitais pouco desenvolvido: embora tenha acontecido recentemente algumas ofertas públicas de ações, estas foram com empresas de porte elevado. O espaço para companhias menores ainda não foi testado, o que reduz as possibilidades de desinvestimento para o fundo de capital de risco.

→ Taxa de administração: a receita com a taxa de administração é incompatível com a estrutura necessária para gerir um fundo de capital empreendedor (como também é conhecido o capital de risco).

→ A falta de uma cultura de capital de risco: a falta de conhecimento sobre capital de risco por parte de alguns empresários, dificulta o acesso das empresas até os fundos; e também atrapalha muito as negociações. Alguns empresários têm preconceitos com o capital de risco antes mesmo de obter maiores informações sobre ele.

## **Respostas às empresas**

Os fundos entrevistados responderam a questões colocadas pelos empresários participantes deste trabalho.

Os gestores de fundos entrevistados neste estudo discordam da afirmativa de alguns empresários, que disseram que os funcionários dos fundos que são responsáveis pelo contato com as empresas são jovens e inexperientes para analisar os projetos. Os gestores concordam que há muitos funcionários jovens, até mesmo pelo fato de o mercado de capital de risco ser recente no Brasil; e concordam em parte com o fato de eles serem inexperientes. Há uma quantidade muito grande de projetos para serem avaliados, e por isso, são enviados funcionários ao invés do próprio gestor para avaliarem os projetos com os empresários. O problema é que a experiência destas pessoas é no mercado financeiro, e não têm muito conhecimento da tecnologia aplicada nos projetos. Os fundos procuram sempre analisar projetos que estejam dentro das áreas de atuação deles; o que faz com que eles tenham conhecimento do mercado.

Alguns empresários afirmaram que alguns fundos de investimento nas negociações com as empresas tentam fazer com que quase todo o risco do negócio fique com as empresas; os gestores entrevistados não concordaram com esta questão, pois afirmam que por serem minoritários (em alguns casos) e pela assimetria de informação em relação ao negócio é comum se estabelecer contratos de alocação de determinados riscos para as partes mais preparadas a enfrentá-los. Pois é o empresário que detém a tecnologia e está “vivendo” o dia-a-dia da empresa, por isso os investidores querem se proteger contra uma eventual má gestão.

Outro ponto levantado pelos empresários, é que os fundos de investimento em capital de risco no Brasil são muito conservadores. Para esta questão, deve-se levar em conta o perfil do fundo; há fundos mais avessos ao risco, como há fundos menos avessos. Mas em geral, o conservadorismo é normal dada as seguintes situações:

- 1 – Alto custo de capital;
- 2 – Baixa capacidade de alavancagem das companhias;
- 3 – Mercado de capitais pouco desenvolvido para PME's;
- 4 – Crescimento econômico muito baixo do país nos últimos 20 anos;
- 5 – Conceito de governança corporativa ainda pouco difundido.

Geralmente os pontos de convergência nas negociações entre fundos e empresários são: compartilhamento da gestão, interesse em desenvolver o negócio e busca de liquidez para ambas as partes.

Os pontos de conflito nas negociações são: *valuation* (uma vez que não existem parâmetros claros e objetivos para a avaliação de empresas emergentes), cláusulas de acordo de acionistas (*Drag Along e Tag Along*).

## Conclusão

O mercado de capital de risco no Brasil ainda está se desenvolvendo, e conta com uma grande participação governamental e de agências internacionais de fomento. A presença destes órgãos no mercado é fundamental para o crescimento deste.

O que se percebe é que a presença de agentes corporativos é muito pequena neste setor. O governo está presente no mercado, para ajudar ele a crescer; já as empresas, procuram uma aplicação e, não investirão neste mercado enquanto não houver um *track record* para incentivá-las.

Vimos com este estudo, que há uma grande dificuldade em concretizar as negociações, tanto por parte das empresas, quanto por parte dos fundos de investimento.

As empresas alegam que há muita burocracia na negociação com os fundos, isso acarreta uma demora muito grande para ser concretizado o investimento, podendo gerar uma defasagem tecnológica da empresa emergente com relação ao mercado em que ela está inserida.

Outro ponto colocado pelas empresas, diz respeito aos contratos apresentados pelos fundos de investimento; pois segundo elas, estes contratos tendem a proteger os investidores, deixando as empresas emergentes com um risco muito maior do que os fundos.

Para os fundos de investimento, o maior problema na negociação com as empresas emergentes é a falta de cultura que elas têm em investimentos de capital de risco.

Os gestores de fundos também consideram fundamental que o tempo para análise dos projetos apresentados pelas empresas emergentes seja suficiente para que possam ter certeza dos melhores projetos para serem investidos.

Para estes gestores, um volume maior de recursos na indústria de capital de risco, certamente ajudaria a aumentar o número de empresas investidas.

Neste âmbito, as perspectivas que se apresentam para o segmento de capital de risco no Brasil são as seguintes:

- A entrada dos fundos de pensão, certamente irá ajudar a aumentar o número de empresas investidas, pois os recursos aportados nos fundos, será maior. Apenas tem que se tomar cuidado para não ocorrer investimentos de maneira indiscriminada para não ocorrer novamente os efeitos da “Bolha da Internet”.

- É necessário que se espere algum tempo para que os investimentos realizados pelos fundos possam obter resultados; para que se possa observar a eventual existência de investimentos bem-sucedidos, para se concretizar um *track record* mais consistente.

- Ações em torno de fundos de capital semente, em conjunto com um maior número e mais bem organizados investidores anjos, é fundamental para o desenvolvimento do mercado

de capital de risco. Pois assim, as empresas poderiam se preparar desde os primeiros estágios de sua criação para poderem ter um amadurecimento consistente e receberem possíveis investimentos de outros fundos em um outro momento. Tais ações estão ocorrendo por iniciativas da FINEP e de fundos de investimento que tenham preferência em aportar recursos em empresas em estágios de concepção e *start up*.

Após estas empresas receberem investimento de capital semente, aumenta a possibilidade da saída do investidor através de abertura de capital (IPO), pois desde cedo ela contaria com uma ajuda especializada, e estariam maduras para receberem aportes de outros fundos em estágios mais avançados de sua criação. Esta hipótese está sendo bem estruturada por parte da Bovespa e da ABCR, e provavelmente em pouco tempo será corrente este desinvestimento. Mas para isto, é necessário que as empresas tenham porte para enfrentarem este mercado.

A saída dos investidores por meio de emissão de ações na Bolsa de Valores, é a maior expectativa do segmento de capital de risco atualmente; pois este meio de desinvestimento se tornando freqüente, certamente facilitará não só ao investidor, quanto a empresa investida, pois facilitaria a liquidez na saída do investimento.

### **Referência bibliográfica**

PAVANI, Cláudia. **O Capital de Risco no Brasil**. Rio de Janeiro: E-Papers, 2003.

PAVANI, Cláudia et al. **Plano de Negócios – Planejando o Sucesso de seu Empreendimento**. Rio de Janeiro: Minion, 2000.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

CALAZANS, André Chamun. **Escassez de Crédito no Brasil como Principal Obstáculo ao Investimento em Inovação Através de Capital de Risco**. Monografia para MBA em Finanças da Faculdade Federal Fluminense. Niterói, 2005.

EDDY, Hartog. **Guia para o Financiamento de Capital de Risco na Política Regional**. Inglaterra, 2002.

PAULA, Tomás Bruginski. **Capital de Risco no Brasil – Marco Legal e Experiência Internacional**. Brasília: Centro de Gestão e Estudos Estratégicos, 2003.

PAULA, Tomás Bruginski. **Capital de Risco e Desenvolvimento Tecnológico no Brasil – Experiência Recente e Perspectivas**. Brasília: Centro de Gestão e Estudos Estratégicos, 2003.

PUGA, Fernando Pimentel. **Experiências de Apoio às Micro, Pequenas e Médias Empresas nos Estados Unidos, na Itália e em Taiwan**. Rio de Janeiro, 2000.

**Relatório de atividades Finep 2003**. Rio de Janeiro, 2003.