

FUNDOS DE CAPITAL DE RISCO: SUPORTE PARA ROMPER AS BARREIRAS DE ENTRADA?

VENTURE CAPITAL FUND: SUPPORT TO BREAK THE ENTRANCE BARRIERS?

Sérgio Crispim

Programa de mestrado em Administração da Universidade Municipal de São Caetano do Sul - USCS

Recebido em: 12/04/2009

Aprovado em: 05/06/2009

Douglas Baldassi

Professor do curso de graduação em Administração da Universidade Municipal de São Caetano do Sul - USCS

RESUMO

Este artigo analisa como os fundos de capital de risco podem auxiliar as empresas receptoras de investimento a se desenvolverem no mercado em que atuam, sendo a análise baseada no "modelo de concorrência ampliada", de Michael Porter. Os resultados da pesquisa exploratória, realizada com gestores de fundos atuantes no mercado, mostram que os fundos de capital de risco têm predisposição para auxiliar de forma efetiva as empresas a romperem as barreiras de entrada apenas quanto à diferenciação do produto e quanto aos requisitos de capital. As respostas obtidas indicam que a diferenciação de produto é fator determinante para a decisão de investir, e os fundos alocam recursos adicionais para o desenvolvimento dos produtos. Quanto ao capital, a conclusão foi que os fundos têm predisposição para auxiliar as empresas, não somente com investimento próprio, mas apoiando a obtenção de recursos, sob a forma de capital ou empréstimo, no mercado financeiro.

Palavras-chave: fundos de capital de risco, *private equity*, barreiras de entrada.

ABSTRACT

Abstract: This article analyzes how Venture Capital Fund can help the receiving companies of investment to develop in the market in which they operate, being the analysis based on the "model of enlarged competition", of Michael Porter. The results of the exploratory research, accomplished with active managers of bottoms in the market, show that Venture Capital Funds have predisposition to help in an effective way the companies to break the entrance barriers only as for the differentiation of the product and as for the capital requirements. The obtained answers indicate that the product differentiation is a decisive factor in the decision of investing, and the bottoms allocate additional resources for the development of the products. As for the capital, the conclusion was that the bottoms have predisposition to help the companies, not only with own investment, but supporting the obtaining of resources, under the form of capital or loan, in the financial market.

Keywords: venture capital fund, *private equity*, entrance barriers.

Endereços dos autores:

Sérgio Crispim

Rua Geórgia, 860, Brooklin, São Paulo - SP - 04559-011- e-mail: scripsim@uol.com

Douglas Baldassi

Rua Md. Rita Amada de Jesus, 72 Ap. 192 - Granja Julieta - São Paulo - SP - CEP 04721-050 - e-mail: douglasperito@uol.com.br

1. INTRODUÇÃO E METODOLOGIA

O investimento sob a forma de capital de risco representa a aquisição de títulos de renda variável. Os títulos de renda variável são classificados da seguinte forma: ações, bônus de subscrição de ações, certificados, cotas de fundos de renda variável e debêntures conversíveis (NIYAMA & GOMES, 2002). O conceito de *private equity* pode ser definido como uma importante fonte de recursos para as empresas no estágio inicial de operação (*start-ups*) e para as empresas já em estágio de crescimento e desenvolvimento (*private middle-market firms*), como também para as empresas que estejam em dificuldades financeiras e empresas de capital aberto que busquem recursos para reestruturação corporativa (*buyout financing*) (FENN & LIANG, 1996). Entretanto, o capital de risco terá, neste artigo, uma abrangência mais restrita, tomando-se o conceito elaborado por Gorgulho (1996) e adicionando-se contribuições oriundas das entrevistas realizadas com os gestores de fundos no Brasil. Nesse sentido, entender-se-á o investimento de capital de risco (*private equity / venture capital*) como sendo a forma de aporte de recursos, com base na participação societária por meio da aquisição de ações ou de outros instrumentos financeiros, sem contrapartida em garantias (GORGULHO, 1996). Os recursos devem ser investidos em empresas jovens, em seus vários estágios de desenvolvimento, com crescimento rápido de suas operações, com grande potencial para ter uma posição dominante em seu mercado e com condições adequadas de desinvestimento, por meio de venda para outros investidores ou para o mercado em geral, com horizonte de até dez anos.

Vale destacar que o conceito mais amplo de capital de risco inclui investimentos realizados em empresas de capital aberto. Para este artigo, entretanto, o escopo é definido por fundos que não invistam em empresas com ações negociadas em bolsas de valores. Isso não significa que os fundos não tenham, em suas carteiras de investimento, ações de companhias abertas, mesmo porque uma das formas de realização do investimento é a venda por intermédio de oferta pública de ações. Significa apenas que os investimentos iniciais não são feitos em empresas que já tenham ações negociadas em bolsa. As empresas receptoras de capital de risco, dada a sua natureza, representam nível alto de risco nas suas atividades. Sem essa opção de financiamento, muitas delas não

se desenvolveriam ou necessitariam obter recursos no mercado financeiro por meio de empréstimos a taxas sistemicamente elevadas, o que certamente reduziria ainda mais suas possibilidades de sucesso, dado que o sistema bancário tem menor tolerância para aceitar certos riscos de crédito, inerentes às empresas em início de operações.

Diante deste contexto, o presente artigo tem por objetivo descrever e analisar o papel que esses fundos desempenham em termos de suprimento de capital na viabilização e no desenvolvimento das empresas investidas no mercado em que atuam. A análise foi feita baseando-se no modelo de concorrência ampliada das cinco forças, proposto por Michael Porter (1986). Embora os fundos utilizem uma combinação de teorias de análise da concorrência, como será visto na pesquisa, o modelo das cinco forças foi eleito porque destaca especificamente o requisito de capital como uma das importantes barreiras à entrada de novos concorrentes em um determinado mercado (HITT, IRELAND & HOSKISSON, 2003). Além disso, é sobre a necessidade de capital que os fundos podem melhor atuar, auxiliando as empresas investidas a romperem as barreiras de entrada em um novo mercado.

A pesquisa foi conduzida por meio da revisão bibliográfica sobre o tema, de análise documental e de entrevistas com seis executivos que atuam como gestores de fundos, e com dois executivos que atuam em organizações cujo objetivo é apoiar o desenvolvimento desses tipos de fundos, aqui genericamente chamados de fundos de capital de risco. A pesquisa foi do tipo exploratória, e a escolha da amostra obedeceu ao critério da acessibilidade, estando os fundos pesquisados, gestores e sujeitos da pesquisa descritos no Quadro 1, a seguir.

O formulário utilizado na entrevista foi dividido em três partes, conforme o apêndice A. No primeiro segmento, focado em dados gerais, busca-se fazer o enquadramento do fundo nas categorias listadas pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários, bem como na classificação própria do mercado financeiro. Ainda na primeira parte, avalia-se o estágio de desenvolvimento das empresas para o qual o fundo era mais adequado, taxas de retorno almejadas, prazos de investimento, principais características do investimento, critérios de valoração de empresas e meios de saída do investimento, além das exigências que os fundos impõem às empresas investidas. Na segunda

Quadro 1: Fundos pesquisados, gestores e sujeitos da pesquisa

Fundos	Gestores	Entrevistados
SPTEC – Fundo de Base Tecnológica do Estado de São Paulo	SP Fundos Ltda.	Daniel Cifu
Reif – <i>Returning Entrepreneur Investment Fund</i>	DGF Gestão de Fundos	Frederico Greve
Investec I e Investec II	Rio Bravo Gestor de Recursos Ltda.	Marcelo Romeiro
LAPEF I – <i>Latin American Private Equity Fund</i>	<i>Advent International Global Partners Equity</i>	Ricardo Rittes
Intel Capital (<i>holding</i>)	<i>Intel Corporate</i>	Emilio Loures
Itamby Participação e Desenvolvimento Ltda.	Marco Nicola D'Ippolito	Marco Nicola D'Ippolito
ABCR – Associação Brasileira de Capital de Risco		Ex- diretor: Robert Binder
BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social		Eduardo Sá

parte, orientada para a análise da concorrência, identificam-se quais teorias de análise de concorrência são utilizadas pelo fundo. As teorias que fizeram parte da pesquisa foram as seguintes: Teoria dos Jogos, Modelo de Concorrência Ampliada de Cinco Forças, Modelo *Swot*, Matriz de *Portfolio* e Fatores Críticos de Sucesso. Na terceira seção, dedicada às barreiras de entrada, tratou-se especificamente do objetivo principal do artigo. Com base nas sete principais barreiras de entrada (HITT, IRELAND & HOSKISSON, 2003), foram formuladas perguntas básicas a elas relacionadas. Também nesse caso os pesquisados tinham liberdade para incluir novas perguntas ou realizar comentários adicionais. As perguntas questionaram basicamente se as barreiras de entrada seriam fatores determinantes para a decisão de investimento, qual tipo de análise os fundos realizam para cada uma das barreiras e quais medidas podem ser tomadas para auxiliar as empresas a romperem essas barreiras. As opções de resposta foram “sempre” ou “às vezes”, indicando que o fundo tem predisposição para auxiliar as empresas naquela barreira específica, e “raramente” ou “nunca”, indicando que o fundo não tem predisposição de auxiliá-las.

2. TIPOS DE FUNDOS E SUA ATUAÇÃO

O termo “capital de risco” está sempre presente quando se aborda a aplicação de recursos em empresas emergentes. Quando um aporte de recursos é realizado nesse tipo de empresa, seja por meio de ações, de debêntures, seja por intermédio de outro instrumento financeiro, os riscos envolvidos na operação são mais elevados do que se a aquisição tivesse sido feita em empresas com ações negociadas em bolsas de valores,

que possuem administração mais estruturada, mais tempo de mercado e resultados já comprovados. O próprio termo “capital de risco” é reconhecido como não adequado pelos participantes desse mercado. Outros termos, tais como “capital empreendedor” e “capital empresarial” (ABCR & THOMSON VENTURE ECONOMICS, 2005), estão sendo utilizados, mas ainda sem a disseminação adequada de seu conceito.

O investimento em capital de risco tem desempenhado discreto papel no mercado de capitais brasileiro, a despeito de sua maior intensidade a partir dos anos 1990. Em volumes incipientes, se comparado com as outras formas de financiamento, como demonstrado na Tabela 1, tem provido capital a empresas que, de outra forma, teriam dificuldade em obter recursos para apoiar seu nascimento, sua expansão ou seu desenvolvimento. Mesmo comparado com o investimento estrangeiro direto, o investimento em capital de risco não tem senão uma pequena parcela do total de investimentos e aplicações.

Para auxiliar a classificação dos fundos, é importante descrever as características dos diversos estágios em que se encontram as empresas receptoras de investimento. Segundo Walz & Cumming (2004), o primeiro estágio é formado pelas empresas que estão ainda em sua fase de projeto (*seed stage*), onde não há operação nem estrutura, e o conceito de negócio está sendo criado. O estágio seguinte é o de nascimento (*start-up stage*), onde a empresa inicia o desenvolvimento de produtos e *marketing*. A empresa está no processo de se estabelecer, mas ainda não iniciou a venda de seus produtos de forma comercial. No estágio inicial (*early stage*), a empresa pode estar testando ou, mesmo, vendendo seus

Tabela 1: Comparação de valores investidos (US\$ milhões)

Descrição/ Ano	2000	2001	2002	2003
Investimentos em capital de risco	1.480	926	342	451
Investimento estrangeiro direto	29.876	21.041	18.778	12.902
Empréstimos ao setor produtivo*	66.384	66.951	47.895	58.847

* Empréstimos do sistema financeiro privado ao setor produtivo.

Fontes: ABCRI Thomson Venture Economics; Banco Central do Brasil.

produtos comercialmente, mas normalmente está no negócio por menos de 30 meses. No estágio de expansão (*expansion stage*) é que a empresa necessita de capital para suportar o aumento da capacidade de produção, para desenvolver seus programas de *marketing* ou seus produtos e para aumentar seu capital de giro. Os recursos financeiros têm por objetivo apoiar o crescimento e a expansão da companhia, que pode estar ou não gerando lucros na operação. O estágio maduro (*late stage*) caracteriza-se quando a empresa atingiu a fase de produzir lucros operacionais. E, por último, as companhias de capital aberto (*publicly listed company*), que possuem ações negociadas nas bolsas de valores.

No Brasil, a regulamentação dos fundos de capital de risco deu-se especificamente pela Instrução n. 209 da CVM – Comissão de Valores Mobiliários (1994), que aplica mais restrições às operações e regulamenta os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), e pela Instrução n. 391 da CVM (2003), em que o campo de investimento é mais amplo e regulamenta os Fundos de Investimento em Participações (FIP). Ambas as instruções impõem limitações de investimento para os fundos que se enquadrem em cada uma delas. Um dos principais itens impostos pela Instrução n. 209 é que os fundos

só podem investir em empresas com até R\$ 100 milhões de faturamento líquido anual. Quando se mencionam os investimentos em capital de risco, normalmente as expressões em inglês *venture capital* / *private equity* são usadas conjuntamente para denominar esse tipo de investimento sem ter a preocupação acadêmica de separá-los. Visando a direcionar a pesquisa, a classificação dos fundos é elemento importante não somente para a limitação do campo da análise, mas também para incorporar as sugestões dos próprios participantes da pesquisa (BLAYDON & WAINWRIGHT, 2002). A classificação adotada neste artigo foi a seguinte:

- (1) **fundo de investimento em participações** (*private equity*) – caracterizado como investimento em títulos de participação societária de empresas de capital fechado;
- (2) **fundo de capital de risco** (*venture capital*) – caracterizado como um segmento dos fundos de investimento em participações, cujo foco de investimento são as companhias jovens com expectativa de altas taxas de crescimento. Na pesquisa realizada, algumas diferenças foram ressaltadas pelos gestores dos fundos entre esses dois conceitos. O Quadro 2 resume as particularidades de cada um deles. Embora as

Quadro 2: Características dos fundos

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

Fonte: gestores de fundos participantes desta pesquisa.

características gerais de ambos sejam semelhantes, os itens – montante investido, tipo de investimento e destinação de recursos – criam condições especiais que justificam a separação entre os dois conceitos, além da legislação específica existente para cada um deles;

- (3) **fundo estratégico** (*corporate venture*) – mais focado em objetivos estratégicos que estão ligados à empresa matriz, do que com o retorno e o prazo de investimento. Estes fundos são, em geral, constituídos como *holdings* de investimento;
- (4) **mezanino** (*mezzanine*) – tipo que pode incorporar operações de dívida com ou sem garantia, e geralmente auxilia a empresa a obter recursos para empreender uma abertura de capital;
- (5) **investidor individual** (*angel*) – um indivíduo que investe em empresas no seu primeiro estágio de desenvolvimento (*seed*), usualmente na fase de concepção do negócio ou no desenvolvimento do produto. Os outros tipos de fundos não têm essa fase como foco para investimento;
- (6) **investimentos em participações de companhias abertas** (*private investment in public equities – Pipes*) – tipo que se caracteriza por recursos de fundos de investimentos em participações aplicados em companhias de capital aberto sem liquidez nas bolsas de valores e, em geral, com desconto sobre o valor de mercado;
- (7) **administração de fortunas** (*home office*) – tipo que não está subordinado às regras da CVM porque é organizado sob a forma de uma *holding* de investimentos e cuida da administração de fortunas;
- (8) **fundos alavancados** (*LBO – leverage buyout*) – ocorrência quando a empresa, ou um segmento de seus negócios, é vendida a um investidor que se utiliza, em geral, de recursos de dívida, normalmente garantido pelos ativos da própria companhia. A classificação adotada, entretanto, não esgota o assunto. Nas entrevistas com os fundos, foram levantadas outras possibilidades de investimento, tais como fusões e aquisições (*acquisition*), reestruturação (*turnaround; recapitalization*) tanto de empresas com capital aberto quanto de capital fechado.

A expressão “fundo de capital de risco” está sendo utilizada neste artigo para denominar, de forma geral, os fundos que se enquadram nos conceitos de *venture capital*, fundos de investimento em participações (*private equity*), fundos estratégicos (*corporate venture*) e administração de fortunas (*home office*).

3. ANÁLISE DA CONCORRÊNCIA

A decisão de investir em uma determinada empresa deve ser fundamentada na análise de sua competitividade estratégica, de seu mercado e dos concorrentes, visando à redução dos riscos de insucesso e a obtenção de retornos acima da média (HITT, IRELAND & HOSKISSON, 2003). Nas entrevistas realizadas, uma das perguntas se referia ao instrumento que os gestores e participantes do mercado utilizam para a análise da concorrência. As teorias sugeridas e também citadas pelos gestores encontram-se especificadas nos itens seguintes.

- (a) **Teoria dos Jogos** – baseia-se na premissa de que em qualquer situação competitiva, inclusive dos negócios, existem fatores que podem ser representados matematicamente e analisados de forma que expliquem qual resultado prevalecerá, e a hipótese é que todos os competidores tentarão maximizar seus resultados (AZEVEDO *et al.*, 2002).
- (b) **Modelo Swot** – relaciona as oportunidades e ameaças externas com as forças e fraquezas do ambiente interno da empresa (CHIAVENATO & SAPIRO, 2003).
- (c) **Matriz de Portfolio** ou **Modelo GE/Mc Kinsey** – propõe duas dimensões de análise, a atratividade do setor e a capacidade competitiva da empresa, sendo o melhor negócio aquele caracterizado por elevada atratividade do setor e por forte presença competitiva da empresa (HITT, IRELAND & HOSKISSON, 2003).
- (d) **Fatores Críticos de Sucesso** – dá ênfase às atividades principais de uma organização que devem ser desempenhadas com padrão superior para que os objetivos possam ser atingidos, havendo algumas áreas-chave que devem ser analisadas, tais como o posicionamento competitivo da organização, o nível de inovação, a produtividade, o nível de recursos que devem ser mantidos e o nível

de lucratividade a ser perseguido (ANSOFF, 1983).

- (e) **Modelo de Concorrência Ampliada** ou **Modelo das Cinco Forças** (de Porter) – trata-se do modelo representativo das cinco forças que estão presentes na concorrência em um nível setorial, ou seja, a ameaça de novos entrantes, a rivalidade entre as empresas concorrentes, a ameaça de produtos substitutos, o poder de negociação dos fornecedores e o poder de negociação dos compradores (PORTER, 1986).

Para a pesquisa, que tem como objetivo analisar a disposição dos fundos de capital de risco em auxiliar as empresas investidas a romperem as barreiras de entrada por meio de suprimento de capital, escolheu-se apenas uma das cinco forças. A ameaça a novos entrantes foi escolhida por suportar melhor o objetivo do trabalho e por mencionar diretamente os requisitos de capital como elemento fundamental a uma análise da concorrência. Além disso, é nos requisitos de capital que os fundos mais podem auxiliar as empresas investidas. A probabilidade do ingresso de uma empresa em um determinado setor é dada pela conjugação de dois fatores: as barreiras de entrada e a retaliação esperada dos já participantes do mercado (НИП, 2002). Serão analisadas, então, as barreiras de entrada para verificar se os fundos de capital de risco têm predisposição em auxiliar o processo de remoção de cada uma dessas principais barreiras.

4. BARREIRAS DE ENTRADA

Quando uma empresa analisa sua entrada em novos mercados, ela se defronta com algumas ameaças que poderão dificultar seu sucesso. Porter (1986) chamou-as de barreiras de entrada. A empresa entrante em um novo mercado tem, portanto, que se preparar para conhecer essas barreiras, enfrentá-las, contorná-las, superá-las ou rompê-las. As principais barreiras, segundo Porter (1986), que foram objeto da pesquisa, encontram-se explicitadas nos itens seguintes.

- (a) **Economia de escala** – quando uma escala de produção é importante, é porque há ganhos marginais nos custos de fabricação de cada unidade, na medida em que a produção por unidade de tempo aumenta. Ao colocar no mercado quantidades maiores de seus

produtos, a empresa, mantendo reduzidos seus custos fixos e suas despesas, pode oferecer maior rentabilidade aos acionistas, e/ou menores preços aos clientes, aumentando sua participação no mercado.

- (b) **Diferenciação de produto** – superação da fidelidade dos clientes às empresas já estabelecidas. Novos entrantes devem alocar altas somas de recursos em pouco tempo para romper a fidelidade dos clientes, conquistando-os, oferecendo produtos diferenciados ou bons produtos a preços mais baixos.
- (c) **Custos de mudança** – custos incorridos pelos clientes uma única vez ao eleger um novo fornecedor. São os custos de treinamento da equipe, de novos equipamentos auxiliares, de multa ou aviso prévio no rompimento do contrato anterior e na incerteza de sucesso com o novo fornecedor. Em função de custos de mudança elevados, o novo entrante deve oferecer produtos muito melhores ou custos menores do que seus concorrentes já presentes no mercado.
- (d) **Acesso aos canais de distribuição** – em determinados mercados, o acesso aos canais de distribuição pode representar um forte obstáculo ao ingresso de novos participantes. O novo entrante poderá ter que pagar pelo acesso a esses canais ou participar com verbas conjuntas em publicidade.
- (e) **Desvantagens de custo independente de escala** – existência de subsídios, localização privilegiada, acesso a matérias-primas e tecnologia proprietária do produto são alguns dos exemplos das desvantagens de custo. Nestes casos, para alcançar êxito, o novo entrante deve desenvolver táticas para superar esses obstáculos.
- (f) **Política do governo** – necessidade de obter licenças, alvarás ou concessões para ingressar no mercado.
- (g) **Necessidade de capital** – participar em uma nova indústria, setor ou segmento, ou mesmo ampliar sua participação com novos produtos ou novos mercados, exige recursos financeiros. O capital é necessário para instalações físicas, manutenção de estoques, programas de *marketing*, financiamento a clientes, pagamento de salários e impostos, além de outras funções

críticas. Para atrair capital para uma empresa, indústria ou setor, é preciso demonstrar capacidade de produzir resultados, de modo a atingir a rentabilidade exigida pelo investidor.

5. RESULTADOS E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados da pesquisa serão analisados separadamente por cada um dos segmentos em que foi dividido o roteiro de entrevista.

5.1. Dados gerais

O resultado da pesquisa indicou que todos os gestores cujos fundos são regidos pela Instrução n. 209 – Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) denominam seus fundos como fundos de capital de risco – *venture capital*. Os fundos regidos pela Instrução n. 391 – Fundos de Investimento em Participações (FIP) autodenominaram-se fundos de *private equity*, o que apoia o conceito de Gorgulho (1996), utilizado neste trabalho. Os fundos de investimento estratégico (*corporate venture*) não estão estruturados como fundos de investimento, segundo a legislação brasileira, e se autodenominaram empresas *holdings*. O mesmo ocorre com o fundo de administração de fortunas (*home office*), que não está subordinado às regras da CVM porque é organizado sob a forma de *holding* de investimentos, e tem como objeto a administração de fortunas.

Na identificação do estágio de desenvolvimento da empresa em que cada um dos fundos é mais adequado, nenhum dos fundos pesquisados indicou a fase de projetos (*seed*) como sendo seu foco. Para essas empresas, o investidor individual ou *angel* é a melhor opção (BLAYDON & WAINWRIGHT, 2002). Todos os fundos se colocaram como capazes de auxiliar empresas no estágio inicial de suas operações (*start up*) e na fase de expansão. Apenas um dos fundos de capital de risco (*private equity*) respondeu ter como objetivo participar de fusões e aquisições. Nenhum deles respondeu que tem como objetivo participar de operações em empresas de capital aberto.

Com relação ao apoio de entidades sem fins lucrativos e órgãos do governo, os mais citados foram os seguintes: Fapesp¹, Finep², BNDES, ABCR e Endeavor³.

¹ Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo.

² Financiadora de Estudos e Projetos.

³ Instituto Empreender Endeavor.

A Fapesp, a Finep e o BNDES participam como financiadores das operações de capital de risco, contribuindo com recursos financeiros na formação do capital dos fundos. As entidades ABCR e Endeavor (2008) participam como elo entre os fundos e as empresas, com o objetivo de identificar, apoiar e prestar assistência a empreendimentos inovadores.

No item sobre o instrumento de valoração das empresas, todos os fundos declararam utilizar a TIR – taxa interna de retorno, aliada ao valor presente líquido (fluxo de caixa descontado), como o mais utilizado. Alguns fundos, quando disponíveis, utilizam os múltiplos de faturamento como instrumento de valoração. Os fundos aceitam correr riscos, porém exigem retornos bastante elevados. A pesquisa mostrou que a expectativa de retorno situa-se entre 30% e 40% ao ano. Somente os fundos estratégicos (*corporate venture*) aceitam retornos mais modestos. O tempo de investimento tem horizonte entre quatro e oito anos, provavelmente porque, pela legislação da CVM – Comissão de Valores Mobiliários, o tempo máximo para os fundos é de dez anos, e os últimos dois anos devem ser reservados para se encontrar uma opção satisfatória de desinvestimento.

Com relação às características do investimento, todos os fundos de capital de risco preferem uma participação minoritária, com os Fundos de Investimento em Participações participando de forma minoritária ou majoritária. Já os fundos estratégicos (*venture capital*) preferem ser coinvestidores.

Além de retornos elevados, os fundos fazem outras exigências das empresas investidas. Dentre as citadas na pesquisa, elegeram-se as principais, que estão presentes no acordo de acionistas (CVM, 2008): (a) vetos quanto a modificações da classe de ações, da estrutura societária, no resgate das ações, na política de distribuição de dividendos e na alteração de estatuto ou contrato social; (b) veto quanto a fusões, aquisições e investimentos em outras sociedades e venda de propriedade intelectual; (c) fatores limitadores quanto à venda de ativos, assunção de compromissos, gastos não previstos no orçamento, realização de empréstimos e prestação de garantias; (d) decisões compartilhadas com relação à aprovação de orçamento anual, admissão e promoção de funcionários-chave, transações com empresas afiliadas e aplicação de práticas contábeis; (e) proibição ao sócio empreendedor de se afastar da empresa e, em alguns

casos, existência de previsão da constituição de um fundo de resgate, com a contabilização de uma parcela dos lucros anuais; (f) instrumentos *drag along* – que, segundo Simmons (2003), significa que, no ato da concretização do investimento pelo fundo, o sócio empreendedor se compromete a vender sua participação se, no momento de saída, as condições de negociação assim o exigirem – e *tag along* – que concedem ao fundo o direito de vender preferencialmente sua parte das ações se surgir um comprador interessado. Pode-se aferir, pela pesquisa, que os fundos contribuem com a empresa investida, mas, por outro lado, exigem retornos altos e importantes compromissos por parte do sócio empreendedor, presentes, em geral, no acordo de acionistas.

5.2. Análise da concorrência

A pesquisa procurou obter informações sobre a teoria em que os fundos de capital de risco se baseiam para analisar o mercado e a concorrência em determinada indústria. Em razão de ter sido desenhada como pergunta aberta, inicialmente as teorias citadas na pesquisa foram a Teoria dos Jogos e o Modelo de Concorrência Ampliada, ou das Cinco Forças. Ao longo das entrevistas, mais três teorias foram incorporadas: o Modelo *Swot*, a Matriz de *Portfolio* e os Fatores Críticos de Sucesso. A conclusão é que, embora o Modelo *Swot* tenha sido o mais citado, os fundos em geral utilizam uma combinação das teorias citadas, dependendo da indústria que está sendo analisada, não se apoiando somente em uma delas.

5.3. As barreiras de entrada

O objetivo da pesquisa é determinar se os fundos contribuem de forma efetiva para que as empresas possam superar as potencialmente importantes barreiras de entrada (HITT, 2002), presentes na análise dos concorrentes.

a) Economias de escala

Os dados da pesquisa demonstram que a economia de escala não é fator determinante para a decisão de investir. Portanto, com exceção dos fundos estratégicos (*corporate venture*), os fundos não estão dispostos a aumentar o prazo de investimento para que a empresa possa ganhar escala de produção. Contraditoriamente, como investem somente em

setores e empresas com forte possibilidade de crescimento, no momento de saída é importante que a empresa esteja entre as três maiores do segmento. A conclusão é que os fundos não têm predisposição em apoiar.

b) Diferenciação de produto

As respostas obtidas indicam que a diferenciação de produto é fator determinante para a decisão de investir. Os fundos opinam sobre a melhor estratégia a ser adotada, investem adicionalmente para a pesquisa e melhoria dos produtos, mas relutam em investir se a única estratégia é a liderança em custos. Pode-se concluir que os fundos têm predisposição em apoiar.

c) Custos de mudança

Identificou-se que o custo de mudança é fator determinante para a decisão de investir. Entretanto, os fundos não estão dispostos a alongar o período de investimento ou colocar mais recursos para permitir que a empresa rompa esta barreira. A principal ajuda é colocar a rede de contatos do fundo para apoiá-la. A conclusão é que o item é importante, mas os fundos não estão preparados para auxiliar as empresas investidas.

d) Acesso aos canais de distribuição

O acesso aos canais de distribuição é pouco explorado na análise da concorrência ou é considerado como não importante pelos fundos. A ajuda se limita a colocar a rede de contatos para apoiar a empresa. Pode-se concluir que o acesso aos canais de distribuição não é considerado fator determinante para a decisão de investir.

e) Desvantagens de custo independente de escala

A desvantagem de custo é fator determinante na decisão de investir. Dentre os vários fatores que podem compor essa desvantagem, os fundos relutam em investir se há subsídios aos concorrentes e se há meios limitados de acesso às matérias-primas. Nem mesmo o desenvolvimento de uma nova tecnologia proprietária tem o apoio da unanimidade dos fundos. Pode-se concluir, portanto, que os fundos não têm predisposição de apoiar as empresas investidas a vencer esta barreira.

f) Política governamental

Com base nos resultados das respostas à barreira de entrada, pode-se concluir que os fundos relutam em investir se houver dificuldades na obtenção de licenças. Os fundos estratégicos (*corporate venture*) não estão dispostos a auxiliar as empresas a romperem essa barreira; entretanto, os outros tipos de fundos mostram disposição em fazê-lo. Pode-se concluir que os fundos só investiriam depois de obtidas todas as licenças, os alvarás e as concessões necessárias.

g) Requisitos de capital

Os fundos, de forma unânime, não realizam empréstimos e não dão garantias para operações de dívida. Vale destacar que os fundos registrados na CVM estão proibidos de fazê-lo, e as operações de dívida são próprias dos fundos mezanino, que não fazem parte deste estudo. A participação dos fundos dá-se principalmente por meio de ações ou de debêntures conversíveis. Os fundos fazem gestão para que a empresa possa obter empréstimos no mercado, com exceção dos fundos estratégicos. Os fundos estão predispostos a procurar um coinvestidor, e os fundos estratégicos preferem investir desempenhando esse papel. Alguns dos fundos atuam sobre a gestão de capital de giro da empresa e chegam a indicar o responsável pela área financeira. Há, normalmente, limites de recursos a serem investidos em cada empresa e em cada setor. Os fundos sempre estão predispostos, também, a auxiliar as empresas, não somente com recursos próprios, mas ajudando-as a obter recursos, seja de capital, seja de dívida, no mercado financeiro.

Os resultados da pesquisa podem ser resumidos, observando-se que o acesso aos canais de distribuição não é fator determinante para o investimento, assim como a economia de escala, que passa a ser importante somente no momento do desinvestimento, pois, quanto maior a participação de mercado, mais interessante se tornará a empresa para um investidor estratégico. Os custos de mudança e as desvantagens de custo independentemente de escala são considerados importantes para a decisão de investimento, mas os fundos não estão predispostos a auxiliar as empresas receptoras de investimento a romperem essas barreiras.

Quanto à política governamental, fica claro que os fundos se preocupam com o tema, mas só tomam a decisão de investir depois que essa barreira esteja superada, pois os riscos inerentes a ela não são facilmente gerenciáveis. A diferenciação de produto é uma barreira fundamental para a decisão de investir, e os fundos se dispõem a apoiar as empresas a melhorar os produtos com investimento adicional para pesquisa e desenvolvimento. O resultado da pesquisa sobre essa barreira mostrou que os fundos relutam em investir em empresas com estratégia de liderança em custos (HITT, 2002). Entretanto, uma das maiores operações de capital de risco recentemente realizadas foi o investimento da *AIG Capital Investments* feito na *GOL Linhas Aéreas*, empresa que tinha como característica exatamente essa estratégia (MENDES, 2004).

Quanto aos requisitos de capital, os fundos apoiam de forma efetiva as empresas a romperem essa barreira. Participam na capitalização da empresa através de compra de ações e de debêntures conversíveis, participam da gestão para obter um coinvestidor, e apoiam na obtenção de empréstimos. Entretanto, não fornecem recursos para operações de dívida, que têm que ser buscados em fundos mezaninos que têm essa característica. Pode-se concluir que os fundos de capital de risco não se prendem somente a prover capital às empresas investidas. Eles podem oferecer uma gama valiosa de ideias, análises de mercado, assistência para desenvolver novas oportunidades de negócios, apresentação de sua rede de contatos, auxílio para recrutar gestores, apoio para obter recursos financeiros adicionais e, no momento da saída, adicionar valor também para os acionistas empreendedores e para o corpo gerencial.

Os fundos de *venture capital* analisam profunda e detidamente cada um dos negócios e não relutam em tomar a decisão de não investir se houver barreiras de entrada difíceis de ser superadas ou que exijam recursos ou tempo adicional de investimento. Esperam também altos retornos financeiros e importantes compromissos dos sócios empreendedores que, em geral, podem até ter que assumir o compromisso de se retirar da empresa no futuro, no mesmo momento em que o fundo adquire uma participação na empresa, mesmo que minoritária.

REFERÊNCIAS

ABCR – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE CAPITAL DE RISCO & THOMSON VENTURE ECONOMICS. Pesquisa de capital de risco para o primeiro semestre de 2003. Disponível em: <http://www.venturecapital.gov.br/vcn/abcr/pesquisa_03.pdf>. Acesso em: 15 de maio de 2008.

ANSOFF, Igor H. *Administração estratégica*. São Paulo: Atlas, 1983.

AZEVEDO, Guilherme M. *et al.* Dissuasão de entrada, teoria dos jogos e Michael Porter – convergências teóricas, diferenças e aplicações à administração estratégica. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, vol. 9, n. 3, julho/setembro, 2002.

BLAYDON, Colin C. & WAINWRIGHT, Fred E. *Private Equity Glossary*. Working Paper Series, Tuck Center for Private Equity and Entrepreneurship, Hanover, New England, 2002.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução n. 209, de 25/03/1994*. Disponível em: <http://www.venturecapital.gov.br/VCN/Detalhe_NoticiaImprensa.asp?ContentId=2699>. Acesso em: 27 de maio de 2008.

_____. *Instrução n. 391, de 16/07/2003*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=I&File=%5Cinst%5Cinst391.doc>. Acesso em 14 de junho de 2008.

_____. *Lei das Sociedades por Ações – Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, alterada pela Lei n. 9.457/97*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/atos/leis/6404.asp>>. Acesso em: 17 de julho de 2008.

CHIAVENATO, Idalberto & SAPIRO, Arao. *Planejamento estratégico – fundamentos e aplicações*. Rio de Janeiro: Campus, 2003.

ENDEAVOR – INSTITUTO EMPREENDER ENDEAVOR. *Site institucional*. Disponível em: <http://www.endeavor.org.br/index.asp?conteudo_id=10>. Acesso em: 15 de abril de 2008.

FENN, George W. & LIANG, Nellie. The economics of the private equity market. *Federal Reserve Bulletin*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, January, 1996.

GORGULHO, Luciane F. 1996, 468p. *O capital de risco como alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológica: o caso do Contec/BNDES*. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia Industrial da Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro: IEI-UFRJ.

HITT, Michael A.; IRELAND, R. Duane & HOSKISSON, Roberto E. *Administração estratégica: competitividade e globalização*. São Paulo: Pioneira Thomson, 2003.

MENDES, Maria Luisa. A hora de sair. *Revista Exame*, Abril S/A, São Paulo, 8 de dezembro de 2004.

NIYAMA, Jorge K. & GOMES, Amaro L. O. *Contabilidade de instituições financeiras*. São Paulo: Atlas, 2002.

PORTER, Michael E. *Estratégia competitiva*. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

SIMMONS, William. *Drag-along rights: recent case affects planning for acquisitions*. Boston: Testa Hurwitz & Thibault, 2003.

WALZ, Uwe & CUMMING, Douglas. Private equity returns and disclosure around the world. Working Paper Series, Center for Financial Studies, March, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=514105>>.