

Universidade Federal de Santa Catarina
Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção

Ricardo Titericz

**CARACTERIZAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS DE
CAPITAL DE RISCO BRASILEIRO**

Dissertação de Mestrado

FLORIANÓPOLIS
2003

Universidade Federal de Santa Catarina
Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção

**CARACTERIZAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS DE
CAPITAL DE RISCO BRASILEIRO**

Ricardo Titericz

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Engenharia de Produção

FLORIANÓPOLIS
2003

Ricardo Titericz

CARACTERIZAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS DE CAPITAL DE RISCO BRASILEIRO

Esta dissertação foi julgada adequada e aprovada para obtenção do título **de Mestre em Engenharia de Produção**, especialidade em Empreendedorismo, no **Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina**.

Florianópolis, 16 de dezembro de 2003.

Prof. Edson Pacheco Paladini, Dr.
Coordenador do Curso

Banca examinadora:

Prof. Miguel Fiod Neto, Dr.
Universidade Federal de Santa Catarina - UFSC

Profa. Rosilene Marcon, Dra.
Universidade do Vale do Itajaí - UNIVALI

Profa. Silvana Dacol, Dra.
Universidade Federal do Espírito Santo - UFES

Prof. João Ernesto Escosteguy Castro, M. Eng.
Universidade Federal de Santa Catarina - UFSC

Dedico este trabalho a minha Gabriela.

AGRADECIMENTOS

DEUS, por tudo que me tem concedido.

FAMÍLIA, pela compreensão, confiança e apoio incondicional. Em especial, aos meus pais, Cezário e Bernadete Titericz.

PROFESSORES, João Ernesto E. Castro e em especial a Rosilene Marcom pela amizade e dedicação na orientação deste trabalho.

MEMBRO DA BANCA, aos Professores Miguel Fiod Neto e Silvana Dacol por suas colaboração.

TODOS, as demais pessoas que de alguma maneira auxiliaram na concretização deste trabalho.

MUITO OBRIGADO!

SUMÁRIO

RESUMO	viii
ABSTRACT	ix
LISTA DE FIGURAS	x
LISTA DE QUADROS	xi
LISTA DE GRÁFICOS	xii
1. INTRODUÇÃO	13
1.1. CONTEXTUALIZAÇÃO	13
1.2. OBJETIVOS	15
1.2.1. Geral	15
1.2.2. Objetivos Específicos	15
1.3. METODOLOGIA	15
1.4. LIMITAÇÕES DO TRABALHO.....	16
1.5. ESTRUTURA DO TRABALHO	16
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	18
2.1. FONTES DE RECURSOS	18
2.2. INTRODUÇÃO AO CAPITAL DE RISCO	19
2.3. DEFINIÇÃO DE CAPITAL DE RISCO	21
2.4. CAPITAL DE RISCO NO BRASIL	22
2.5. PARTICULARIDADES DO CAPITAL DE RISCO.....	26
2.6. DIFERENCIANDO O CAPITAL DE RISCO	27
2.7. PROCESSO DE INVESTIMENTO	32
2.8. CATEGORIAS DE INVESTIDORES DE RISCO.....	37
2.9. NEGOCIANDO COM CAPITAL DE RISCO.....	38
2.10. REQUISITOS PARA OBTER CAPITAL DE RISCO	41
2.11. O PROCESSO DE DECISÃO DE INVESTIMENTO	42
2.12. POLÍTICAS DE AVALIAÇÃO	45
2.13. AVALIAÇÃO DE INVESTIMENTO	48
2.13.1. Valorização dos investimentos de capital de risco	51
2.14. VANTAGENS ADICIONAIS DO CAPITAL DE RISCO.....	53

3. PROCEDIMENTOS PARA A PESQUISA	54
3.1. CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA	54
3.2. MÉTODO DE PESQUISA.....	54
3.3. COLETA DE DADOS	55
3.3.1. Entrevista	55
3.3.2. Questionário.....	56
3.4. ANÁLISE DOS DADOS	57
4. CARACTERIZAÇÃO DOS FUNDOS DE CAPITAL DE RISCO.....	58
4.1. ANÁLISE DOS RESULTADOS DA PESQUISA	58
5. CONCLUSÕES.....	71
5.1. SUGESTÕES DE PESQUISAS FUTURAS	72
REFERÊNCIAS.....	73
APÊNDICE.....	78

RESUMO

A captação de recursos, através de capital de risco, vem-se tornando uma alternativa para os empreendedores que necessitam de recursos financeiros para os investimentos em suas empresas. Para ter acesso certo aos investimentos disponíveis pelos capitalistas de risco, os empreendedores devem conhecer o que os esses investidores exigem quando buscam novos empreendimentos para investir. Este trabalho pretende identificar as características dos fundos de investidores brasileiros de capital de risco, com o objetivo de auxiliar os empreendedores que buscam recursos financeiros por meio dessa modalidade de concessão de capital. A partir de pesquisas em dados secundários e dados primários – entrevistas semi-estruturadas e questionários fechados – junto aos responsáveis pelos investimentos de empresas brasileiras de capital de risco, constatou-se que os investidores de risco brasileiros possuem características que evidenciam um perfil comum. Os fundos de investidores de risco brasileiros aplicam seus recursos, em média, durante 3 a 5 anos – tempo suficiente para ter retornos superiores a 31%. Esses investimentos, na ordem de R\$ 500.000 a R\$ 1.000.000, não representam menos de 36% da participação acionária. Além dos recursos financeiros, os investidores possibilitam aos empreendedores serviços complementares. Na sua escolha de investimentos, os capitalistas de risco verificam três principais atributos: estratégia de saída, potencial de crescimento e equipe gerencial competente. Os empreendedores, tendo o conhecimento das exigências dos investidores, podem desenvolver ou reorganizar seus negócios, tornando-os adequados a investimentos de capital de risco.

Palavras-chaves: capital de risco, investimentos, caracterização dos fundos

ABSTRACT

Raising venture capital has become an alternative for the entrepreneurs that need financial resources for the investments in their companies. In order to get the correct investments the risk capitalists have available, the entrepreneurs need to know what these investors demand when they look for new enterprises to finance. This work intends to identify the characteristics of the Brazilian venture capital funds as a means to help the entrepreneurs looking for venture capital funding. Researching secondary and primary data – semi-structured interviews and closed questionnaires – from the managers in charge of the investments of Brazilian venture capital companies, it was verified that the Brazilian risk investors possess characteristics that evidence a common profile. The Brazilian venture capital funds invest their resources, on the average, for 3 to 5 years – enough time to have over 31% of return. These investments, from R\$ 500,000 to R\$ 1,000,000, will not be less than 36% of the stock participation. Besides the financial resources, the investors provide the entrepreneurs complementary services. When choosing investments, the risk capitalists check out three main attributes: exit strategy, growth potential and competent management team. If the entrepreneurs know how investors are like, they can develop or reorganize their enterprises, making them suitable for venture capital investments.

Key words: venture capital, investments, characterization of the funds

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Evolução Risco <i>versus</i> Retorno em Investimento de Capital de Risco	36
Figura 2: Processo de Investimento da <i>Venture Capital</i>	45

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Diferenciação entre capital de risco e empréstimo bancário	32
Quadro 2: Cenários de distribuição de participações de diferentes “Term-Sheet”	40
Quadro 3: Roteiro de entrevista	56

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Início das negociações de capital de risco	59
Gráfico 2: Regiões dos investimentos de capital de risco	59
Gráfico 3: Transações efetuadas pelas empresas de capital de risco	60
Gráfico 4: Classificação dos riscos dos investimentos	61
Gráfico 5: Participação acionária dos investimentos de capital de risco	61
Gráfico 6: Projetos que alcançaram o retorno esperado	62
Gráfico 7: Valores investidos por projeto de capital de risco.....	63
Gráfico 8: Taxa de retorno anual dos investimentos de capital de risco	63
Gráfico 9: Taxa de desconto anual para análise dos investimentos de capital de risco.....	64
Gráfico 10: Atividades prestadas pelos investimentos de capital de risco	65
Gráfico 11: Características principais do empreendedor	65
Gráfico 12: Tempo de análise para um investimento de capital de risco	66
Gráfico 13: Tempo para receber o valor do investimento de capital de risco	67
Gráfico 14: Critérios na seleção de um investimento de capital de risco	68
Gráfico 15: Estágios das empresas que recebem investimentos de capital de risco.....	69
Gráfico 16: Principais áreas de interesse dos investidores de capital de risco	70

1. INTRODUÇÃO

1.1. CONTEXTUALIZAÇÃO

Idéias inovadoras devem ser exploradas de maneira comercial para o aumento do potencial econômico do mercado (DORNELAS, 2000). Empresas novas, com idéias rentáveis e com uma estrutura flexível, podem reagir mais adequadamente às preocupações dos clientes e às mudanças econômicas do que empreendimentos estabelecidos.

Conciliar empreendedores e investidores de capital de risco é uma das saídas para o desenvolvimento de grandes idéias. Essa interação pode ser considerada perfeita para intensificar o desenvolvimento econômico de um País.

O mercado de capital de risco viabiliza recursos financeiros de longo prazo para o desenvolvimento de novos produtos e tecnologias, assegurando, dessa forma, que os resultados do planejamento e desenvolvimento de novas idéias sejam traduzidos, efetivamente, em resultados comerciais.

A atividade de capital de risco, segundo Levin (1998), tomou impulso com a Revolução Industrial, tornando-se a opção de financiamento para os negócios não cobertos pela atuação dos bancos.

O mercado de capital de risco apresenta uma grande diversidade de investimentos. Os seus diversos mecanismos tendem a se estruturar de acordo com as diferentes necessidades das empresas, à medida que estas percorrem os estágios de desenvolvimento da cadeia de inovação.

Essa estrutura reflete, por um lado, o ciclo de vida da empresa – da fundação à maturidade – e, por outro, as necessidades de capital, de acordo com o seu estágio de desenvolvimento.

O capital de risco é um importante fator para a capitalização de empresas de tecnologia. Os altos juros praticados pelos bancos afastam os empresários do crédito, já que não podem oferecer garantias. Com capital de risco, a empresa recebe investimentos para se

desenvolver, vendendo ações e ainda ganha um sócio, que pode trazer a sua experiência administrativa e compartilhar o risco do negócio.

A atividade profissionalizada de capital de risco (*venture capital*) é considerada um fenômeno recente. Porém, no sentido mais amplo de “capital privado de risco”, verificam-se formas muito semelhantes a essa prática em quase todas as sociedades com atividade comercial relevante.

Vários fatores afetam o nível de compromisso das organizações de capital de risco. Poterba (1989) discute que muitas das dificuldades no levantamento de fundos pudessem surgir de mudanças na provisão ou na demanda para capital de risco.

Quando se recorre à provisão de capital de risco, demonstra o desejo de investidores para colocar dinheiro em fundos de capital de risco. A demanda é então, o desejo de empresários em atrair investimento de capital de risco para suas empresas.

Para um investidor, financiar uma empresa inovadora e jovem é um projeto bastante arriscado, porque a incerteza relativa aos resultados é muito alta. Particularmente, empresas que desenvolvem atividades na área de inovação tecnológicas são, tipicamente, associadas a mais incertezas sobre o valor potencial do seu investimento do que empresas de indústrias tradicionais. A incerteza adicional surge em razão do risco de imitação e da incerteza sobre a realização da inovação.

Estudos desenvolvidos por Barbierato (2001) limitaram-se a descrever os estágios e os pontos-chaves na triagem dos investimentos por capitalistas de risco, não contemplando os aspectos quantitativos desses aspectos.

McMillian *et al.* (1985) através de suas pesquisas levantaram, também, os principais critérios de seleção os quais capitalistas de riscos baseiam-se na escolha de seus investimentos. Outros estudiosos, como Fried e Hisrich (1994a), Kaplan e Stromberg (2000a e b), Gompers (1995), desenvolveram estudos para entender como os capitalistas de risco fazem seus investimentos, adicionando valor ao empreendimento.

Também nesta linha de estudo, Fried e Hisrich (1994b), Sahlman (1990), Barry *et al.* (1990), Gorman e Sahlman (1989), Hellman e Puri (1998 e 2000), Lerner (1995), procuraram analisar o valor das *venture capital* após os investimentos feitos nas empresas.

Contudo todos estes estudos não contemplavam os *venture capitalists* situadas no Brasil. Este trabalho, vem ao encontro como os resultados alcançados pelos estudiosos no assunto, utilizando estes resultados para identificar as características dos fundos brasileiros de capital de risco.

Com informações acerca dos investidores de risco brasileiros, os empreendedores poderão desenvolver empreendimentos que contemplem as características que são observadas e valorizadas pelos investimentos.

1.2. OBJETIVOS

1.2.1. Geral

Identificar as características dos fundos de investidores de capital de risco brasileiros, facilitando a busca dos empreendedores por recursos financeiros.

1.2.2. Objetivos Específicos

- Apresentar os conceitos sobre capital de risco.
- Conhecer as características e particularidade do capital de risco.
- Entender como é o processo de investimento através do capital de risco.
- Levantar as características do investidor de risco no brasileiro.

1.3. METODOLOGIA

A parte inicial deste trabalho, a metodologia constitui de um levantamento bibliográfico (através de livros, periódicos, internet) acerca do conceito, desenvolvimento, aplicações e particularidades dos investimentos de capital de risco.

Na segunda parte, buscou-se através de pesquisas identificar as características pertinentes aos fundos de investidores de capital de risco. Para isso, foram coletados dados por meio de um estudo descritivo exploratório, via entrevistas e questionários aos fundos de

investidores associados a Associação Brasileira de Capital de Risco. Para o desenvolvimento das pesquisas utilizou-se a amostra de conveniência, ou, seja não-aleatória.

A pesquisa teve seu início com a visita a fundo de investimentos de capital de risco, situados nos estados de Santa Catarina e São Paulo, no período de março e abril de 2003, onde buscou-se identificar particularidades e parâmetros sobre este mercado. Utilizou-se um estudo qualitativo através de entrevista semi-estruturada.

Este estudo serviu como embasamento para o desenvolvimento do questionário exploratório que serviu para identificar as características predominantes nos fundos de investimentos de capital de risco no Brasil.

1.4. LIMITAÇÕES DO TRABALHO

Este trabalho apresentou limitações e, por isso, não se poderia deixar de citá-las para que não fosse criada uma falsa expectativa em relação ao seu conteúdo.

Este estudo analisa as características dos fundos de investidores de capital de risco brasileiro, não discutindo com profundidade a visão dos investidores e das empresas que recebem este tipo de capital. Outro ponto que não foi explorado foi o interesse do governo e a possibilidade de desenvolvimento de ações governamentais para estimular o desenvolvimento de capitais de risco no país.

1.5. ESTRUTURA DO TRABALHO

O primeiro capítulo apresenta uma introdução sobre a importância deste trabalho, bem como os objetivos a serem alcançados e a metodologia utilizada.

O segundo capítulo apresenta uma abordagem acerca das definições, características e particularidades sobre a modalidade de investimento através de capital de risco.

O terceiro capítulo apresenta o procedimento para a realização da pesquisa, contemplando sua característica, instrumentos de coleta de dados, execução e apresentação dos resultados.

O quarto capítulo apresenta as análises desenvolvidas a partir dos resultados encontrados dos questionários, ressaltados pelas entrevistas efetuadas.

As conclusões e sugestões do trabalho são evidenciadas no último capítulo deste estudo.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1. FONTES DE RECURSOS

Um ponto crítico da gestão de qualquer empreendimento, segundo Dornelas (2000), independente do porte, é a alocação eficaz de recursos. Porém, mais do que saber onde aplicar os recursos financeiros é saber onde e como captar esses recursos.

Dentro de um processo de investimento a longo prazo, as empresas podem contar tanto com o capital próprio quanto capital de terceiros. As principais formas de financiamento de longo prazo, segundo Lemes Júnior *et al.* (2002), são: recursos próprios gerados internamente por lucros retidos; recursos externos sob forma de endividamento; e recursos externos sob forma de emissão de ações.

Segundo Gitman (2001) fontes de financiamentos a longo prazo são, freqüentemente, comparadas com relação aos direitos de propriedade, reivindicações sobre os lucros e ativos, prazos de vencimentos e tratamento tributário. Espera-se que o capital próprio permaneça na empresa durante um período de tempo indefinido, para que a empresa consiga obter lucro, gerando assim seu maior crescimento no mercado.

O capital próprio é uma das fontes de recursos que pode ser levantado internamente, por meio de lucros retidos e externamente pela vendas das ações preferências e ordinárias. (LEMES JÚNIOR *et al.*, 2002).

As fontes de recursos de capital de terceiros, conforme Ross (1995), são caracterizadas por qualquer tipo de fundos a longo prazo, obtidos pela empresa via empréstimos.

A fonte de recurso própria ou terceiro, quando utilizadas, proporcionam um custo chamado custo de capital, que segundo Groppelli e Nikbakht (2002), consiste em na taxa requerida de retorno que a empresa deve pagar para captar os recursos.

Esta taxa requerida de retorno para captar recursos financeiros de curto e de longo prazo são determinados pelo mercado. Se o risco associado na operação forem alto custo do capital será elevado, caso contrário será reduzido.

Assim o custo do capital de terceiros é consideravelmente menor que o custo de quaisquer outras formas de recursos. Os custos relativamente baixos de capital de terceiros

devem ser atribuído basicamente ao fato de que os credores são os que têm o menor risco que quaisquer outros fornecedores de capital em longo prazo.

O custo de capital é interferido pelas decisões de financiamento lastradas pela melhor estrutura de capital para a empresa. Marcon (2002) salienta que as decisões relativas à aplicação de recursos são totalmente dependentes ao custo destes. Independente do método empregado para avaliar os investimentos, o custo de capital será sempre um elemento essencial do processo decisório.

Porém, algumas empresas não conseguem obter recursos financeiros por meio de empréstimos. O motivo que as impede são dois: montante financeiro muito grande, e o alto risco do negócio. (PADOVANO, 1996).

Para solucionar este obstáculo, que dificulta o crescimento ou a implantação dos negócios, os empreendedores recorrem ao capital de risco. Considerado um recurso próprio, pois o investidor torna-se sócio da empresa, sujeito a todas condições de risco e retorno de um acionista.

2.2. INTRODUÇÃO AO CAPITAL DE RISCO

As pequenas e médias empresas, tradicionalmente, possuem grandes dificuldades de obter recursos financeiros fora do âmbito do sistema financeiro no Brasil, no que tange a capital de empréstimo e, acima de tudo, o capital acionário.

As empresas novas e inovadoras necessitam de recursos financeiros significativos para o seu desenvolvimento. Porém os novos empreendedores não possuem recursos financeiros suficiente, e muito menos, acesso à fontes externas de financiamento.

Contudo, Gorman *et al.* (1989) evidencia que não é só do capital que estes empreendedores precisam. Eles necessitam, acima de tudo, de conselhos estratégicos. Conselhos, estes, que os bancos, fontes tradicionais de capital financeiro, não têm disponibilidade técnica de oferecer devido à despreocupação com a visão mercadológica.

Os novos empreendedores ficam encurralados no momento de buscarem recursos. Isso ocorre em razão da necessidade de um grande montante financeiro, tornando o projeto inviabilizado se recorrerem às fontes tradicionais de recursos de capital.

Segundo Florida *et al.* (1988), uma fonte alternativa de capital direcionado para jovens empreendedores, inovadores, de alto risco e que possuem uma potencialidade de alto retorno é à busca de investimento através de capital de risco (*venture capital*).

Capital de risco, do inglês *venture capital*, consiste em uma forma de financiamento que leva em consideração a participação de um investidor em empresas ou empreendimentos com alto potencial de crescimento e rentabilidade, através da aquisição de ações ou de outros instrumentos financeiros, sem contrapartidas no que tange a garantias, com o objetivo de revenda e de realização de expressivos ganhos de capital a médio e longo prazo.

Conforme Barbierato (2001), o capital de risco compreende fundos de riscos de pequenas e médias empresas, que investem “capital” em projetos de empresas ou em empresas em início de operação, dando total apoio aos recursos humanos necessários para realização deste como (criação de estratégia de marketing, financeira, jurídica, etc), até que estas obtenham considerável solidez e valor de mercado, para que possam ser revendidas trazendo altos retornos a seus investidores.

A sua lógica e seu modo de operação reflete o reconhecimento de que, nesse particular universo de investimentos, vários fracassarão e muitos darão retornos apenas marginais. Assim, o retorno respeitável do seu “portfolio” terá que provir de apenas uns poucos investimentos que resultam bem sucedidos.

O sucesso desses poucos tem que compensar a falta de retorno dos demais. Isso explica o fato de que os *venture capitalist* são muito seletivos nas suas escolhas e só consideram oportunidades com grande potencial de retorno.

A atividade de capital de risco é um fenômeno relativamente novo, principalmente no Brasil, visto que, nos Estados Unidos, esta prática já vem se desenvolvendo há mais de 50 anos. Na Europa, a atividade é bem mais recente, mas seu crescimento tem sido bastante rápido, principalmente, a partir de meados da década de 80, destacando-se o Reino Unido e a França.

No Brasil, os investimentos de capital de risco tiveram seu início na década de 70, com a iniciativa do Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES), da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) e de algumas empresas do setor privado.

A indústria de capital de risco brasileira apresenta-se em fase de desenvolvimento, havendo investimentos muito dirigidos. Os investimentos em capital de risco vêm crescendo rapidamente nos últimos anos devido à criação de diversos fundos de investimentos de risco e à universalidade dos conceitos de investimentos de risco. ABCR (2001).

Embora o capital de risco possa envolver empresas de qualquer tamanho e de qualquer setor industrial, em geral, as empresas de base tecnológica são as que mais atraem os investidores de capital de risco, uma vez que oferecem perspectivas de retorno bastante elevadas em curto prazo.

Tradicionalmente, segundo Dornelas (2000), no Brasil, as pequenas e médias empresas possuem grandes dificuldades de obter recursos financeiros fora do âmbito do sistema financeiro no que tange a capital de empréstimo e, acima de tudo, o capital acionário.

Devido às características peculiares do capital de risco, ele é especialmente adequado para empresas em estágio de desenvolvimento, orientadas para a inovação e que não dispõem de acesso ao mercado acionário e nem a outras fontes tradicionais de recursos.

2.3. DEFINIÇÃO DE CAPITAL DE RISCO

O termo capital de risco advém de *capital risque*, que é a tradução francesa da expressão *venture capital*, de origem anglo-saxônica, possuindo o mesmo sentido e representando o mesmo fenômeno, e que, por isso, recebeu o mesmo significado também na maioria da literatura em língua portuguesa, segundo Montezano (1983), como sendo aquele que é direcionado para setores cujas rentabilidades esperadas são superiores ao custo de oportunidade do capital, já devidamente considerados os riscos.

Capital de risco é um instrumento financeiro que consiste, fundamentalmente, na participação temporária e minoritária de uma Sociedade de Capital de Risco no capital social de uma empresa. A entidade que disponibiliza o fundo para investimento torna-se sócia ou acionista da empresa financiada, participando, portanto, de modo direto nos riscos do negócio.

Santos (1987) define o capital de risco sendo uma atividade de participação no capital de uma empresa, geralmente nova, acentuando o aspecto mais dinâmico, arriscado e aventureiro do investimento realizado.

Por outro lado, Lorentz (1989) refere-se ao capital de risco como sendo um financiamento de longo prazo, baseado em participações acionárias, nas quais a remuneração do investidor se dá, basicamente, devido a ganhos de capital.

Ainda, pode-se definir capital de risco segundo Brealley & Myers (1992), como sendo um investimento a ser realizado em empresa privada. Esse capital de risco pode ser realizado por investidores especializados, empresas especializadas ou investidores individuais que disponham de capitais para investirem nesse tipo de atividade, que envolve grande risco porque ainda não foi testada.

Nos investimentos de capital de risco, o investidor torna-se acionista do empreendimento e depende do sucesso dele para ter seu retorno. O investidor, além de disponibilizar capital, também participa aconselhando a gestão, porém não lidera o negócio na sua atividade cotidiana.

Quando a empresa alcança um amadurecimento de suas atividades, provavelmente necessitará de mais recursos financeiros e, por isso, deverá proceder a sua primeira emissão pública de ações ordinárias ou outro tipo de oferta de papéis, modalidade de saída dos investidores mais comumente usada.

O sucesso de um novo negócio depende, de uma forma mais crítica, do esforço desenvolvido pelos administradores. Desse modo segundo Gompers (1998), as sociedades de capital de risco procuram estruturar um acordo de forma que a administração da empresa tenha um forte incentivo para se empenhar ao máximo em busca dos resultados planejados.

2.4. CAPITAL DE RISCO NO BRASIL

Muitas empresas, segundo Gorgulho (1997), podem financiar seu crescimento através da retenção de lucros ou através de empréstimos bancários, porém para empresas com rápido crescimento, como as de tecnologia, o capital de risco prevalece, devido à atratividade que elas oferecem aos investidores e dificuldade destas pequenas empresas em captar recursos em modalidades que exigem ativos fixos e fluxo de caixa.

No âmbito nacional, um estudo recente do Ministério da Ciência e Tecnologia coordenado por Ghedes e Cavagnoli (2002) cita estimativas do Serviço Brasileiro de Apoio as Micro e Pequenas empresas (SEBRAE) segundo o qual entre 1990 e 1999 foram construídas

no Brasil 4,9 milhões de empresas, dentre as quais 2,7 milhões se classificam como micro e pequenas empresas. Ainda segundo o SEBRAE, estas empresas (e os investimentos nelas realizados) foram responsáveis por aproximadamente 30% do PIB e 60% dos empregos gerados no país neste período.

No Brasil, existe o reconhecimento por parte do poder público da importância do processo de financiamento de micro, pequenas e médias empresas. O BNDES tem vários programas de financiamento para pequenas empresas e a FINEP tem diversos programas de apoio a pequenas e médias empresas em formação tais como o Programa de Apoio à Criação de Parques Tecnológicos e Incubadoras de Empresas, o prêmio FINEP de inovação tecnológica, e linhas de crédito especiais para empresas em formação.

Atualmente a Contec/BNDES (Programa de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica) é uma das iniciativas mais desenvolvidas no Brasil em termos de apoio a pequenas e médias empresas através de capital de risco. O financiamento através de capital de risco no Brasil iniciou-se, a partir da década de 70, com atuação do BNDES e da Financiadora de Estudos e Projetos FINEP, no setor público e de algumas empresas no setor privado.

O BNDES e a FINEP possuem diversos programas de apoio a pequenas e médias empresas em formação, tais como o Programa de Apoio à Criação de Parques Tecnológicos e Incubadoras de Empresas, o prêmio FINEP de inovação tecnológica, e linhas de crédito especiais para empresas em formação.

Outra iniciativa de apoio ao mercado de capital de risco seria uma participação do mercado financeiro (iniciativa privada) em oportunidades representadas por novas empresas com potencial de crescimento, ditas emergentes. Esta situação é representada, fundamentalmente, pela atuação de Fundos de investimentos criados para este fim e regulamentados pela Comissão de Valores Imobiliários (CVM), que define as regras de ingresso, saída, gerenciamento, responsabilidade dos fundos.

Podemos dividir o período de desenvolvimento de Capital de Risco, conforme Gorgulho (1997), em quatro fases. A primeira fase, que teve seu início na década de 80 até os primeiros anos da década de 90, se caracterizou por uns poucos investimentos de grupos locais. A segunda fase, que vai até o final da década de 90 (1998) se caracterizou pelo aumento do interesse de fundos internacionais, que participaram em privatizações, e focaram principalmente em investimentos em companhias estabelecidas. A terceira fase, a partir de

1998, viu não só a continuação dos investimentos característicos da fase anterior, como também o aumento de investimentos de capital de risco para companhias em formação, seguindo o modelo norte-americano de *Venture Capital*. Finalmente, a última fase, entrou-se em um período de amadurecimento e consolidação que é, pelo menos parcialmente, consequência do momento contracíclico nos mercados internacionais de ações e crédito com relação à América Latina.

Na primeira fase observou-se a atuação de grupos pioneiros nesta forma de investimentos no Brasil. Destaca-se neste período a Companhia Riograndense de investimentos (CRP) que iniciou investimentos no Rio Grande do Sul nos moldes de *venture capital* no início da década de 80. A CRP, é uma sociedade de capital de risco, formada por capitais privados e públicos. Foi criada em 1981 e é controlada por uma *holding* privada chamada de PARGS Participações Riograndenses. Esta *holding* é formada por cerca de 60 sócios, pessoas jurídicas e privadas, sendo que os principais sócios são responsáveis, em conjunto, por cerca de 79% do capital total. Os sócios públicos da CRP são o BRDE (Banco Regional Desenvolvimento do Extremo Sul) e o BANRISUL (Banco do Estado do Rio Grande do Sul S.A.).

A participação destes acionistas no capital social da CRP é dado pelo seguinte perfil acionário:

- PARGS 58,60%
- BRDE 20,70%
- BANRISUL 20,70%

Em 1990 a entidade criou a CRP-CADERI Capital de Risco S.A., tendo como acionistas empresas nacionais e organizações internacionais para operar, a semelhança da CRP, no Rio Grande do Sul e em Santa Catarina.

A CRP administra os recursos da CRP CADERI Capital de Risco S.A, que conta com cerca de US\$ 10 milhões para investimentos, realizando investimentos minoritários e temporários em empresas pequenas e médias com elevado potencial de crescimento e retorno. O mecanismo básico é a participação acionária ou através de debêntures conversíveis.

Nesta fase, os sócios principais do grupo realizam investimentos de controle (por exemplo, Brahma, Lojas Americanas), nos moldes de *private equity* com resultados positivo.

Este período se caracterizou por pioneirismo e investimentos exploratórios, alguns dos quais foram extremamente bem sucedido.

Na segunda fase, observou-se a institucionalização de *Private Equity* não só com a consolidação de fundos nacionais, que tiveram sucesso levantando capital para aplicações locais, como também com a confirmação do interesse de investidores financeiros internacionais, que passaram a incluir a América Latina em geral e o Brasil em particular suas estratégias de investimentos. Foram investidos no Brasil em *Private Equity* quase US\$ 4 bilhões entre 1996 e 1998 em 55 operações para um aporte médio de cerca de US\$ 70 milhões por investimentos.

Destes investimentos, aproximadamente um terço foi para compra de controle, sendo o remanescente constituído por investimentos de participação minoritária. A maior parte dos investimentos deste período foi em empresas estabelecidas visando acelerar o crescimento destas (*growth equity*)

A terceira fase se caracterizou pela proliferação de investimentos de *Venture Capital*, isto é capital de risco, primordialmente aplicado no crescimento de companhias recém-formadas. Barbierato (2001) salienta que estes investimentos procuram de certa forma replicar no Brasil o sucesso aparente do desenvolvimento de tecnologias relacionadas com Internet nos Estados Unidos (antes da queda da NASDAQ).

Segundo a Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR) em 1999 e 2000 foram investidas cerca de US\$ 2.25 bilhões em 125 operações de *Venture Capital* e *Private Equity* no Brasil, para uma média de US\$ 18 milhões por investimento. Ainda segundo a ABCR, no primeiro semestre de 2001 foram realizados 37 investimentos desta classe com tamanho médio do investimento de US\$ 12.5 milhões.

Verifica-se que o tamanho médio dos investimentos se reduziu substancialmente justamente por causa do maior número de investimentos de capital de risco em empresa em estágios iniciais de formação.

A quarta fase, que já dura mais de um ano, se caracteriza pela consolidação de investimentos já efetuados e pelo aumento do universo dos investimentos para incluir as diversas classes de capital de risco (*Venture Capital*, *Private Equity*, etc).

2.5. PARTICULARIDADES DO CAPITAL DE RISCO

Um das principais características que permeiam o capital de risco é a exigência da inovação. A empresa deve possuir, segundo Garner *et al.* (1995), uma idéia inovadora e promissora que envolva um alto fator de risco e que, para isso, necessite de dinheiro.

Caberá, portanto, ao capitalista de risco, compartilhar o risco da empresa. Se a empresa der prejuízo, o investidor não obtém lucro nenhum, mas se a empresa alcançar as metas projetadas, o investidor participa dos lucros.

Em geral, os capitalistas de risco somente estão interessados no negócio se visualizam uma possibilidade de obter um retorno mais elevado neste investimento do que no mercado tradicional.

O capital de risco justifica a base dos investimentos: quanto maior o risco, mais elevada a possibilidade do retorno previsto. Por essa razão, o capital de risco aponta para algumas características particulares, conforme Santos (1987):

- É uma atividade nova, reunindo novos empreendedores.
- É uma reunião de capitais diferentes, na qual o investidor se propõe a ser um sócio ativo, participando dos riscos do empreendimento, estando implícita a possível perda dos recursos alocados.
- É uma oportunidade de um ótimo investimento em atividade industrial promissora, mas arriscada.
- O sócio investidor tem liberdade de sair através da venda da sua participação.

Nos investimentos de capital de risco, o investidor investe seu capital com a perspectiva de retorno e rentabilidade bem maiores do que as oferecidas no mercado financeiro tradicional.

O processo *venture capital* é caracterizado, principalmente, pelas companhias de capital de risco ou pelas sociedades de capital de risco. Segundo Montezano (1983), essas organizações apresentam três características que as tornam distintas em relação a outras empresas de investimento.

- Envolvimento ativo com o empreendimento.
- Participação temporária na empresa.
- Aceleração da transformação da estrutura econômica.

2.6. DIFERENCIANDO O CAPITAL DE RISCO

Não existe hoje, em qualquer parte do mundo, uma economia forte sem um mercado de capitais desenvolvidos, assim como, atualmente, não se pode imaginar um mercado de capitais consistentes sem sólido processo de investimentos via *venture capital* e *private equity*, capaz de abrir novas perspectivas de financiamentos para as empresas emergentes.

Gorgulho (1997) diferencia dois termos utilizados no mercado de capital de risco, aos quais necessitam de tal diferenciação: *venture capital* e *private equity*. Existe uma ausência de definição no meio profissional e acadêmico que ocasiona problemas de compreensão.

Contudo, encontra-se um consenso a respeito da utilização das termologias *venture capital* quando se refere a investimentos em empresas que estão em fase embrionária ou mesmo em desenvolvimento inicial e *private equity* quando se trata de investimentos em empresas que já se encontram estabelecidas ou em estágio de expansão.

A grande dificuldade está ligada à utilização dos termos *venture capital* ou *private equity* como conceitos genéricos, referindo-se a investimentos em participações acionárias em empresas fechadas, independentemente do estágio de desenvolvimento em que se encontra a empresa.

Segundo Figueiredo (2002) a compra de participação acionária em empresas não negociada em bolsa por parte de investidores financeiros, forma de investimentos é conhecida como *private equity*, é uma classe de ativos financeiros que na última década se institucionalizou no Brasil, ganhando características de um mercado organizado. Nesta modalidade, investidores financeiros aceitam arcar com elevado risco de prover capital para uma empresa não negociada em bolsa, possivelmente em seus estágios iniciais de existência, em troca de um retorno esperado mais alto que o de outras classes de ativos.

As principais diferenças dos fundos *de private equity* para os investimentos de capital de risco são apontados por Levin (1998):

- Não financiam somente empresas que estejam iniciando suas operações, possibilitando assim, maior amplitude para a realização de financiamentos às empresas.
- Podem ser utilizados para o aumento do patrimônio líquido da empresa.
- Alavancam a empresa e a administração.
- Recapitalização e melhoria do caixa da empresa.
- Consolidação da empresa em seu segmento de mercado.
- “Turn-around” de empresas com baixa alavancagem e problemáticas.

Padovano (1996), salienta que os fundos de *private equity* brasileiros são constituídos juntamente com investidores estrangeiros, possuindo algumas características que os aproximam das empresas de capital de risco, como:

- Participações com ações ou similares (debêntures conversíveis ou bônus de subscrição).
- Participações temporárias de 2 até 10 anos de duração.

Desta forma, *private equity* é destinado a empresas de médio e grande portes e que estejam em um estágio de desenvolvimento mais avançado, não necessariamente sendo de base tecnológica.

Na categoria *private equity*, as empresas-alvo são, principalmente, as de controle acionário familiar, cujo faturamento esteja na faixa de US\$ 30 e US\$ 60 milhões/ano. Os investimentos nessas empresas destinam-se basicamente a:

- expansões;
- fusões e aquisições;
- modernização;
- alavancagem;

- operações de sucessão.

Os investimentos de fundos de *private equity*, além do suporte financeiro, oferecem, também, ajuda para as empresa investidas no que tange a:

- acesso a informações e contatos internacionais;
- know-how financeiro;
- apoio à gestão.

Conforme Figueiredo (2002) os mercados de *private equity* conectam investidores a companhias com necessidades de financiamento, quase sempre em troca de participação acionária na companhia que recebe o capital. Nesta modalidade de financiamento os provedores de capital negociam diretamente com as companhias captadoras para definir as condições contratuais dos investimentos. Dependendo das características da companhia que recebe os recursos, os investimentos de *private equity* podem ser classificados de formas distintas.

Se a companhia a ser financiada é pequena e está nos seus primeiros estágios de desenvolvimento, com empreendedores que em geral foram seus fundadores, a modalidade de financiamento é chamada de *Venture Capital*. Empresas de porte médio, segundo Kaplan *et al.* (2000b), ainda não listadas em bolsas por vezes financiam seu crescimento (quer orgânico, quer através de aquisições) através de venda de participação acionária a investidores financeiros que então ajudam a empresa a acessar os mercados de ações (*later stage investing*).

Outra modalidade de *private equity* é utilizada em algumas situações (com estruturas de financiamento complexas) para empresas que têm suas ações já negociadas em bolsas mas por alguma razão não têm outra fonte de financiamento disponível. O *leveraged buy-out* (LBO) é a forma de *private equity* em que investidores contraem dívida para comprar controle de uma companhia e saldaram esta dívida com fluxo de caixa da própria companhia.

Finalmente, em economias não emergentes existem ainda modalidades de *private equity* chamadas de financiamentos de mezanino (*Mezzanine Financing*) nas quais o alto retorno esperado pelos investidores é obtido não somente pela participação no controle acionário mas também com remuneração do capital empregado nos moldes de dívida.

O investimento em capital de risco é totalmente oposto a um empréstimo comum; não é visto como endividamento. Em um empréstimo tradicional, o financiador tem direito a juros e a reembolso do capital, independentemente da evolução do negócio.

O capital de risco exige uma entrada de dinheiro como contrapartida da tomada de uma posição minoritária no capital da empresa. Dessa forma, a rentabilidade dos investidores depende diretamente da rentabilidade e do sucesso do negócio.

Um banco, quando efetua um empréstimo, é recompensado pelos juros e pelo reembolso do capital do empréstimo. Este empréstimo está, normalmente, garantido pelos ativos da empresa ou pelos recursos pessoais do tomador do empréstimo.

Caso a empresa não cumpra os seus pagamentos, o financiador, geralmente um banco, pode executar o contrato, onde, geralmente, há bens do ativo da empresa em garantia; se os bens não forem suficientes ou, por diversas outras razões estabelecidas na Lei de Falência – Decreto-Lei 7661/45 –, a dívida não puder ser cobrada, o banco pode requerer a falência da empresa. O termo “liquidação” é usado como “falência” de bancos.

A indústria de capital de risco não possui quaisquer garantias sobre o ativo da empresa, embora o capital financiado pela empresa de capital de risco possa requerer alguma segurança. FIGUEIREDO (2002).

Assim, a empresa de capital de risco enfrenta, muitas vezes, o risco de ter prejuízo com o investimento, da mesma forma que os outros acionistas. A empresa de capital de risco é uma sócia empresarial de capital próprio e é recompensada pelo sucesso da empresa que, geralmente, atinge o rendimento do investimento através de sua saída na participação, que pode incluir:

- A revenda das ações ao provedor.
- A venda das ações a um outro investidor.
- A venda no mercado acionário.

Após a consolidação da empresa no mercado, quando não for mais necessário a participação da investidora, haverá a saída da *venture capital*. As condições para esta,

segundo Levin (1998), serão aquelas acordadas na ocasião do ingresso, baseadas nas condições previstas pelo contrato.

É ideal que nesta ocasião a empresa já tenha aberto seu capital, a fim de possibilitar a venda das ações em bolsas de valores ou no mercado de balcão.

De fato, a existência de mecanismo de saída ou desinvestimentos bem desenvolvidos é um dos fatores fundamentais para o sucesso da atividade de capital de risco, cuja lógica das operações pressupõe um desinvestimento no menor prazo possível e com o maior retorno possível. Segundo Gorgulho (1997), as formas mais comuns de saída são:

- Abertura de capital em bolsas de valores (oferta pública de ações).
- Aquisição por outra empresa.
- Recompra da participação pela própria empresa.
- Compra secundária da participação por uma terceira parte.
- Liquidação.

Os investimentos de capital de risco não são apenas recursos financeiros. Os investimentos de capital de risco pressupõem outros benefícios fornecidos por estes investidores.

Figueiredo (2002) afirma que ao contrário do financiamento tradicional, o investimento através de capital de risco elimina o problema de pagamento de juros, amortizações ou rasgastes. Com isso, permite que as empresas reinvestam os seus lucros como forma de financiar seu crescimento. Passando a dispor de um ativo que pode ser usado como garantias para novos financiamentos, melhorando sua atratividade junto a investidores.

Outra particularidade que diferencia um financiamento tradicional de um investimento através do capital de risco é apresentada pela ABCR (2001), conforme o quadro abaixo:

Capital de Risco	Empréstimo Bancário
Investimento de médio a longo prazo	Investimento de curto a longo prazo
Compromisso até a "saída". Investidor sócio, solidário ao risco.	Em princípio não há compromisso se a segurança do empréstimo estiver ameaçada.
Fornecer uma base de capital sólida e flexível para ir ao encontro aos seus planos de crescimento e desenvolvimento.	Uma fonte de financiamento útil se a empresa tiver uma autonomia financeira boa e se tiver um bom <i>cash flows</i> .
Bom para o <i>cash flow</i> porque a estrutura do financiamento está adequada às necessidades da empresa.	Requer <i>cash flows</i> estáveis para pagar os juros e o reembolso de capital.
Os rendimentos do investidor dependem do crescimento e do sucesso do negócio.	Depende de a empresa cumprir o serviço da dívida e manter o valor dos ativos que servem de garantia.
Se o negócio falhar, os investidores estão no mesmo nível de outros investidores, depois dos bancos, e propensos a perder o seu investimento.	Se o negócio falhar, o financiador geralmente tem a primeira palavra sobre os ativos da empresa. Garantias reais.
Se a empresa estiver em dificuldades, a empresa de capital de risco fará tudo para conseguir superar a (dar a volta à) má situação.	Se o negócio estiver prestes a falhar, o financiador pode liquidar o seu negócio a fim de salvar o seu investimento, e pode causar falências se tiverem sido usadas garantias pessoais.
Um verdadeiro parceiro de negócios, partilhando os riscos e as recompensas, com conselhos práticos e experiência.	A assistência disponível varia consideravelmente.

Quadro 1: Diferenciação entre capital de risco e empréstimo bancário

Fonte: ABCR, 2001

À medida que o negócio amadurece o papel do *venture capitalist* muda. Com o passar do tempo as empresas jovens estabelecem estruturas organizacionais mais formais diminuindo a importância nas habilidades tecnológicas e empresariais em relação às capacidades gerenciais e mercadológicas. Neste momento, segundo Sandberg *et al.* (1988), o capitalista de risco deixa de ser um interventor ativo para tornar-se um aconselhador.

O empreendedor ligado a um investidor de capital de risco consegue ver sua independência salvaguardada, equilibrando a relação entre capital próprio e de terceiros e, acima de tudo, ganhando maior credibilidade no mercado.

2.7. PROCESSO DE INVESTIMENTO

O termo *private equity* e *venture capital* englobam diversas modalidades de financiamentos nas quais o investidor passa a participar da estrutura acionária da companhia, mas em todas as situações certas características estão presentes.

Nestas modalidades, conforme Figueiredo (2002), o risco de perda de todo o capital empregado é significativo. Micro, pequenas e médias empresas recém-criadas por

empreendedores normalmente têm poucos ativos para servirem de garantia, projetam alguns períodos de prejuízo e têm que lidar com incertezas do mercado, não há garantia nem mesmo da sobrevivência da empresa a médio e longo prazo.

O investimento por *private equity*, em estágios mais avançados, envolve um risco muito alto por razões que variam de caso para caso. Para compensá-lo por este risco, o investidor financeiro busca participação acionária na empresa em uma dimensão que proporcione um retorno muito alto ao capital investido.

Nesta modalidade de financiamentos, Kaplan (2000a) salienta que todos os aspectos da operação, incluindo a avaliação da companhia, a estruturação do investimento, a definição das características contratuais e o detalhamento de quaisquer questões não usuais, são definidas através de negociações diretas entre os tomadores de capital (a companhia e seus acionistas) e os provedores de capital (os investidores financeiros).

Hart *et al.* (1990) afirma que o investidor financeiro de risco tem um horizonte de tempo limitado para obter o retorno esperado, em geral entre três a sete anos, e raramente mais de dez anos. Conseqüentemente, uma condição necessária para o investidor aportar capital é de ter um plano para sua saída alguns anos depois.

O investidor, segundo Hisrich *et al.* (1990), espera vender sua participação acionária com lucro que proporcione a ele o retorno esperado e somente fará o investimento se houver alta probabilidade de obter este retorno quando da sua saída, alguns anos depois. A condição necessária para a entrada do investidor na estrutura acionária é um plano realista para sua saída.

Mesmo em casos em que investidor terá, após o investimento, uma participação acionária minoritária, ele exigirá voz ativa na governança corporativa da empresa. Esta voz ativa normalmente é expressa através de assento com direito a voto no conselho de administração da empresa bem como um acordo de acionistas que especifica diversas matérias em que o investidor financeiro tem direito veto (denominado controle negativo). O objetivo dos investidores financeiros é preservar seu capital e eles procurarão se cercar de todas as garantias contratuais possíveis para que isto seja possível.

O processo que leva ao investimento desde o primeiro contato até o fechamento da operação é muito longo e trabalhoso. Os investidores financeiros estarão levantando todas as

informações necessárias para avaliarem os riscos da aplicação e decidirem se a probabilidade de obterem o retorno almejado é alta.

McMillan *et al.* (1987) afirma que existe uma considerável assimetria de informações entre o investidor financeiro por um lado e a companhia e seus acionistas e administradores por outro, uma vez que estes dispõem de dados muito mais precisos sobre a própria companhia e suas condições do investidor financeiro. Antes de finalizar a operação os investidores financeiros não medirão esforços para minimizarem esta assimetria de informações, e este processo demandará tempo e recursos substanciais.

As empresas requerem diferentes formas de financiamento e perfis de investidores. Um dos principais desafios deste ciclo de investimentos, segundo Shepherd (1999), é fazer com que a comunidade investidora ofereça aos empreendedores não apenas os recursos financeiros, mas também um suporte que agregue valor ao negócio sob a forma de troca de experiências e informações.

Os investidores de capital de risco aplicam seus recursos financeiros em empresas que consideram atrativas. Porém esses investimentos estão atrelados ao estágio de desenvolvimento que a empresa se encontra, pois, em cada estágio, são necessários montantes diferenciados.

Segundo Barbierato (2001) e ABCR (2001), no Brasil, os investimentos de capital de risco são efetuados, basicamente, nos seguintes estágios de desenvolvimento:

- a) *Seed*: permite que o conceito de um negócio seja desenvolvido, talvez envolvendo a concepção de um plano de negócios, de protótipos e de pesquisa adicional, antes de introduzir o produto no mercado e iniciar o seu fabrico em grande escala. As empresas, nesse estágio, necessitam de uma quantia de capital relativamente pequena. Nessa etapa, o empreendimento está em processo de organização e precisa de capital para financiar a pesquisa e o desenvolvimento do modelo de negócio. Em geral, na fase de concepção, os recursos são provenientes do próprio empreendedor, da família ou de amigos mais próximos.
- b) *Start-up*: nesse estágio, a empresa começa a ser montada ou então iniciou as operações há pouco tempo. São raras as *start-ups* que conseguem obter lucro ou caixa de suas operações nessa etapa de seu desenvolvimento. É o momento do

desenvolvimento dos produtos da empresa e investimento inicial em marketing. O empreendimento pode ainda não ter iniciado a comercialização em massa de seus produtos ou serviços, mas já desenvolveu e testou o protótipo inicial. As empresas, nesse momento, oferecem um elevado nível de risco, pois são muito jovens e o histórico financeiro e operacional é bastante instável, mas podem representar excelentes oportunidades de investimentos em função do potencial de crescimento e de geração de riquezas. Nessa fase, o investimento é geralmente realizado por *angel investors* e é chamado de *seed money*. Esse primeiro aporte de capital é fundamental para a preparação da empresa para a primeira rodada de investimentos (*first round of financing*) e o *angel investor* fica com uma porção do capital da empresa como contrapartida do investimento realizado.

c) Early Stage: nesse momento, a empresa está em seu estágio inicial. Seus investimentos são dedicados à intensificação da produção e vendas dos produtos, pois a empresa já concluiu a fase de desenvolvimento do produto.

Durante essa fase, pode acontecer, ainda, uma segunda rodada de investimentos, ou *second round of financing*, cujas condições são semelhantes às da fase anterior, porém com preços de quotas mais elevados e riscos menores.

Normalmente, nesse estágio, como necessita de um montante financeiro não muito grande, mas significativo, os capitalistas de risco começam a investir neste estágio. Pois as empresas necessitam de um montante financeiro não muito grande, mas significativo. Isso ocorre, porém, com muita cautela, pois, nesse momento, as empresas ainda são novas e podem não estar gerando lucros.

d) Expansão: a empresa, agora, está com suas operações estabelecidas e requer capital para financiar sua expansão e o seu crescimento futuro. Nessa etapa, o volume de recursos aportados pelos investidores é geralmente maior do que no *seed money*, da qual geralmente participam mais de um fundo de *venture capital*.

Muitas vezes, o aporte de capital não é feito de uma só vez, mas em parcelas pagas à medida que a empresa atinge metas pré-estabelecidas no contrato da rodada de capital. Essas metas são acordadas entre o empreendedor e os investidores e oferecem uma segurança para os investidores de que o dinheiro investido está sendo aplicado de acordo com o contrato.

É uma etapa de rápido crescimento das receitas e das operações e a empresa começa a procurar parceiros e potenciais empresas para serem adquiridas de modo a acelerar a consolidação de seu negócio. O empreendimento pode, ainda, não ter gerado lucro.

Em função do maior volume de recursos exigidos, esses aportes são geralmente realizados por *venture capitalists*, que são fundos de investimentos especializados em financiar projetos de alto risco. Os *venture capitalists* também ficam com uma porção do capital da empresa como retorno aos recursos investidos.

No Brasil, os investimentos de capital de risco estão distribuídos em todas as fases de desenvolvimento. Segundo pesquisa da Associação Brasileira de Capital de Risco, desenvolvida pela Fundação Getúlio Vargas mostra que existe uma concentração de investimento em empresas já estabelecidas. Isso porque estas já demonstram possuírem capacidade de retorno, reduzindo, assim, o risco do investidor do negócio dar errado.

O mercado de capital de risco apresenta uma grande diversidade. Os seus diferentes mecanismos tendem a estruturar-se de acordo com as diferentes necessidades das empresas à medida que estas percorrem os estágios de desenvolvimento da cadeia de inovação.

À medida que a empresa evolui, conforme figura 1, sua necessidade de recursos aumenta, devido aos investimentos que são realizados e a sua complexidade. Com sua evolução a empresa torna-se mais madura e consolidada no mercado diluindo seu risco de insucesso e seu retorno financeiro. (GOMPERS 1995).

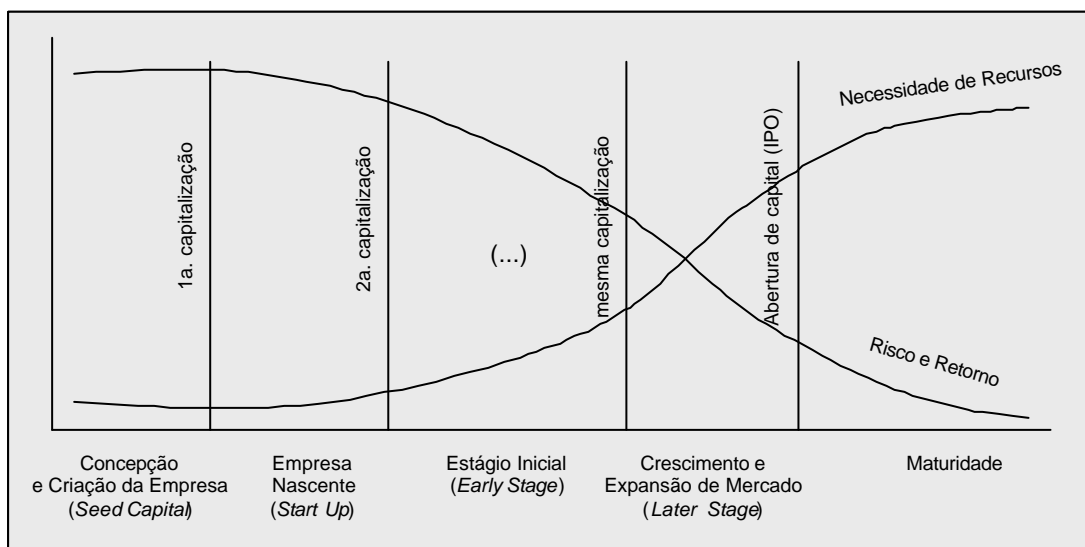


Figura 1: Evolução Risco versus Retorno em Investimento de Capital de Risco
Fonte: BVCA, 1998

2.8. CATEGORIAS DE INVESTIDORES DE RISCO

Durante a evolução no desenvolvimento das empresas, cada estágio necessita de um montante de investimento. Esse montante é disponibilizado seguindo uma estrutura de investidores, que de acordo com Osnabrugge (2000), possui uma ligação entre o ciclo de vida da organização e o nível de risco que o investidor assume.

O mercado de capital de risco é caracterizado, no mundo, pela existência de três tipos básicos de investidores de risco:

a) *Venture Capitalists*: são sociedades com objetivo de tomada de participações no capital de outras empresas, numa perspectiva de investimento de médio e longo prazo, das quais irão obter, mais tarde, mais-valias com a alienação posterior da participação adquirida. Essas sociedades, além dos meios financeiros que resultam do seu capital social, gerem diversos tipos de fundos especializados.

b) *Business Angels*: são indivíduos privados que agem, normalmente, por conta própria. Gompers (1998) considera o *business angels* como sendo ricos indivíduos que investem em participações em pequenas companhias fechadas, geralmente em indústrias nas quais possuem experiência.

O capital do anjo de negócios consegue complementar a indústria do capital de risco, proporcionando quantias mais baixas de financiamento, numa fase mais prematura do que muitas sociedades de capital de risco são capazes de investir, nomeadamente os projetos de *seed capital* e *start-ups*. Os anjos de negócio representam uma fonte de capital importante para novos e crescentes negócios, embora, no nosso país, ainda sejam sub-utilizados.

É normal dividí-los em quatro grupos diferentes: *angels* com experiência profissional (ex-executivos de grandes empresas); *angels* guardiões (veteranos da indústria); *angels* de rendimento financeiro (indivíduos com grandes fortunas); e *angels* empreendedores (empreendedores que triunfaram nos seus negócios).

c) *Corporate Venturing*: são investidores (normalmente, sob a forma de empresa) que realizam investimentos em empresas jovens, geralmente, nas áreas tecnológicas, que

encaixem em suas estratégias e que acabarão, mais tarde, por pertencer aos respectivos conglomerados.

2.9. NEGOCIANDO COM CAPITAL DE RISCO

Conforme Silva e Bueno (2002), tanto o *venture capital* quanto à equipe empreendedora se vêem diante dos chamados problemas de agenciamento (*agency problems*), nomeadamente, os de “seleção adversa” e de “risco moral”. Para fazer frente ao problema da seleção adversa, o *venture capital* realiza o chamado “due diligence” que consiste em proceder a toda sorte de levantamento sobre o negócio e sobre a equipe, de modo a se certificar, da melhor forma possível, de que a escolha foi correta.

Além disso, estipulam-se condições onde a equipe possa ser substituída e outras em que ele decide por abandonar o empreendimento. Já no caso do problema de risco moral, o *venture capital* busca formas de evitar possíveis não alinhamentos de interesses (incentivos) entre as partes, tanto através de cláusulas contratuais e outras como *Deal Structures*.

O *Deal Structures* é o passo posterior ao *Due Diligence*, nesta etapa o investidor está preocupado em investir em termos que sejam atraentes para ele, e o empreendedor da mesma forma quer tirar o máximo de vantagem na estruturação. Torna-se, então, essencial uma estrutura flexível e eficiente, que alinhe o interesse entre as partes e projeta-os tendo em vista as diferentes situações que a empresa enfrente.

Os investimentos em *venture capital* são ilíquidos, afirma Silva e Bueno (2002). Os diferentes tipos de títulos, preços e todos os outros termos devem ser negociados diretamente. Essa negociação resulta em um *Deal Structure*, que é um acordo legalmente acertado entre o investidor e a companhia, no qual estão definidos os direitos e as obrigações das partes envolvidas.

O *Deal Structures* refere-se aos elementos do negócio e do processo pelo que esses instrumentos conseguem ser formalizados. Não existe um perfeito ou absoluto *Deal Structures*, porque o acordo entre a companhia e o investidor deve balancear as necessidades de ambos, alinhando seus interesses, bem como criando flexibilidades para futuros investimentos.

A estrutura do investimento privado, segundo Silva e Bueno (2002), pode ser dividida em 4 categorias:

- Risco e retorno: estrutura financeira.
- Motivação para empreendedores e funcionários chave: provisão de compensações para fundadores e empregados.
- Controle: condições com respeito a governança corporativa e direito dos proprietários.
- Saída: possibilidades de liquidação.

Freqüentemente o *Deal Structure* negociado com uma companhia é sumarizado em um *term sheet*, documento que guia os advogados para o acordo de investimento. Enquanto o *term sheet* pode ter muitas formas e incorporar muitas questões, ele deve essencialmente conter o seguinte”:

- Um acordo sobre o *Valuation* do negociado, incluindo a tabela de capitalização. Esta tabela contém os tipos de títulos a serem emitidos pela empresa e o número de títulos em circulação.
- Os termos financeiros e legais do investimento.
- Direitos para ambas as partes.
- As obrigações legais de todos os envolvidos.

O *term sheet* deve ser ajustado para cada situação, conforme o acordado entre a companhia e o investidor. O acordo de investimento é o documento final firmado entre as partes com apoio de seus respectivos advogados. O *term sheets* é o documento que registra o acordo realizado entre o investidor e o empreendedor, no qual buscam alinhar os interesses e mitigar os riscos existentes.

Silva e Bueno (2002) selecionaram através de pesquisas, 5 modelos comuns na indústria de *venture capital* e suas variantes com inclusão do pagamento de dividendos. Os contratos selecionados foram os seguintes:

- a) Ações Ordinárias.
- b) Ações Preferenciais.
- c) Ações Preferenciais Conversíveis.
- d) Ações Preferenciais Conversíveis Participantes.
- e) Ações Preferenciais com Redenção.

Em caso de uma liquidação, ou saída do investidor, os contratos disparam cláusulas que dizem respeito à participação e a distribuição de valores conforme os diferentes cenários. O quadro, abaixo, apresenta os comportamentos desses títulos:

VALOR DO NEGÓCIO (CENÁRIO DE LIQUIDAÇÃO)	PREFERENCIAIS COM REDENÇÃO	PREFERENCIAIS CONVERSÍVEIS	PREFERENCIAIS CONVERSÍVEIS PARTICIPANTES	PREFERENCIAIS	ORDINÁRIAS
De 0 ao valor de face da preferencial (VF)	Tudo para o investidor	Tudo para o investidor	Tudo para o investidor	Tudo para o investidor	% que diz respeito a sua participação como acionista ordinário no negócio
Do valor de face ao valor da empresa no tempo do investimento (ETI)	Valor de Face mais % que diz respeito a sua participação como acionista ordinário no negócio	Valor de Face somente para o investidor	Valor de Face mais % que diz respeito a sua participação como acionista ordinário no negócio	Valor de Face somente para o investidor	% que diz respeito a sua participação como acionista ordinário no negócio
Do ETI a Oferta Pública Inicial (OPI)	VF mais % que diz respeito a sua participação como acionista ordinário no negócio	% que diz respeito a sua participação como acionista ordinário no negócio	Valor de Face mais % que diz respeito a sua participação como acionista ordinário no negócio	Valor de Face somente para o investidor	% que diz respeito a sua participação como acionista ordinário no negócio
Acima da Oferta Pública Inicial	Valor de Face mais % que diz respeito a sua participação como acionista ordinário no negócio	% que diz respeito a sua participação como acionista ordinário no negócio	Valor de Face mais % que diz respeito a sua participação como acionista ordinário no negócio	Valor de Face somente para o investidor	% que diz respeito a sua participação como acionista ordinário no negócio

Quadro 2: Cenários de distribuição de participações de diferentes “Term-Sheet”

Fonte: Silva e Bueno (2002)

Depois do enfoque sobre as fontes e financiamentos de recursos, daremos ênfase na pesquisa. De modo geral o capital de risco enquanto incremento de tecnologia e produtos inovadores está mais voltado para empresas menores (de pequeno e médio porte), já que as

grandes empresas possuem quando não fundos internos, fontes diversas que as permite financiar o processo de inovação, que quase sempre se caracteriza por muitas incertezas e processos maturativos e demorados.

2.10. REQUISITOS PARA OBTER CAPITAL DE RISCO

Os focos de investimentos das *venture capital* (*start-up*), são voltados para pequenas e médias empresas, que possuem um grande potencial para crescimento acelerado e expansão, as empresas que se qualificam para os investimentos recebem do fundo (*venture capital*), todo o financiamento necessário e a competência gerencial para estimular o crescimento, faturamento, lucratividade.

Conforme Barbierato (2001) para que seja efetuado o investimento existem condições que devem ser estabelecidas: a) a empresa deve atingir “**breakeven point**” do capital investido, dentro dos dois primeiros anos de operação; b) a *venture capital* tem preferência por investimentos nos quais o empreendedor está disposto a abrir mão 50% ou mais do controle da empresa.

Barbierato (2001) ainda afirma que para tomar suas decisões de investimentos as *venture capital* utilizam um processo de triagem dos investimentos com quatro estágios os quais são:

- a) Um plano de negócios simplificado e preenchido pela *starts-up* junto ao fundo:
 - Adequação de projetos a modelos de *e-commerce* e *e-business*, que são aqueles que melhor se adaptam e se aproveitam do estágio atual.
 - Experiência e conhecimento do mercado dos empreendedores no ramo em que se propõem a atuar;
- b) Um plano de negócios mais detalhados e completados através de um documento padrão enviado pela companhia *venture capital*:
 - Nesta fase são avaliados os números fornecidos pelo empreendedor, coerência, forma de faturamento, projeções, etc, em sua avaliação avalia-se a plausibilidade do projeto (condição do projeto).
- c) Os empreendedores são entrevistados pelas *venture capital*:

- Os critérios de avaliação são bastante subjetivos, e relacionados com a capacidade do empreendedor em vender suas idéias, nesta fase o projeto no qual se pretende investir é submetido a uma análise mais profunda da sua atual situação financeira.
 - Todos os números são revistos e o conceito de negócio é reavaliado, após este processo já é possível estabelecer quanto as *venture capital* estão dispostos a investir no projeto.
- d) E por último a idéia é apresentada para um comitê de investidores:
- Além dos recursos próprios, as *venture capital* atuam captando recursos de alguns outros investidores, normalmente companhias de capital de risco maiores, com atuação global.

2.11. O PROCESSO DE DECISÃO DE INVESTIMENTO

Diferentemente das fontes tradicionais de capital financeiro, os capitalistas de risco desenvolvem análises em relação a novos empreendimentos, levando em consideração outro critério que o mercado tradicional não considera.

Vários estudiosos desenvolveram trabalhos com o objetivo de criar um modelo para identificar a seleção de investimentos adotada por fundos de investimentos privados de capital de risco. O que diferencia um estudo do outro é a ênfase adotada por cada um.

Bruno e Tyebjee (1983) descrevem o processo de seleção como uma relação de fatores negativos e positivos. Este estudo enfatiza a existência de condições favoráveis de mercado que levam a aceitar uma proposta de investimento.

Por outro lado, McMillian et al. (1985) considera que o principal critério de seleção utilizado é a capacidade dos gestores dos projetos. Conforme o estudo de McMillian, os investidores enfatizam a capacidade gerencial da empresa, pois ela assegura seu crescimento.

Porém, o fracasso ou sucesso de um investimento, segundo McMillian et al. (1987) está atrelado a aceitação do produto no mercado e sua proteção quanto à entrada de concorrentes.

Alguns estudos apontam falhas nos modelos utilizados por Bruno e Tyebjee e McMillan por não considerarem os diversos estágios do processo de seleção utilizados por fundos de venture, dos quais diferentes critérios são empregados.

Fried e Hisrich (1994a) desenvolveram um estudo que contemplou uma análise isolada das fases do processo de decisão de investimentos. Este estudo concluiu a existência de três critérios genéricos utilizados no processo de seleção de oportunidades por *venture capitalists*, que são:

- Atratividade da indústria e viabilidade do projeto.
- Experiência e a capacidade de liderança da gerência.
- Possibilidade de altos retornos e de saída do investimento.

Os investidores de riscos utilizam modelos de seleção de investimentos baseados nos três critérios identificados por Fried e Hisrich, o que os distingue são os pesos relativos de cada critério de acordo com o estágio de desenvolvimento das empresas que se pretende investir.

Alguns trabalhos foram realizados em outros países mostrando como os capitalistas de risco tomam suas decisões de investimento pois há um grande interesse na academia e também pelos usuários deste recurso em entender como o capitalista de risco faz e adiciona valor. Destacam-se Fried e Hisrich (1994a), Kaplan e Stromberg (2000a e b), Gompers (1995). Outros trabalhos procuraram analisar o valor das *venture capital* após o investimento ser feito, como Fried e Hisrich (1994b), Sahlman (1990), Barry et al. (1990), Gorman e Sahlman (1989), Hellman e Puri (1998 e 2000), Lerner (1995).

Segundo estudos feitos por Grossman e Hart (1986), bem como Hart e Moore (1990), mostraram que a obtenção de capital fica dificultada e conseqüentemente mais cara em situações de assimetria de informações nas quais há dificuldade de verificar se certas metas foram atingidas bem como em outros casos de dificuldade na mediação de performance.

Caso a assimetria de informação fosse completamente eliminada, McMillan *et al.* (1985) afirma que as dificuldades para obtenção de financiamentos seriam superadas. A maioria dos economistas financeiros, por ter um grau de especialização alto, tem sido, na prática, capazes de resolver estes problema de assimetria de informação.

Hisrich e Jankowicz (1990) identificaram três abordagens básicas onde pode-se expandir os critérios de investimentos das empresas de capital de risco: conceito, gerenciamento e retorno.

O conceito tem quatro componentes: potencial para crescimento dos lucros, a idéia do negócio, a vantagem competitiva e por último o capital inicial deve ser coerente com o retorno a ser oferecido.

Os gerentes devem demonstrar integridade pessoal, desempenho profissional em outras empresas, habilidade em identificar e lidar com riscos. Eles devem ser flexíveis e entender do mundo dos negócios. Devem apresentar capacidade de liderança e experiência em gerenciamento.

Os retornos possuem três componentes: oportunidade de saída; potencial para alta taxa interna de retorno, em torno de 30 a 70%; e potencial para retornos absolutos também altos.

O capitalista de risco observa no negócio do empreendedor quatro características, segundo Dornelas (2000): capacitada da equipe de gestão; plano negócio bem fundamentado; um mercado alvo expressivo e em crescimento; e uma idéia realmente inovadora.

Porém, quando o investimento é efetuado, os capitalistas iniciam um monitoramento não só a saúde financeira de empresas, mas também monitoram as estratégias e decisões.

Normalmente levando um papel ativo aconselhando a empresa e proporcionam uma melhor interação com consultores, advogados, banqueiros de investimento ou gerentes qualificados.

O processo de tomada de decisão pode ser modelado em seis estágios e possui uma duração, média, de 3 meses, conforme Fried e Hisrich (1994a). Estes estágios podem ser melhor demonstrado através da Figura 2.

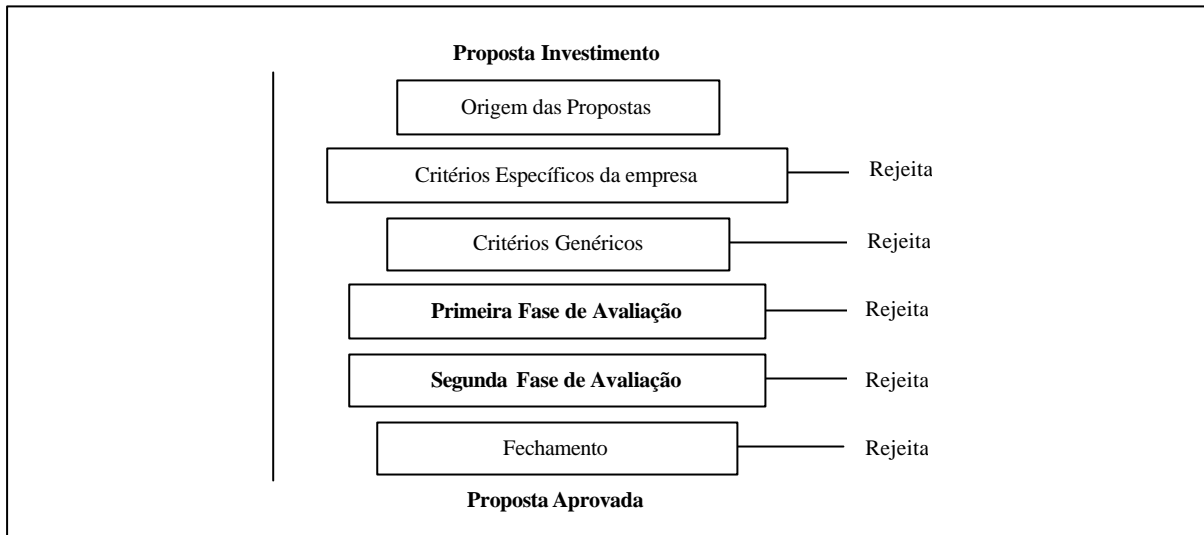


Figura 2: Processo de Investimento da *Venture Capital*

Fonte: Fried e Hisrich (1994a, p.31)

Na fase da origem, os decisores da empresa de capital de risco buscam informações e referências acerca da empresa que está solicitando o investimento. Como muitas empresas de capital de risco possuem critérios quanto ao tamanho do investimento, setor no qual investem, localização do negócio e estágio do financiamento, o segundo estágio elimina as propostas que não se enquadram nestas exigências. O terceiro estágio complementa o anterior com a análise do plano de negócio. Na primeira fase de avaliação ocorrem as reuniões entre os interessados e a análise do negócio. Já na segunda fase o objetivo é determinar quais são os obstáculos ao investimento e como solucioná-los. Na última fase, os detalhes da estrutura são finalizados e os documentos legais são negociados.

A *venture capital* no processo de análise de investimento tem como principal ponto fraco deste processo de tomada de decisão, a busca de investimentos em novos empreendimentos, que estaria ligado a grande subjetividade do agente imposta pelo alto grau de incerteza do mercado e a escassez de dados e a assimetria de informações.

2.12. POLÍTICAS DE AVALIAÇÃO

Numa abordagem mais complexa sobre o processo decisório das *venture capital* Shepherd (1999), procurou levantar se as políticas de avaliação de sobrevivência de novos empreendimentos por parte das *venture capital*, são consistentes com as políticas levantadas pela literatura de estratégica.

Para a definição das políticas de avaliação dos empreendimentos de risco alguns aspectos chaves são salientados por Shepherd (1999):

- Considerações do mercado: empreendimento com fatores chaves de sucesso relativamente mais estáveis;
- Considerações de concorrência: empreendimento com período de monopólio mais extenso, empreendimento com nível de competitividade relativamente mais baixo.
- Considerações da capacidade gerencial: empreendimentos com maior capacidade educacional, isto é possibilidade de educar o mercado sobre seus produtos e persuadir consumidores potenciais de que os benefícios de compra são maiores que os riscos. Empreendimentos com competência relacionada ao setor, isto é, com maior nível de experiência e conhecimento a respeito da indústria na qual atuam.

Shepherd (1999), cita como é importante o mercado e a concorrência, mas é muito difícil para as *venture capital* avaliarem previamente esses fatores, devido à incerteza ambiental que esta em torno de um novo empreendimento. Shepherd (1999), diz que para lidar com estas incertezas ambientais a empresa deve optar por projetos propostos por uma equipe gerencial, potencialmente capaz de lidar com as mudanças de ambiente de mercado e de concorrência.

Existe dentro do processo de escolha de investimento fatores que ajudam no crescimento, como os que dificultarão o crescimento, das *venture capital*. Atualmente alguns fatos contextuais podem ser tomados de imediato como delineadores deste panorama, até pelo fato de se somarem e produzirem um efeito sinérgico que diminui ainda mais o incremento do uso do capital de risco. Estes fatores, segundo Shepherd (1999), são os seguintes:

- Falta de cultura do mercado tanto do lado dos investidores quanto dos empreendedores para encarar esse tema com profissionalismo e segurança.
- Deficiências de liquidez para atrair um número maior de investidores.
- Qualificação inadequada de incubadoras e empresários para gerar propostas de negócio bem estruturadas e com alta atratividade.

- Escassez de capital na economia Brasileira, decorrente principalmente de causas macroeconômicas, tais como crescimento acelerado da economia Brasileira, baixo índice de poupança da população, desajuste do setor público e por fim e não por último, elevado nível de desigualdade de renda da população, este panorama empresarial em particular tem elevado as taxas de juro básica da economia para patamares muito elevados o que por decorrências tem aumentado a TIR (taxa interna de retorno), de eventuais projetos que busquem capital de risco, inviabilizando-os.
- Panorama empresarial nacional ainda em desenvolvimento, com baixo nível de confiança dos empresários no mercado, nos concorrentes, em instituições financeiras e em potenciais empreendedores.
- Grande presença de empresas multinacionais no panorama empresarial nacional, que leva estas empresas a eleger centros de pesquisas de natureza mundial, quase nunca em países emergentes e a disponibilidade de capital para emprego das inovações importadas.
- Falta de tradição no desenvolvimento de tecnologia para inovações do mercado, atuação, fundamentalmente, para pesquisas de natureza acadêmica, ou, por outro lado, pela aquisição de tecnologia já testada em outros países.

Por outro lado como em qualquer panorama de natureza sistêmica, forma que pode ser enquadrada a economia e a sociedade, houve também fatores que numa visão preliminar podem ser considerados como fatores indutores de uma mudança mais radical na implementação de práticas de adoção de capital de risco, como os seguintes que se encontram em Shepherd (1999):

- Formação de fundos de investimentos regionais.
- Capacitação e incremento da informação na área para empreendedores e gerentes de incubadoras.
- Diversificação da indústria de fundos de investimentos, com ampliação das alternativas.

- Inserção da economia Brasileira na economia Mundial, principalmente através da uniformização de métodos de administração, absorção de novos conceitos empresariais, necessidade de competição mundial e mudança de cultura empresarial.
- Aumento do nível de exigência do mercado nacional que, à parte de sua exigência extraordinária disparidade, tem crescido extraordinariamente em termos de exigência de qualidade, preços e atualidade tecnológica dos produtos comercializados.
- Crescimento da base tecnológica dos empreendimentos, com a formação e funcionamento de muitas incubadoras de empresas tecnológicas, de parques tecnológicos e de instituições voltadas para a pesquisa aplicada, gerando muitas oportunidades empresariais.
- A criação de blocos econômicos, no caso específico do Brasil, o formado pelos países do Cone de Sul, onde há tendência presente de aumento de mercados, viabilizando, assim novos projetos.

Estes fatores que induziram o crescimento das *venture capital*, destacaram-se via de regra com maior intensidade a partir desta década, em especial após a adoção da reforma econômica brasileira acontecida com plano real.

2.13. AVALIAÇÃO DE INVESTIMENTO

Apesar do alto risco das incertezas do mercado e das dificuldades de se investir em um negócio de sucesso, investidores financeiros continuam procurando e executando investimento em fundo de capital de risco (*venture capital* e *private equity*, etc), até porque o retorno pode ser muito alto.

Segundo Silva e Bueno (2002), apesar das incertezas e outros paradigmas, existem métodos capazes de avaliar investimentos de altos riscos e longo prazo.

Silva e Bueno (2002), afirmam ainda que avaliar investimentos que são caracterizados por ganho e fluxos de caixa negativos em projetos de significativa premiação é muito difícil. Os capitalistas de risco são confrontados freqüentemente com investimentos em que o valor

corrente precisa ser estimado, devido a incerteza decorrentes na inovação dos empreendimentos.

Para a avaliação dos investimentos no mercado de capital de risco é utilizado, primeiramente, segundo Fried *et al.* (1994a) o fluxo de caixa projetado para algum ano terminal. Esta estimativa do fluxo de caixa é baseada em cenários de sucesso, isto é, um em que a companhia obtenha suas vendas e projeções marginais. Então, o índice Preço/Lucro (P/L) é determinado, que é profundamente apropriado para uma companhia que tenha alcançado a medida de sucesso implícita na previsão de fluxo.

Freqüentemente, esse P/L é determinado por meio da pesquisa de múltiplos comuns de empresas com características similares e que já alcançaram estabilidade no mercado. O produto do lucro líquido projetado e do estimado P/L, será o valor terminal da companhia. Este valor, conforme Silva e Bueno (2002), é então convertido para o valor presente, aplicando-se uma taxa de desconto, tipicamente, entre 35% e 80% aa. O resultado obtido é o valor corrente total estimado hoje.

O resultado que se obtém de uma simulação é uma distribuição de probabilidades da variável de saída, indicando o valor esperado, a variância e momentos probabilísticos de maior ordem dessa distribuição.

Segundo Gorgulho (1997) avaliação das taxas de retorno é uma tarefa difícil e delicada, uma vez que ela depende dos critérios utilizados, do período que está sendo avaliado e da amostra de empresas selecionadas.

Bygrave e Timmons (1992) analisaram as taxas de retorno médias fundos, estes dados mostram que os retornos, tipicamente, são menores que 20%, com breves picos acima de 30%. Contudo, o quartil superior teve uma performance bem melhor, apresentando retornos acima de 20% em nove dos 16 anos, acima de 30% em quatro destes anos e acima de 40% em um ano.

Outro fator a ser observado é que, de acordo com a lógica de formação de carteira do capital de risco, algumas poucas empresas são responsáveis pela maior parte dos ganhos. Bygrave e Timmons (1992) citam estudo que analisou 383 investimentos realizados por 13 empresas de *venture capital* entre 1969 e 1985. Quase metade do valor final da carteira resultou de apenas 6,8% de todos os seus investimentos e 75% vieram de 15,7%, tendo havido

perdas em 34,5% dos investimentos. Exemplos de retornos impressionantes são Apple (235 vezes o investimento inicial), Lótus (63), Compaq (38).

Outro estudo, citado em Florida e Kenney (1988), avaliando a performance dos 10 principais fundos de capital de risco nos Estados Unidos no período 1972 a 1983, mostrou que, dos 525 investimentos realizados, apenas os 56 vencedores (ou 10,7%) geraram mais da metade do valor total da carteira (U\$\$ 823 milhões), quintuplicando o valor investido, enquanto 38% dobraram o investimento inicial e aproximadamente metade deles (266) ficou no *break-even point* ou resultou em perdas. Este desempenho gerou um retorno ponderado para carteira de 35% a.a. no período.

A distribuição por tipo de fundo, por sua vez, mostra que os fundos especializados em investimentos em estágio inicial obtiveram retornos maiores do que aqueles especializados em empresas em estágio avançado e de baixa tecnologia e também dos que adotaram uma estratégia mista.

Estudos sobre fundos concentrados em áreas de alta tecnologia e estágios iniciais citados em Bygrave e Timmons (1992) parecem estar de acordo com estas expectativas. Estes fundos aferiram, cinco anos após o primeiro aporte, a taxa média de retorno foi de 73% a.a. para o primeiro aporte, 54% a.a. para o segundo e 33% a.a. para o terceiro. Sete anos após o primeiro investimento, a taxa anual média era de 57% a.a..

As *venture capital* esperam uma taxa de retorno superior a 50% a.a. para investimentos em estágios iniciais, e de 30% a.a. a 40% a.a. para investimentos em expansão e entre 25% a.a. a 30% a.a. para estágios avançados. Uma regra geral é um retorno em cinco anos de sete vezes sobre o primeiro aporte, o que equivale a uma taxa média de retorno composta de 48% a.a..

Em suma, a análise sobre os retornos indica que os melhores retornos ocorrem através de aberturas de capital, em fundos especializados em investimentos em empresas em estágios iniciais e de alta tecnologia. No entanto, deve-se esperar um longo período até obtenção destes retornos.

2.13.1. Valorização dos investimentos de capital de risco

Conforme Figueiredo (2002) o mercado costuma avaliar companhias, projetos e oportunidades de diversas formas. Sem perda de generalidade podemos considerar a mais simples que é multiplicar o fluxo operacional da empresa ou projeto por um parâmetro que represente a visão do mercado daquela classe de oportunidades naquele momento.

Há, segundo McMillan *et al.* (1985), pelo menos duas maneiras de estimular os múltiplos de fluxo de caixa operacional de companhias a cada momento. Uma é examinar as operações de compra de ações em bolsas de valores e outra são examinar compras de ativos estratégicos por parte de empresas. A percepção do mercado a respeito de uma oportunidade varia significativamente ao longo do tempo e esta variação na percepção é refletida em alterações no múltiplo de fluxo de caixa operacional que compradores de ações estão dispostos a pagar por um determinado ativo.

O valor de uma companhia é dado pelo produto do múltiplo de mercado pela margem do fluxo de caixa operacional pela receita líquida subtraída a dívida da companhia. O ganho do investidor será a diferença entre o valor de sua participação acionária na sua saída (quando vende sua participação) e sua entrada (quando a compra) subtraídos os custos operacionais e custos de transação que supomos iguais a zero sem perda de generalidade.

Existe, segundo McMillan *et al.* (1985), quatro maneiras básicas que um investidor que financeiro pode obter ganhos, e, conseqüentemente, o retorno desejado para seu investimento. É útil examinar estas quatro maneiras para identificarmos as ações que um investidor financeiro pode tomar para aumentar o valor de seu ativo e conseqüentemente seu retorno

A primeira destas formas básicas de se obter aumento no valor do ativo é através do aumento de escala de operações da companhia, representado por exemplo, pelo aumento da sua receita líquida. O investidor financeiro procura oportunidades em que o crescimento da companhia seja substancial.

O crescimento acima referido também pode ocorrer quando a empresa consegue uma maior participação no mercado que seus competidores porque tem produtos superiores e preferidos pelos consumidores.

A segunda maneira de obter aumento no valor do ativo é através do aumento da eficiência da companhia, representado pelo aumento da sua margem de fluxo de caixa operacional (obtido dividindo-se o seu fluxo de caixa operacional por sua receita líquida). O investidor financeiro procura situações em que haja oportunidade para aumento da eficiência, isto é, aumento de margem operacional.

Este aumento de eficiência pode, por exemplo, ser obtido com a redução de custos supérfluos ou despesas desnecessárias para a empresa (através da “reengenharia operacional” da companhia bem como através de inovações tecnológicas em processos de produção, marketing, vendas, etc)

A terceira maneira de se obter aumento no valor de uma companhia é através de aumento no múltiplo de mercado. Os múltiplos para avaliação de ativos sofrem alterações constantemente de acordo com percepções de mercado (em geral estas mudanças de percepção são lentas, mas ocasionalmente podem ser mais bruscas: existem situações em que o mercado repentinamente passa a avaliar alguma categoria de ativos de forma diferente da que avaliava até então).

Esta maneira de obter apreciação de ativos independe de ações tomadas no âmbito da companhia para aumentar sua escala ou eficiência (embora a companhia possa também se beneficiar destas ações) porque depende somente de alterações na ótica do mercado sobre determinada classe de ativos. Esta forma de apreciação é um tipo de arbitragem e depende de execução muito rápida e eficiente das operações de entrada e saída por parte do investidor financeiro. O investidor financeiro de fundo de capital de risco raramente faz um investimento contando com este tipo de apreciação porque ele não tem nenhum controle sobre uma possível alteração na percepção do mercado.

A quarta maneira de se obter aumento no valor de uma participação acionária é através da redução de endividamento (quer da companhia, quer do investimento, pois existem situações em que o próprio investimento pode ser financiado). O investidor financeiro procura oportunidades para aplicar “engenharia financeira” em que o fluxo de caixa futura seja previsível e confiável e em que seja possível contar com estabilidade macroeconômica e de mercado. O uso de alavancagem aumenta muito o grau de risco de um investimento e por isto é utilizado com cuidado em economias desenvolvidas e raramente em economias emergentes.

2.14. VANTAGENS ADICIONAIS DO CAPITAL DE RISCO

De acordo com Florida e Kenney (1988), o capital de risco serve, em grande medida, para formalizar os papéis, historicamente, desempenhados pelo empreendedor e financiador independente e estimula, com sua estrutura, o processo de inovação, que é vital para o desenvolvimento das economias capitalistas.

No caso das pequenas e médias empresas de base tecnológica, estes fatores são ainda mais importantes, em função das dificuldades que estas empresas encontram em obter o apoio financeiro necessário a seu desenvolvimento.

Ao contrário do financiamento tradicional, o investimento através de capital de risco elimina o problema de pagamento de juros, amortizações ou resgates em prazos predeterminados. Desta forma, ele permite às empresas reinvestir os seus lucros como forma de financiar o seu crescimento. Além disso, as empresas passam a dispor de um ativo que pode ser usado para “avalizar” novos financiamentos, além de melhorar sua atratividade junto a investidores e instituições financeiras.

As *venture capital* fornecem significativa assistência não-financeira as empresas pequenas e tecnologicamente intensivas, que pode ser talvez mais importante que o fornecimento de recursos. A principal forma desta assistência é um acompanhamento ativo das empresas investidas, o que é especialmente benéfico para as empresas menores e mais jovens.

O papel das *venture capital* muda conforme o negócio amadurece e avança ao longo do ciclo tecnológico. Com o passar do tempo, as habilidades tecnológicas e empresariais diminuem em importância em relação às capacidades gerenciais e de marketing, e as empresas jovens estabelecem uma estrutura organizacional mais formal. Neste estágio, o papel do capital de risco passa de uma intervenção ativa para uma contribuição basicamente através de aconselhamento e assistência.

Seja pelas características financeiras, sua forma de operação ou pelos benefícios complementares prestados às empresas investidas, Lorentz (1989) considera o capital de risco como uma alternativa adequada de fornecimento de recursos financeiros e gerenciais às pequenas e médias empresas de base tecnológica.

3. PROCEDIMENTOS PARA A PESQUISA

3.1. CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

Este estudo, devido ao objetivo que se propõe, está orientado para resolução de um problema específico do que na formulação de problema. Visto que Richardson (1985) classifica a pesquisa segundo os seus objetivos: resolução de problemas; gerar teoria; e testar teorias já existentes.

Este estudo é considerado como descritivo, pois o mesmo pretende descrever de forma sistemática quais são as características dos fundos de investidores de capital de risco no Brasil. É considerada, também, como exploratória, uma vez que se pretende conhecer as características da atividade de capital de risco nesse país.

Segundo Selltiz (1974) na prática, os diferentes tipos de estudos nem sempre são nitidamente separáveis. Qualquer pesquisa pode conter elementos de duas ou mais funções descritivas como características de diferentes tipos de estudo. Em qualquer estudo isolado, no entanto, geralmente existe a acentuação de apenas uma dessas funções, podendo-se pensar que o estudo se classifica na categoria correspondente a sua principal função.

Baseado na colocação acima, este estudo pode ser classificado como exploratório e descritivo, concentrado na função principal de descrever as características dos fundos de investidores de capital de risco no Brasil.

3.2. MÉTODO DE PESQUISA

A determinação do método de pesquisa, segundo Richardson (1985), está diretamente relacionado à natureza do problema e aos objetivos que o estudo pretende alcançar.

Segundo Selltiz (1974), os estudos descritivos podem ser abordados tanto como métodos quantitativos quanto qualitativos ou, conforme colocado por Richardson (1985), pode existir uma complementaridade de ambos os métodos no planejamento da pesquisa, na coleta e na análise dos dados.

De acordo com Richardson (1985), “os estudos que empregam uma metodologia qualitativa podem descrever as complexidades de determinados problemas, analisar a interação de certas variáveis (...) e possibilitar em maior nível de profundidade o entendimento das particularidades do fenômeno”. Desta forma, o método qualitativo possibilita apreender os meandros do funcionamento da atividade de capital de risco no Brasil.

A utilização do método quantitativo na análise da informação é considerada necessária por permitir que os dados qualitativos das entrevistas sejam transformados em elementos quantificáveis pelo uso de categorias e da identificação da intensidade, ou grau de visão, dos capitalistas de risco.

3.3. COLETA DE DADOS

Os dados do estudo foram coletados de maneira não-aleatória, extraídos junto a uma população de 53 associadas a ABCR (Associação Brasileira de Capital de Risco). A amostra utilizada nesta pesquisa totalizam um número de 28 (vinte e oito) correspondendo, apenas, aos fundos de investimentos. Excluindo entidades associativas e membros institucionais.

Esta amostra foi escolhida através de um julgamento de valor. Pereira (2002) reforça que este julgamento, as vezes, é constituída apenas pela acessibilidade da amostra.

Em se tratando de uma pesquisa de cunho descritivo, Selltiz (1974) salienta que essa não se limita a apenas um método de coleta de dados, neste trabalho adotou-se a entrevista e o questionário como método de coleta de dados.

3.3.1. Entrevista

Optou-se por realização de entrevistas pela maior flexibilidade que a técnica apresenta para a obtenção de informações e por se ter a oportunidade de identificar percepções diferenciadas quanto ao perfil dos investidores de risco.

Foram realizadas 5 (cinco) entrevistas “*in loco*”, junto aos administradores dos fundos de capital de riscos. Estes fundos estão localizados nas cidades São Paulo e Florianópolis.

Utilização de um roteiro semi-estruturado com questões abertas direcionadas segundo os objetivos da pesquisa. A estruturação das questões foi norteada pela pesquisa bibliográfica. Os resultados encontrados nas entrevistas serviram para a estruturação do segundo instrumento de coleta de dados: questionário estruturado.

As entrevistas, previamente agendadas, tiveram uma duração média de 90 minutos, tempo que permitiu ao entrevistado responder verbalmente a todas as questões. As respostas do formulário foram registradas em gravador, para que nenhum detalhe fosse perdido.

ROTEIRO DE ENTREVISTA

1. Qual o critério determinar a percentagem de participação acionária exigida para um investimento de *venture capital* da empresa?
2. Nos investimentos realizados, é exigido do empreendedor (projeto/negócio) um faturamento anual? Qual seria a faixa deste faturamento?
3. Existe um valor máximo e mínimo para os investidos em projeto/negócio de *venture capital*? Quais são os valores praticados pela empresa?
4. Qual o retorno esperado (TIR) do projeto/negócio para que se torne atrativo para o investimento de *venture capital*?
5. Para análise financeira do projeto/negócio, qual a taxa de desconto para cálculo do valor presente líquido descontado no fluxo de caixa? Qual é a base desta taxa e porque?
6. Quais as atividades, junto ao empreendedor, que realiza quando efetua um investimento de risco.
7. Quais os estágios de desenvolvimento em que se investe capital de risco? Quais as procuradas pela empresa?
8. Quais as informações, mínimas, que o empreendedor necessita apresentar para que o seu projeto/negócio seja avaliado?
9. Quais são os pontos mais importantes analisado no plano de negócio? E porque?
10. Como são analisados estes pontos?
11. Quais as características principais que o empreendedor deve possuir para que o risco do investimento seja minimizado?
12. Descreva quais as etapas que o empreendedor deve passar para ter o investimento de risco aprovado.
13. Em quanto tempo o empreendedor, caso aprovado, recebe o investimento?
14. Quais os critérios mais importantes para na hora de selecionar um novo investimento.

Quadro 3: Roteiro de entrevista

Fonte: Ricardo Titericz (2003)

3.3.2. Questionário

Por razões de tempo e de custo, principalmente, o outro instrumento de coleta de dados utilizado foi um questionário (Apêndice A), cujas perguntas foram elaboradas na forma de questões fechadas. A formulação das questões contemplou o objetivo da pesquisa e inspiradas nas entrevistas efetuadas, as quais serviram de sondagem preliminar.

O instrumento foi aplicado aos diretores gerais, executivos ou gerentes das empresas administradoras de fundos de investimento de capital de risco que possuem investimentos e estrutura física no Brasil. Tais empresas encontram-se situadas nos diferentes estados do país, possuindo concentração, nas regiões sudeste e sul.

Foram enviados 28 (vinte e oito) questionários direcionados aos administradores dos fundos de capital de risco. Deste total de questionários, apenas 5 não foram devolvidos.

Para aplicação do questionário, foi efetuado um primeiro contato via telefone, explicando o objetivo da pesquisa e a importância de responder o questionário. Após, o questionário foi enviado por correio eletrônico.

As respostas dos questionários foram, também, remetidas pelos entrevistados através de e-mail. Os mesmos salientaram que estão abertos para solucionar qualquer dúvida pertinente ao questionário, demonstrando interesse pelo assunto da pesquisa.

3.4. ANÁLISE DOS DADOS

Os dados foram analisados de maneira descritiva seguindo a ordem das perguntas contidas no questionário. Além dos dados quantitativos, obtidos pelos questionários, informações extraídas nas entrevistas foram utilizadas, também, nas análises. Possibilitando, assim, informações suficientes para que possa definir quais as características dos fundos de capital de risco brasileiros.

4. CARACTERIZAÇÃO DOS FUNDOS DE CAPITAL DE RISCO

Os resultados das entrevistas seguem, em sua apresentação, a ordem das perguntas do questionário utilizado. Ressalta-se que todas as perguntas contidas no questionário foram respondidas pelos responsáveis pelos investimentos de capital de risco das empresas pesquisadas.

Os dados obtidos pelas entrevistas serviram, além de instrumento para a construção do questionário, como reforçador dos resultados obtidos, mostrando uma tendência do perfil das empresas de capital de risco no Brasil.

A análise quantitativa não exclui a interpretação qualitativa (Richardson, 1985), o tratamento quantitativo utilizado serviu para analisar as frequências de cada frase-resposta dos investidores.

Desta forma foi desenvolvida uma análise descritiva de cada resposta, sendo esta reforçada pela análise qualitativa obtida nas entrevistas.

4.1. ANÁLISE DOS RESULTADOS DA PESQUISA

Investimentos em empresas emergente tiveram seu início a partir da década de 80 com a iniciativa singelas de alguns órgãos e instituições que disponibilizarão recursos financeiros, de maneira bem ponderada.

Porém os fundos de capital de risco sofreram sua grande explosão após 1996, gráfico 2, com a entrada de fundos privados que visualizaram este mercado como sendo de grande crescimento. Uma das razões foi devido ao “boom” das empresas ligadas a Internet (ponto.com).

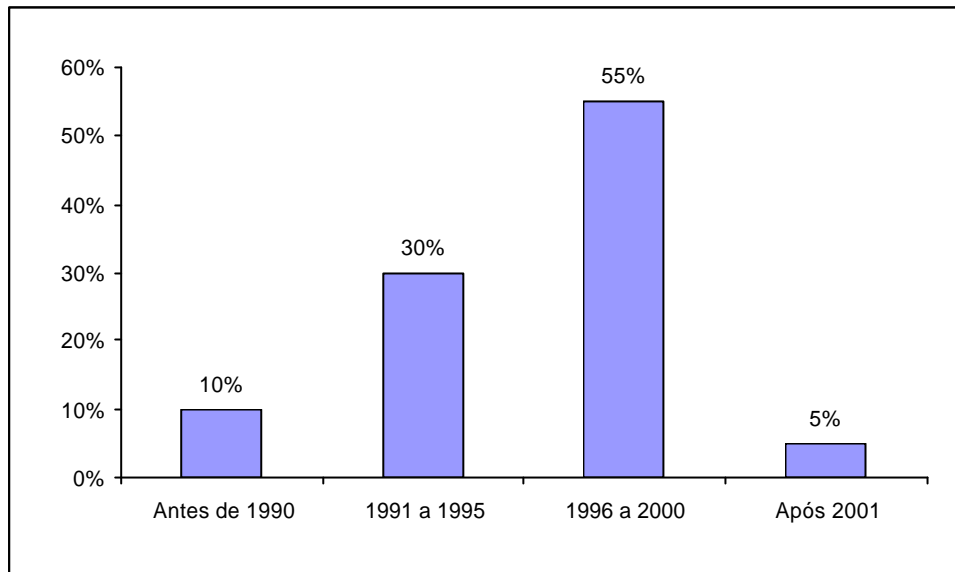


Gráfico 1: Início das negociações de capital de risco

Fonte: dados primários (2003)

As incubadoras são as grandes responsáveis pela criação de novas empresas de tecnologia, que possuem possibilidade de crescimento rápido e boa rentabilidade. Sendo que as regiões sudeste e sul concentram a grande parte delas.

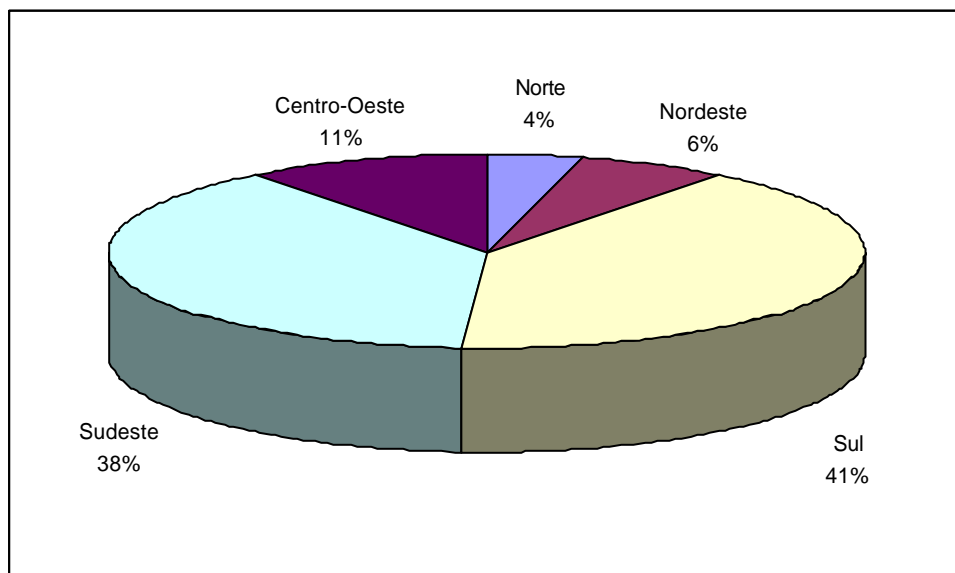


Gráfico 2: Regiões dos investimentos de capital de risco

Fonte: dados primários (2003)

Essa concentração reflete o posicionamento dos investimentos dos fundos de capital de risco, que possui grande parte de seus investimentos em empresas situadas nas regiões sudeste e sul, conforme o gráfico 3.

Esta constatação é reflexo do grande desenvolvimento dessas regiões com o setor de alta tecnologia. Nota-se que grande parte das incubadoras tecnológicas localizam-se nas regiões sudeste e sul.

Devido o mercado brasileiro de capital de risco ser considerado muito novo no Brasil, poucos investimentos pelas empresas de capital de risco foram efetuados. Isso também é justificado pelo baixo conhecimento dos empreendedores em acessares este tipo de modalidade de captação de recurso.

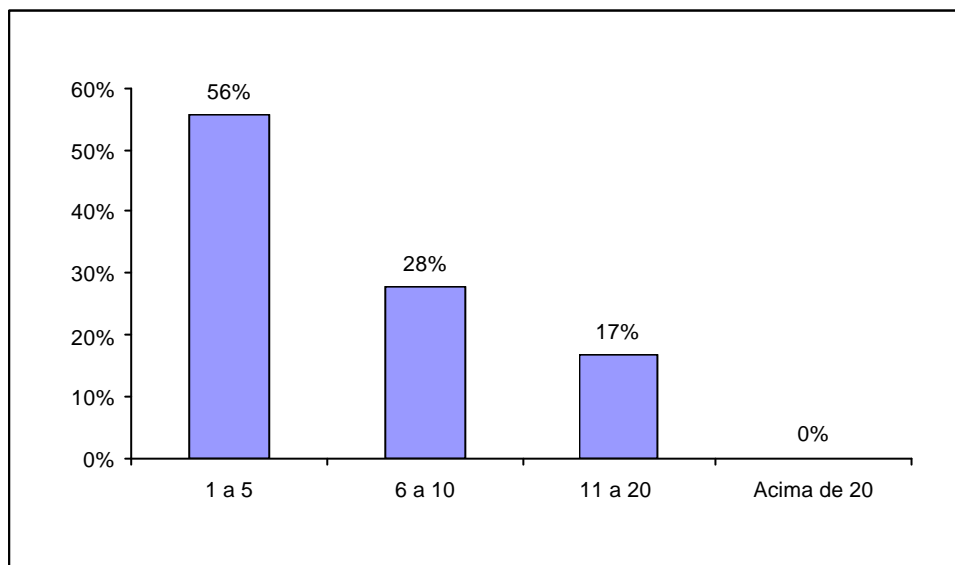


Gráfico 3: Transações efetuadas pelas empresas de capital de risco

Fonte: dados primários (2003)

Os fundos de capital de risco brasileiros se consideram conservadores. Os investimentos de risco possuem um prazo de retorno entre 3 a 5 anos, isso intensifica o baixo nível de investimentos efetuado por parte das administradoras de fundos de *venture capital*.

Esta constatação é reforçada por Figueiredo (2002), no qual salienta que o horizonte de tempo para o retorno do investimento de risco, em geral, limita-se ao prazo de 3 a 7 anos.

Os investimentos de *venture capital* são, como o próprio nome diz, investimentos de alto risco. Os fundos de capital de risco brasileiros não são diferentes, consideram seu investimentos, na grande maioria (79%), de alto risco. Esse risco contribui também, para o baixo número de negócios investimentos.

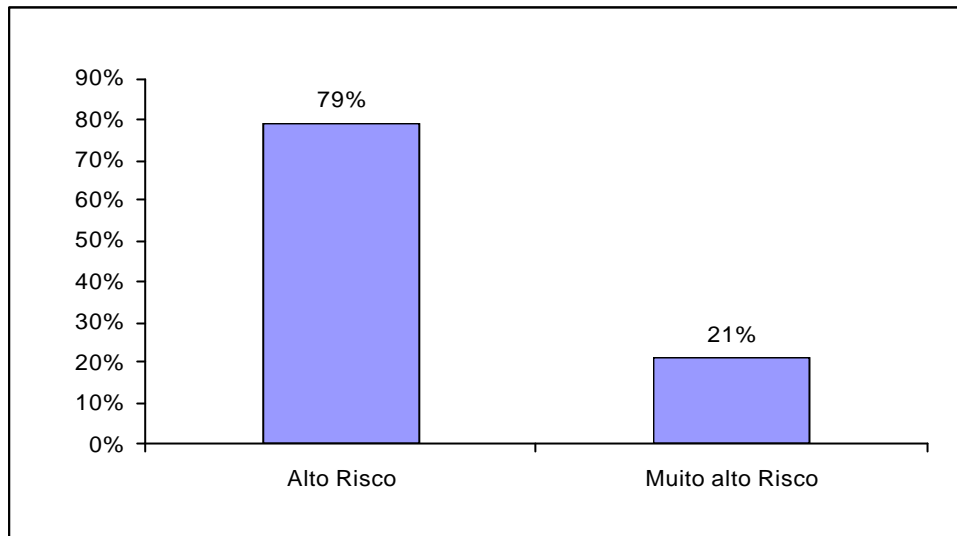


Gráfico 4: Classificação dos riscos dos investimentos
Fonte: dados primários (2003)

Para reduzir este risco é necessário que os fundos de capital de risco possam redirecionar os rumos do empreendimento investido, por isso grande parte dos investimentos, principalmente os que necessitam de grandes aportes de recursos, são exigidos o controle acionário.

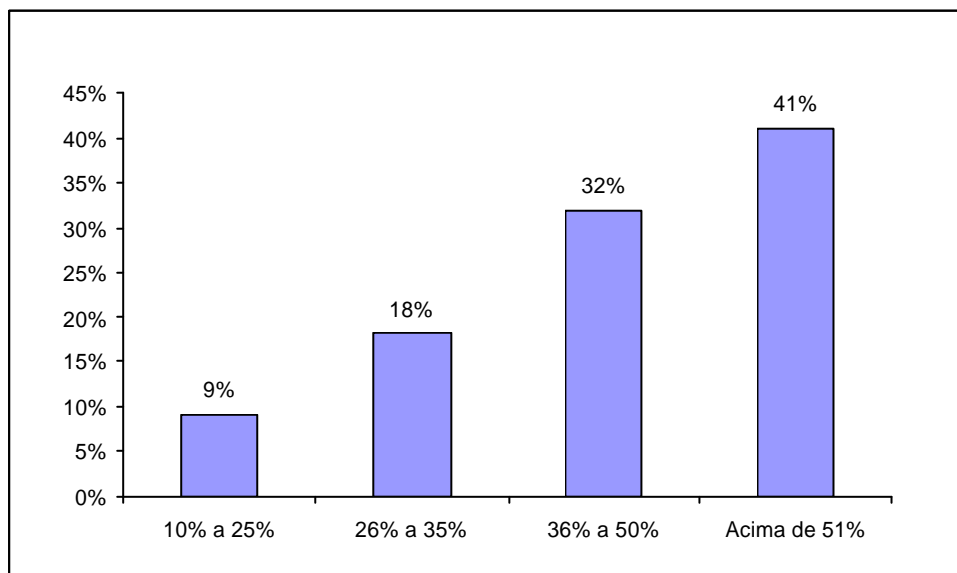


Gráfico 5: Participação acionária dos investimentos de capital de risco
Fonte: dados primários (2003)

Barbierato (2001), constatou que investidores de risco privilegiam os empreendimentos que estão dispostos a abrir mão de uma participação no capital da empresa acima de 50% (cinquenta por cento).

Com o intuito de minimizar risco em relação ao retorno esperado dos empreendimentos investidos, os fundos de capital de risco brasileiros exigem, em suas negociações de investimento, participações acionárias acima de 36%.

Em comparação com os projetos investidos pelos fundos de capital de risco constata-se que grande parte deles atingiram o retorno esperado. Isso salienta a precaução dos investimentos e o volume de empreendimentos que receberam recursos de risco.

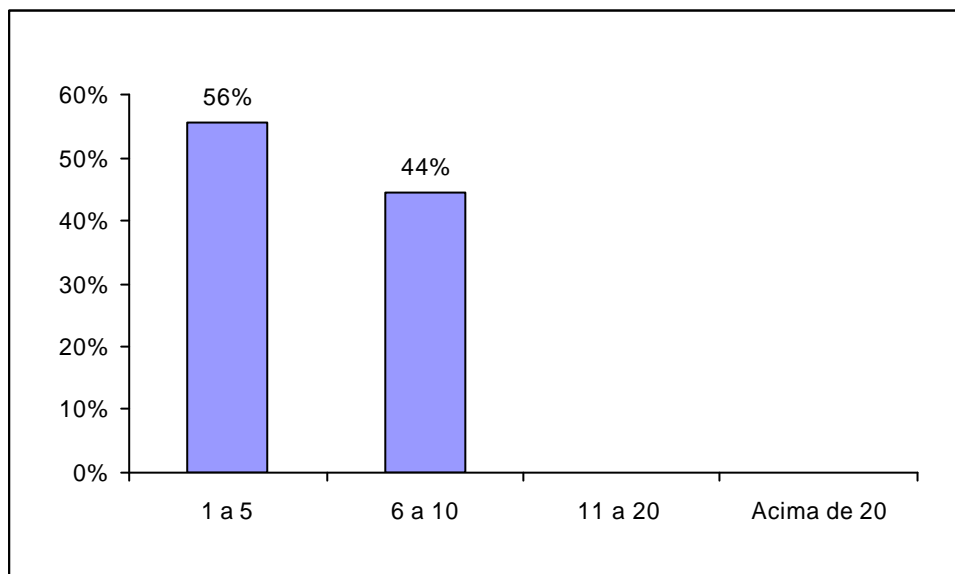


Gráfico 6: Projetos que alcançaram o retorno esperado

Fonte: dados primários (2003)

Através deste estudo, nota-se que os fundos de investimentos de capital de risco aportam montantes de recursos financeiros acima de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais), concentrando a maior parte de seus investimentos em empreendimentos que necessitam de recursos acima de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais).

Esta constatação é devido ao fato que os investimentos concentram-se em empresas com um estágio de desenvolvimento mais maduros que, por sua vez, necessitam de investimentos maiores.

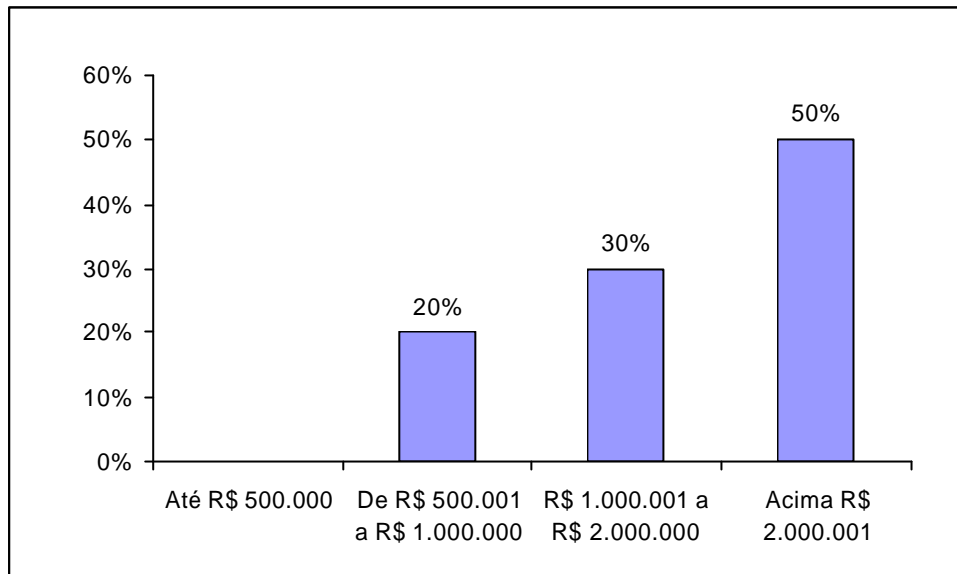


Gráfico 7: Valores investidos por projeto de capital de risco

Fonte: dados primários (2003)

Como os investimentos efetuados pelos fundos de capital de risco consideram seus investimentos como sendo de alto risco, os mesmos necessitam ser remunerados com retornos, também, alto.

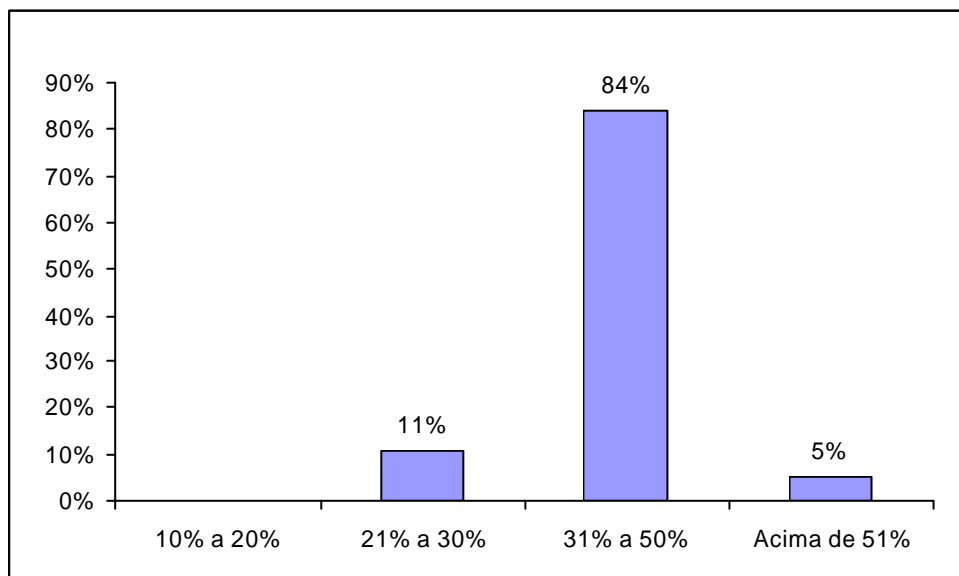


Gráfico 8: Taxa de retorno anual dos investimentos de capital de risco

Fonte: dados primários (2003)

Estudos realizados por Bygrave e Timmons (1992) e Florida e Kenney (1988), demonstraram que os capitalistas de risco exigem uma taxa de retorno dos projetos de investimentos, em média, de 48%.

Grande parte dos fundos investidores brasileiros exigem de seus investimentos retornos acima dos 31% ao ano, este fator limita muitos empreendimentos em estágio inicial (*seed capital*), os quais não conseguem alcançar essas projeções, privilegiando nos negócios já desenvolvidos (*start-up* e expansão).

Para o desenvolvimento das análises financeiras do empreendimento, os fundos capitalistas de risco utilizam técnicas financeiras para verificar qual é a representatividade de seu capital, definindo assim, a capacidade de participação acionária e os retornos do capital.

Silva e Bueno (2002), em seus estudos, verificaram e constataram que os fundos investidores de risco utilizam uma taxa de desconto para desenvolver suas análises referentes aos seus projetos de *venture capital* entre 35% a 80% ao ano.

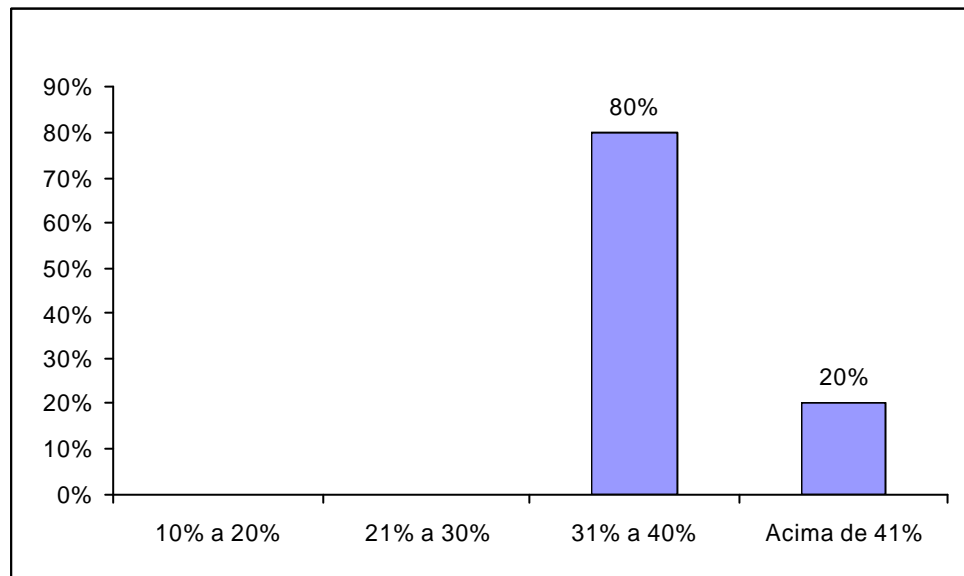


Gráfico9: Taxa de desconto anual para análise dos investimentos de capital de risco
Fonte: dados primários (2003)

Verificou-se que os fundos de investidores de capital de risco brasileiro utilizam esta faixa de percentual nas análises de investimentos. Porém, a maioria dos investimentos efetuados pelos fundos de risco brasileiros utilizam, em suas análises, uma taxa de desconto entre 31% a 40% ao ano.

Investimento de capital de risco não é somente aportes de capital financeiro. Os fundos de investidores de risco na tentativa de reduzir os riscos, inerentes ao empreendimento investido, disponibilizam certas atividades.

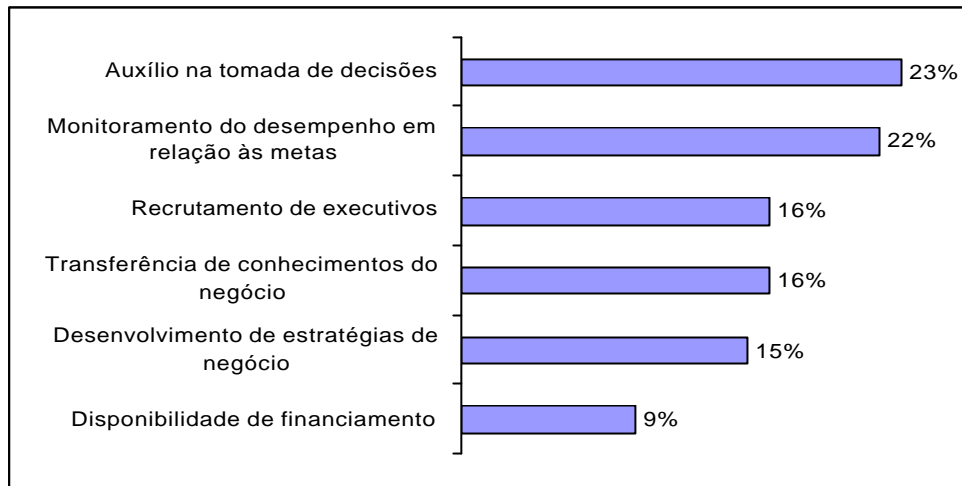


Gráfico 10: Atividades prestadas pelos investimentos de capital de risco
Fonte: dados primários (2003)

As atividades principais salientadas pelos fundos de capital de risco brasileiros são: auxílio na tomada de decisão e o monitoramento do desempenho em relação às metas. Essas atividades perante os investidores são as principais para garantir o retorno esperado ou antecipar uma decisão de saída de investimento.

Na determinação de novos investimentos três principais pontos são analisados quando o empreendedor solicita um investimento de risco por parte dos capitalistas. Os fundos de investidores verificam principalmente: a experiência no setor do negócio, experiência profissional e o perfil do empreendedor.

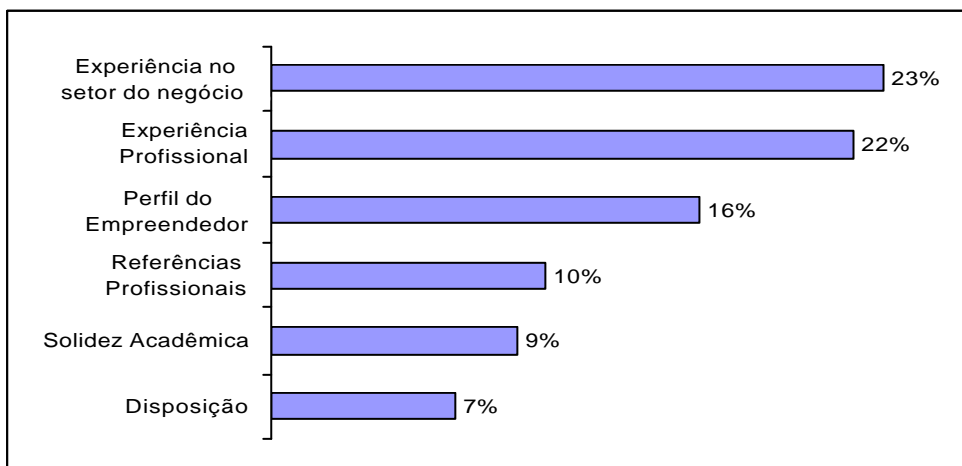


Gráfico 11: Características principais do empreendedor
Fonte: dados primários (2003)

Essas características são diretamente ligadas aos gestores do empreendimento que na visão dos capitalistas de risco consideram como fatores importantíssimos para alcançar as metas estabelecidas no seu negócio e garantir o retorno esperado pelo empreendedor.

Devido as necessária de analisar o potencial de mercado e o retorno do empreendimento por parte dos fundos de capitalistas de risco, os mesmos demandam um certo tempo para analisar. O tempo médio de avaliação dos fundos brasileiros, considerado suficiente para uma boa análise, consiste de 90 (noventa) dias.

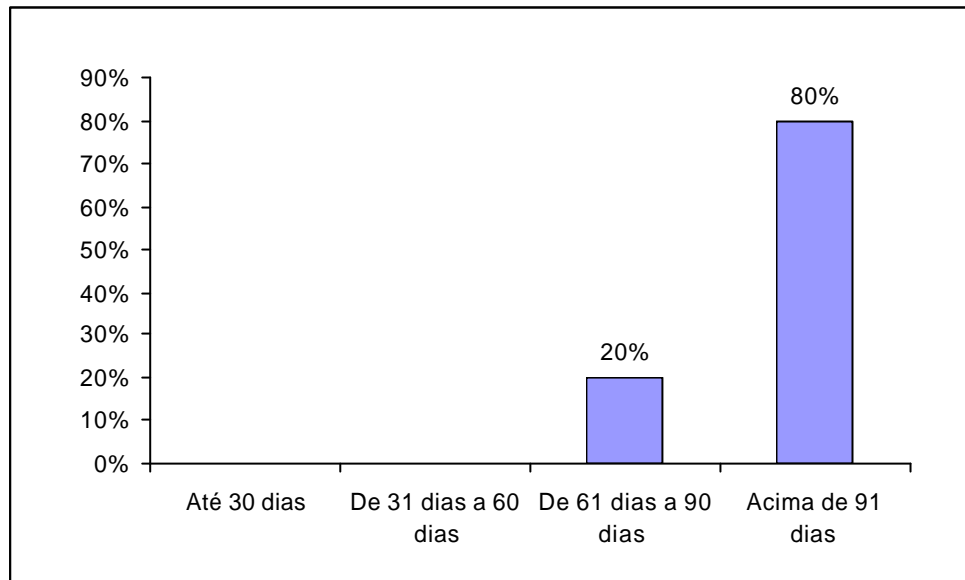


Gráfico 12: Tempo de análise para um investimento de capital de risco

Fonte: dados primários (2003)

Este tempo contempla o recebimento do plano de negócio, análise das informações, solicitação de novas informações, apresentação do negócio pelo empreendedor, análise junto ao conselho de investimento e comunicação sobre a decisão de investir ou não por parte dos fundos de capital de risco.

Sendo, então, o tempo médio acima de 90 dias para que o empreendedor, que solicitou uma possibilidade de investimento pelo fundos de capital de risco, tenha uma resposta sobre o aceite ou não.

Este prazo é pertinente, pois os capitalistas de risco seguem um processo em comum, que norteia os investimentos. Este processo foi salientado por Fried e Hisrich (1994), seguindo um roteiro estruturado.

Considerando que apenas para analisar o negócio, os fundos de capital de risco demandam, em média, mais de 90 dias, somente após este período é que o empreendedor receberá o montante do investimento.

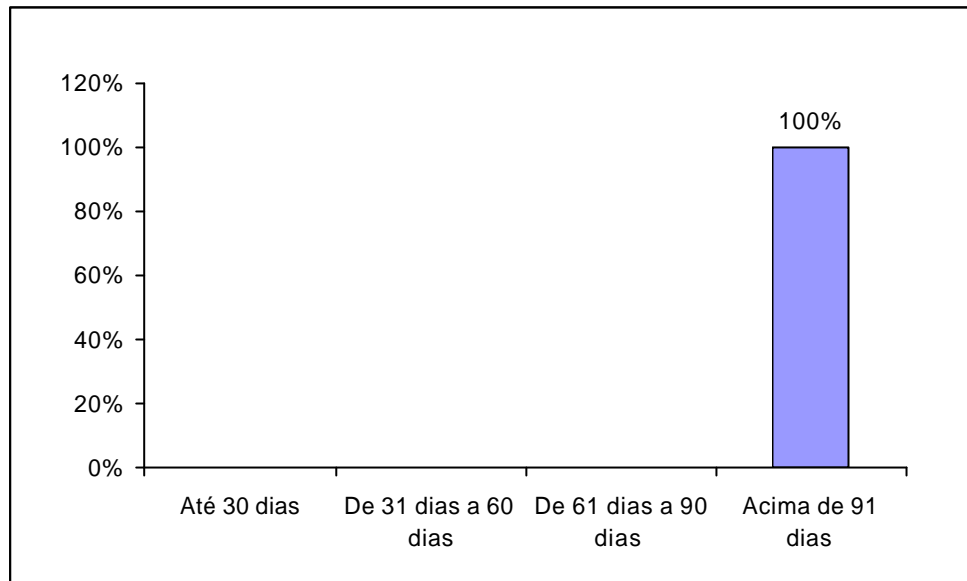


Gráfico 13: Tempo para receber o valor do investimento de capital de risco

Fonte: dados primários (2003)

Porém em muitos casos os investimentos não são feitos inicialmente em sua totalidade. É desenvolvido junto com o empreendedor um cronograma de aporte que leva em consideração metas a serem atingidas para que o fundo investidor faça os demais aportes de capital.

Este procedimento também é utilizado para reduzir o risco do fundos de capital de risco em perder todo o capital investido. Caso a empresa não corresponda com as metas estabelecidas inicialmente o investimento pode ser interrompido.

Este prazo é consequência do período que os fundos investidores necessitam para analisar os pontos chaves, os quais possibilitam com que os fundos de capital de risco investiam correndo o menor risco possível de perder em seus investimentos.

McMillian *et al.* (1985) consideram que o principal critério para seleção de um investimento é a capacitação dos gestores, pois é ela que garante o crescimento do empreendimento e, por consequência, sua rentabilidade.

Durante a análise dos empreendimentos, os fundos de capital de risco brasileiros consideram quatro pontos importantíssimos na sua decisão dos seus investimentos. Esses pontos são considerados, também, como elementos essenciais para que o capitalista de risco alcance seus objetivos de investimento.

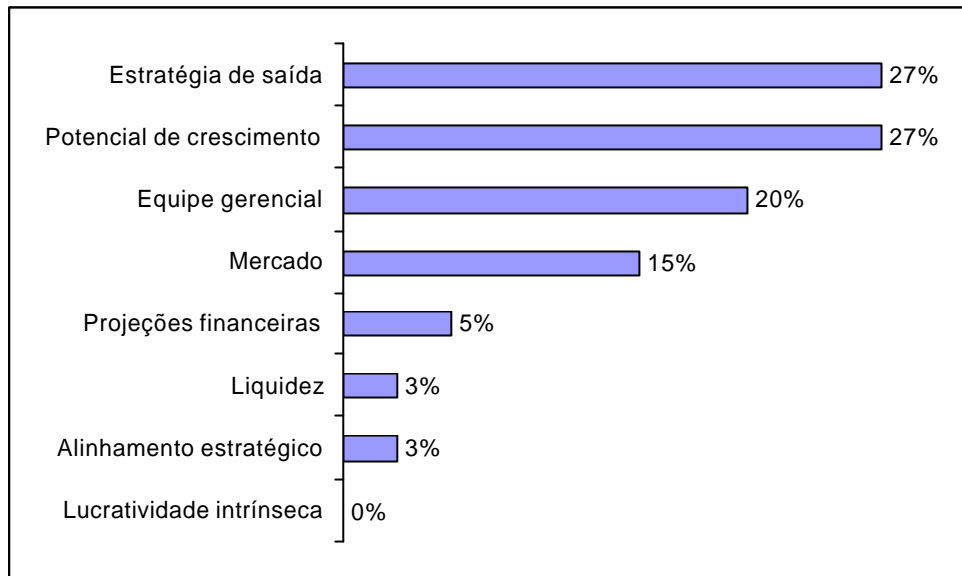


Gráfico 14: Critérios na seleção de um investimento de capital de risco

Fonte: dados primários (2003)

Estratégia de saída, potencial de crescimento, equipe gerencial e mercado são apontados como sendo os principais pontos que determinam os investimentos de capital de risco no Brasil. Pois eles que irão garantir o retorno esperado do investidor.

A estratégia de saída é considerada pelos fundos de capital de risco como sendo a principal variável que contribui para o aceite do investimento. É através da saída do investimento de risco que o fundo capitalista consegue ter o seu retorno financeiro.

Para que isso ocorra, o investidor de risco pode: revender sua participação ao empreendedor; vender sua participação para outro investidor ou vender sua participação no mercado de ações. Esta última, ainda não foi utilizada pelos capitalistas de risco brasileiros, pois nenhuma das empresa, normalmente investidas, possuem suas ações negociadas no mercado acionário brasileiro.

A necessidade de recursos financeiros está ligada diretamente ao estágio de desenvolvimento que a empresa se encontre. Quanto mais consolidado está o empreendimento, maior serão os valores de investimentos de capital.

As empresas nos estágios mais maduros (*early stage* e *expansão*) apresentam menor risco de negócio, proporcionando aos fundo investidores de risco retornos mais garantidos nesses investimentos. Quanto menor for o desenvolvimento do negócio (*seed* e *start-up*) mais arriscado são os seus retornos.

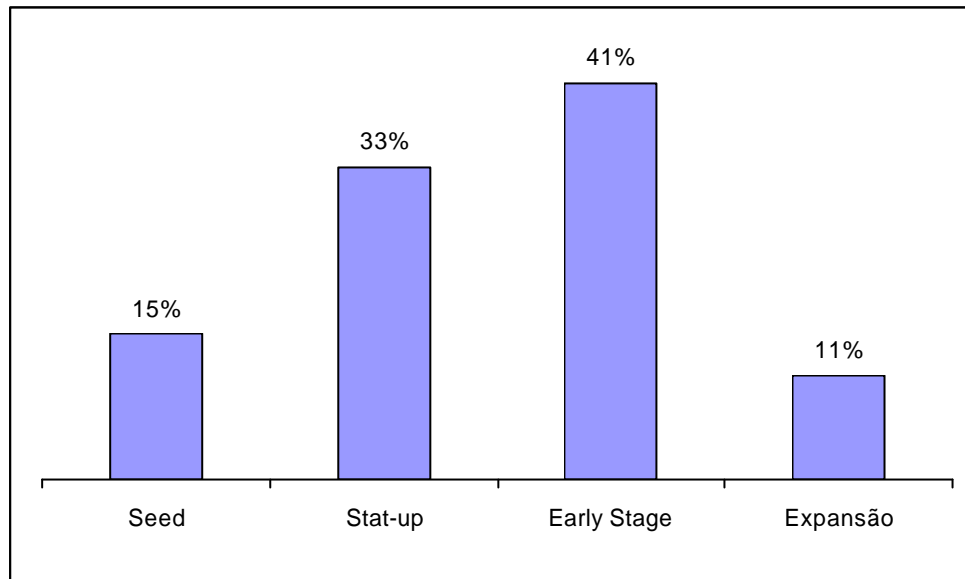


Gráfico 15: Estágios das empresas que recebem investimentos de capital de risco
Fonte: dados primários (2003)

No Brasil, a maioria dos investimentos efetuados pelos fundo investidores de risco estão alocados em empresas que já possuem uma instabilidade de mercado e com produtos já testados e consolidados, necessitando assim, maiores recursos para o seu crescimento. Devido a este fator proporciona retornos mais certos.

Por outro lado, os investimentos em empresa emergentes (*seed* e *start-up*) necessitam de investimento menor, pois necessitam de recursos para alavancar seus processos produtivos ou expandir suas vendas. Sendo esse estágio considerado de maior risco devido as incerteza inerente a um novo empreendimento ainda não muito testado ou mesmo consolidado.

Ao analisar os investimentos efetuados pelos fundos investidores de risco brasileiros pesquisados percebe-se que a maioria dos investimentos de *venture capital* brasileiros concentram-se em empresa ligadas aos ramos de tecnologia da informação, telecomunicação e mídia.

Esta concentração deve-se a razão que esses ramos necessitam de grandes investimentos e possuem um excelente potencial de crescimento, possibilitando o retorno dos investimentos em prazos aceitáveis para o investidor de risco.

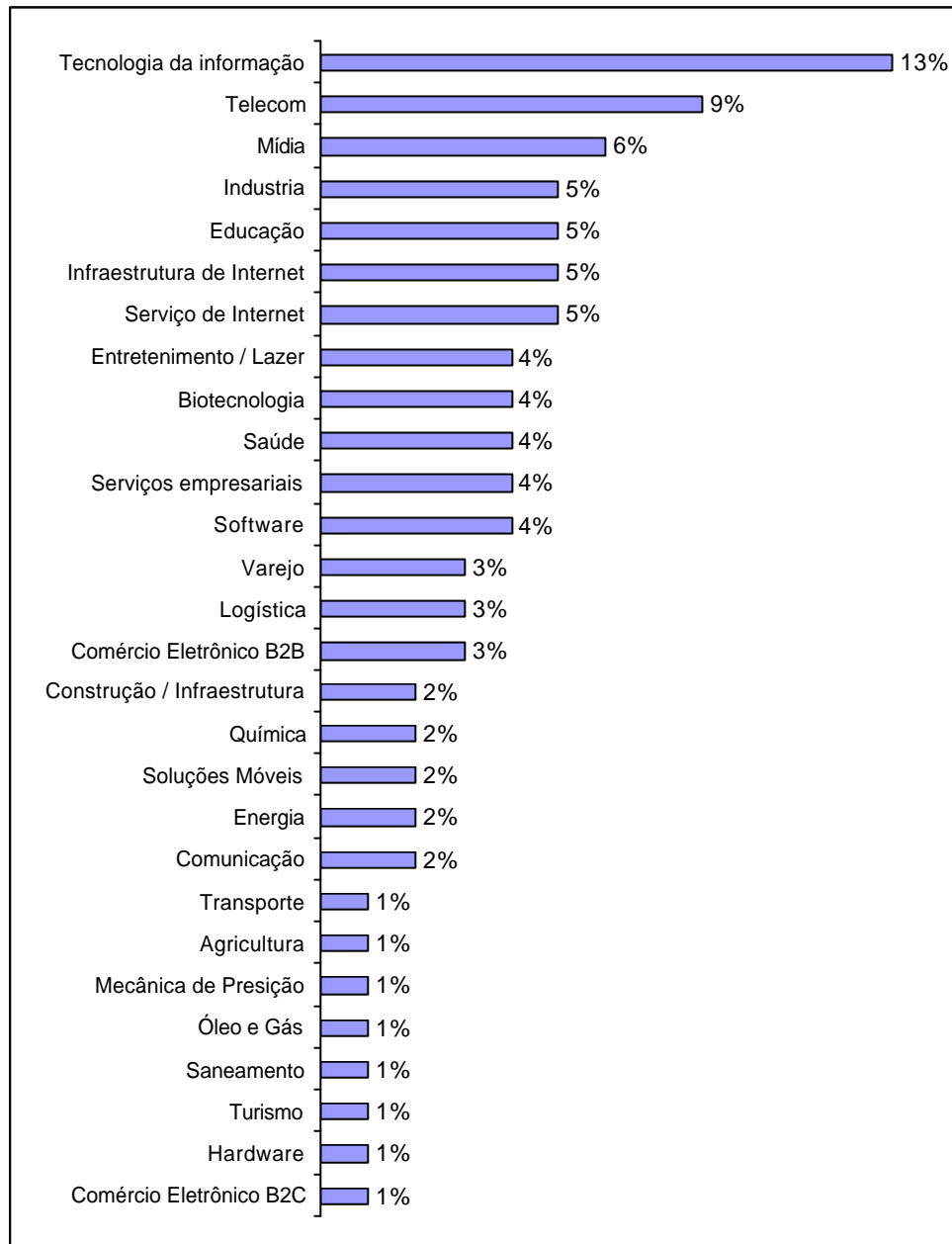


Gráfico 16: Principais áreas de interesse dos investidores de capital de risco

Fonte: dados primários (2003)

Constatando os ramos de empreendimentos em que os fundos de capital de risco preferem investir, possibilitam que os empreendedores verifiquem se seus negócios estão dentro do universo de investimento dos capitalistas de risco.

Esta tendência de concentração nestes determinados ramos de atividade evidencia ainda mais que os recursos levantados através de fundos de capital de risco são direcionados, principalmente, para empresas ligadas à tecnologia. Ramos que atualmente proporcionam retornos elevados em um prazo entre três a cinco anos.

5. CONCLUSÕES

Esta dissertação analisou os fundos de investimentos de capital de risco brasileiros para constatar quais as características dessas empresas e quais os pontos que por eles, são considerados quando os mesmos analisam novos investimentos de capital de risco.

A pesquisa mostrou como os fundos investidores de risco no Brasil estão posicionados, trazendo assim, diversos benefícios para os empreendedores brasileiros facilitando a busca dos recursos para seus projetos.

A principal contribuição desta pesquisa é a de proporcionar aos empreendedores maior conhecimento sobre os possíveis investidores e como eles investem seus recursos. Com informações sobre os fundos de capitais de risco o empreendedor pode preparar melhor o seu empreendimento para a recepção de investimentos desta categoria.

Os pontos mais relevantes que caracterizam os fundos de risco brasileiros apontados nesta pesquisa são:

- Grande parte dos fundos de capital de risco brasileiros concentram seus investimentos em empresa situadas nas regiões sudeste e sul.
- Os investimentos giram entre R\$ 500.000 (quinhentos mil reais) a R\$ 1.000.000 (um milhão de reais), buscando retornos superiores a 31% a 50% ao ano. Bem como exigem uma participação acionária superior a 36%, chegando a participações de até 60%.
- Quando analisam os potenciais investimentos, os fundos de capital de risco brasileiros verificam alguns pontos importantes sobre os empreendedores: experiência no setor negócio, experiências profissionais e perfil empreendedor.
- Os fundos de capital de risco brasileiros para garantir os retornos esperados oferecem atividades adicionais aos empreendedores, como: auxiliar na tomada de decisão e monitorar o desempenho das metas.
- Os fundos de capital de risco dão preferência para investimentos que possuam uma estratégia de saída bem definida, potencial de crescimento rápido e uma equipe

gerencial competente para que, com isso, garanta o retorno dos investimentos de capital de risco.

- Os investimentos feitos pelos fundos de capital de risco são aplicados em empreendimentos que estão em estágios mais desenvolvidos. Dificilmente seus investimentos contemplam negócios no estágio de concepção.
- Os fundos de capital de risco permanecem com os investimentos em média de 3 a 5 anos, período para que a empresa cresça o suficiente para proporcionar o retorno esperado pelo capitalista de risco.

5.1. SUGESTÕES DE PESQUISAS FUTURAS

A seguir são propostos alguns tópicos para pesquisas futuras:

- Os pontos mais importantes pelos quais as empresas buscam alternativas de investimentos não são muito estudados.
- Dificuldade de obtenção de capital de risco pelos empreendedores: um dos problemas pela pouca obtenção de capital de risco por novas empresas pode ser o desconhecimento do correto uso desta modalidade de investimento. Estudar como o empreendedor prepara o seu negócio para receber tais investimentos é vital para o crescimento do mercado de *venture capital*.
- Aversão ao risco: um estudo interessante constaria na verificação do grau de aversão ao risco por parte dos administradores de fundos de *venture capital*.
- Retorno dos empreendimentos investidos pelos capitalistas de risco: existem poucos estudos sobre os retornos das empresas que obtiveram investimentos de risco, relacionando o retorno esperado no momento da captação do recurso financeiro de *venture capital* com o real retorno obtido pelo capitalista de risco.

REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE CAPITAL DE RISCO. **Pesquisa Capital de Risco no Brasil**. Disponível na World Wide Web: <<http://www.venturecapital.com.br>>, Acesso em: 03 de junho de 2001.

BARBIERATO, A. **A análise de investimentos em fundos de *venture capital* na área de tecnologia e internet: uma proposta para pesquisa**. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PESQUISADORES DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO 2001 – ENANPAD. **Anais de...**Campinas, São Paulo, Setembro, 2001.

BARRY, C. B.; MUSCARELLA, C. J.; PEAVY, J. W.; VETSUYPENS, M. R. The role of venture capital in the creation of public companies. **Journal of Financial Economics**, p.447-471, Sept 1990.

BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. **Princípios de finanças empresariais**. 3.ed. Lisboa: Mcgraw Hill de Portugal, 1992.

BRUNO, A. V. TYBEJEE, T. T. The one that got away: a study of ventures rejected by capitalist. In: HORNADAY, J. A. et al., **Frontiers of Entrepreneurship Research**. Proceeding of 1983 CONFERENCE ON ENTREPRENEURSHIP, Wellesey, Babston College, p. 289-306, 1983

BVCA. **A Guide to Venture Capital**. Disponível na World Wide Web: <<http://www.bvca.co.uk>>, Acesso em: 15 de agosto de 2002.

BYGRAVE, W. D.; TIMMONS, J. **Venture Capital at the Crossroads**. Harvard: Havard University Press, 1992

DORNELAS, José Carlos Assis. **Empreendedorismo: transformando idéias em negócios**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

FIQUEIREDO, João Neiva de. **Investimentos de *private equity* no Brasil: Visão teórica, situação atual e implicações para o crescimento desta classe de ativos**. In: SEGUNDO ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS. **Anais de...**Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002.

FLORIDA, Richard; KENNEY, Martin. Venture Capital-financed Innovation and Technological Change in the USA. **Research Policy**, v.17, p 119-137, 1988.

FRIED, V. H.; HISRICH, R. D. Toward a model of venture capital investment decision making. **Financial Management**, v.23, n.3, p. 28-37, Autumn 1994a.

FRIED, V. H.; HISRICH, R. D. The venture capitalist: a relationship investor. **California Management Review**, forthcoming, 1994b.

GARNER, Daniel R., OWEN, Robert R., CONWAY, Robert P.. **Guide to financing for growth. Ernst & Young Entrepreneurial Services Group**. New York: Professional, Reference and Trade Group, 1995.

GITMAN, Lawrence J.. **Princípios da administração financeira**. São Paulo: Herbra, 2001.

GOMPERS, P. Optimal investment, monitoring and the staging of venture capital. **The Journal of Finance**, 50, p. 1461-1490, 1995.

GOMPERS, Paul. **A note on angel financing**. Unpublished working paper, Harvard Business School, Dec, 1998.

GORGULHO. Luciane F. O Capital de Risco como Alternativa de Financiamento as Pequenas e médias empresas de Base Tecnológica. **Revista do BNDES**, v.4, n.7, p.151-184, jun 1997.

GORMAN, M., SAHLMAN, W. What do venture capitalists do?. **Journal of Business Venturing**, n. 4, p. 231-248, 1989.

GROPPELLI, A. A.; NIKBAKHT, E.. **Administração financeira**. São Paulo: Saraiva, 2002.

GROSSMAN, S.; HART, O. The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration. **Journal of Political Economy**, v.94, p. 691-719, 1986.

HART, O; MOORE, J. Property rights and the nature of the firm. **Journal of Political Economy**, v. 98, p. 1119-1158, 1990.

HELLMAN, T.; PURI, M. The interaction between product market and financial strategy: the role of venture capital. **Review of Financial Studies**, forthcoming 2000.

- HISRICH, D.; JANKOWICZ, A. D. Intuition in venture capital decisions: an exploratory study. **Journal of Business Venturing**, p. 49-62, January 1990.
- ISAAC, C. S.; MICHAEL, W. **Handbook in Research and Evaluation**. San Diego: Edits Publishers, 1976.
- KAPLAN, S. N.; STROMBERG, P. **How do venture capitalists choose investments**. Working paper. Graduate School of Business, Chicago: University of Chicago, August 2000a.
- KAPLAN, S. N.; STROMBERG, P. **Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts**. Working paper. Graduate School of Business, Chicago: University of Chicago, 2000b.
- LEMES JÚNIOR, A. B.; RIGO, C. M.; CHEROBIM, A. P. M. S. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.
- LENER, J.. The Syndication of Venture Capital. **Financial Management**. 1994
- LERNER, J. Venture capitalists and the oversight of private firms. **The Journal of Finance**, 50, p. 301-318, 1995.
- LEVIN, Jack S, GINSBURG, Martin D., ROCAP, Donald E. Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions. **Aspen Law & Business**, 1998.
- LORENTZ, A. **Venture Capital Today**. 2.ed. London: Woodherd-Faulkner, 1989.
- MARCON, Rosilene. **O custo de capital próprio das empresas brasileiras – o caso dos american depositary receipts (adrs)**. Florianópolis: UFSC, 2002. Disponível na World Wide Web: <<http://www.eps.ufsc.br>>, Acesso em: 25 de março de 2002.
- McMILLAN, I. C.; SIEGEL, R. SUBANARASIMHA, P.N. Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. **Jornal of Business Venturing**, New York: 1985.
- McMILLAN, I. C.; ZEMANN, L. SUBANARASIMHA, P.N. Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process. **Jornal of Business Venturing**, New York, v.2, p.123-137, 1987.

- MONTEZANO, Roberto M.. **Capital de risco - uma alternativa de financiamento - venture capital**. Rio de Janeiro: IBEMEC, 1983.
- OSNABRUGGE, Mark Van; ROBINSON, Robert J. **A Guide for Entrepreneurs, Individual Investors, and Venture Capitalists**. São Francisco: Havard Business School, 2000.
- PADOVANO, Guido. **Investimento de risco: a realidade e os números**. In: SÁ, Tosta de (coord.). *Empresa emergente: fundo de investimento e capitalização*, 2 ed. rev. e amp. Série Idéias e Propostas. Brasília: Sebrae, 1996.
- PEREIRA, Maurício Gomes. **Epidemiologia: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Guanabara Koogan, 2002.
- POTERBA, James. **Venture Capital and Capital Gains Taxation**. In: Lawrence Summers: *Tax Policy and the Economy*. Cambridge: MIT Press, 1989.
- RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo. Atlas, 1989.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F.. *Administração financeira*. 3a. ed. São Paulo: Atlas, 1995
- SAHLMAN, W. A. The structure and governance of venture capital organizations. **Journal of Financial Economics**, p. 473-521, September 1990.
- SANDBERG, W. R.; SCHWEIGER, D. M.; HOFER, C. W. The use of verbal protocols in determining venture capitalists decision process. **Entrepreneurship Theory and Practice**, p.8-20, Winter 1988.
- SANTOS, Sílvio Aparecido dos. **Criação de empresas de alta tecnologia - capital de risco e os bancos de desenvolvimento**. Instituto de Administração - FEA - USP. São Paulo: Pioneira, 1987.
- SELLITZ, C. **Métodos de Pesquisa nas Relações Sociais**. São Paulo: E.P.U., 1974.

SHALMAN, W. The Structure and Governance of Venture Capital Organizations. **Journal of Financial Economics**, 1990.

SHEPHERD, D. A. Venture capitalists assessment of new venture survival. **Management Science**, v. 45, n.5, Maio, 1999.

SILVA, Jaeder Morais da, BUENO, José Antônio Pimenta. **Deal Structures em Venture Capital: Uma Análise Quantitativa**. In: Enanpad, 26, 2002, Salvador. Anais... Salvador: Anpad 2002, 1 CD-ROM.

APÊNDICE

APÊNDICE A – Questionário de coleta de dados

QUESTIONÁRIO DE PESQUISA

Nome da empresa:

1. Em que ano, a empresa iniciou com as negociações de capital de risco?

Antes de 1990 1990 a 1995 1996 a 2000 Após 2000

2. Em que regiões do território brasileiro são priorizados os investimentos da empresa?

Norte Nordeste Sul Sudeste Centro-Oeste

3. Quantas transações de *venture capital* já foram feitas, desde o início das atividades da empresa?

1 a 5 6 a 10 11 a 20 Acima de 20

4. Em relação aos investimentos, como classificaria a maioria deles?

Muito baixo Risco Baixo Risco Alto Risco Muito alto Risco

5. Para efetuar o investimento de *venture capital*, qual a percentagem mínima de participação acionária, normalmente, exigida?

10% a 25% 25% a 35% 35% a 50% Acima de 50%

6. Dos projetos que receberam investimentos, quantos atingiram o retorno esperado?

1 a 5 6 a 10 11 a 20 Acima de 20

7. No quesito montante de investimentos, qual a faixa de valores investidos em um projeto?

Até R\$ 500.000 De R\$ 500.000 a R\$ 1.000.000 R\$ 1.000.000 a R\$ 2.000.000 Acima R\$ 2.000.000

8. Qual o retorno esperado (TIR) do projeto para que se torne atrativo para o investimento?

10% a 20% 20% a 30% 30% a 50% Acima de 50%

9. Para análise financeira do projeto, qual a taxa de desconto para cálculo do valor presente líquido descontado no fluxo de caixa?

10% a 20% 20% a 30% 30% a 40% Acima de 50%

10. Quais as atividades, junto ao empreendedor, que realiza quando efetua um investimento de risco?

Monitoramento do desempenho em relação às metas Auxílio na tomada de decisões
 Transferência de conhecimentos do negócio Disponibilidade de financiamento
 Desenvolvimento de estratégias de negócio Recrutamento de executivos
 Outro: _____

11. Quais as características principais que o empreendedor deve possuir para que o risco do investimento seja minimizado?

- Experiência Profissional Experiência no setor do negócio. Referências Profissionais
 Solidez Acadêmica Outro: _____

12. Quanto tempo demora o processo de análise do negócio, desde o primeiro contato até a aprovação ou não do investimento?

- Até 30 dias De 30 dias a 60 dias De 60 dias a 90 dias Acima de 90 dias

13. Em quanto tempo, após o primeiro contato, o empreendedor deve receber o investimento?

- Até 30 dias De 30 dias a 60 dias De 60 dias a 90 dias Acima de 90 dias

14. Quais os critérios mais importantes para na hora de selecionar um novo investimento?

- Alinhamento estratégico Equipe gerencial Potencial de crescimento
 Lucratividade intrínseca Liquidez Estratégia de saída
 Mercado Projeções financeiras Outro: _____

15. Quais os estágios de desenvolvimento da empresa em que a sua empresa investe?

- Seed Stat-up Early Stage Expansão

16. Quais são as principais áreas de interesse para investimentos de risco?

- | | | | |
|--|--|---|---|
| <input type="checkbox"/> Serviço de Internet | <input type="checkbox"/> Ecoturismo | <input type="checkbox"/> Semi-condutores | <input type="checkbox"/> Construção / Infra-estrutura |
| <input type="checkbox"/> Portais na web | <input type="checkbox"/> Restauração | <input type="checkbox"/> Mecânica de Precisão | <input type="checkbox"/> Indústria |
| <input type="checkbox"/> Comércio Eletrônico B2B | <input type="checkbox"/> Saneamento | <input type="checkbox"/> Química | <input type="checkbox"/> Varejo |
| <input type="checkbox"/> Comércio Eletrônico B2C | <input type="checkbox"/> Educação | <input type="checkbox"/> Agricultura | <input type="checkbox"/> Entretenimento / Lazer |
| <input type="checkbox"/> Infra-estrutura de Internet | <input type="checkbox"/> Energia | <input type="checkbox"/> Aqüicultura | <input type="checkbox"/> Comércio tradicional |
| <input type="checkbox"/> Mídia | <input type="checkbox"/> Óleo e Gás | <input type="checkbox"/> Logística | <input type="checkbox"/> Outros: _____ |
| <input type="checkbox"/> Comunicação | <input type="checkbox"/> Soluções Móveis | <input type="checkbox"/> Transporte | <input type="checkbox"/> Outros: _____ |
| <input type="checkbox"/> Software | <input type="checkbox"/> Serviços empresariais | <input type="checkbox"/> Tecnologia da informação | <input type="checkbox"/> Outros: _____ |
| <input type="checkbox"/> Hardware | <input type="checkbox"/> Telecom | <input type="checkbox"/> Saúde | <input type="checkbox"/> Outros: _____ |
| <input type="checkbox"/> Turismo | <input type="checkbox"/> Eletrônica | <input type="checkbox"/> Biotecnologia | <input type="checkbox"/> Outros: _____ |