

# Crédito empreendedor

**A** evolução positiva dos indicadores macroeconômicos brasileiros e a situação relativamente favorável do mercado de capitais têm favorecido a expansão do crédito às pequenas e médias empresas mediante fundos de investimento de *private equity* e *venture capital*. O artigo demonstra que tais fundos, além de disponibilizarem às empresas o aporte de capital empreendedor, estimulam o rápido crescimento das empresas investidas e a adoção de saudáveis práticas de governança corporativa.

por Alexander N. Xavier, Raphael A. Videira e Tiago de M. Cruz FGV-EAESP

O acesso a linhas de crédito tradicionais (bancos e outras instituições financeiras) tem sido historicamente um obstáculo para muitas empresas brasileiras que procuram financiar a expansão produtiva de seus negócios. Os elevados custos dessas operações, associados principalmente às altas taxas de juro brasileiras, tornam praticamente impossível

que as pequenas e médias empresas utilizem essa forma para financiar o seu desenvolvimento.

Enquanto as grandes corporações dispõem de melhores garantias, que facilitam a obtenção de recursos para financiar seus projetos de investimento, as pequenas e médias são forçadas a conviver com condições de crédito

nada favoráveis. Grande parte dessas empresas recorre a recursos próprios e de familiares, ou ainda a prazos maiores de fornecedores para conseguir obter capital para o seu negócio.

Contudo, essas formas são muito restritas no montante disponibilizado, não permitindo o financiamento de uma empresa que tenha em vista, ou que precise, crescer de forma rápida. Veremos, neste artigo, que aumenta, no mercado brasileiro, a oferta de crédito às empresas a partir de fundos de investimento de *private equity* e *venture capital*.

**O capital empreendedor não pode ser confundido com empréstimo. Os investidores dos fundos de *venture capital* são muito mais do que credores: são sócios do negócio e participam, dentre outras coisas, das tomadas de decisões da empresa, buscando ampliar-lhe o valor a fim de liquidar suas posições no futuro.**

**Diversificação do crédito.** Os fundos PE/VC, desde suas origens, têm se mostrado uma boa opção para muitas empresas que sozinhas não conseguem contornar os obstáculos do crédito barato. O capital empreendedor – como muitos chamam as operações desses fundos, em substituição ao termo mais antigo, capital de risco – consiste, basicamente, na aquisição, por parte de um grupo de investidores, de um percentual da participação societária daquelas empresas que apresentem potencialmente grandes possibilidades de crescimento.

Vale lembrar que esse capital empreendedor não pode ser confundido com empréstimo. Os investidores desses fundos são muito mais do que credores: são sócios do negócio e participam, dentre outras coisas, das tomadas de decisões da empresa, buscando ampliar-lhe o valor a fim de liquidar suas posições no futuro.

Nos últimos anos, os investimentos em PE/VC têm crescido no país e podem crescer ainda mais, a julgar pelos números de saídas observados desde a retomada dos lançamentos de ações em 2004. No período de 2004 até agora, foram registradas 32 ofertas públicas iniciais de ações na Bolsa (IPOs – *Initial Public Offering*), das quais 18 foram de empresas que tinham fundos de PE/VC entre seus acionistas. O volume dessas operações também é expressivo. Do montante captado pelas empresas nessas operações de IPOs, 53% advêm de empresas que receberam investimentos de capital empreendedor.

**Breve histórico.** Os investimentos do tipo *private equity* e *venture capital* tiveram seu início no ano de 1981 com a CRP Companhia de Participações, mas somente após a estabilização do Real, na década de 1990, esta classe de ativos começou a receber um maior número de investimentos.

Enquanto na década de 1980 encontraram-se apenas cerca de 10 fundos ou canais de investimento em PE/VC, na década seguinte esse número mais do que triplicou. Como o período médio de duração de um fundo de investimento varia entre 7 e 10 anos, é natural que tenhamos,

a partir de 2000, o fim desses ciclos de investimento e um grande número de desinvestimentos.

Dados levantados em pesquisa realizada pelo GVcepe (Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da FGV-EAESP) apontam que a indústria brasileira de PE/VC pode gerar impacto substancial no mercado acionário. O setor é relativamente recente, mas possuía cerca de US\$ 5 bilhões comprometidos até o final de 2004. Em outras palavras, este montante comprometido refere-se à soma dos valores já investidos em empresas brasileiras com o que ainda está disponível para investimento.

O total destinado ao mercado de PE/VC é pequeno se comparado a mercados mais maduros como os EUA e a Europa, que no auge da “bolha da Internet” chegaram a ter, respectivamente, mais de US\$100 e US\$30 bilhões investidos. Mesmo se compararmos esses comprometi-

mentos com o tamanho da economia brasileira, temos em 2004 uma relação de somente 0,06% do PIB, enquanto em países com maior disponibilidade de capital para PE/VC essa relação chega a 1%. Quer dizer, poderíamos aumentar em cerca de 15 vezes esses investimentos para chegarmos ao patamar das economias de outros países com esta cultura de investimento. Existe, assim, um grande potencial de crescimento que não somente é comprovado, mas também é reforçado pelos recentes IPOs de empresas investidas de PE/VC.

**Monitoramento e acompanhamento.** Ao investir em empresas, gestores de PE/VC orientam-se, naturalmente, com o objetivo de proteger e aumentar seu valor. Na prática, isso acontece quando eles conseguem combinar estratégias adequadas de investimento com uma aguçada atividade de monitoramento da gestão da empresa e uma boa alternativa de saída do investimento.

Uma das principais características dos investimentos de PE/VC é o monitoramento das empresas nas quais os recursos foram investidos. De acordo com a literatura especializada, esse monitoramento pode ocorrer através de quatro formas principais, apresentadas sucintamente a seguir.

Na primeira, os gestores de PE/VC atuam na governança e vida econômica da empresa investida, mediante escalonamento da injeção de capital, condicionando essas injeções ao cumprimento de metas.

Na segunda, são criados sistemas de remuneração que proporcionem incentivos apropriados a empreendedores/administradores (*stock options* e participação nos lucros condicionada à criação de valor e à liquidez do investimento).

Outra forma de monitoramento consiste no envolvimento ativo na gestão das empresas (estratégia, ampliação da rede de *stakeholders* e, em alguns casos, nas próprias



operações), contribuindo “com as mãos na massa” para o desenvolvimento da empresa.

Já na quarta forma, observam-se a instituição e/ou manutenção de mecanismos para garantir a liquidez do investimento (controle de dividendos; direitos de venda das ações de volta à empresa se ela é financeiramente viável, mas pequena demais para se tornar pública; direitos de *tag along* etc.).

Se, de um lado, essas quatro formas representam vantagens notórias ao investidor, sobretudo a de poder acompanhar de perto a gestão da empresa, por outro o empreendedor terá ao seu lado um sócio profissional e altamente capacitado na gestão de negócios. Mesmo assim, isto não agrada, *a priori*, a maioria dos empreendedores porque, nessas circunstâncias, o empreendedor já não é mais “soberano” em seu negócio. Ao receber aporte de PE/VC ele terá “um novo sócio” que cobrará e acompanhará os resultados da empresa. Torna-se, portanto, fundamental a existência de uma boa coordenação entre o empreendedor e os gestores de PE/VC para que o objetivo comum a ambos (aumentar o valor do negócio) seja alcançado.

**Exemplos brasileiros.** No decorrer dos últimos dois anos, uma das alternativas para a obtenção de maior rentabilidade aos investidores do setor de PE/VC foi a saída das empresas investidas por meio de IPOs – os quais ocorreram nos mais diversos setores da economia, independentemente de se tratar de empresas investidas mediante fundos de PE/VC ou não, como mostra o Gráfico.

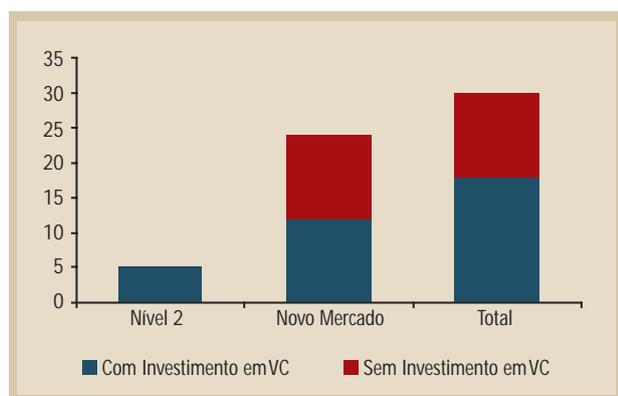


Gráfico – Número de IPOs por nível de governança (período de 2004 a 2006)  
Fonte: BOVESPA – disponível em [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)

Todavia, observamos, pelo Gráfico, que o investimento na indústria de PE/VC constitui uma das principais formas de saída do investimento, pois cerca de 60% dos IPOs observados no período de 2004 a 2006 foram de empresas que tinham participação de fundos de PE/VC no seu quadro societário.

Setores como os de aviação, empreendimentos imobiliários, calçados, logística, cosméticos e tecnologia são exemplos de indústrias que lançaram suas ações na Bolsa. O setor de tecnologia, assim como o setor de equipamentos industriais e o de diagnóstico na área de saúde, serão ilustrados de maneira breve nesta seção, na qual serão comentados os efeitos de investimentos de PE/VC em três empresas brasileiras: Submarino, Lupatech e DASA.

O Submarino é uma empresa focada essencialmente em comércio eletrônico, e lançou suas ações na Bovespa em maio de 2005. A empresa é resultante de um investimento do grupo GP Investimentos, juntamente com THLTV, Santander, GE Capital e outros fundos de PE/VC. O primeiro aporte do grupo GP Investimentos foi da ordem de R\$ 110 milhões, o que pode ser considerado um alto investimento para empresas desse ramo.

As principais alterações que levaram ao crescimento da empresa ocorreram em 2001, com a modernização da tecnologia para atender as novas demandas (incluindo a diversificação do seu foco como, por exemplo, a atuação no segmento de turismo) e o corte de 15% na folha de pagamento. As mudanças na estrutura da empresa e na ampliação dos seus negócios fizeram que o Submarino aumentasse seu faturamento de R\$ 129 milhões em 2002, para R\$ 361 milhões em 2004, ano anterior ao IPO.

No ano passado, o faturamento do Submarino alcançou a cifra de R\$ 575 milhões. Segundo os diretores da empresa, o crescimento foi proporcionado não só pelo crescimento do setor de comércio eletrônico, como também pela aposta da empresa em serviços diferenciados com relação aos seus concorrentes (Lojas Americanas e Magazine Luiza, por exemplo, que possuem lojas não só na Internet como também no varejo).

Este é um exemplo de uma empresa com foco em tecnologia que não somente sobreviveu à “bolha da Internet”, mas também conseguiu crescer sustentavelmente, desde o investimento de PE/VC até os dias atuais, passando pelo processo de abertura de capital.

A Lupatech é uma fabricante de válvulas e equipamentos para aplicação principalmente na indústria de petróleo e gás, além de produção de peças complexas e subconjuntos em ligas metálicas para a indústria automobilística internacional. Desde sua fundação, em 1980, a empresa passou por incorporações e aquisições, contemplando hoje cerca de 8 marcas próprias. Em maio de 2006, seus acionistas (Lupapar, GP Tecnologia, BNDES Par e Natexis Private Equity) decidiram lançar as ações da empresa na Bolsa de Valores, buscando levantar mais de R\$ 400 milhões.

A principal influência desses investidores no negócio foi nas melhorias acentuadas da governança corporativa, o que significou um aumento na transparência das relações da empresa tanto com fornecedores, como com clientes. O ganho em governança também foi refletido com ganhos financeiros, pois o EBITDA da empresa saltou 254% no período compreendido entre 2003 e 2005.

A DASA (Diagnósticos da América S.A.) tem mais de 40 anos de história e, desde 1999, quando recebeu o aporte de PE/VC (Pátria Banco de Negócios, JP Morgan e Flatiron), segue com uma estratégia de expansão baseada tanto no crescimento orgânico (abertura de novas unidades de atendimento de forma a ampliar sua cobertura geográfica, ampliação de portfólios de exames oferecidos, introduzindo serviços de diagnósticos por imagem ou análises clínicas nas unidades de atendimento que ainda não oferecem tais serviços) quanto em aquisições.

Ela é hoje a maior empresa de serviços de apoio à medicina diagnóstica do setor privado da América Latina e a quinta maior entre as empresas de apoio à medicina diagnóstica listadas em Bolsa no mundo. Está presente nos Estados de São Paulo, Rio de Janeiro, Paraná, Bahia, Ceará e Distrito Federal, através de mais de dez marcas, entre elas Delboni Auriemo e Lavoisier.

O investimento de PE/VC na empresa certamente foi um dos fatores que ajudou na sua boa avaliação pelo mer-

cado acionário. Isso pode ser observado pelo fato de que a ação da empresa sempre esteve acima do índice BOVESPA, desde o seu lançamento, chegando a ser a segunda melhor valorização perante o índice em fevereiro deste ano.

**O investimento da indústria de PE/VC traz, na maioria dos casos, um choque positivo de governança corporativa (com aumento da transparência nas suas transações, por exemplo), além de possibilitar resultados financeiros superiores não só para os investidores, como também para o(s) empreendedor(es) e demais *stakeholders*.**

Estes são alguns exemplos ilustrativos que mostram como o investimento de PE/VC traz, na maioria dos casos, um choque positivo de governança corporativa (com aumento da transparência nas suas transações, por exemplo), além de possibilitar resultados financeiros superiores não só para os investidores, como também para o(s) empreendedor(es) e demais *stakeholders*, fato este que é refletido pelo significativo crescimento no número de lançamentos de ações na Bolsa de Valores nestes dois últimos anos.

---

Alexander Nogueira Xavier  
Mestre em Economia de Empresas pela FGV-EAESP  
E-mail: axavier@gvmail.br

Raphael Almeida Videira  
Doutorando em Economia de Empresas pela FGV-EAESP  
E-mail: rvideira@gvmail.br

Tiago de Melo Cruz  
Mestre Profissional em Adm. de Empresas pela FGV-EAESP  
Pesquisador do Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV  
E-mail: tiago-cepe@fgvsp.br