



IMAGEM: KIPPER

ESPECIAL VENTURE CAPITAL

Uma indústria em ascensão

O recente desempenho do mercado de *venture capital* no Brasil mostra que essa indústria está resurgindo graças a iniciativas tomadas pelo governo, pelas agências de fomento e também pelas empresas. O artigo apresenta e discute o modo como essas iniciativas podem definir o futuro desse mercado no país e adverte que, apesar de os primeiros frutos já estarem aparecendo, ainda há um longo caminho rumo à maturidade do setor.

por José Roberto Ferreira Savoia FEA-USP

O crescimento internacional da indústria de *venture capital* (VC), nos últimos três anos, tem produzido reflexos para o mercado local e auxiliado sua retomada rumo à efetiva consolidação. No Brasil, houve um aumento na demanda por VC por parte dos investidores locais – tanto fundos de

pensão como agências de fomento.

Os aspectos legais e regulatórios também foram aprimorados e exerceram um relevante papel para o desenvolvimento da indústria e para a atração dos investimentos. Nesse período, o Brasil produziu importantes melhorias no ambiente de negócios e

institucional, como a Lei de Falências, a regulamentação da arbitragem e a consolidação das práticas de governança corporativa. No âmbito dos governos estaduais e federal, foi decisiva a criação de políticas de inovação e de estímulo ao empreendedorismo e desenvolvimento tecnológico.

Este artigo foca alguns aspectos que devem contribuir para o desenvolvimento do mercado brasileiro de VC nos próximos anos, além de apresentar algumas sugestões para o aprimoramento do ambiente institucional dessa indústria no país.

A indústria de VC no Brasil.

Venture capital é uma forma de investimento que proporciona às empresas de pequeno porte capital para seu funcionamento e expansão. Além disso, os investidores podem prover recursos gerenciais de forma a aumentar a eficiência do empreendimento. O investidor oferece aconselhamento e recursos e, em contrapartida, espera dos sócios empreendedores a disposição de realizar a melhor gestão, evitando-se riscos desnecessários.

Nos estágios iniciais da empresa, quando a experiência administrativa de seus fundadores é restrita, o aconselhamento se torna um valor muito importante para a sobrevivência da empresa. No entanto, o conhecimento dos empreendedores também é transferido para os investidores, que, assim, formam uma base de conhecimentos que pode ser utilizada em outros investimentos no mesmo setor. Esses

O investidor em VC, ao examinar um negócio em potencial, está orientado para identificar a sua viabilidade econômico-financeira no longo prazo, a capacidade gerencial dos empreendedores e a qualidade da interação que poderá ser produzida entre os dois grupos.

dois aspectos, gestão compartilhada e um conjunto de serviços adicionados, diferenciam o VC das demais formas de intermediação.

Devido à natureza dos negócios, os investidores se comprometem por prazos longos e buscam realizar ganhos decorrentes da valorização da empresa, em detrimento dos pagamentos de dividendos, pois, em geral, os lucros gerados são reinvestidos na própria empresa. Como as chances de insucesso são altas, o investidor deve estar propenso a assumir riscos.

Relatório do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) de 2005 aponta que a indústria de VC/PE (*venture capital/private equity*) na América Latina ainda se encontra em um estágio inicial, e apenas alguns fundos realizaram um ciclo completo de investimento. Essa visão da dinâ-

mica da indústria pode ser vista na Tabela 1, que apresenta os diversos estágios do VC.

Normalmente nos primeiros estágios de VC a liquidez é reduzida, pois a companhia permanece fechada. Em virtude dessa limitação o VC pode, ainda, prover meios para a negociação das participações dos sócios na empresa, de forma a permitir a acomodação dos diversos interesses ao longo do tempo.

Com o amadurecimento da indústria na América Latina, especialmente no Brasil, o desempenho poderá ser mais bem avaliado e então comparado a padrões internacionais. Como referência, a Tabela 2 apresenta a rentabilidade do VC no mercado norte-americano, onde ciclos completos de investimentos já ocorreram, demonstrando a alta atratividade

Tabela 1 – **Estágios do venture capital**

ESTÁGIO	I DESENVOLVIMENTO DA IDÉIA	II PESQUISA E DESENVOLVIMENTO	III DESENVOLVIMENTO INICIAL	IV CRESCIMENTO	VI EXPANSÃO
Período	1-6 meses	1-5 anos	1-2 anos após o <i>start-up</i>	2-5 anos após o <i>start-up</i>	Após o sexto ano do <i>start-up</i>
Ciclo financeiro	Pessoas próximas ao empreendedor	Fundos de P&D	<i>Seed capital</i>	Capital de risco	<i>Private equity</i>

Fonte: BID.

desse mercado que, para períodos superiores a cinco anos, superou a rentabilidade do mercado de ações de tecnologia, medido pela valorização do índice NASDAQ.

Em todos os países a atividade de VC precisa de uma base de empreendedorismo e de políticas que a estimule. Também são necessárias algumas precondições para avançar, tais como estrutura legal e tributária, elevado grau de transparência das empresas, desenvolvimento de governança corporativa e uma forte legislação de propriedade intelectual.

Já dos investidores são requeridas habilidades específicas, tais como a capacidade de identificar as melhores empresas e uma promoção de gestão orientada para o crescimento, sabendo avaliar o momento correto para desinvestir. Dessa forma, o investidor em VC, ao examinar um negócio em potencial, está orientado para identificar a sua viabilidade econômico-financeira no longo prazo, a capacidade gerencial dos empreendedores e a qualidade da interação que poderá ser produzida entre os dois grupos.

Internacionalização. A indústria de *venture capital* e *private equity* (VC/PE) iniciou um novo ciclo de

crescimento após 2004, recuperando-se das dificuldades originadas em 2001, após o colapso das empresas de tecnologia. Em 2005, segundo dados da Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), os investimentos em VC atingiram cerca de US\$ 31,3 bilhões, concentrando-se 93% desse total nos Estados Unidos, Canadá, Europa e Israel, sendo o restante disperso entre outras regiões do mundo.

O crescimento de VC ocorre em todos os mercados desenvolvidos, e a expansão para os países emergentes retrata uma mudança de postura dos investidores, tradicionalmente habituados a realizar negócios em seu país de origem, o que lhes permite manter contato e monitoramento permanente com as empresas.

Em pesquisa realizada pela Deloitte em 2006, aproximadamente 53% dos investidores norte-americanos afirmaram ter interesse em realizar investimentos no exterior, contra os 47% que declararam a manutenção do seu foco restrito aos Estados Unidos. Essa onda de internacionalização dos portfólios tem como principais alvos a China e a Índia. Entre as razões para o direcionamento, para esses países destacam-se menores custos de investimento (em ambos os países),

melhor acesso a mercados estrangeiros (China) e o acesso a gestores qualificados (Índia).

Vantagens comparativas. Se o mercado de VC/PE sempre foi marcado pela procura por investimentos em setores de alta tecnologia, como *software*, telecomunicações e tecnologias de rede, o que se observa mais recentemente é a ampliação do leque de possibilidades. Quando se avaliam os países, é possível identificar vantagens comparativas e atividades que são beneficiadas pelas condições institucionais. Dessa forma, a orientação dos empreendedores pode ser diferente em cada país, levando à criação de “especialidades”, tais como serviços médicos e de saúde (Índia), serviços financeiros (China) e energia (Europa e Brasil).

A forte orientação para a busca de fontes alternativas de energia e a demanda por tecnologias limpas produziram aumento nos investimentos em VC/PE nas empresas geradoras de energia e também naquelas focadas no desenvolvimento de inovações que beneficiem essa operação. Na visão dos investidores norte-americanos entrevistados pela Deloitte, o segmento de energia/tecnologias limpas será o de maior crescimento na alocação de

Tabela 2 – Performance dos investimentos em *venture capital* e ações

	1 ANO	3 ANOS	5 ANOS	10 ANOS	20 ANOS
<i>Venture capital</i>	-23,3	-6,8	28,3	26,3	16,6
Nasdaq	-31,6	-31,0	-3,2	7,0	7,1

Fonte: BID/NVCA e Thomson Venture Economics.
Data-base: dezembro de 2002.

recursos em 2007. Estimativas elaboradas pela Cleantech Venture Capital (2006) indicam que os fundos de VC norte-americanos poderão chegar a ter 10% dos seus investimentos nesse setor em 2009, o que alcançaria um montante entre US\$ 6,2 bilhões a US\$ 8,8 bilhões.

O Brasil apresenta um enorme potencial para investimentos nesse setor e dispõe de tecnologia de ponta na produção de energia renovável. Os investimentos ocorridos em 2006, e aqueles previstos para 2007, destinados à criação de fundos de VC/PE no setor, alcançam mais de US\$ 3 bilhões. Parte dos recursos de investidores estrangeiros não será direcionada para as empresas, mas para os fundos já existentes. Outra ação a ser desenvolvida é a criação de incubadoras para o fomento de novas empresas no setor.

Venture capital e inovação.

Qualquer ação para desenvolvimento da indústria de VC passa necessariamente pela adoção de medidas de estímulo ao empreendedorismo e à inovação que permitam a criação de um ambiente favorável ao surgimento de novas empresas. O empreendedorismo pode ser ensinado nas universidades e em cursos de formação técnico-profissional, o que resultará, no longo prazo, em produção de conhecimento e de mão-de-obra especializada para a indústria. Já o processo de inovação está normalmente centrado nas universidades e centros de pesquisas, além de empresas com orientação para pesquisa e desenvolvimento (P&D).

Nos Estados Unidos, o impacto que a indústria de VC gera em inovação é decisivamente forte nos primeiros estágios das empresas. Os pesquisadores Kortum e Lerner, em trabalho publicado em 2000, afirmam que, em 1998, as atividades de VC foram responsáveis por aproximadamente 14% da inovação industrial, embora tenham realizado apenas 3% dos dispêndios com P&D.

Algumas medidas adotadas pelos países para estímulo das atividades de VC são a criação de incubadoras de base tecnológica e a formação de *clusters* para fomento das indústrias.

As incubadoras congregam empresas nascedouras, fornecendo

amparo administrativo, comercial e técnico. Segundo a experiência da OCDE, o impacto de incubadoras é alto nos países da Comunidade Europeia, e 90% das *start-ups* permanecem ativas três anos depois. Cerca de 29 mil empresas são criadas anualmente pelas 900 incubadoras presentes no continente europeu, demonstrando o acerto dessa medida e sua contribuição para a criação do ambiente de negócios pretendido.

As atividades de VC procuram se orientar em torno dos pólos da indústria de tecnologia, próximos a centros de pesquisa e universidades. Essa concentração geográfica é favorável à produção de um fluxo de negócios e



à formação de mão-de-obra, além de melhorar os processos de criação e de inovação, permitindo um melhor acesso a recursos financeiros em virtude da atratividade que exercem sobre potenciais investidores.

Iniciativas brasileiras. O Brasil desenvolveu, nos últimos anos, grandes esforços para ampliar a inovação das empresas e gerar um ambiente propício. Entre esses, cabe citar a criação da Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI) e os avanços da Financiadora de Estudos e Projetos (Finep) e de seus programas. No âmbito dos governos estaduais, a criação dos parques tecnológicos no estado de São Paulo merece igual destaque.

No entanto, há pouca integração entre as iniciativas de apoio no âmbito dos diferentes níveis do governo.

Adicionalmente, os esforços de P&D ainda se encontram muito concentrados no setor público. Conseqüentemente, uma melhor coordenação entre governos e uma correta indução da iniciativa privada poderiam trazer melhores resultados.

Pesquisa realizada pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea) aponta que no Brasil há um grupo de empresas inovadoras responsáveis por mais de 25% das vendas industriais e que participam do ambiente internacional por meio de produtos com maior intensidade tecnológica. Outra constatação é que o grande número de empreendimentos de inovação é um dos fatores mais importantes para explicar o desempenho das exportações brasileiras.

O processo de inovação não é apenas tecnológico, e as empresas buscam melhorar produtos e proces-

sos. Nesse sentido, a convergência para padrões internacionais de atuação é desejável e tem sido buscada pelas empresas brasileiras. Entre 2001 e 2005, o total de certificações às normas internacionais (ISO) cresceu a uma média anual de 114%, chegando a 11.078 certificações, contra uma expansão anual de 83% do mercado mundial, que chegava a 909.882 certificações.

Mudanças recentes. O recente desempenho do mercado brasileiro de VC indica que a indústria brasileira está ressurgindo, graças a vários esforços: o apoio da Finep, do BID e a presença mais sólida de fundos de pensão. A Finep, em 2000, lançou o projeto INOVAR, que tem produzido o direcionamento de recursos para a inovação tecnológica através da Finep e que, em três anos, deverá apoiar cer-



ca de cem empresas inovadoras. Nessa iniciativa, foram comprometidos cerca de R\$ 100 milhões em 11 fundos de VC. O BID, por meio do Multilateral Investment Fund, realizou aportes em 11 fundos de VC, os quais investiram em mais de 162 empresas.

Em 2005, a Petros – entidade que congrega os funcionários da Petrobras – aplicou R\$ 70 milhões em cinco fundos de VC. Em 2006, a Previ, dos funcionários do Banco do Brasil, anunciou investimentos de R\$ 350 milhões no setor. Esses acontecimentos são bastante auspiciosos, pois sinalizam para os demais fundos de pensão a confiança dos grandes *players* no setor e devem gerar maior interesse por parte de outras entidades na busca por diversificação.

Ao se analisar o portfólio de R\$ 335,7 bilhões dos fundos de pensão, em outubro de 2006, verifica-se uma grande concentração de investimentos em renda fixa, com 59% do total, e, em renda variável, com 31,3%. Apesar da progressiva redução da taxa nominal da Selic para cerca de 13% ao ano, a taxa real de juros ainda se situa em torno de 8% anuais, suficientemente alta para que os fundos de pensão alcancem o seu ponto de equilíbrio atuarial, estimado em torno de 5-6% reais ao ano. A efetiva redução dos juros reais deverá aumentar a predisposição dos gestores em buscar investimentos alternativos para seus portfólios, favorecendo a aplicação em veículos de VC/PE.

No entanto, os gestores das entidades de previdência apresentam demandas adicionais, que somente poderão ser satisfeitas com o crescimento

Qualquer ação para desenvolvimento da indústria de VC passa, necessariamente, pela adoção de medidas de estímulo ao empreendedorismo e à inovação que permitam a criação de um ambiente favorável ao surgimento de novas empresas.

do mercado. Uma delas é levantada em pesquisa realizada na FEA-USP, em 2004, com fundos de pensão públicos e privados. Na pesquisa, foi apontado que o principal motivo que levou essas entidades a não investirem em *venture capital* e *private equity* foi a falta de um mercado secundário que aumentasse a liquidez e possibilitasse a saída do investimento em condições atraentes.

Avançar é preciso. Além das iniciativas descritas ao longo deste artigo, o Brasil também produziu importantes avanços institucionais, como a promulgação da Lei de Falências e da Lei da Arbitragem, que são mecanismos necessários para reduzir a incerteza dos investidores e diminuir os custos das transações, proporcionando maior eficiência e rapidez na resolução de conflitos.

Semelhantemente, outra melhoria importante que pode ser destacada é a disseminação, entre as empresas brasileiras, de práticas de governança corporativa, muito bem vistas pelos investidores que estão dispostos a pagar um prêmio para investir em empresas que as adotam.

Entretanto, os números do crescimento econômico do Brasil mostram uma recuperação modesta

perante outros países emergentes e inibem um melhor desempenho das empresas locais.

A experiência internacional mostra que o crescimento na indústria de VC se faz a partir da ocorrência de empreendimentos bem-sucedidos. Esse crescimento transforma as experiências em casos de sucesso, em um círculo virtuoso de expansão da indústria de VC, atraindo recursos e gerando massa crítica, o que, por sua vez, aumenta a liquidez do mercado e eleva os retornos para os investidores.

Apenas para que o leitor tenha uma medida de comparação, na China, devido ao alto crescimento e às sólidas condições para expansão internacional de vendas, uma empresa com boa gestão pode alcançar um crescimento anual de 30% no mercado local e de outros 30% globalmente. É desse tipo de avanço que ainda sentimos falta no Brasil.

José Roberto Ferreira Savoia
Prof. do Departamento de Administração da FEA-USP
Adjunct Professor at the School of International and Public Affairs of Columbia University
E-mail: js3148@columbia.edu