



IMAGEM: KIPPER

## ESPECIAL VENTURE CAPITAL

### Razões para otimismo

Apesar de o histórico da indústria de *private equity* e *venture capital* ainda ser recente no Brasil e apresentar poucos casos de sucesso, as perspectivas para seu crescimento são animadoras. Em perspectiva ampla, esse crescimento dependerá da capacidade da indústria de atrair capital, de uma acurada formação de gestores de *venture capital* e de uma cultura empreendedora. O artigo arrola outras razões específicas para otimismo em relação a essa indústria nos próximos anos.

por Antonio Gledson de Carvalho FGV-EAESP

Mundo afora predomina a crença de que a indústria de *private equity* e *venture capital* (PE/VC) apresenta resultados desproporcionais ao valor dos investimentos feitos pela indústria. Por exemplo, uma pesquisa feita pela Global Insights mostra que empresas financiadas com *venture capital*

eram responsáveis por 9,4% do total de empregos existentes na economia norte-americana e 9,6% do total de US\$ 1,8 trilhão em vendas nos EUA em 2003.

Esses números são impressionantes, dado que os investimentos em *venture capital* correspondem a menos

de 2% do total dos investimentos em capital acionário feitos nos últimos 34 anos. O VC também é freqüentemente apontado como o responsável pela escalada da importância de pequenas empresas na atividade de pesquisa e desenvolvimento (P&D): em 1984, empresas com menos de 500 funcio-

nários eram responsáveis por 5,9% dos gastos em P&D. Esse valor subiu para 20,7% em 2003.

Nos Estados Unidos *venture capital* é imediatamente associado ao nome de empresas como Apple, Intel, Microsoft, Sun, eBay, Amazon.com, FedEx e tantas outras por ele financiadas. Números e casos de sucesso como esses explicam a importância que vários países vêm atribuindo ao desenvolvimento de uma indústria de *venture capital*. No Brasil, o *private equity* – *venture capital* (PE/VC) apenas encerra o seu primeiro ciclo iniciado em meados dos anos de 1990.

#### Características da indústria.

Por *venture capital* entendemos o fi-

nanciamento de empresas que não têm tamanho, ativos ou histórico operacional necessários para acessar fontes tradicionais de financiamento, tais como bancos e mercado de capitais. Nesse sentido, o *venture capital* se distingue do *private equity*, o qual é direcionado a empresas mais maduras e com histórico de desempenho estabelecido.

A estruturação financeira das duas modalidades é idêntica: aporte de capital por meio de ações ou ativos com características típicas de ações, baixa liquidez do investimento durante longo período, previsão de saída (desinvestimento) no longo prazo e participação ativa dos investidores de PE/VC na condução do negócio. A indústria de PE/VC é constituída de

veículos de investimento (fundos de PE/VC), empresas gestoras e empresas investidas. Os investidores fazem aporte de capital nos veículos de investimento com duração normalmente superior a cinco anos, possivelmente prorrogável. Não há possibilidade de resgate antes da liquidação dos investimentos. As empresas gestoras, por sua vez, aplicam o capital dos fundos nas empresas investidas. Estas últimas são necessariamente empresas com grande potencial de crescimento. Nos países onde o PE/VC é mais desenvolvido existem fundos dedicados a cada uma das modalidades, *private equity* e *venture capital*, sendo que alguns fundos são especializados até mesmo nos setores industriais em que os investimentos devem ser feitos.

#### Venture capital no Brasil.

O histórico do *venture capital* no Brasil ainda é recente e poucos são os casos de sucesso. Ainda não temos casos emblemáticos de grandes empresários que começaram simplesmente com uma boa idéia e nenhum capital.

O recente Censo Brasileiro da Indústria de PE/VC mostra uma indústria com um valor considerável em capital comprometido (US\$ 5,8 bilhões), mas com um portfólio numericamente reduzido. Em dezembro de 2004 contava com apenas 306 empresas, das quais 204 haviam recebido aporte típico de *venture capital* e 102 de *private equity*. Das que haviam recebido aporte típico de *venture capital*, apenas 36 tinham recebido na etapa do capital semente (fase inicial de planejamento e desenvolvimento de um negócio). É certo que esses números



estão bem aquém dos desejados e, em parte, isso se deve ao estágio inicial de implantação da indústria no país, momento em que existem muitas oportunidades para investimentos em empresas já estabelecidas e com retornos menos incertos, em que os aportes de capital são volumosos.

Talvez o elemento mais importante para entender a maneira como o PE/VC se desenvolve seja a formação específica necessária dos seus gestores. Estes se envolvem ativamente na gestão do negócio, participando da definição da estratégia empresarial, negociação com parceiros estratégicos, tais como bancos, clientes e fornecedores, e recrutamento de funcionários-chave. Afora as atividades de gestão, também precisam de senso acurado para a seleção de negócios e reputação a fim de convencer investidores a aportar capital em fundos de investimento ilíquidos e com prazo de resgate que se aproxima de uma década. Esse perfil mostra que o gestor de *venture capital* é um personagem raro, cuja formação requer vários anos. Acima de tudo, isso explica por que o PE/VC não é como várias outras atividades que surgem do nada e em poucos anos atingem a escala ideal.

**Perspectivas otimistas.** Os três últimos anos testemunharam o fechamento, com chave de ouro, do primeiro ciclo do PE/VC no Brasil. Mais da metade dos IPOs (*Initial Public Offering*) ou abertura de capital realizados na Bovespa entre 2004 e 2006 foram de empresas financiadas por PE/VC. Empresas como Dasa, Gol, Localiza, OdontoPrev e Submarino

**Um nicho pouco explorado até o momento são as empresas familiares. O principal motivo apontado é que o empresário tradicional vê o ativismo dos gestores de PE/VC como uma intromissão.**

(entre muitas outras) são a comprovação de que no Brasil já existe capacitação na indústria de PE/VC para a realização do ciclo completo de investimento (levantamento de fundos, seleção e gestão dos investimentos e desinvestimento).

O crescimento do PE/VC nos próximos anos dependerá da capacidade da indústria em atrair capital e das oportunidades para investimentos típicos (*deal flow*). A minha avaliação é que nesses dois aspectos as perspectivas são promissoras. Algumas dessas razões já foram abordadas no livro *A Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital*, enquanto outras são aqui desenvolvidas.

**Cenário favorável ao venture capital.** Vários são os motivos para otimismo com relação aos investimentos típicos de *venture capital*. Inicialmente, destaco uma possível epidemia de empreendedorismo tecnológico, um vírus altamente contagioso que faz com que os cientistas fiquem extremamente interessados em aplicar seus conhecimentos no desenvolvimento de produtos que possam gerar negócios. Os Estados Unidos nos dão um exemplo de como isso pode ocorrer: até algumas décadas, poucas eram as universidades norte-americanas que

incentivavam seus pesquisadores a aplicar seus conhecimentos na geração de negócios. A notória exceção era o departamento de engenharia de Stanford, ao qual o florescimento do Vale do Silício é largamente atribuído. Os inúmeros casos de cientistas que se tornaram bilionários espalharam o vírus por todos os centros tecnológicos norte-americanos, fazendo com que cientistas se transformassem em potenciais empresários.

Talvez não falte muito para que esse vírus chegue aqui. O Brasil conta com uma população com capacidade empresarial, o que é medido pelo número de criação de novos negócios, entre os mais altos do mundo. A isso se adiciona uma considerável capacitação tecnológica. O país hoje também dispõe de excelência em várias áreas, como em biotecnologia agrícola, com o desenvolvimento de variedades de algodão, soja, trigo e cana-de-açúcar adaptadas a terras e climas diversos e com maior resistência a pragas; na indústria aeronáutica, que é internacionalmente competitiva; no desenvolvimento de tecnologias de pesquisa, extração e transporte de petróleo em águas profundas; na decodificação de genoma; no domínio do ciclo completo para o enriquecimento de urânio; no desenvolvimento de

tecnologias para energias renováveis, tais como etanol, biomassa, biodiesel, palha e bagaço da cana-de-açúcar. Podemos destacar ainda o avançado desenvolvimento de *software* e *hardware* para telecomunicações: fibra ótica, produção de satélites, desenvolvimento de *softwares* para a indústria de telecomunicações e tecnologia da informação; a tecnologia de produção na siderurgia; a tecnologia bancária; e a tecnologia automotiva e de transportes de passageiros urbanos e de carga internacionalmente competitiva.

No entanto, para que a epidemia se alastre pelo país, dois elementos adicionais são necessários: a existência de casos de cientistas-empresários-milionários para gerar o efeito de demonstração e a devida capacitação para o financiamento desses negócios.

Adicionalmente, cito três razões principais para estarmos otimistas. Os primeiros casos de sucesso começam a aparecer em meio à primeira leva de investimentos de *venture capital*.

Em segundo lugar, a criação de fundos de investimento dedicados a investimentos específicos que forcem os gestores a garimpar projetos tecnológicos, como o surgimento de fundos dedicados a investimentos em energias renováveis. E a terceira razão é a existência de apoio governamental, fomentando fundos dedicados a investimentos em empresas pequenas e com fundo tecnológico.

Em particular, seria extremamente oportuna a criação de um fundo de fundos porque os investimentos em empresas emergentes são relativamente pequenos. No entanto, fundos de porte pequeno são pouco atraentes para grandes investidores. O fundo de fundos soluciona esse problema, pois os investidores fazem aporte em um grande fundo que, por sua vez, investe em fundos menores.

**Private equity.** O cenário também é propício ao crescimento dos investimentos de *private equity*. Listo três fatores principais para isso. Primeiro,

a necessidade de reposicionamento estratégico-financeiro de várias empresas tradicionais: o modelo de desenvolvimento brasileiro que prevaleceu até os anos de 1980 protegeu muito a empresa nacional, tanto no mercado de produto quanto no acesso a capital subsidiado. A abertura econômica e a redução dos benefícios financeiros geram a necessidade de reposicionamento empresarial.

Nesse sentido, um nicho pouco explorado até o momento são as empresas familiares. O principal motivo apontado é que o empresário tradicional vê o ativismo dos gestores de PE/VC como uma intromissão. A anedota é que chegam a chamar o gestor de PE/VC de “patrão”. A necessidade do desinvestimento futuro também traz a incerteza quanto a quem será o próximo parceiro.

Além do mais, algumas cláusulas dos contratos típicos de PE/VC, como a obrigatoriedade de venda da participação acionária quando do desinvestimento de PE/VC, trazem



a possibilidade de perda do negócio da família. A grande novidade nessa frente é a reabertura do mercado de capital a novas empresas. A existência de um mercado ativo de IPOs permite que o *private equity* faça o desinvestimento via abertura de capital, dando ao empresário a opção de manter o controle acionário da empresa. Os casos de dispersão acionária em que o controle é exercido com menos de 50% do capital votante que começam a aparecer no mercado brasileiro aumentam ainda mais as perspectivas para manutenção do controle pelo empreendedor. Esses novos desenvolvimentos podem alargar as margens de negociação entre empresas familiares e investidores de PE/VC.

O segundo fator provém da fragmentação de alguns setores da economia brasileira e a conseqüente possibilidade de consolidação via aquisição. A consolidação cria uma empresa maior do que o conjunto daquelas que foram adquiridas. A fonte do valor pode residir nos ganhos de escala e rede gerados na consolidação ou na mudança do padrão concorrencial do setor, este último não muito louvável socialmente.

O terceiro fator para termos otimismo quanto ao mercado de *private equity* no Brasil é a possibilidade de recuperação de empresas via alienação judiciária. Essa possibilidade é decorrente da nova legislação falimentar, que estabelece que empresas em recuperação judicial não carregam os passivos da empresa antiga quando alienadas judicialmente. Até agora não sabemos exatamente como esses processos serão conduzidos pelo judi-

**A tão almejada queda na taxa de juros doméstica deve promover uma realocação de portfólio na economia, tornando os investidores mais propensos a investir em ativos de renda variável.**

ciário, pois a Varig é a primeira grande empresa a percorrer o caminho. Talvez só saibamos o resultado final quando a justiça trabalhista julgar eventuais processos de ex-funcionários da antiga Varig. No entanto, um potencial desfecho favorável para a nova Varig pode abrir novas perspectivas para o *private equity*.

**Mais otimismo.** Para encerrar, podemos mencionar alguns outros fatores que também se mostram favoráveis ao desenvolvimento das oportunidades de investimento em PE/VC em geral no Brasil. Primeiro, a redução da taxa de juros e conseqüente expansão do crédito devem melhorar muito as perspectivas de ganhos de capital permitido por uma maior alavancagem financeira. Se os gestores brasileiros puderam mostrar resultados com baixa alavancagem, imaginem o que acontecerá com alavancagem.

Segundo, a redução da desigualdade econômica, com a conseqüente inclusão de novas camadas sociais no mercado consumidor e a mudança do perfil socioeconômico, resultante do aumento de escolaridade da população, poderão gerar inúmeras oportunidades para o desenvolvimento de produtos que hoje não são viáveis em

virtude da escala reduzida do mercado consumidor.

Quanto à capacidade de a indústria atrair capital, as perspectivas também são otimistas. Inicialmente destaco a capacidade de atração de capital estrangeiro devido aos padrões macroeconômicos sustentáveis estabelecidos ao longo da última década. Sobre isso muito já tem sido comentado, inclusive uma mudança de patamar que pode ocorrer se o país atingir o *investment grade*.

A tão almejada queda na taxa de juros doméstica deve promover uma realocação de portfólio na economia, tornando os investidores mais propensos a investir em ativos de renda variável. Finalmente, a falência do modelo estatal de previdência privada e o conseqüente desenvolvimento do modelo previdenciário baseado em fundos de pensão devem ser benéficos ao setor, visto que os fundos de pensão, por terem um longo horizonte de investimento, são os investidores típicos de PE/VC.

---

**Antonio Gledson de Carvalho**

Doutor em Economia e Mestre em Matemática pela Universidade de Illinois Prof. do Departamento de Contabilidade, Finanças e Controle da FGV-EAESP  
E-mail: antonio.gledson@fgv.br