



# COMPENSA INVESTIR EM INOVAÇÃO?

| POR CLÁUDIO VILAR FURTADO E GIOVANE SPAGNUOLO BELLUZZO

À crescente indústria de fundos de *private equity* e *venture capital* cabe questionar se os retornos econômicos serão compatíveis com os riscos assumidos.

**O**s gestores de *private equity* e *venture capital* administram, no mundo todo, investimentos de US\$ 3,3 trilhões, de acordo com levantamento do Preqin Global Private Equity and Venture Capital Report de 2016. No ano passado, somente o setor de *private equity*, direcionado a empresas já consolidadas e com potencial de crescimento, captou US\$ 292 bilhões de investidores institucionais como fundos de pensão, companhias de seguro, *family offices*, fundos soberanos, fundos patrimoniais e *trusts*. Em *venture capital*, fenômeno norte-americano que surgiu para apoiar empreendimentos com alto potencial e se tornou global neste século, foram aplicados outros US\$ 55 bilhões.

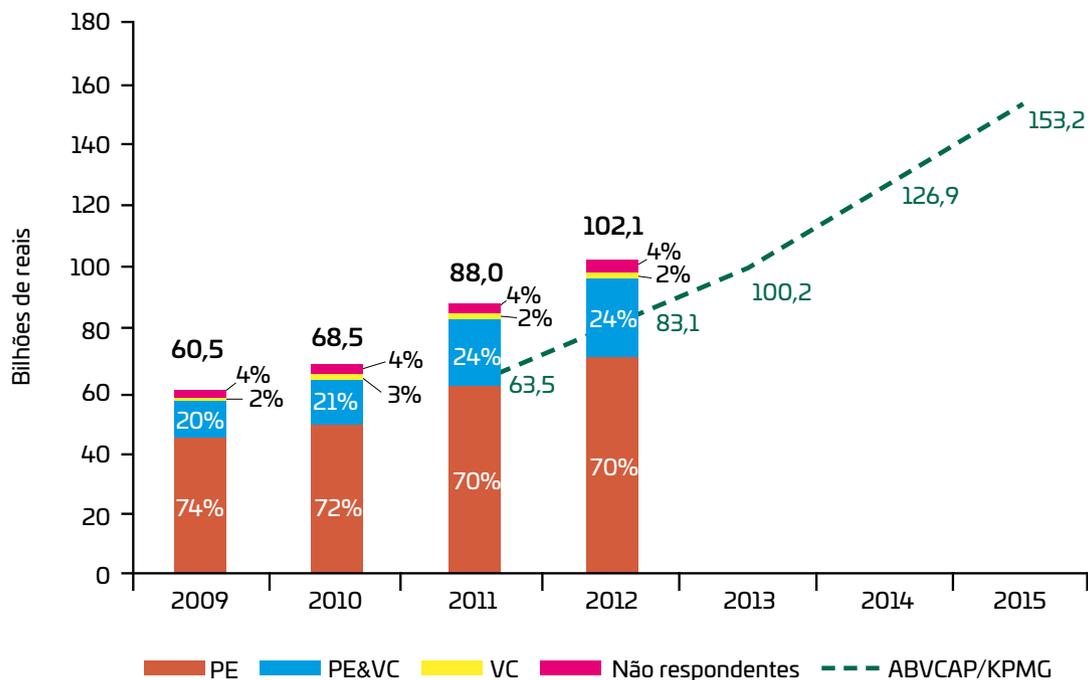
No Brasil, o volume investido em *private equity* e *venture capital* (PE&VC) é crescente e significativo: de R\$ 153,2 bilhões segundo estimativas da Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP) com a consultoria KPMG. Conforme mostra o gráfico *Capital comprometido na classe de ativos private equity e venture capital*,

o capital comprometido aumentou em média 19,1% ao ano entre 2009 e 2012, e 22,6% entre 2012 e 2015.

Já os investimentos anuais foram mais sensíveis, apresentando maiores oscilações. O gráfico *Investimentos anuais da indústria de private equity e venture capital* revela queda em 2014, que pode ser atribuída aos sinais de enfraquecimento e retração da economia. Apesar de o volume de investimentos ter aumentado fortemente em 2015, o valor médio aplicado caiu e os aportes foram mais pulverizados, o que indica mais foco dos gestores em empresas já existentes nas suas carteiras de fundos e a busca de oportunidades cujo valor médio refletiu no impacto da continuada recessão.

A despeito das variações nos investimentos, os dados indicam que a penetração da atividade de PE&VC no Brasil não guarda, nem a curto nem a médio prazo, forte correlação com o crescimento econômico. Sua evolução é determinada principalmente por outros fatores, como dimensão da economia, oportunidades futuras, desenvolvimento setorial diferenciado, inovação nos mercados e distribuição de renda.

## CAPITAL COMPROMETIDO NA CLASSE DE ATIVOS PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL



PE: PRIVATE EQUITY; PE&VC: PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL; VC: VENTURE CAPITAL; ABVCAP: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL.  
 FONTE: GVCEPE E ABVCAP/KPMG.

### INTERESSE GLOBAL

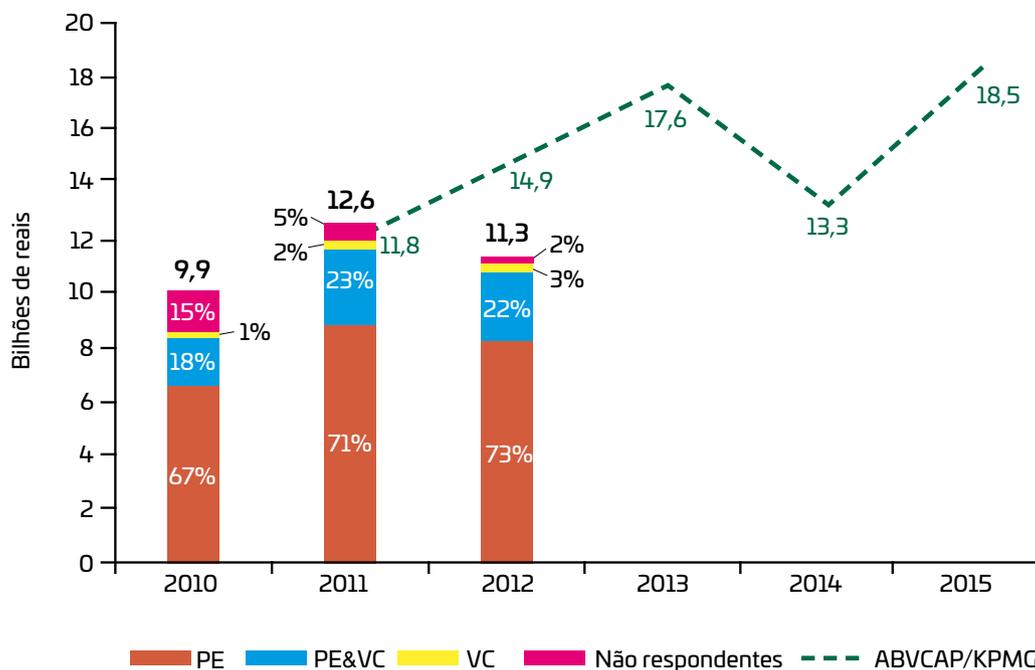
O potencial do Brasil nesses aspectos tem tornado o mercado nacional atrativo aos participantes globais. Há dez anos, começaram a chegar ao país gigantes do *private equity* internacional que aplicaram recursos ou estabeleceram escritórios aqui, tais como Advent, Actis, Brookfield, Carlyle, DLJ South American Partners, General Atlantic, KKR, Siguler Guff Warburg Pincus e 3i. Outros participantes do mercado global, como Blackstone, Highbridge e o consórcio formado pelos fundos Government of Singapore Investment Corporation (GIC), China Investment Corporation (CIC) e JC Flowers (Estados Unidos) tiveram como estratégia adquirir participações em gestores nacionais, entre eles BTG, Gávea, Pactual e Pátria.

Atualmente, a indústria de *private equity* no Brasil é amplamente atendida por gestores globais que, no país, orientam-se para negócios com investimentos mínimos na faixa

**Em mais de 90% dos casos, os investimentos em PE&VC não batem o retorno do investimento em títulos do Tesouro Nacional.**

de US\$ 50 a 100 milhões em mais de 27 setores da economia. O mercado é bastante concentrado: as 10 maiores organizações gestoras respondem por aproximadamente 70% do capital total aplicado; os demais 30% são representados por gestores de médio porte que operam investimentos inferiores a US\$ 50 milhões orientados a crescimento (*growth capital*), os quais, entretanto, são responsáveis por 43%

## INVESTIMENTOS ANUAIS DA INDÚSTRIA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL



PE: PRIVATE EQUITY; PE&VC: PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL; VC: VENTURE CAPITAL; ABVCAP: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL.  
FONTE: GVCEPE E ABVCAP/KPMG.

do número de negócios da indústria de PE&VC no Brasil, segundo dados do Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da Fundação Getúlio Vargas (GVcepe).

No segmento de *venture capital*, há apoio cada vez maior de iniciativas públicas. Em 2000, a Financiadora de Estudos e Projetos (Finep), também denominada Agência Brasileira de Inovação, introduziu, com o Projeto Inovar, um processo de seleção de gestores indicados a receber participações da Agência nos fundos por eles geridos como parte de uma política pública para desenvolver esse tipo de investimento no Brasil, de modo semelhante a iniciativas do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social Participações S.A. (BNDESPAR).

Nos últimos cinco anos, presenciou-se um explosivo crescimento do *venture capital*. Hoje, ao menos 65 organizações gestoras fomentam o trabalho de empreendedores individuais, aceleradoras, espaços de *coworking* e parques tecnológicos, alavancando processos de inovação aberta e

iniciativas de *corporate venturing* em dezenas de empresas brasileiras de grande porte.

Apesar de os números de investimentos e de capital comprometido não superarem a casa de uma dezena de bilhões de reais no segmento *venture*, a experiência internacional indica ser esse o segmento mais dinâmico, gerador de inovações e oportunidades de novos empregos. O topo (1%) das *startups* é formado pelas chamadas “gazelas”, responsáveis pela criação de 40% das novas vagas de trabalho nos Estados Unidos, de acordo com o livro *The third wave*, de Steve Case.

### RETORNO E RISCO

Os resultados financeiros da classe de ativos PE&VC no Brasil não parecem tão animadores se estimados com base nos dados públicos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Segundo levantamento do GVcepe, com 214 fundos registrados na base da CVM, o retorno nominal médio anual entre 2003 e 2012 foi de 17,3%. Ajustando a taxa pelo

## A penetração da atividade de PE&VC na economia brasileira não guarda, a curto e médio prazos, forte correlação com o crescimento econômico.

risco de mercado, pelo valor relativo do fundo, pela inflação e pela iliquidez desse tipo de investimento, o GVcepe identificou rentabilidade média real (um alfa) de 4,2 a 4,7% ao ano, inferior à taxa de rentabilidade implícita (*yield*), de 7 a 7,5% ao ano paga por títulos do Tesouro Nacional de longo prazo (NTN-B) nesse mesmo período.

O resultado não foi uniforme para os 214 fundos da amostra. Apenas 14 (6,5%) deles tiveram de fato rentabilidade real positiva. Outros 120 (56%) apresentaram percentual nulo, demonstrando que, apesar de serem oferecidos retornos suficientes para compensar a inflação e os demais fatores de risco, esses fundos de investimento não conseguiram compensar o investidor em títulos indexados do Tesouro Nacional, que renderam em média 7 a 7,5% ao ano, acima da variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Finalmente, 80 (37,4%) veículos apresentaram retorno real negativo, o que nos leva a concluir que em mais de 90% dos casos os investimentos em PE&VC não bateram, naquele período, o retorno dos títulos do Tesouro Nacional.

Ressalta-se que essa avaliação é baseada no valor patrimonial contábil dos fundos, e não no valor econômico dos ativos em carteira. Daí a grande cautela em tomá-los como indicativos de “virtual inferioridade” da classe de ativos PE&VC no Brasil. Fosse isso verdade, não teríamos observado a grande taxa de crescimento anual dessa classe de ativos na economia do país.

Além do aspecto de medida já mencionado, é mais realista admitir que o financiamento da dívida pública no Brasil só se viabiliza a taxas elevadíssimas, o que gera o efeito perverso de desviar investimentos em ativos financeiros do setor privado. Porém, mesmo nesse contexto adverso, a indústria de PE&VC consegue atrair o interesse dos investidores privados. Atualmente, é a atividade de intermediação e gestão especializada de investimentos com crescimento mais acelerado no país.

O problema de mensurar a rentabilidade dos fundos por meio do valor contábil de custo já foi adequadamente tratado pela CVM. As recentes instruções da CVM 578 e 579 passaram a requerer que, a partir de 2017, as administradoras

de fundos reportem seus resultados e posições patrimoniais a valor justo (valor econômico baseado no mercado, ou *fair value*), o que vai melhorar radicalmente a fundamentação econômica e a precisão das bases de dados públicas dos fundos de PE&VC.

No esforço de compreender esse valor econômico, o GVcepe coletou dados diretamente dos gestores e criou um banco de dados para comparar investimentos iniciais e valores de vendas de participações nas empresas de suas carteiras (operações de saída) ocorridas entre 2010 e 2012. Os fundos de *venture capital* obtiveram retorno de 5,85 vezes o capital investido, enquanto esse múltiplo foi de 3,81 vezes nos fundos de *private equity* e de 2,4 vezes nos balanceados (mistos de PE&VC).

Esses múltiplos podem apresentar viés para cima, já que foram reportados pelos próprios gestores. Além disso, são dados brutos, sem dedução de despesas dos fundos nem das taxas de administração e performance. Se assumirmos o período de cinco anos para a manutenção da empresa na carteira do fundo e inflação de 5,2% ao ano, como ocorreu no período, o múltiplo médio da indústria em moeda constante seria de 2,6 vezes, o que significa taxa de retorno interna média anual próxima a 21%. Os números são bem congruentes se comparados com os números internacionais publicados pela consultoria de pesquisa Prequin.

Se a amostra de participações em empresas vendidas (operações de saída) do período de 2010 a 2012 for bom indicador de oportunidades futuras no Brasil, podemos estar confiantes que houve e haverá boas oportunidades de investimentos de PE&VC, com desempenho similar ou até mesmo superior ao encontrado em outros países no mundo. ●

#### PARA SABER MAIS:

- Prequin. *Prequin Global Private Equity & Venture Capital Report*, 2017. Disponível em: [goo.gl/3xoaM4](http://goo.gl/3xoaM4)
- EY. *Private equity capital briefing. Monthly insights and intelligence on PE trends*, January 2017. Disponível em: [goo.gl/OrkKwZ5](http://goo.gl/OrkKwZ5)
- Site do GVcepe. Disponível em [goo.gl/HNXTsd](http://goo.gl/HNXTsd)
- Steve Case. *The third wave*. Simon & Schuster, 2016.

CLÁUDIO VILAR FURTADO > Professor da FGV EAESP e fundador do GVcepe > [claudio.furtado@fgv.br](mailto:claudio.furtado@fgv.br)  
GIOVANE SPAGNUOLO BELLUZZO > Consultor na CVF Finanças e Investimentos > [giovane.belluzzo@cvf.com.br](mailto:giovane.belluzzo@cvf.com.br)