

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

***VENTURE CAPITAL: UMA VISÃO GERAL***

Leila Najberg Orenstein

Nº. de Matrícula: 0910910

Orientador: José Márcio Camargo

Julho de 2013

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

***VENTURE CAPITAL: UMA VISÃO GERAL***

Leila Najberg Orenstein

Nº. de Matrícula: 0910910

Orientador: José Márcio Camargo

Julho de 2013

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”

---

Leila Najberg Orenstein

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

## **Agradecimento**

Gostaria de agradecer a minha família, meu amor maior. Aos meus pais, Luiz e Sheila, por todos os ensinamentos econômicos, financeiros e de vida. Obrigada por fazer de mim uma pessoa melhor a cada dia. E, principalmente, ao meu irmão, Paulo. “Brodão”, obrigada pela paciência com as dúvidas intermináveis desde a pré-escola, pela preocupação constante em me ensinar e pelo exemplo que é para mim. Isso é para sempre.

Também queria agradecer ao meu namorado, pela eterna compreensão com as longas tardes e noites de estudo, pelo amor incondicional e pelas tantas risadas compartilhadas ao longo da vida. Você me faz sentir a mulher mais feliz do mundo.

Por fim, gostaria de agradecer a todos os meus amigos de Economia, que fizeram desses quatro últimos anos um dos melhores períodos da minha vida. Sem vocês essa experiência não seria tão divertida.

## Sumário

|  |    |
|--|----|
| Índice de Gráficos .....   | 7  |
| Índice de Tabelas .....  | 8  |
| 1. Introdução .....  | 9  |
| 2. Características singulares de um fundo de Venture Capital .....       | 12 |
| 2.1 Estágio das Empresas Investidas .....                                | 12 |
| 2.2 Rodadas de Investimentos .....                                       | 14 |
| 2.3 Retorno .....  | 15 |
| 2.4 Liquidez .....   | 17 |
| 2.5 Gestão da Empresa Investida .....                                    | 18 |
| 3. Principais Etapas de uma Operação de <i>Venture Capital</i> .....     | 21 |
| 3.1 Estruturação do Fundo .....  | 21 |
| 3.1.1 Tipo de Veículo de Investimento .....                              | 21 |
| 3.1.2 Características dos Veículos de Investimento .....                 | 24 |
| 3.2 Captação de Recursos .....   | 27 |
| 3.3 Investimento .....   | 28 |
| 3.3.1 Busca de Oportunidades de Investimento .....                       | 29 |
| 3.3.2 Seleção de Novos Negócios .....                                    | 30 |
| 3.3.3 Negociações da Operação de Aquisição .....                         | 34 |
| 3.4 Gerência do Portfólio .....  | 37 |
| 3.5 Estratégias de Saída .....   | 38 |
| 3.5.1 Oferta Pública Inicial de Ações .....                              | 39 |
| 3.5.2 Venda em Bloco para Agente Estratégico ( <i>Trade Sale</i> ) ..... | 40 |
| 3.5.3 Recompra pelos Administradores ( <i>Buy Back</i> ) .....           | 41 |
| 4. Desenvolvimento do Mercado de <i>Venture Capital</i> .....            | 42 |
| 4.1 Origens e o Mercado Norte Americano .....                            | 42 |
| 4.1.1 Fundos de Venture Capital .....                                    | 42 |
| 4.1.2 <i>Corporate Venture Capital</i> .....                             | 44 |
| 4.1.3 Vale do Silício .....  | 45 |
| 4.1.4 Ascensão norte-americana dos anos 70 .....                         | 45 |
| 4.1.5 O Boom e a Bolha .....   | 48 |
| 4.2 Desenvolvimento Recente .....  | 50 |
| 4.2.1 O Caso Brasileiro .....  | 51 |

|   |    |
|---|----|
| 4.3 Expectativas de Desenvolvimento Futuro..... | 54 |
| 4.3.1 No mundo.....                             | 54 |
| 4.3.2 No Brasil .....                           | 56 |
| 5. Conclusão.....                               | 62 |

## Índice de Gráficos

|  |    |
|--|----|
| Gráfico 2 – Investimento de Venture Capital: Primeira Rodada Vs. <i>Follow-on</i> , 1985-2011 .....  | 15 |
| Gráfico 3 – Taxa Nominal de Retorno Esperada ao Ano Sobre Investimentos Individuais por Estágio de Investimento, 2011 .....                    | 17 |
| Gráfico 4 - Principais Investidores de Private Equity e Venture Capital no Brasil, 2009 .....  | 28 |
| Gráfico 5 – Ocorrências que Podem ser Vetadas pela Organização Gestora quando a mesma possui uma posição minoritária .....                     | 36 |
| Gráfico 6 – Desinvestimento por Modalidade de Saída, Brasil, 2005 - 2009 .....   | 39 |
| Gráfico 7 – Capital Comprometido em Fundos de Venture Capital, Estados Unidos, 1969 - 1993.....  | 46 |
| Gráfico 8 – Fontes do Capital Comprometido em Fundos de Venture Capital, Estados Unidos, 1988 .....  | 47 |
| Gráfico 9 - Fontes do Capital Comprometido em Fundos de Venture Capital, Estados Unidos, 1978 .....  | 47 |
| Gráfico 10 – Investimentos de Venture Capital por Setor, Estados Unidos, 1999.....   | 48 |
| Gráfico 11 – Capital sob Gestão de Fundos de <i>Venture Capital</i> e <i>Private Equity</i> Norte-americanos, 1995 - 2011 .....                | 50 |
| Gráfico 12 – Evolução do Capital Comprometido como Percentual do PIB, Brasil, 1999-2008.....   | 52 |
| Gráfico 13 – Evolução do Capital Comprometido Alocado no Brasil em Fundos de <i>Venture Capital</i> e <i>Private Equity</i> , 1999 - 2009..... | 53 |
| Gráfico 14 - Distribuição do Capital Comprometido no Brasil por País de Origem da Organização Gestora, 2008.....                               | 54 |
| Gráfico 15 – Cinco Principais Localizações com Maior Expectativa de Ganho Econômico nos Próximos Três Anos, 2009.....                          | 55 |
| Gráfico 16 – Estratégias de Investimento Reportadas por Fundos de Venture Capital Globais, por Quantidade de Recursos sob Gestão, 2009.....    | 56 |
| Gráfico 17 – Classificação dos Mercados Latinos com Melhores Oportunidades em Venture Capital e Private Equity, 2009 .....                     | 60 |

## Índice de Tabelas

|   |   |
|---|---|
| Tabela 1 – Retornos nominais médios por categoria de investimento, 1986 - 2002<br>.....   | 16                                      |
| Tabela 2 – Prazo de Duração dos Fundos de Venture Capital, 2005 e 2009<br>.....           | 18                                      |
| Tabela 3 – Principais Etapas de uma Operação de Venture Capital.....                      | <b>Error!<br/>Bookmark not defined.</b> |
| Tabela 4 - Principais Características de um FIP e de uma Empresa de Participação<br>..... | 24                                      |
| Tabela 5 - Taxa de Sobrevivência das Firms por Setor, 1998 - 2004 .....                   | 32                                      |
| Tabela 6 - Vantagens e Desvantagens dos Métodos de Valuation .....                        | 33                                      |
| Tabela 7 - Análise SWOT das Atividades de Venture Capital no Brasil .....                 | 61                                      |

## 1. Introdução

O desenvolvimento econômico de um país está diretamente ligado a sua capacidade de produzir riquezas. A iniciativa empresarial é uma das fontes fundamentais para o crescimento da produção. Inúmeras teorias são apresentadas para justificar o aparecimento de novas firmas no capitalismo. Fato é que algum consenso existe entre elas. Uma cultura que favoreça o empreendedorismo, circunstâncias macroeconômicas favoráveis, acesso à capital, capacitação de mão-de-obra e alguma vantagem competitiva parecem ser fatores que, em maior ou menor graus, estão presentes em todas as boas explicações sobre vitalidade empresarial.

Depois de um ciclo de criação de empresas estatais nos setores de insumos básicos e infra-estrutura, a industrialização brasileira seguiu um modelo exitoso de substituição de importações fortemente baseado no subsídio estatal. Neste período, a formação de capital é dada pelo acesso às linhas de financiamento do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), disponíveis para projetos de grande porte.

Até recentemente, as pequenas e médias empresas eram vistas como elementos secundários do desenvolvimento, entregues a sua própria sorte. Com altas taxas de juros, inexistência de linhas de crédito para o longo prazo e incipiência do mercado de capitais é surpreendente que empresas como essas possam ter aparecido e prosperado no cenário brasileiro.

Com a consolidação de nossa indústria, esta situação não poderia continuar. Cada vez mais em países capitalistas a dinâmica de crescimento depende do constante fluxo de novas firmas que chegam ao mercado com inovações tecnológicas, de gestão e de concepção de negócios. Não é por outro motivo que, pelo lado dos investidores financeiros, identifica-se uma sequência natural que foi iniciada com a oferta de recursos nos mercados públicos de ações mais concentrados nas *blue chips*<sup>1</sup> e foi daí migrando para oportunidades de maior relação retorno/risco. É quando aparecem os

---

<sup>1</sup> *Blue chips* são ações de grande liquidez e procura no mercado de ações, em geral de empresas tradicionais de grande porte e excelente reputação (Bovespa).

Fundos de investimento especializados em *middle caps*<sup>2</sup>, *small caps*<sup>3</sup> e que depois seguem nesta trajetória de busca de resultados para fora dos mercados organizados. Surgem então os fundos de *Private Equity*, *Venture Capital* e, por fim, as aceleradoras e incubadoras.

A rápida transformação da pesquisa básica em iniciativas empresariais deve muito ao aparecimento dos fundos de *Venture Capital*. Grupos de profissionais, muitas vezes ainda em sua formação universitárias mas já com idéias inovadoras, encontraram nestes fundos uma fonte adequada de provisão de capital e métodos de gestão. Hoje em dia, o desenvolvimento tecnológico está fortemente associado a existência dessa engrenagem.

Fundos de *Venture Capital* surgiram nos Estados Unidos na década de 40 e cresceram significativamente desde então. Este instrumento consiste basicamente na reunião de um grupo de investidores que adquirem participações em empresas emergentes, com as quais desenvolvem parcerias ativas atuando em sua administração e adicionando valor às empresas. O objetivo final é alienar estas participações em estágios mais avançados destas companhias, obtendo retorno financeiro recompensador.

Estes fundos tornaram-se instrumentos substantivos de renovação não só do ponto de vista empresarial mas, até com maior ênfase, tecnológico. Estão presentes tanto em países desenvolvidos como emergentes e se propagaram buscando empresas com grande potencial de crescimento e altamente escaláveis. Natural, portanto, que tenham focado principalmente em projetos que se apoiam nas redes ligadas a Internet.

No Brasil, a partir da estabilidade política e macroeconômica conseguida nos últimos anos, observa-se uma presença recente mas cada vez mais significativa deste tipo de fundo. Como o que aconteceu no caso americano, depois dos fundos de ações voltados para empresas públicas e daqueles dirigidos a grandes empresas de capital fechado, os fundos de *Venture Capital* começam a ocupar o importante espaço de financiadores de nossas empresas emergentes. São muito bem-vindos, pois com isso

---

<sup>2</sup> *Middle caps* são ações um pouco menos líquidas que as *blue chips*, de empresas de boa qualidade, em geral de grande e médio porte (Bovespa).

<sup>3</sup> *Small caps* são ações com pouca liquidez, em geral de companhias de pequeno e médio porte (Bovespa).

estaremos nos habilitando ao crescimento com maior vigor tecnológico e qualidade de gestão.

Já temos em nosso país inúmeros exemplos de companhias que se formam pela associação de jovens empreendedores com as casas gestoras de fundos de *Venture Capital*. Mais do que isso, a atuação destes fundos vem representando um estímulo extraordinário ao empreendedorismo no capitalismo brasileiro. Decorre daí a importância de compreender seu funcionamento e formas de atuação.

Não é outro o objetivo desta monografia. Para isso, inicialmente mostraremos as características singulares de um fundo de *Venture Capital*. Em seguida, abordaremos as suas principais etapas operacionais. Por fim, serão descritas suas origens históricas com ênfase no processo norte-americano, sua evolução até os dias de hoje e as expectativas de seus desdobramentos futuros no Brasil e no mundo.

## 2. Características singulares de um fundo de *Venture Capital*

Segundo a Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP), os fundos de *Venture Capital* representam uma forma de acesso a capital para empresas com alto potencial de crescimento em troca de participação societária. O objetivo final do fundo é a revenda futura dessa participação com realização de ganhos de capital significativos a longo prazo.

*Private Equity*, em sua definição estrita, refere-se a investimentos em participações acionárias de empresas de capital fechado, em oposição aos investimentos em empresas abertas em bolsa. Seguindo-se esta interpretação, os investimentos de *Private Equity* poderiam ser segmentados em *Venture Capital*, *Buyout* e *Mezzanine*. O primeiro se referiria a participações em empresas em estágios iniciais e os dois últimos à aquisições de participações em empresas nos estágios mais consolidados. Nesta concepção, os fundos de *Venture Capital* seriam uma das categorias de fundos de *Private Equity* (Kameyama, 2001).

Neste trabalho, ao utilizarmos o termo *Private Equity* estaremos nos referindo especificamente às categorias de *Buyout* e *Mezzanine* de investimento privado, em contraste com as atividades de *Venture Capital*. Analisaremos nas próximas seções deste capítulo quais são as qualidades específicas dos investimentos de *Venture Capital* versus as outras modalidades de *Private Equity* e de investimentos em companhias abertas em bolsa.

### 2.1 Estágio das Empresas Investidas

A característica principal que difere um fundo de *Venture Capital* de um fundo de *Private Equity* são as empresas investidas. Em busca de investimentos com retornos acima da média, os gestores de *Venture Capital* aceitam incorrer em maior risco e buscam identificar oportunidades em empresas em estágios mais iniciais.

No que se refere aos estágios das empresas, a Fundação Getúlio Vargas<sup>4</sup> adota a seguinte classificação:

- I. Estágio inicial: empresas em estado embrionário de investimento, cujas receitas variam entre US\$0 e US\$15 milhões. São empresas de alto potencial de crescimento, que buscam capital para dar início às operações ou desenvolver o produto. Podem ser sub-classificadas em *Seed*, *Startup* e *Early Stage*:
  - *Seed*: empresa em fase pré-operacional, desenvolvimento de uma idéia ou de um projeto ainda em curso. É uma fase de realização de testes de mercado e registro de patentes.
  - *Startups*: companhia em fase de estruturação, em geral no primeiro ano de seu funcionamento. Ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente. Nesta fase a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já concluiu todos os estudos necessários para colocar em pratica o plano de negócios.
  - *Early Stage*: empresa apresenta produtos ou serviços já comercializados, ainda que em fase de testes. Usualmente com até 4 anos de operação e faturamento não superior a US\$15 milhões.
- II. Estágio de expansão: empresa apresenta receita entre US\$15 milhões e US\$ 50 milhões, com potencial de crescimento relevante. Ao contrário das empresas em estágio inicial, estas companhias buscam levantar capital para a expansão das operações. Uma vez que representam empresas com o produto já elaborado e devidamente testado, configuram oportunidades de investimento de maior liquidez, menos risco e menor retorno esperado.
- III. Estágios mais avançados: representam empresas já estabelecidas, com modelo de negócios não só testado mas também aprovado pelo mercado. São companhias com tamanho não limitado, cujos resultados em geral ainda são superiores que a média do mercado aberto mas já apresentam volume significativo de fluxo de caixa. Podem ser sub-classificadas em *Later Stage*, *Buyout* e *Mezzanine*:

---

<sup>4</sup> Fundação Getúlio Vargas. (2008). “Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital”

- *Later Stage*: neste estágio a empresa já atingiu uma taxa de crescimento relativamente estável e apresenta fluxo de caixa positivo.
- *Buyout*: companhia em estágio avançado de desenvolvimento cujo dono está disposto a vender seu controle.
- *Mezzanine*: empresa com potencial de alta geração estável de caixa por meio de dívidas subordinadas. Financiamento se dá através de instrumentos híbridos, incluindo debêntures de várias modalidades e direitos de subscrição.

Em geral, os fundos de *Venture Capital* focam em empresas que se encontram no estágio inicial, seja ele *Seed*, *Startup* ou *Early Stage*. São companhias com grande potencial de retorno, ao mesmo tempo em que apresentam risco significativo de fracasso devido à falta de modelo de negócios testado e aprovado pelo mercado. Já os fundos de *Private Equity* almejam investimentos nas empresas em estágios mais avançados, buscando incorrer em menor risco, ainda que a possibilidade de retorno seja menor.

## 2.2 Rodadas de Investimentos

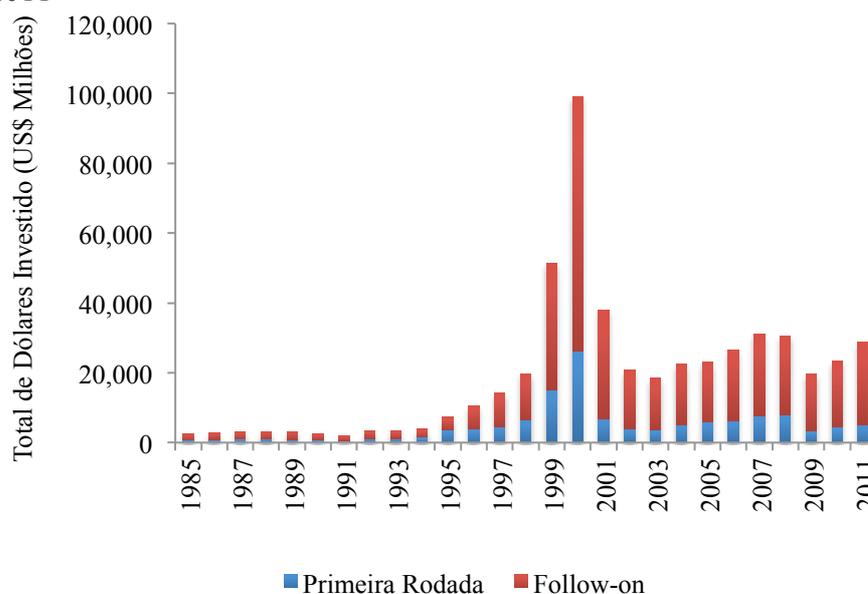
O investimento de fundos de *Venture Capital* se dá em diversas fases (“*rounds*”). Essa diversidade é justificada pela necessidade gradual e crescente de capital por parte das empresas investidas e, ao mesmo tempo, contribui para mitigar o risco do investidor. Rao e Scaruffi (2011) identificam os seguintes *rounds* de financiamento:

- *Seed Money*: baixo nível de investimento, em torno de US\$50 mil a US\$500 mil. O capital é utilizado para provar a nova ideia e construir o plano de negócios.
- *Startup Financing*: investimento entre US\$500 mil e US\$2 milhões. Este capital costuma ser utilizado para desenvolver o produto e lançá-lo no mercado
- *First Round*: financiamento entre US\$2 milhões e US\$10 milhões destinado para produção e vendas, em especial para distribuição.
- *Second Round*: investimento entre US\$10 milhões a US\$20 milhões para companhias que já vendem seus produtos e serviços mas ainda não estão gerando lucro.

- *Third Round*: utilizado para expandir empresas recém tornadas lucrativas. O investimento é usualmente na ordem de US\$20 milhões à US\$50 milhões.
- *Fourth Round*: investimento voltado para abertura de capital da empresa, gira em torno de US\$50 milhões à US\$100 milhões ou mais.

É comum um fundo participar de mais de uma rodada de investimento em uma mesma companhia. Como mostra o Gráfico 1, a maior parte dos fundos investe em mais de uma rodada, sendo as rodadas seguintes conhecidas como “*Follow-ons*”. Em geral, cada fase de investimento está condicionada a um conjunto de metas que o empreendedor deve alcançar. Essas metas, conhecidas como *Milestones*, objetivam alavancar o negócio de forma orgânica e geralmente estão atreladas a indicadores de atividade como receitas e custos.

Gráfico 1 – Investimento de Venture Capital: Primeira Rodada Vs. *Follow-on*, 1985-2011



Fonte: National Venture Capital Association. (2012). “*Yearbook 2012*”

### 2.3 Retorno

A tabela abaixo, resultado de uma análise feita com uma variedade de investimentos entre 1986 e 2002, demonstra a diferença existente entre os retornos nominais médios dos fundos de *Venture Capital* dos Estados Unidos da média do mercado acionário e de renda fixa norte americano. O longo período de tempo que esta

análise considera é de grande importância para amenizar efeitos das flutuações de curto prazo.

Tabela 1 – Retornos nominais médios por categoria de investimento, 1997 - 2012

| Ativos                               | Retorno Nominal Anual |
|--------------------------------------|-----------------------|
| US Early Stage Venture Capital Index | 61,81%                |
| US Later Stage Venture Capital Index | 8,65%                 |
| Down Jones US Small Cap Index        | 7,14%                 |
| Down Jones US Top Cap Index          | 4,84%                 |
| S&P 500                              | 4,70%                 |
| Barclays US Government Bond Index    | 6,23%                 |

Fonte: Cambridge Associates LLC, Bloomberg

Conforme mostrado acima, historicamente os retornos de investimentos de *Venture Capital* se situam acima dos retornos de renda fixa (Barclays Government Bond Index) e dos retornos de ações (Down Jones US Small Cap Index, Down Jones US Top Cap Index, S&P500). Também podemos notar uma distinção entre a própria categoria de *Venture Capital*, onde investimentos em empresas em estágios mais novos (US Early Stage Venture Capital Index) possuem maior retorno – e maior risco – quando comparado a empresas mais avançadas (US Later Stage Venture Capital Index).

No Brasil, especificamente, a obtenção de dados de retorno constitui-se um grande desafio. Menos de 50 organizações gestoras de *Venture Capital* tem mais de 10 anos de histórico de investimento no país, das quais apenas 40% completaram o ciclo do investimento ao desinvestimento<sup>5</sup>. Além disso, dados de retornos líquidos ao nível de veículos de investimento ainda não estão disponíveis no Brasil, exceto nos relatórios privados de gestão interna.

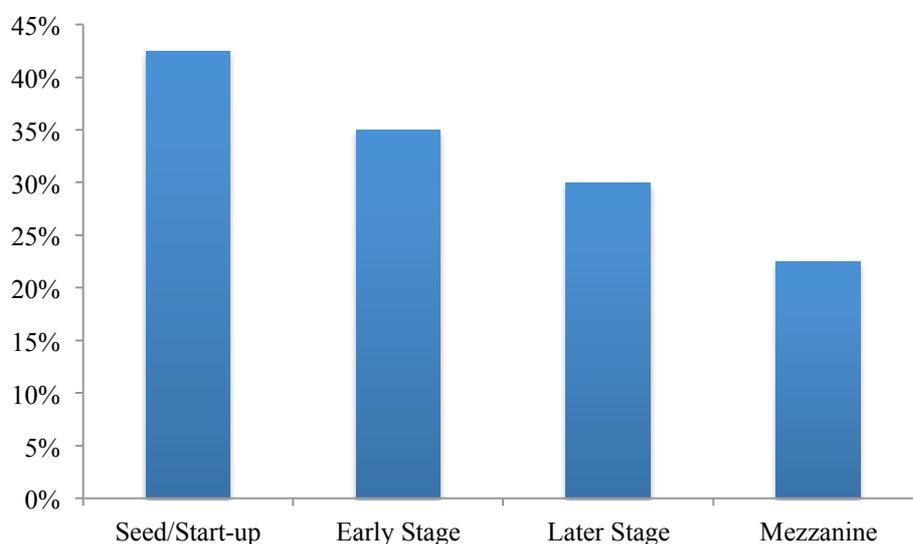
Ainda assim, apesar de fazer uso de uma amostra pequena de 25 investimentos de *Venture Capital* no Brasil, o 2º Censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital* permite indicar que entre 2004 e 2009 a maior parte dos investimentos obteve retornos anuais superiores ao do CDI, taxa de juros interbancária brasileira. Apenas 12% dos casos obtiveram retornos equivalentes ao CDI ou performaram abaixo do CDI. Outros

<sup>5</sup> Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial; Fundação Getúlio Vargas. (2011). “*A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro*”

24% apresentaram retornos entre 110% e 150% do CDI e 32% entre 110 e 150% do CDI. Os 32% restantes performaram acima de 150% do CDI, gerando retornos substantivos para os seus investidores.

Nesta mesma pesquisa foi indagado a 133 gestores qual a taxa de retorno esperada para os seus investimentos por estágio. Através do Gráfico 2 fica claro que quanto mais inicial o estágio da empresa investida maior o retorno requerido, em linha com o fato de que empresas iniciantes representam investimentos mais arriscados.

Gráfico 2 – Taxa Nominal de Retorno Esperada ao Ano Sobre Investimentos Individuais por Estágio de Investimento, 2011



Fonte: adaptado de Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial; Fundação Getúlio Vargas. (2011). “*A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro*”

## 2.4 Liquidez

O período de investimento é um grande fator que diferencia os fundos de *Venture Capital* de outros fundos de investimento. Isto ocorre basicamente em função da natureza do investimento. Estes fundos geralmente procuram altas taxas de retorno através da aquisição de participações em empresas com grande potencial de crescimento, mas que hoje possuem retornos inexpressivos ou, na maioria das vezes, negativos. Apenas quando o potencial de crescimento se realiza, o fundo vende sua participação (o que é chamado de desinvestimento) e obtém retorno positivo.

Este período, desde a aquisição de uma participação acionária até a subsequente venda da participação, costuma ser de 7 a 10 anos para um investimento de *Venture Capital*. Já investimentos de *Private Equity* costumam planejar um horizonte de 4 a 7 anos. Investimentos em companhias abertas em bolsa, por sua vez, geralmente podem realizar sua saída em um período bem menor. Assim, comparado a investimentos em empresas abertas e de *Private Equity*, pode-se considerar que os investimentos de *Venture Capital* possuem pouca liquidez (Price Waterhouse, 2000). Não por outra razão, a existência de uma indústria de VC ativa está correlacionada com o grau de maturidade e estabilidade da economia onde ela opera.

Comparando o 1º e 2º Censo de *Private Equity* e *Venture Capital* notamos que recentemente há um maior número de fundos com veículos de duração entre 7 e 8 anos, mas a maioria ainda apresenta prazos entre 9 e 10 anos. Outro aspecto importante é no tocante aos veículos que não possuem prazo de duração definido – estes veículos tiveram sua participação relativa reduzida entre 2005 e 2009, mostrando uma tendência de garantir a liquidação do veículo.

Tabela 2 – Prazo de Duração dos Fundos de Venture Capital, 2005 e 2009

| Prazo de Duração   | Censo 2008 - Dados de 2005 |       | Censo 2011 - Dados de 2009 |       |
|--------------------|----------------------------|-------|----------------------------|-------|
|                    | Número de Veículos         | %     | Número de Veículos         | %     |
| Menor que 5 anos   | 0                          | 0,0%  | 8                          | 4,4%  |
| Entre 5 e 6 anos   | 9                          | 9,3%  | 18                         | 9,9%  |
| Entre 7 e 8 anos   | 24                         | 24,7% | 49                         | 26,9% |
| Entre 9 e 10 anos  | 33                         | 34,0% | 58                         | 31,9% |
| Entre 12 e 20 anos | 7                          | 7,2%  | 8                          | 4,4%  |
| Maior que 20 anos  | 0                          | 0,0%  | 1                          | 0,5%  |
| Sem prazo          | 24                         | 24,7% | 40                         | 22,0% |
| Total              | 97                         |       | 182                        |       |

Fonte: *A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 1º Censo Brasileiro* e *A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro*; elaboração do autor

## 2.5 Gestão da Empresa Investida

Com relação a gestão das empresas investidas, os fundos de *Venture Capital* mostram-se muito mais ativos do que os outros fundos de *Private Equity* e *Public Equity*. É comum denominar os investimentos deste tipo como *smart money*, isto é,

capital acoplado do conhecimento dos gestores em diversos assuntos, com o objetivo de maximizar o valor da empresa. O *smart money* é especificamente importante nesta indústria pois nela é comum encontrar empreendedores ainda relativamente inexperientes.

Os fundos podem atuar de diferentes formas em suas empresas investidas. Em uma pesquisa liderada pelo The Journal of Private Equity em 2011<sup>6</sup>, os empreendedores afirmaram que a área mais importante onde o gestor do fundo pode gerar valor é a do planejamento financeiro. Em linha com este resultado, uma pesquisa da Coopers and Lybrand de 1996<sup>7</sup> indicou que, na visão dos administradores das empresas investidas, a principal contribuição esperada é a de assessoria financeira. Outras áreas de atuação importante são aquelas que envolvem o planejamento estratégico da empresa, a contratação para cargos chaves e a participação no Conselho de Administração.

Este último ponto é de extrema importância quando se considera o Problema de Agência. Este problema tem origem na Teoria de Agência (Jensen e Meckling, 1976), que aponta eventual existência de conflitos causados pela separação da propriedade e gestão das organizações. Partindo da premissa que cada indivíduo busca maximizar sua utilidade individual, uma vez que o gestor da companhia (agente) e o acionista (principal) possuem interesses distintos, é possível que o principal tenha que incorrer em custos de monitoramento como forma de garantir que o agente está atuando em prol da empresa. Isto ocorre pois não necessariamente o interesse do agente é o melhor para a companhia a longo prazo. Há uma assimetria de informação entre agente e principal: o gestor sabe mais sobre seu nível de esforço diante dos negócios da companhia do que o acionista.

No caso dos fundos de *Venture Capital*, este monitoramento ocorre através da participação no Conselho de Administração, que proporciona o direito de atuar ativamente na administração da empresa. Essa medida é de extrema importância para os

---

<sup>6</sup> Smith, Gordon. (2001). "How Early Stage Entrepreneurs Evaluate Venture Capitalists". The Journal of Private Equity, No. 2

<sup>7</sup> Coopers & Lybrand Corporate Finance. (1996). "The Economic Impact of Venture Capital in Europe"

acionistas, uma vez que permite controlar e observar as ações dos gestores da empresa investida. Outra solução é eliminar a fonte do Problema de Agência, isto é, o investidor pode comprar o controle da empresa caso obtenha mais de 50% das ações com direito a voto. De fato, esta é uma alternativa bastante utilizada - a mesma pesquisa da Coopers and Lybrand mencionada acima indica que, dentre 500 empresas que receberam aporte de investimentos de fundos de *Venture Capital* europeus, em 40% dos casos os fundos possuíam o controle acionário. Por fim, ainda há a alternativa muito frequente onde os investidores, mesmo não detendo a maioria do capital, garantem para si forte poder político nas decisões mais importantes através do acordo de acionistas.

### **3. Principais Etapas de uma Operação de *Venture Capital***

Na estrutura tradicional de investimentos de *Venture Capital*, investidores comprometem-se a aportar capital em veículos de investimentos específicos geridos por organizações gestoras. Estas, por sua vez, determinam a alocação do capital em empresas em estágio inicial cujo potencial de retorno seja em linha com aquele esperado pelos investidores. Segundo o 2º Censo de *Private Equity e Venture Capital*, após um período médio de 7 a 10 anos, estas empresas são vendidas em busca de liquidez e retorno para os investidores do veículo e para os gestores

Este processo de construção e operação de um fundo de *Venture Capital* segue uma cronologia própria que vai desde a concepção da empresa responsável por sua gestão até a fase final de realização dos investimentos efetuados durante a vida do fundo. Neste capítulo analisaremos as cinco principais etapas de uma operação de *Venture Capital*.

#### **3.1 Estruturação do Fundo**

##### **3.1.1 Tipo de Veículo de Investimento**

As atividades de *Venture Capital* se iniciam com a criação de um veículo de investimentos com a finalidade de captar recursos para investir em negócios de capital de risco. A escolha do veículo pode gerar impactos significativos para a casa gestora, que vão desde implicações fiscais até que tipo de investidores estão elegíveis para participar. Logo, é crítico considerar cuidadosamente as diferentes alternativas de veículos a fim de escolher a estrutura mais vantajosa.

Estes veículos devem seguir a regulamentação própria dos órgãos reguladores de cada país. Nos Estados Unidos, seguindo a regulamentação da SEC (Securities Exchange Commission), a maior parte dos veículos se constitui na forma de *Limited Partnerships* e *Limited Liability Companies*. Ambas constituem sociedades entre gestores e investidores, mas diferem-se entre si no que se refere ao *management*, questões fiscais e jurídicas. No Brasil, os principais veículos desta modalidade de investimento são os Fundos de Investimento em Participações (FIP), Fundos Mútuos de

Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) e Empresas de Participação (Holding)<sup>8</sup>.

### 3.1.1.1 FMIEE e FIP

Tanto o FMIEE quanto o FIP são modalidades reguladas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A CVM não apenas é responsável pela regulamentação de tais fundo como também pela fiscalização da atuação de seus gestores/administradores. Neste caso, as regulações específicas aplicadas são as Instruções CVM nº209/94 para FMIEE e CVM nº391/03 para FIP.

O FMIEE, constituído sob a forma de um condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes. Por empresas emergentes entende-se aquelas companhias privadas que possuem faturamento líquido anual inferior a R\$100 milhões e patrimônio líquido menor ou igual a R\$200 milhões. A instrução 209 determina que o FMIEE tenha prazo máximo de duração de 10 anos, prorrogável uma única vez por até mais 5 anos caso haja aprovação, em Assembléia Geral, de 2/3 da totalidade das quotas emitidas.

Já o FIP, segundo a instrução 391, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas. Uma característica específica do FIP é sua participação ativa no processo decisório da companhia investida, com grande influência sobre sua política estratégica e gestão através da indicação de membros no Conselho de Administração (Branchi, 2011).

Comparado ao FMIEE, o FIP: (i) remove as restrições em relação ao tamanho das companhias e sua natureza pública ou privada; (ii) regula o envolvimento do gestor nas firmas investidas; (iii) adota um modelo de governança de fundos que incorpora um comitê técnico e um conselho consultivo; (iv) regula o processo de investimento e tomada de decisão; (v) requer transparência para com o quotista (investidor); (vi) exige

---

<sup>8</sup> Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial; Fundação Getúlio Vargas. (2011). “*A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro*”

que as regras de contabilidade dos investimentos e do valor das quotas estejam determinadas no regulamento do fundo.

De forma geral, o FIP é consideravelmente mais vantajoso em relação ao FMIEE dado sua estrutura mais flexível. Na realidade, o FMIEE foi a primeira iniciativa de regulamentar investimentos em participações no Brasil, ainda que de forma tímida e restritiva. Com a Instrução 391 e a criação do FIP, temos um forte avanço em termos de flexibilidade e abrangência, permitindo a estruturação de diferentes formas de fundos de investimentos em participações. O FIP decorre de um processo que se iniciou com o FMIEE e representa uma evolução no que se refere a estruturação de um veículo de investimento em empresas.

### **3.1.1.2 Empresa de Participação ( *Holding*)**

Outra opção comumente escolhida como forma de veículo de investimento é a Empresa de Participação ( *Holding*). Neste caso, a organização gestora realiza seus investimentos por meio de uma empresa cuja estrutura acionária pode ter vários participantes (investidores). No Brasil, até meados da década de 90, as  *Holdings* eram os veículos mais apropriados para os investimentos de  *Venture Capital*, uma vez que permitam o exercício de poderes de gestão via eleição de administradores e órgãos de governança.

Entretanto, assim como o FIP pode ser compreendido como uma evolução do FMIEE, assim pode ser visto o FMIEE em relação a  *Holding*. Isto por que os veículos regulados pela CVM possuem vantagens claras quando comparados às Empresas de Participação: (i) podem receber investimentos de investidores estrangeiros qualificados sem que sejam de capital aberto; (ii) permitem uma tributação diferenciada aos seus cotistas: todos os ganhos provenientes dos fundos são tidos na forma de ganhos de capital e os impostos são recolhidos apenas quando ocorre o resgate das cotas pelos investidores; (iii) os impostos incorrem proporcionalmente às alíquotas aos quais os investidores estão sujeitos; (iv) caso haja reinvestimento os impostos são postergados; (v) tem duração limitada; (vi) são mais ágeis para a apropriação de crédito tributário; (vii) apresentam maior facilidade para a cobrança da taxa de administração; (viii) o processo de liquidação financeira dos investimentos é mais simplificado.

Além disso, quando investem por meio de uma  *Holding*, os investidores tornam-se acionistas, ficando sujeito às leis e regulamentos tributários de sociedades anônimas que, normalmente, são menos favoráveis em relação a outras estruturas. O tratamento preferencial recebido por veículos registrados na CVM, em especial o FIP, tem como consequência um maior crescimento desta modalidade em relação a de  *Holdings* na última década.

Tabela 3 - Principais Características de um FIP e de uma Empresa de Participação

|   | FIP   | Empresa de Participação (Holding)  |
|---|---|--|
| Regulamentação  | CVM   | Lei das S/As   |
| Registro  | Instrução CVM 391/03  | Lei 4131   |
| IOF   | 2% na entrada; 0% na distribuição de dividendos ou redenções parciais ou totais   | 3x 0,38% sobre investimentos diretos estrangeiros, distribuição de dividendo ou repatriação de capital |
| IRRF sobre Ganhos de Capital (para o veículo de investimento)   | 0% IRRF sobre ganhos de capital na venda de ações de empresas do portfólio  | 34% IRRF sobre ganhos de capital na venda de participações acionárias detidas pela <i> Holding</i>     |
| IRRF sobre Ganhos de Capital (para investidores brasileiros)    | 15% IRRF devido somente quando da redenção das cotas do FIP   | 20% IRRF   |
| IRRF sobre Ganhos de Capital (para investidores internacionais) | 0% IRRF para investidores internacionais detentores de menos de 40% das cotas do FIP; 15% IRRF em casos de concentrações maiores de cotas | 15% IRRF   |
| Dividendos  | Isento  | Isento   |

Fonte: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial; Fundação Getúlio Vargas. (2011). “*A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro*”

### 3.1.2 Características dos Veículos de Investimento

Após a determinação do tipo de estrutura de investimento que será utilizada, define-se um conjunto de cláusulas que caracterizarão a atuação do veículo. Apesar de certas características já serem fixas dependendo do veículo escolhido, outras são passíveis de escolha. Por exemplo, apesar dos veículos da CVM exigirem um prazo definido para a duração do fundo, este período deve ser determinado pelo gestor. O mesmo se dá em relação à estrutura de remuneração da organização gestora.

O tempo de duração de um veículo de investimento é um importante mecanismo de proteção para os investidores na medida em que delimita um prazo para que o

investidor receba o retorno obtido no investimento. No Brasil, o tempo de vida de um fundo é determinado logo no momento de sua criação e disposto no seu regulamento. Segundo o 2º Censo Brasileiro de *Private Equity* e *Venture Capital*, em média, os fundos de *Venture Capital* nacionais costumam ter uma duração de 9 a 10 anos, prazo condizente com aquele necessário para atingir o potencial de crescimento das empresas investidas.

Geralmente, a vida de um veículo de investimento é dividido em duas fases. A primeira delas é chamada de Período de Investimento, normalmente de 4 a 5 anos, e constitui o período em que o fundo pode alocar o capital comprometido em investimentos selecionados. Já a segunda fase chama-se Período de Desinvestimento, época em que o fundo realiza alguma estratégia de saída para obter o capital investido de volta e, espera-se, retorno financeiro. Este período também costuma durar entre 4 e 5 anos. É possível estender o prazo destes períodos. Essa decisão pode ser determinada pelo investidor ou pelo gestor, dependendo dos poderes decisórios estabelecidos no regulamento do veículo. Em geral, esta extensão costuma ser de 1 ano e definida pela organização gestora.

Outro ponto importante a ser estabelecido na fase preparatória de lançamento do veículo de investimento é a estrutura de remuneração da organização gestora. A remuneração dos gestores através de taxas pagas pelos investidores ao longo do período de duração do fundo se justifica por três principais fatores: (i) o caráter de longo prazo das atividades de *Venture Capital*; (ii) a provisão de serviços especializados que envolvem o processo decisório de investimento; (iii) a existência de gastos e procedimentos referentes a compra de participações e administração do veículo.

Uma das formas de remuneração das organizações gestoras é através da taxa de administração. Esta taxa tem como intuito arcar com as despesas necessárias para a administração do veículo, incluindo as despesas operacionais da organização gestora como salários e aluguéis. Seu valor costuma ser entre 1% e 2% sobre o capital comprometido durante o período de investimento e sobre o capital investido durante o período de desinvestimento. A troca de base do capital comprometido para o capital investido é uma proteção para o investidor, que não necessita pagar taxas caso a organização gestora não invista o seu capital.

O outro canal de remuneração se dá através da taxa de performance. Esta taxa funciona como um incentivo para os gestores do fundo, atrelando a sua remuneração ao retorno obtido pelo fundo. Ela garante, portanto, um alinhamento de interesses entre a organização gestora e os investidores. Em geral, a taxa de performance é de 20% sobre o ganho de capital que exceder um piso pré-estabelecido, conhecido como *hurdle rate* ou *benchmark*. O *hurdle rate* representa o custo de oportunidade do investidor, isto é, o retorno que ele obteria alocando seu capital em um investimento livre de risco. Normalmente, o *hurdle* é composto por uma taxa fixa e um índice de correção de inflação (IPA, IGPM, IPC, etc.). Outras vezes, ao invés do *hurdle rate*, há apenas um *preferred return* (retorno preferencial). Neste caso, a diferença é que, uma vez atingido o *preferred return*, a taxa de performance recai sobre todo o ganho de capital, incluindo o retorno preferencial.

Em um exemplo hipotético, suponha um veículo de investimento com um prazo de um ano que possui R\$100 milhões de capital comprometido de apenas um investidor e que este, na retirada, um ano depois, conseguisse R\$200 milhões (logo, R\$100 milhões de retorno absoluto). Caso exista um *hurdle rate* de 10% e uma taxa de performance de 20%, a taxa de performance apenas recairá sobre o ganho de capital que exceder o *hurdle* (R\$10 milhões), isto é, 20% de R\$90 milhões (R\$18 milhões). O investidor, ao final do período de duração do veículo, receberá R\$182 milhões (R\$100 milhões do principal + R\$82 milhões de retorno líquido). Agora, suponha que não haja um *hurdle*, mas sim um retorno preferencial de 10%. Neste caso, uma vez que o veículo obteve um retorno maior do que 10% do capital comprometido, a taxa de performance recairá sobre todo o ganho de capital, isto é, 20% de R\$100 milhões. No total, o investidor irá receber R\$180 milhões (R\$100 milhões do principal + R\$80 milhões de retorno líquido). Se o retorno não for maior que o *preferred return*, o fundo não recolhe taxa de performance. É evidente, portanto, que, enquanto a estrutura de retorno preferencial é mais vantajosa para a organização gestora, a estrutura de *hurdle rate* é mais interessante para o investidor.

Outra cláusula importante a ser definida no regulamento do veículo é a cláusula de *catch-up*. Este instrumento permite a organização gestora receber grande parte de sua performance logo após o *hurdle rate* ter sido pago. No exemplo anterior com *hurdle rate* de 10%, uma vez pago o principal mais o *hurdle* para o investidor, a cada 1 real

desinvestido 20 centavos vai para o gestor e 80 centavos para o investidor. Caso haja um *catch-up* de 100%, por exemplo, após devolvido os R\$110 milhões para o investidor a gestora recebe os próximos R\$18 milhões investidos e, só então, o investidor recebe os R\$72 milhões restantes. Logo, a importância *do catch-up* se dá na medida em que esta cláusula afeta o *timing* da distribuição do retorno.

### 3.2 Captação de Recursos

Com o fundo estruturado, a próxima etapa de uma operação de *Venture Capital* é a captação de recursos com investidores potenciais. Nesta fase, os gestores do fundo procuram atrair possíveis investidores através de apresentações e conversas que englobam desde a estrutura do veículo até a filosofia de investimento da casa gestora. Para tal, formula-se um prospecto com informações sobre o veículo, o objetivo final da captação, a tese de investimento, o foco setorial, a experiência profissional dos gestores, fluxo de negócios já realizados e oportunidades existentes no *pipeline* de investimentos<sup>9</sup>.

O processo de captação costuma durar de 6 meses a 1 ano, uma vez que requer uma escolha cuidadosa por parte do investidor na medida que o capital comprometido permanecerá no fundo por um longo período. Dada a natureza pouco líquida dos investimentos em *Venture Capital* e o prazo extenso dos fundos, uma análise de curto prazo da rentabilidade dos investimentos se torna difícil em relação as análises de fundos que possuem rentabilidade diária. Assim, os principais critérios levados em conta pelo investidor ao analisar uma oportunidade de investimento são o desempenho histórico de outros fundos administrados pela mesma casa gestora e a experiência profissional daqueles que irão gerir os investimentos (Kameyama, 2001).

Uma vez que os investidores comprometem-se formalmente a investir no fundo, a cada oportunidade de investimento que surgir eles são convocados a disponibilizar certo montante de capital através da compra de quotas subscritas do fundo (até determinado valor acordado). As chamadas de capital ocorrem a medida em que o fundo necessita de

---

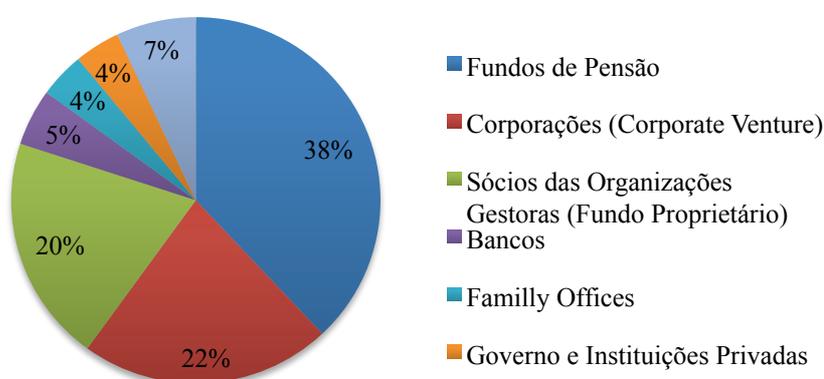
<sup>9</sup> Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial; Fundação Getúlio Vargas. (2011). “*A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro*”

recursos para investir nas empresas em portfólio e para o pagamento da taxa de administração.

No Brasil, o bom ambiente de negócios comparados aos países do hemisfério norte é um importante fator de estímulo para o processo de captação. Segundo relatório da The Latin America Private Equity & Venture Capital Association de 2010<sup>10</sup>, em um ranking que qualifica o ambiente de negócios de *Private Equity* e *Venture Capital* em cada região por meio da identificação de aspectos positivos e negativos, o Brasil saltou de 59 para 75 pontos entre 2006 e 2008.

Dentre os principais investidores em veículos de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil, nota-se a liderança dos fundos de pensão e corporações, tradicionais investidores de longo prazo. Outras fontes de capital importantes são os próprios gestores através de fundos proprietários, bancos e famílias ricas (*family offices*).

Gráfico 3 - Principais Investidores de Private Equity e Venture Capital no Brasil, 2009



Fonte: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial; Fundação Getúlio Vargas. (2011). “*A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro*”

### 3.3 Investimento

A etapa seguinte à captação de recursos é a realização dos investimentos através de compra de participações societárias em empresas com grandes potenciais de crescimento. Esta fase pode ser dividida em três segmentos: busca de oportunidades de investimentos, seleção de novos negócios e negociações da operação de aquisição.

<sup>10</sup> The Latin America Private Equity & Venture Capital Association. (2010). “*Industry Data & Analysis*”

### 3.3.1 Busca de Oportunidades de Investimento

Achar investimentos com grande potencial de crescimento não é uma atividade fácil. Em média, para cada 1 empresa investida os gestores de *Venture Capital* chegam a analisar 150 empresas. Dado que a identificação de oportunidades de investimento é um dos principais fatores que determinam a performance do fundo, é de grande importância a criação de uma rede de contatos que maximize a capacidade de atração de novos negócios (Kameyama, 2001).

A seleção de novos investimentos pode se dar de forma ativa ou passiva. A forma ativa requer a criação de uma equipe exclusivamente dedicada a achar potenciais investimentos. Neste caso, uma boa relação com outros agentes conectados a atividades de *Venture Capital* é fundamental. De acordo com Fenn, Liang e Prowse (1995), os gestores costumam alavancar a origem de novos negócios via relacionamentos com bancos de investimentos, boutiques de M&A, firmas de auditoria, consultorias, entre outros.

Outra fonte de novos negócios com grande potencial de crescimento são as Universidades. Muitas vezes as empresas mais inovadoras se originam dos centros de empreendedorismo universitários, usufruindo de mentorias de professores experientes e de um local de trabalho gratuito. Além disso, muitas universidades atuam como incubadoras, buscando oferecer apoio estratégico durante os primeiros anos de existência de uma companhia.

As aceleradoras também são outro foco de empresas inovadoras. Elas constituem o passo seguinte para uma companhia incubada, fornecendo programas intensivos (geralmente de 3 a 6 meses) que alavancam as atividades da empresa. No Brasil, as aceleradoras mais conhecidas são a 21 212, Papaya Ventures, Polo Marte e Startup Farm. Algumas delas, na verdade, ainda atuam como investidores, obtendo participação na empresa em troca de expertise em gestão e negócios.

Por último, Kameyama (2001) trata de outra forma adicional de obtenção de novos negócios, denominada de “*syndication*”. Apesar de gestores de organizações distintas competirem entre si na identificação de oportunidades, muitas vezes os investimentos são realizados de forma conjunta, criando o chamado co-investimento. As principais razões que levam a atividade de co-investimento em *Venture Capital* estão

conectadas ao volume de capital envolvido – veículos de investimentos podem ter restrição quanto a porcentagem de recursos que podem alocar em uma mesma empresa, necessitando da participação de outros fundos. Além disso, a união entre duas ou mais organizações gestoras é explicada pela vontade de agregar diferentes conhecimentos e expertises de cada casa.

Já a forma passiva costuma ser mais utilizada por gestores já conhecidos e com boa reputação. Nestes casos, as próprias empresas enviam seus planos de negócios em busca de investimento. É comum também a criação de uma seção nos *websites* das casas gestoras para inscrição de novos negócios. Apesar de exigir menos esforço, a atuação passiva consegue se sustentar apenas quando o a firma de investimento já é bem reconhecida pelas empresas iniciantes, o que normalmente exige uma atuação ativa de divulgação em um momento anterior.

### **3.3.2 Seleção de Novos Negócios**

Uma vez realizado o primeiro contato com a empresa e esta ter despertado o interesse do fundo, inicia-se o processo de análise. Este processo de diligência tem como objetivo verificar se a oportunidade de investimento se encaixa nos critérios de seleção da organização gestora. Cada organização possui critérios de investimento diferentes, podendo estes variarem inclusive entre os veículos de um mesmo grupo gestor.

Um dos principais critérios analisados em investimentos de capital de risco é a equipe. Como as empresas investidas geralmente se encontram em estágio bastante inicial, é de suma importância a existência de uma bom time capaz de conduzir a empresa para um caminho de sucesso. Nesse sentido, a existência de atributos como pró-atividade, brilho nos olhos, paixão pelo o que faz, “mão na massa” e cabeça de dono é essencial para superar os muitos desafios que serão encontrados pela companhia até se tornar uma grande empresa.

Outro critério importante de investimento está relacionado ao mercado em que a empresa se encontra. Nesta etapa, os fundos costumam realizar estudos profundos sobre o histórico do setor, as tendências futuras, os números recentes, as características da demanda (tamanho, localização, perfil, poder de barganha, etc.) e a presença de concorrência. A importância desta etapa se dá pela possibilidade da empresa ter um

excelente time mas atuar em um setor pouco atrativo – mercado pequeno, demanda com grande poder de barganha e baixa barreira de entrada.

Em seguida, analisa-se o produto. Nesta fase, a principal pergunta a ser respondida é se o produto de fato atende a uma demanda do consumidor. Este questionamento é essencial na medida em que, buscando inovar de alguma forma, muitas empresas criam produtos mirabolantes que não são demandados pelos consumidor - seja por estarem a frente do seu tempo ou por não serem soluções de um problema latente. Este foi o caso de um extinto projeto da Kodak criado na década de 90, que permitia armazenar as fotos em um disco compacto que era reproduzido na televisão. Apesar de inovador, estava 10 anos a frente do seu tempo, quando as câmeras digitais foram adotadas com maior praticidade. Da mesma forma, o Newton, computador pessoal digital criado pela Apple, mostrou-se um fracasso no início da década de 90, apesar de ter servido como inspiração para o bem sucedido Iphone dos anos 2000<sup>11</sup>.

No contexto do produto, a escalabilidade é considerada pré-requisito fundamental para alcançar o sucesso de forma rápida. Um produto é considerado altamente escalável na medida em que é capaz de atender um grande número de pessoas com baixos custos de reprodução. Neste sentido, é possível dizer que aulas online são mais escaláveis do que aulas presenciais, uma vez que esta última comporta apenas um número limitado de alunos e possui alto custo de reprodução (nova sala, novo professor, novos livros, etc.). Como geralmente os produtos associados a internet são aqueles considerados mais escaláveis, a maior parte dos investimentos em *Venture Capital* se dá em negócios digitais. De fato, em 2012, 31% dos investimentos do tipo *Venture Capital* realizados nos Estados Unidos se deram em empresas especializadas em softwares<sup>12</sup>. Daí a associação comum entre *Venture Capital* e mundo digital.

Na próxima etapa, analisa-se a parte financeira da empresa, buscando realizar seu *valuation* – isto é, concluir qual o seu valor. No entanto, por um conjunto de fatores,

---

<sup>11</sup> Blank, Steven G. (2007). “*Four Steps to Epiphany – Successful Strategies for Products that Win*”. Quad Graphics.

<sup>12</sup> National Venture Capital Association. (2012). “*Yearbook 2012*”

pequenas empresas são difíceis de serem valoradas. Algumas startups, por exemplo, não tem receita ou custos, ou sequer saíram do papel. E, mesmo aquelas que já são lucrativas, possuem histórico curto demais para detectar padrões operacionais. Como resultado, técnicas e taxas comumente utilizadas para analisar empresas em estágios mais avançados não são adequadas para este tipo de investimento.

Além disso, deve-se considerar no valor da empresa a alta taxa de mortalidade de negócios iniciantes. Damodaran (2009) utiliza dados do Bureau of Labor Statistics Quarterly Census of Employment and Wages para analisar as estatísticas de sobrevivência entre firmas norte-americanas. Com um conjunto de dados entre 1998 e 2005, ele conclui que, em média, apenas 31% dos negócios fundados em 1998 sobreviveram os 7 anos seguintes. Na tabela abaixo é possível analisar a taxa de sobrevivência por setor ao longo dos anos

Tabela 4 - Taxa de Sobrevivência das Firms por Setor, 1998 - 2004

| Proporção de Firms que começaram em 1998 e sobreviveram ao longo dos anos |        |        |        |        |        |        |        |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|   | Ano 1  | Ano 2  | Ano 3  | Ano 4  | Ano 5  | Ano 6  | Ano 7  |
| Recursos Naturais   | 82.33% | 69.54% | 59.41% | 49.56% | 43.43% | 39.96% | 36.68% |
| Construção  | 80.69% | 65.73% | 53.56% | 42.59% | 36.96% | 33.36% | 29.96% |
| Manufatura  | 84.19% | 68.67% | 56.98% | 47.41% | 40.88% | 37.03% | 33.91% |
| Transporte  | 82.58% | 66.82% | 54.70% | 44.68% | 38.21% | 34.12% | 31.02% |
| Informação  | 80.75% | 62.85% | 49.49% | 37.70% | 31.24% | 28.29% | 24.78% |
| Atividade Financeira  | 84.09% | 69.57% | 58.56% | 49.24% | 43.93% | 40.34% | 36.90% |
| Serviço Empresarial   | 82.32% | 66.82% | 55.13% | 44.28% | 38.11% | 34.46% | 31.08% |
| Saúde   | 85.59% | 72.83% | 63.73% | 55.37% | 50.09% | 46.47% | 43.71% |
| Lazer   | 81.15% | 64.99% | 53.61% | 43.76% | 38.11% | 34.54% | 31.40% |
| Outros Serviços   | 80.72% | 64.81% | 53.32% | 43.88% | 37.05% | 32.33% | 28.77% |
| TOTAL   | 81.24% | 65.77% | 54.29% | 44.36% | 38.29% | 34.44% | 31.18% |

Fonte: Damodaran, Aswath. (2009). *“Valuing Youn, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges”*. Stern School of Business Publication.

Lerner e Willinge (2002) apresentam diferentes modelos de precificação utilizados pela indústria de *Venture Capital*. O primeiro, denominado de Múltiplo, valora a empresa comparando certos múltiplos padrões de mercado (como Preço/Lucro ou Valor da Empresa/EBITDA) com outras empresas atuantes no setor e seus pares no mercado internacional. O segundo método é o Fluxo de Caixa Descontado, que estima o valor da empresa através da soma do caixa gerado ano a ano descontado por uma taxa que reflete os riscos inerentes aos fluxos projetados. Por último, os autores descrevem o modelo denominado de Capital de Risco, dada sua adoção em larga escala em investimentos deste tipo. Esta alternativa propõe uma análise inversa da empresa, onde primeiro determina-se o seu valor terminal através de múltiplos apresentados por empresas comparáveis mais maduras e, então, desconta-se para o presente utilizando uma alta taxa de desconto. A tabela abaixo indica as vantagens e desvantagens de cada método.

Tabela 5 - Vantagens e Desvantagens dos Métodos de Valuation

| Método                       | Pontos Fortes   | Pontos Fracos  |
|------------------------------|---|--|
| 1. Múltiplos                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>-Fácil de usar e de entender</li> <li>-Comumente utilizado na indústria de investimento</li> <li>-Baseado no mercado</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>-É difícil encontrar e avaliar múltiplos de empresas fechadas</li> <li>-Múltiplos de empresas abertas não costumam refletir especificidades de empresas fechadas (ex: falta de liquidez)</li> </ul> |
| 2. Fluxo de Caixa Descontado | <ul style="list-style-type: none"> <li>-Razoável do ponto de vista teórico</li> <li>-Permite análise mais profunda de principais números da operação</li> <li>-Adequado em situações nas quais a taxa de impostos efetiva está mudando</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>-É difícil estimar os fluxos de caixa</li> <li>-Se valor estiver acumulado na perpetuidade modelo fica muito sensível a taxa de desconto</li> </ul>   |
| 3. Capital de Risco          | <ul style="list-style-type: none"> <li>-Fácil de entender</li> <li>-Rápido para aplicar</li> <li>-Comumente utilizado</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Baseia-se em valores terminais derivados de múltiplos (mesmas desvantagens)</li> <li>-Muito sensível a taxa de desconto</li> </ul>  |

Fonte: Lerner, Josh; Willinge, John. (2002). "A Note in Valuation in Private Equity Settings". Harvard Business School Publishing

Por último, entra-se na fase conhecida como diligência final, onde é verificada a situação contábil, financeira e legal da empresa, de forma a checar a confiabilidade e

veracidade das informações apresentadas. Normalmente, este processo ocorre através da análise dos documentos da empresa, encontros com os diretores e referências de fornecedores e clientes. É comum também o envolvimento de terceiros, como auditorias externas e escritórios de advocacia. Ao final, todo este processo costuma levar de 1 à 3 meses (Kameyama, 2001).

### 3.3.3 Negociações da Operação de Aquisição

Já durante o período de diligência pode-se iniciar outra etapa simultaneamente, conhecida como fase de elaboração do *Term Sheet*. O *Term Sheet* é um documento em geral não vinculante que determina os principais termos que irão nortear o investimento, tal como uma Carta de Intenções. Trata-se de um documento legal que deve ser acordado entre todas as partes. No caso do investimento envolver um grande número de fundos investidores, é comum determinar um “investidor-líder” – geralmente aquele responsável pela maior parcela do investimento - para determinar os termos do *Term Sheet* junto aos empreendedores.

O objetivo da realização do *Term Sheet* antes do contrato de investimento oficial é detectar, o quanto antes, se há algum desacordo no que se refere às cláusulas consideradas essenciais para realizar o investimento. Dessa forma, caso não se chegue a um consenso nesta fase evita-se gastos extras que seriam necessários incorrer na realização do contrato de investimentos definitivos. A partir da assinatura do *Term Sheet* costuma-se levar cerca de 1 mês para finalizar a diligência legal e iniciar o investimento do fundo.

Os primeiros pontos a serem determinados neste documento são o preço da companhia investida, o total investido, o *timing* dos aportes e como estes se darão. Define-se também neste momento a contrapartida do investimento. Esta pode se dar via participação acionária ordinária ou preferencial, ou até mesmo via dívidas conversíveis em ações ou quotas a partir de gatilhos pré-determinados. Um caso específico de dívida conversível é aquele conhecido como *bridge loan*, onde a firma, com dificuldades de levantar todo o capital necessário, emite dívidas de curto prazo que poderão ser pagas quando conseguir levantar o capital restante ou contrair dívidas de longo prazo.

Outro ponto relevante é a existência de pré-condições para a realização do investimento, já definidas no segundo capítulo deste trabalho como *Milestones*. No

Brasil, realiza-se um documento a parte do contrato social, indicando números, feitos ou cenários que a empresa deve conquistar para que receba a totalidade dos investimentos. Estas pré-condições podem envolver números mínimos de receita, limites de gasto, prazo para finalização do produto, número de usuários, dentre outros indicativos do estágio em que a empresa se encontra.

Também é discutido no *Term Sheet* o Plano de *Stock Options*, que é uma forma de incentivo muito utilizada que concede aos executivos a opção de comprar uma participação na empresa a um preço significativamente abaixo do mercado. Além desse mecanismo possibilitar uma diminuição da remuneração fixa do executivo, ele alinha os incentivos na medida em que quanto mais a empresa valer no futuro, maior o ganho da pessoa detentora de opções.

Após definir os termos econômicos do *Term Sheet*, entra-se na discussão sobre os parâmetros de controle, como a participação no Conselho de Administração. Através deste Conselho, os investidores conseguem exercer influência estratégica na empresa sem assumir responsabilidades no que concerne a operação da empresa. O assento no Conselho não está necessariamente relacionado ao montante investido, podendo ser requerido, por exemplo, por um fundo com participação minoritária que deseja participar ativamente na administração da companhia. No caso de uma empresa em estágio inicial, um Conselho de Administração, em geral, conta com 5 participantes: o fundador, o CEO ou Presidente Executivo, dois representantes das partes investidoras e um membro terceiro determinado em comum acordo pelas partes<sup>13</sup>.

O direito ao veto também é outra cláusula importante nas definições do controle da empresa. Através deste poder, as organizações gestoras e outros investidores conseguem evitar tomadas de decisões que podem ser drásticas para a companhia. Novamente, este direito não está necessariamente relacionado ao montante investido. Em entrevista com 36 fundos de investimento de *Venture Capital* e *Private Equity*, a Fundação Getúlio Vargas<sup>14</sup> concluiu que cerca de 60% das organizações gestoras

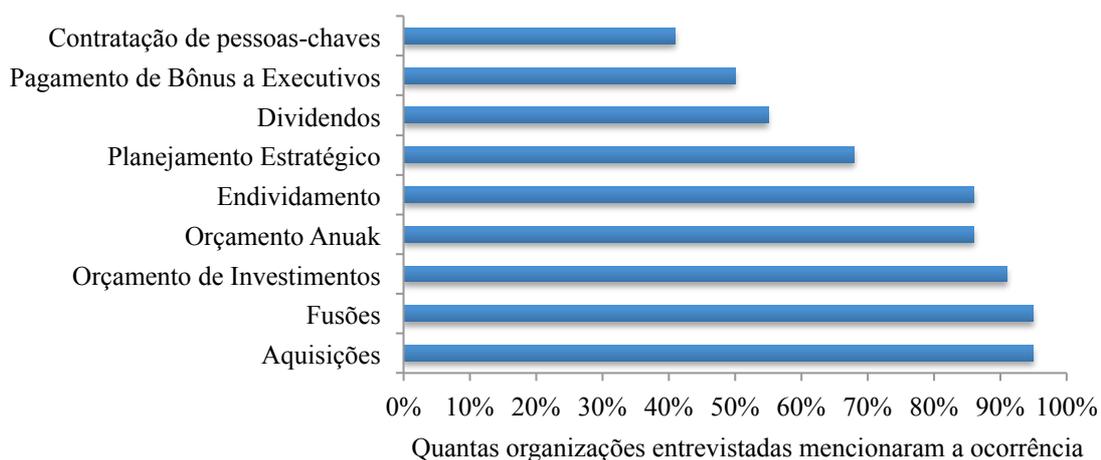
---

<sup>13</sup> Feld, Brad; Mendelson, Jason. (2011). “*Venture Deals – Be Smarter than your Lawyer and Venture Capitalists*”. John Wiley & Sons, Inc.

<sup>14</sup> Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial; Fundação Getúlio Vargas. (2011). “*A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro*”

entrevistadas apresentavam poder de veto em investimentos onde eram minoritários. O gráfico abaixo indica as principais ocorrências mencionadas pelas organizações gestoras como passíveis de veto.

Gráfico 4 – Ocorrências que Podem ser Vetadas pelas Organizações Gestoras Minoritárias



Fonte: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial; Fundação Getúlio Vargas. (2011). “*A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro*”

Além do assento no Conselho e poder de veto, há uma variedade de cláusulas que podem ser acordadas durante a discussão dos parâmetros de controle. A cláusula de *Tag Along*, por exemplo, garante aos acionistas minoritários o direito de deixar a sociedade caso o controle desta seja adquirido por um investidor que não fazia parte da sociedade. O *Drag Along*, por sua vez, permite que o investidor obrigue o controlador ou demais investidores a venderem sua participação caso não queiram comprar suas ações a um determinado preço. Já a cláusula de *Non Compete* impede que o funcionário da empresa realize atividades competitivas após seu desligamento da companhia. No entanto, de acordo com a legislação brasileira, a cláusula de *Non Compete* só pode vigorar se o funcionário for remunerado pelos outros investidores para não realizar tais atividades competitivas.

Outra cláusula comum é a Cláusula de *Call*, que garante o direito de compra da participação de outros acionistas por um determinado preço. Em geral, esta cláusula é utilizada para evitar que os sócios executivos deixem a sociedade, dando a opção dos outros investidores comprarem sua participação por um preço irrisório. Já a Cláusula de *Put* garante o direito de venda da participação de um acionista por um determinado

preço para outros acionistas. Tanto a Cláusula de *Call* quanto a de *Put* são opções temporárias, isto é, seu detentor tem o direito de exercê-las até um determinado período de tempo.

Assim, com o *Term Sheet* assinado, evita-se discussões futuras sobre pontos que podem acabar por impedir o investimento, como os mencionados acima. Em seguida, elabora-se o novo Contrato Social, o Acordo de Investimento, o Acordo de Acionista no caso de ser uma Sociedade Anônima ou Acordo de Quotista se for uma Limitada, o Acordo de Compra e Venda de Ações/Quotas e, se necessários, o Documento de *Milestones* e o Plano de *Stock-Options*. Com todos estes contratos assinados, o aporte de investimento na empresa é de fato realizado e esta passa a integrar o portfólio da organização gestora.

### **3.4 Gerência do Portfólio**

Conforme mencionado no capítulo anterior, uma das principais características que difere os investimentos de *Venture Capital* de outras alternativas de investimento é a atuação ativa do fundo na administração e gestão da companhia investida. Ao contrário do que ocorre nos investimentos abertos em bolsa e em modalidades mais avançadas de *Private Equity*, uma vez realizado o investimento as organizações gestoras não apenas monitoram a performance da empresa como também agregam valor através de diversas frentes.

É comum os fundos de *Venture Capital* designarem um de seus gestores com conhecimento do setor investido para acompanhar a empresa mais de perto. A atuação deste gestor dependerá do estágio da empresa investida e das demandas que esta terá mas, em geral, envolve um monitoramento intensivo que requer diversas interações. Segundo Gorman e Sahlman (1989), em média, os gestores dos fundos de *Venture Capital* visitam cada empresa de seu portfólio mais de 20 vezes ao ano.

Em um primeiro momento, é comum o gestor elaborar um Plano de 100 Dias para a empresa investida. Trata-se de um plano de curto prazo que traça uma nova estrutura operacional e financeira quando necessária e determina metas a serem alcançadas pela equipe. Durante os 100 primeiros dias também se trocam executivos chaves da empresa

investida, colocando profissionais mais qualificados e experientes que saberão lidar com a situação de expansão e mudanças por que passará a empresa<sup>15</sup>.

Após os 100 primeiros dias, a organização gestora da continuidade ao monitoramento, além de prestar serviços de assessoria estratégica, operacional e financeira, quando demandadas pelas empresas investidas. É comum obter auxílio do gestor para definir a estratégia empresarial a se seguir, consolidar uma área financeira, recrutar para cargos chaves, determinar um modelo de remuneração meritocrático e elaborar campanhas de marketing inovadoras. Além destas interações sob demanda, os fundos também participam ativamente na empresa através do Conselho de Administração e em outros comitês técnicos. Eventualmente, a interação entre o gestor do fundo e o investimento pode ser tão intensa que o fundo pode optar por alocá-lo na empresa investida por determinado período de tempo.

Por último, vale mencionar que a participação ativa da organização gestora na empresa também é de grande importância para a eventual necessidade de obter financiamentos adicionais. Em geral, estes fundos tendem a liderar as rodadas de investimento seguintes, auxiliando na determinação dos novos termos de negociação e na avaliação financeira do negócio. Ademais, ter recebido investimento de um fundo de *Venture Capital* geralmente dá maior credibilidade a empresa e valoriza seu preço de mercado.

### **3.5 Estratégias de Saída**

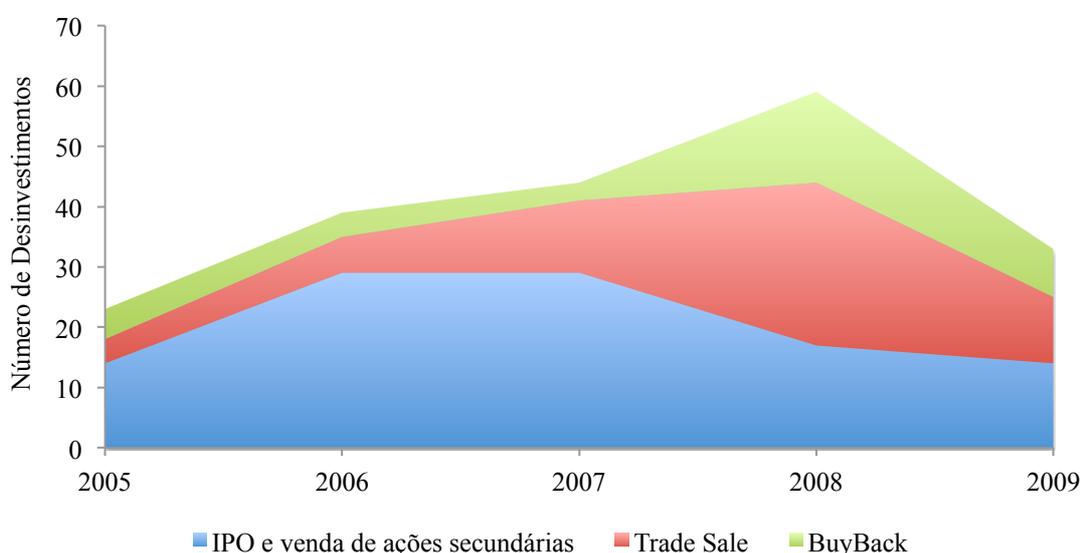
O processo de saída dos investimentos - usualmente determinado de “desinvestimento” - é fundamental para a performance do fundo de *Venture Capital*. Uma saída de sucesso pode assegurar retornos atrativos para os investidores, permitindo a construção de um *track-record* com boa reputação para o fundo o que, em última instância, facilita um novo processo de captação para um novo fundo. Assim, ainda que seja a última fase do ciclo das atividades de *Venture Capital*, ela é extremamente importante na medida em que determina a rentabilidade final do investimento.

---

<sup>15</sup> Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial; Fundação Getúlio Vargas. (2011). “*A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro*”

O processo de saída pode se dar de algumas maneiras, dependendo do tamanho da empresa, do interesse dos investidores e do contexto econômico. As principais formas de saída de um investimento de capital de risco são a Oferta Pública Inicial de Ações (IPO), a venda em bloco para agente estratégico (também conhecido como *Trade Sale*) e a recompra da participação pelos administradores da empresa em questão (também denominado de *Buy Back*). O gráfico abaixo indica quais as principais modalidades de saídas utilizadas no Brasil entre 2005 e 2009 a partir da análise de 198 desinvestimentos de *Venture Capital* e *Private Equity*.

Gráfico 5 – Desinvestimento por Modalidade de Saída, Brasil, 2005 - 2009



Fonte: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial; Fundação Getúlio Vargas. (2011). “*A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro*”

### 3.5.1 Oferta Pública Inicial de Ações

A estratégia de saída via IPO é uma das mais conhecidas ao redor do mundo. Neste caso, a empresa, que até então era considerada privada, torna-se pública e suas ações passam a ser vendidas nas bolsas de valores. Como consequência, a firma ganha alta exposição ao mercado, mais liquidez e maior acesso a capital. Outra vantagem desta opção é que o investidor pode reter parte de sua participação, compartilhar eventual crescimento futuro da companhia e, posteriormente, vender sua participação no mercado secundário. A alternativa de IPO também costuma ser apoiada pelos empreendedores, que podem continuar na administração da empresa liderando o negócio.

Por outro lado, esta opção também envolve custos e rigidez regulatória. Uma vez pública, a empresa deve atender à normas rigorosas no que tange os princípios contábeis e de auditoria e divulgar informações relevantes como suas demonstrações financeiras e balanços econômicos. Além disso, a companhia incorre em altos custos extraordinários para a preparação e execução do IPO, bem como custos recorrentes como a manutenção de um Departamento de Relações com Investidores, taxas pagas a CVM e necessidade de contratação de auditorias independentes. Estes custos podem acabar por tornar a alternativa de saída via IPO pouco rentável, principalmente em momentos de crise financeira onde as ações das empresas abertas em bolsa são valoradas a níveis mais baixos.

### **3.5.2 Venda em Bloco para Agente Estratégico (*Trade Sale*)**

A venda em bloco para um agente estratégico é uma alternativa geralmente utilizada por empresas que não estão autorizadas a ter seus valores mobiliários negociados junto ao público. Isso pode se dar por conta de seu porte, tempo de existência ou impossibilidade de arcar com os custos associados a emissão de ações. Além disso, como mencionado anteriormente, a opção do IPO pode não ser atrativa em momentos onde os mercados estão instáveis e as empresas avaliadas a baixos preços. Ademais, o *Trade Sale* é uma alternativa mais rápida, mais simples e menos custosa do que um IPO. Além do que, não é incomum um agente estratégico estar disposto a pagar mais do que o mercado pela companhia.

O agente estratégico comprador pode ser tanto uma empresa maior como um outro fundo. É comum grandes empresas e conglomerados corporativos realizarem um conjunto de aquisições de pequenas empresas buscando crescer horizontalmente ou verticalmente. Entre 2002 e 2009, por exemplo, a IBM adquiriu mais de 70 companhias pelo valor de US\$14 bilhões. Da mesma forma, apenas em 2010 o Google adquiriu 48 empresas que hoje estão integradas as suas atividades como a AdSense e a Android Inc., que deram origem, respectivamente, a um dos mais bem sucedidos serviços de marketing e um revolucionário sistema operador de celular. Igualmente, fundos de *Private Equity* com mais capital costumam comprar empresas com sinergias com aquelas de seu portfólio ou próximas de abrir o capital (Ramsinghani, 2011).

Entretanto, muitas vezes a atividade de *Trade Sale* envolve resistência por parte dos empreendedores, na medida em que o novo comprador pode ter interesses divergentes dos administradores que já atuavam na companhia, bem como exigir a substituição dos executivos-chave. Neste caso, a transação pode não ser possível se a ponta compradora aceitar apenas a totalidade da participação e não houver uma cláusula de *Drag Along*.

### **3.5.3 Recompra pelos Administradores (*Buy Back*)**

Por último, há a opção de saída através da recompra da participação pelos acionistas administradores da empresa. Esta pode se dar de forma voluntária, isto é, por desejo de ambas as partes, ou apenas pela vontade do investidor vendedor, caso haja uma cláusula no contrato de investimento conhecida como *Buy Back*. Esta cláusula permite ao investidor exigir a compra de sua participação para a empresa por um determinado preço pré-acordado caso não ocorra abertura de capital ou venda para estratégico em um certo período de tempo.

Por um lado, esta opção envolve baixo custo para ambas as partes uma vez que requer pouca diligência já que a ponta compradora é composta pelos próprios administradores da empresa. Por outro lado, é possível que os acionistas administradores não possuam recursos para arcar com a aquisição e esta exigência acabe levando ao fim da empresa. Além disso, dado que esta cláusula só pode ser executada uma vez que a empresa não realize uma saída como esperado ou não seja um ato voluntário do investidor comprador, a recompra pelos administradores geralmente é encarada como um sinal ruim que pode prejudicar futuras chances de vender para um agente estratégico ou realizar IPO.

## **4. Desenvolvimento do Mercado de *Venture Capital***

### **4.1 Origens e o Mercado Norte Americano**

A origem do termo *Venture Capital* não é clara. Por um lado, diversos autores creditam sua criação à empresa J.H. Whitney & Company, uma das primeiras *Venture Capitals*, fundada em 1946. Seu *slogan* era “*Our Business is an Adventure*”, o que a levou a denominar os recursos sob sua gestão de *Adventure Capital*, logo encurtado para *Venture Capital*. Por outro lado, como ressaltam Rao e Scaruffi (2011), já em 1920 essa expressão pode ser encontrada em um relatório do Industrial Securities Committee: “*The enlistment of venture capital is necessary for the development and growth of the country, as well as for the safety of all investment securities.*”

No início do século XX, famílias americanas abastadas como os Phillips, os Rockefellers e os Warburgs foram os primeiros a investir informalmente em novas empresas *early-stage*, com grande potencial de retorno e alto risco. Eram, porém, pioneiros e, assim que o mercado de ações ganhou força nos anos 20, deslocaram seu capital para o mercado público. Com o *crash* da bolsa e a Depressão de 1929, os investimentos como um todo sofreram uma queda notável. Em especial, aumentou-se a aversão ao risco e as atividades de *Venture Capital* diminuíram significativamente.

Entre 1930 e 1946, os investimentos de capital empreendedor continuaram escassos. Na Europa e nos Estados Unidos observou-se um aumento dos tributos como forma de auxiliar os cofres públicos esvaziados durante a Depressão, resultando em um grande desincentivo para os investimentos por parte das famílias ricas. O sistema tributário americano também desestimulava a outra ponta do setor de *Venture Capital*, já que o aumento dos impostos sobre lucros penalizava de forma mais severa novas empresas que precisavam de recursos para se desenvolver. O trauma da Grande Depressão fez com que diversos investidores permanecessem sensíveis ao risco e, com isso, o *Venture Capital* recebeu pouca atenção durante o período.

#### **4.1.1 Fundos de *Venture Capital***

Foi somente após a Segunda Guerra Mundial que o conceito de fundo de *Venture Capital* emergiu. De fato, os três primeiros fundos institucionais em capital de risco

surgiram em torno de 1950: VenRock, J.H. Whitney & Company e American Research and Development Corporation.

A primeira delas, VenRock, tinha o intuito de expandir e profissionalizar os investimentos dos irmãos Rockfellers. O slogan “*building companies that shape the future*”, símbolo da companhia, permanece até hoje. Ao longo dos anos, os setores investidos variaram desde aviação até energia nuclear. O fundo acabou alcançando grande sucesso ao investir em empresas bem sucedidas, como a Intel e a Apple. Hoje, a VenRock concentra seus investimentos nos setores de tecnologia, saúde e energia e conta com US\$950 milhões sob sua gestão.<sup>16</sup>

A segunda, J.H. Whitney & Company, foi fundada em 1946, quando John Whitney, milionário americano, entregou à Benno Schmidt, seu conhecido de muito tempo, um cheque de US\$5 milhões para criar uma empresa que financiasse jovens companhias em novos setores. Schmidt, que trabalhava no setor público, informou a Whitney que ele não tinha qualquer experiência em negócios. Whitney, por sua vez, respondeu que não estava procurando alguém com experiência em negócios, mas sim com experiência de vida. Isso deixa evidente que, para Whitney, a sensibilidade e a intuição eram características chaves para o sucesso de uma *Venture Capital* – princípios que hoje se tornaram senso comum.

#### ***4.1.1.1 American Research and Development Corporation (ARDC)***

Foi com a terceira das empresas consideradas, a ARDC, que começaram os primeiros modelos de fundos de *Venture Capital* não familiares. Fundada em 1946 por Georges Doriot, considerado o “pai do *Venture Capitalism*”, a ARDC representava o conjunto de investimentos que ele havia realizado durante a guerra em novas tecnologias militares (Ante, 2008). A importância atribuída a esta empresa se deve ao fato de ela ter sido o primeiro fundo institucional de investimento em empresa privada, arrecadando capital de outros agentes além das famílias tradicionais. A institucionalização ampliava a possibilidade de acesso a capital para os empreendedores.

---

<sup>16</sup> Venrock. (2011). “*Anual Report*”. Disponível em <[www.pt.venrock.com](http://www.pt.venrock.com)>

O histórico dos investimentos da ARDC é típico de vários fundos de capital de risco: algumas empresas em que ela investiu quebraram, outras tiveram retorno modesto e apenas uma obteve sucesso suficiente para projetar o fundo para o mundo dos negócios. Foi o caso da Digital Equipment Corporation, que em nove anos gerou um retorno de 500 vezes o investimento.

Rao e Scaruffi (2011) retratam com clareza a filosofia de investimento de Doriot: *“Doriot had an interesting business philosophy. He felt the study of a company was not the study of a dead body, but rather of things and relationships which were alive and constantly changing. For him, business was “the study of men and men’s work, of their hopes and aspirations (...) a study of determination of successive goals and of victorious competitive drive towards them”. Doriot also fostered an entrepreneur’s paranoia that “someone somewhere is making a product that will make your product obsolete”. He pushed managers to delegate down, grow slowly, and examine small decisions which could lead to vital errors. In the end, he felt work was a part of living, that work was not just an activity necessary for existence but also a worthwhile part of existence”*.

Doriot focava na adição de valor às empresas investidas, e não somente na oferta de capital. Seus funcionários eram alocados por longos períodos dentro das empresas investidas, provendo *expertise* em gestão e operação. Companhias fundadas pela ARDC eram tidas como membros da família. Em 1971, quando a ARDC já acumulava investimentos em mais de 150 companhias, Doriot se aposentou e a empresa fundiu-se com a Textron, conglomerado industrial americano.

#### **4.1.2 Corporate Venture Capital**

As grandes empresas corporativas, influenciadas pelo sucesso dos primeiros fundos institucionais de capital de risco do pós-guerra, passaram a atuar no segmento de *Venture Capital* a partir da década de 60. Havia duas formas possíveis de atuação: a primeira se dava via alocação de parte do capital em fundos de investimento, assumindo uma posição mais passiva, e a segunda através do investimento direto em *startups* e *early-stages*. As empresas que escolheram a segunda opção ficaram conhecidas como *Corporate Venture Capital* (CVC).

Entre as duas escolhas, a vasta maioria das corporações preferia atuar como uma CVC. Investindo diretamente em pequenos empreendedores, os conglomerados corporativos ficavam isentos do pagamento de taxas de administração e conseguiram moldar as ações das novas iniciativas empresariais de acordo com seus interesses. O objetivo final ultrapassava o retorno financeiro almejado pelos fundos – o essencial era estar perto de novas ideias para liderar ou pelo menos acompanhar a revolução tecnológica.

#### **4.1.3 Vale do Silício**

Até os anos 60, a região nordeste dos EUA era a vanguarda do movimento de proliferação de capital do tipo *Venture Capital*. Nova York era considerada a capital financeira global e a universidade de Harvard e o MIT atraíam a maior parte dos empreendedores americanos. Além disso, após a Segunda Guerra Mundial, Boston se tornou a capital militar do país, atuando como base dos mais sofisticados laboratórios e centros tecnológicos.

Em meados da década de 60, contudo, observou-se o deslocamento de investimentos em capital de risco para o sudoeste dos Estados Unidos, dando forma ao que viria a ser conhecido como o Vale do Silício. A diversidade cultural e o ambiente receptivo ajudaram a criar um polo de talentos, mas o ensino superior foi o fator decisivo. Com incentivos federais, as faculdades de Stanford, de Berkeley e a Caltech tornaram-se referências no campo de engenharia e tecnologia, alimentando empresas intensivas em mão de obra qualificada como a Hewlett-Packard e a Fairchild (Ante, 2008).

Com um ambiente fértil de empreendedores e empresas, faltava apenas a figura do investidor, que logo foi ocupada por grandes fundos como Draper, Gaither & Anderson, Davis & Rock e Sequoia Capital. Referências até hoje, estes fundos alcançaram sucesso com investimentos em empresas como Apple Computer, Intel, Atari e Compaq.

#### **4.1.4 Ascensão norte-americana dos anos 70**

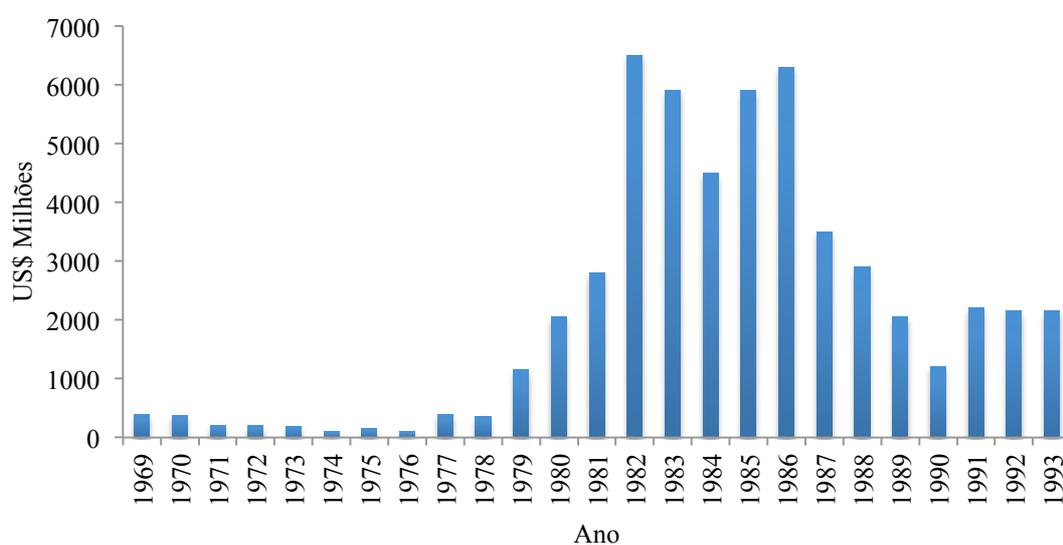
Na década de 70, o foco passou a ser a expansão das companhias investidas nos anos anteriores. Dentre as que alcançaram sucesso, boa parte se deu nos setores de

*software*, eletrônicos e *data-managing*. Não por coincidência, tornou-se comum associar os investimentos de *Venture Capital* às áreas de tecnologia e inovação.

O ambiente regulatório e fiscal favorável também contribuiu para a proliferação da indústria. O Revenue Act (1978) e o Economic Recovery Tax Act (1981) levaram a redução dos impostos sobre ganho de capital de 49,5% para 28%. Paralelamente, a nova regulação da ERISA (Employee Retirement Income Statement “Prudent Man” Rule, criada em 1979) permitia investimentos de fundos de pensão em capital de risco, incluindo fundos de *Venture Capital* (Kameyama, 2001).

Como mostra o gráfico 8, até meados de 1970 o fluxo de capital para novos fundos de *Venture Capital* nunca havia passado a marca de US\$200 milhões. Nos anos 80, porém, as cifras mudaram significativamente e, em 1985, aproximadamente US\$5 bilhões estavam sendo aplicados nestes fundos.

Gráfico 6 – Capital Comprometido em Fundos de Venture Capital, Estados Unidos, 1969 - 1993

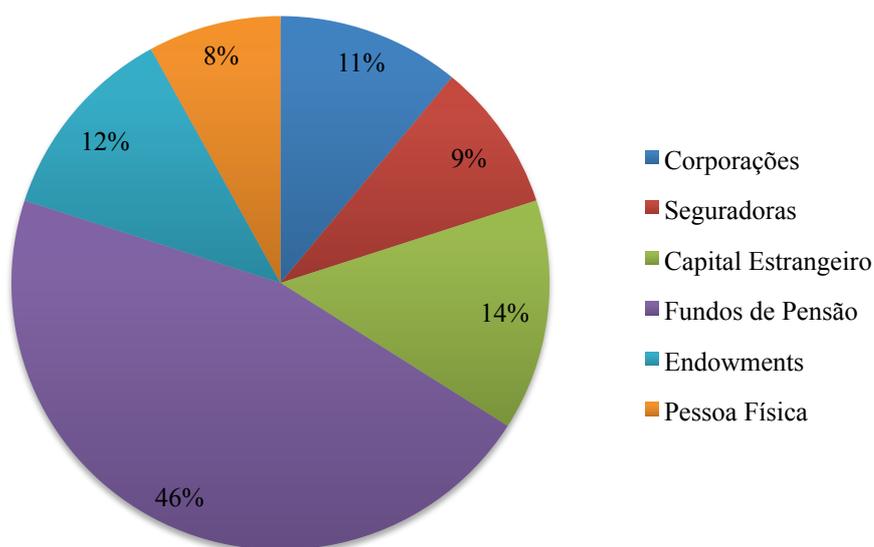


Fonte: Gompers, Paul. (1994). “*The Rise and Fall of Venture Capital*”. University of Chicago

A nova regulação da ERISA foi fundamental para ampliar as fontes de capital dos fundos. Com mais de US\$3 trilhões sob gestão, os fundos de pensão viam nos investimentos de capital empreendedor uma opção atrativa frente à fraca performance das empresas abertas. Como mostram os gráficos 7 e 8 abaixo, em 1978, quando US\$218 milhões foram alocados em fundos de *Venture Capital*, pessoas físicas eram

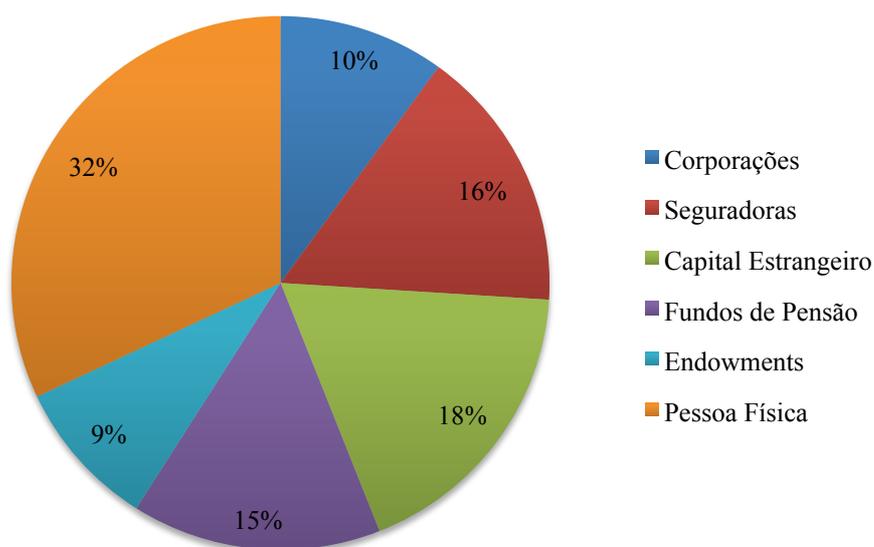
detentoras da maior fatia destes recursos. Em 1988, entretanto, quando o total comprometido era 15 vezes maior, os fundos de pensão eram responsáveis por pouco menos de metade do capital total alocado (Goompers, 1994).

Gráfico 7 – Fontes do Capital Comprometido em Fundos de Venture Capital, Estados Unidos, 1988



Fonte: Goompers, Paul. (1994). *“The Rise and Fall of Venture Capital”*. University of Chicago

Gráfico 8 - Fontes do Capital Comprometido em Fundos de Venture Capital, Estados Unidos, 1978

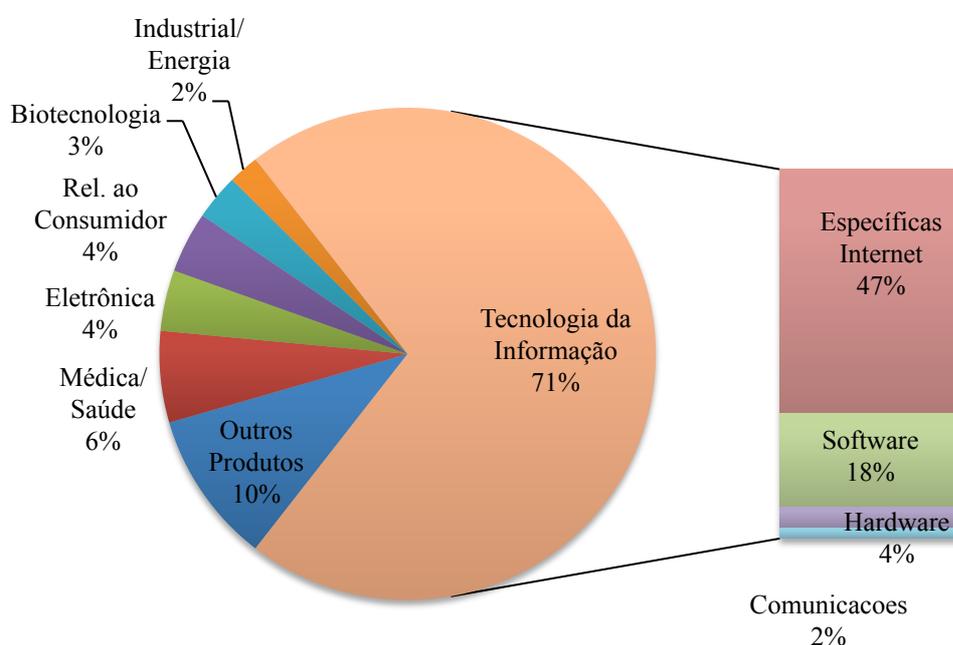


Fonte: Goompers, Paul. (1994). *“The Rise and Fall of Venture Capital”*. University of Chicago

#### 4.1.5 O Boom e a Bolha

Na década de 80 e 90, a indústria de *Venture Capital* americana apresentou um crescimento expressivo no setor de tecnologia. A aposta em empresas de inovação, em especial no setor de comunicação e *software*, se justificava pela verdadeira revolução tecnológica por que passavam, garantindo bons retornos potenciais. Em 1999, 71% dos investimentos de *Venture Capital* encontravam-se no setor de tecnologia de informação, sendo 47% destes especificamente em iniciativas diretamente ligadas à internet.

Gráfico 9 – Investimentos de Venture Capital por Setor, Estados Unidos, 1999



Fonte: Organisation for Economic Co-operation and Development. (2000). “*Science, Technology and Industry Outlook*”

Um mercado favorável às emissões iniciais de ações também contribuiu para o *boom* da década de 90, facilitando a venda das participações adquiridas e, conseqüentemente, garantindo maior liquidez para o investimento. Empresas eram oferecidas ao mercado público cada vez mais cedo, antes mesmo de gerar qualquer lucro.

O resultado foi um *loop de feedback* positivo: empresas conseguiram se capitalizar cada vez mais rápido, aumentando as expectativas do mercado e inflando

seus preços. Com ativos intangíveis e difíceis de serem valorados, firmas ligadas à internet intensificaram esse ciclo na medida em que as expectativas eram pautadas primordialmente na euforia do mercado. Como consequência, seguiu-se um estágio de pura especulação, onde investidores compraram ações apenas para revendê-las dias depois, aproveitando as condições do mercado.

Mas, se empresas bem sucedidas cresciam rapidamente, empresas fracassadas queimavam dinheiro em proporções descomunais. Assim como as companhias de transporte e comunicação, as empresas de internet dependiam de redes de usuários – quanto mais usuários, mais útil o produto. Por conta desta especificidade, optavam primeiramente pela estratégia de captação de usuários, deixando a cobrança por serviços e propagandas como preocupação secundária. Assim, a taxa de *burn rate* (dinheiro consumido mensalmente com operações) era relativamente alta comparada com a *taxa de runway* (período de tempo restante até que todo o dinheiro disponível seja consumido).

Como em qualquer bolha, a espiral levou à pura especulação que, finalmente, deu lugar à uma crise no setor. Empresas com grande potencial como Webvan.com queimaram cerca de US\$375 milhões em 3 anos e, 12 meses após ser valorada em US\$1.2 bilhões, demitiu 2000 funcionários. Startups.com, considerada a “*dot.com startup* revolucionária”<sup>17</sup>, fechou as portas em 2002 sem ninguém entender ao certo qual era o produto da companhia. Learning Company, comprada pela Mattel em 1999 por US\$3.5 bilhões, foi vendida por US\$27.3 milhões em 2000. Em comum, são empresas que entraram no mercado de oferta acionária pública cedo demais ou cujos produtos não chegaram a atender qualquer tipo de demanda.

O *boom* especulativo terminou apenas no final do ano 2000, quando o valor das empresas vinculadas à internet despencou. O reflexo sobre o mercado de capital de risco foi claro: o número de transações declinou de 970 no primeiro trimestre de 2000 para

---

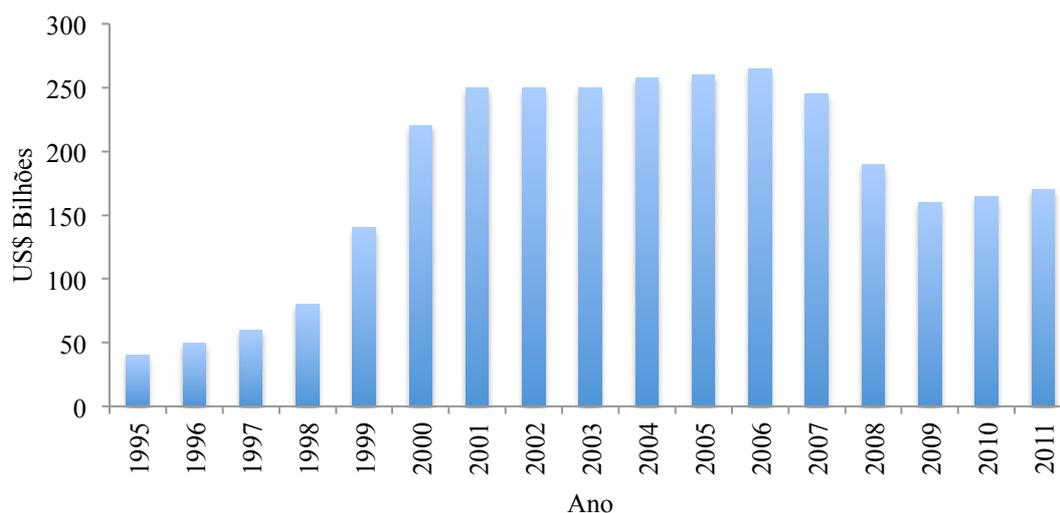
<sup>17</sup> Rao, Arun; Scaruffi, Piero. (2011). “*A History of Silicon Valley*”. Omniware Group

628 no quatro trimestre. Em termos de fluxo de investimentos, houve uma queda de US\$16,5 bilhões para US\$ 11 bilhões no mesmo período.<sup>18</sup>

## 4.2 Desenvolvimento Recente

Com cerca de 71% dos investimentos de Venture Capital concentrados em tecnologia de informação, a indústria contraiu significativamente desde a bolha *dot.com*, e desacelerou ainda mais durante a crise de 2008, quando se observou um movimento do capital de risco para ativos mais seguros. O total de capital sob gestão de casas de *Venture Capital* e *Private Equity* continuou em níveis abaixo dos de 2000 e apenas a partir de 2010 apresentou sinais de recuperação desde a crise financeira.

Gráfico 10 – Capital sob Gestão de Fundos de *Venture Capital* e *Private Equity* Norte-americanos, 1995 - 2011



Fonte: National Venture Capital Association. (2012). “*Yearbook 2012*”

O mesmo ocorreu na Europa. Com baixa performance econômica e alta volatilidade nos indicadores financeiros, os países europeus também observaram uma contração dos investimentos de *Venture Capital* e *Private Equity* durante a crise de 2008 e a crise fiscal de 2010.

<sup>18</sup> Price Waterhouse Coopers. (2001). “*Global Private Equity 2001*”.

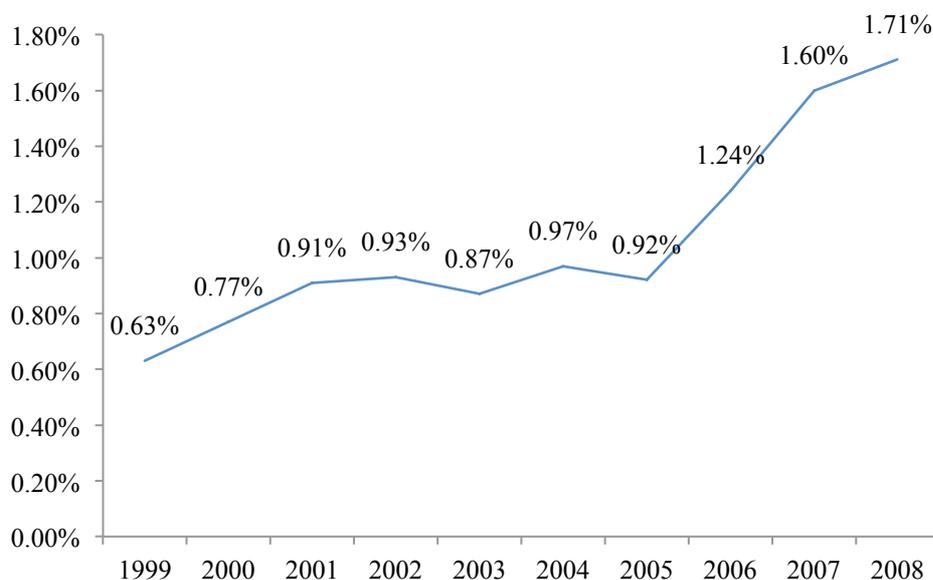
O próprio perfil do investidor médio também mudou, sendo hoje mais comum buscar investimentos de menor risco e em estágio mais avançado. De acordo com um relatório publicado em 2011 pela empresa Ernst & Young, as firmas privadas estão abrindo capital mais tarde, respondendo à demanda de investidores por lucros comprovados antes e depois do IPO. O desejo por menor exposição ao risco também alterou a participação dos agentes no setor, praticamente eliminando o *seed capital* e deslocando toda a cadeia para busca de empresas em estágio mais avançado.

#### 4.2.1 O Caso Brasileiro

Em contraste com o caso norte-americano, a formação da indústria de Venture Capital no Brasil se deu no sentido contrário. Até início dos anos 90, a maior parte dos investimentos privados estava alocado em *Public Equity*. A Brasilpar, formada a partir de uma parceria entre o Unibanco e o Banco Paribas, e a COBESA (Cia. Brasileira de Empreendimentos) eram alguns dos poucos *players* de investimento no setor de *Venture Capital* e *Private Equity*. O *funding* de pequenas empresas até então cabia principalmente ao setor público, que atuava via instrumentos como o BNDESPar e programas da FINEP –Financiadora de Estudos e Projetos S.A.

A onda de privatizações no final da década de 90 e a forte expansão dos indicadores financeiros nacionais tornou o mercado brasileiro uma opção atrativa para os investidores privados de capital empreendedor. Alguns exemplos: o Banco Garantia, referência no setor de investimentos em *Public Equity* criou a GP Investimentos para atuar no segmento de empresas privadas. Da mesma forma, a Dynamo Administração de Recursos, gestora que apresenta um dos maiores índices de retorno com foco no mercado público de ações, passou a aventurar-se no ramo de *Private Equity* e *Venture Capital*. Como consequência, entre 1999 e 2008, o total de capital comprometido na indústria cresceu a uma taxa média de 53,4%a.a., saindo de US\$3,71 bilhões para US\$26,6 bilhões.

Gráfico 11 – Evolução do Capital Comprometido como Percentual do PIB, Brasil, 1999-2008



Fonte: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial; Fundação Getúlio Vargas. (2011). “*A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro*”

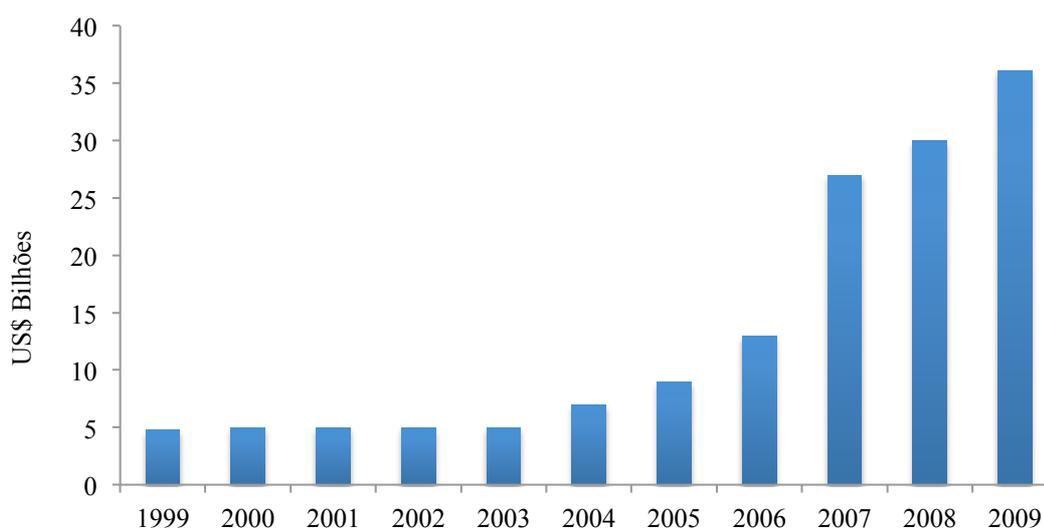
O crescimento deste setor, porém, não se deu de forma uniforme. O período entre 2001 e 2003 foi particularmente difícil para a indústria nacional. A bolha da internet e os ataques terroristas de 2001 levaram a um movimento conhecido como *flight to quality*, onde investidores transferiram seu capital para locais financeiramente mais seguros, isto é, países desenvolvidos. Além disso, a crise energética e a eleição presidencial de 2002 contribuíram para altas taxas de volatilidades no mercado nacional, além do aumento expressivo dos juros.

Em 2003, a Instrução 391 da CVM regulamentou os veículos de investimento favoráveis para investimentos de Private Equity e Venture Capital constituídos no Brasil (FIP), abrindo caminho para a maior participação dos fundos de pensão neste tipo de investimento. Desde então, fundos de pensão nacionais vem apostando fortemente neste setor, o que é de grande importância visto o papel fundamental que representaram no desenvolvimento da indústria de *Venture Capital* global. Previ, Petros, Funcef e Fapes já tem parte de seus ativos aplicados em capital de risco e, em 2008, o capital proveniente dos fundos de pensão já representava 24% do total de capital comprometido

nesta indústria<sup>19</sup>.

Com a melhora dos indicadores macroeconômicos a partir de 2005, a indústria brasileira de capital empreendedor voltou a se organizar. De acordo com o 2º Censo Brasileiro da Indústria de Private Equity e Venture Capital<sup>20</sup>, no início de 2005 existiam 71 organizações gestoras com não mais do que US\$ 6 bilhões em fundos de *Private Equity* e *Venture Capital*. Ao fim de 2009, 144 gestores administravam compromettimentos de capital de US\$ 36,1 bilhões alocados no Brasil, sendo metade sob gestão de casas estrangeiras. Essas organizações gestoras empregavam em torno de 1593 profissionais e possuíam participação acionária em 502 empresas, a maioria fechada ou levada à abertura de capital em bolsa por aqueles gestores.

Gráfico 12 – Evolução do Capital Comprometido Alocado no Brasil em Fundos de *Venture Capital* e *Private Equity*, 1999 - 2009

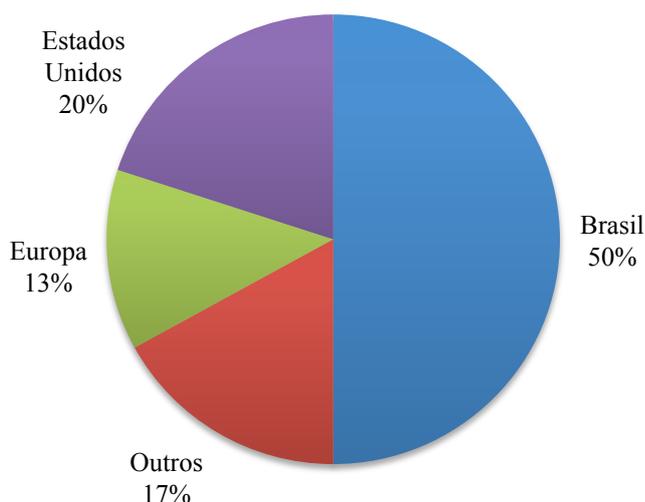


Fonte: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial; Fundação Getúlio Vargas. (2011). “A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro”

<sup>19</sup> Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital. “Sobre o Setor”. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/industria-de-pe-vc/sobre-o-setor.aspx>>

<sup>20</sup> Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial; Fundação Getúlio Vargas. (2011). “A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro”

Gráfico 13 - Distribuição do Capital Comprometido no Brasil por País de Origem:



Fonte: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial; Fundação Getúlio Vargas. (2008). “A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 1o Censo Brasileiro”

Apesar de ainda recente, a indústria de Venture Capital brasileira hoje já conta com fundos experientes. Segundo do mesmo Censo citado no último parágrafo, em 2008 15% das organizações gestoras em atuação no Brasil possuíam no mínimo 10 anos de atividade e eram responsáveis por cerca de 30% do capital total comprometido na indústria.

As melhores opções de saída também contribuem para estimular as atividades de *Venture Capital*, garantindo maior liquidez e atratividade aos investimentos. Simbioticamente, os próprios investimentos dos fundos vem estimulando o mercado de capitais brasileiro. De acordo com a BMF&Bovespa, em 2004 ocorreram 7 IPOs de empresas investidas por esses fundos. Em 2007, este número quase duplicou para 13 operações de abertura de capital bem sucedidas.

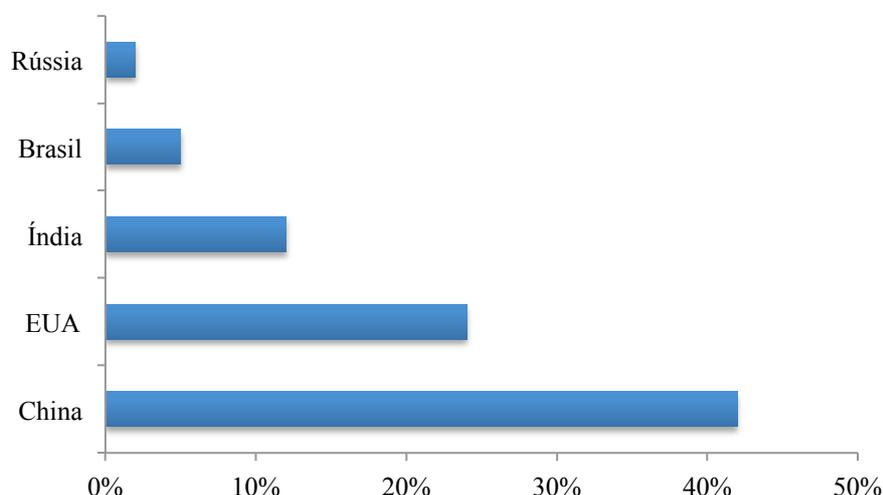
### 4.3 Expectativas de Desenvolvimento Futuro

#### 4.3.1 No mundo

Visto que as atividades de capital de risco tendem a desacelerar em ambientes macroeconômicos desfavoráveis, é de se esperar que o crescimento da indústria de Venture Capital nos próximos anos venha de investimentos em países emergentes. Este movimento pode ser acompanhado através de alguns indicadores. Por exemplo, é possível observar o deslocamento dos fundos norte-americanos para mercados

emergentes, o surgimento de novos polos de empreendedorismo em países em desenvolvimento, o recurso à estratégia de saída em bolsas internacionais e a aquisição e incorporação de empresas locais por agentes estratégicos estrangeiros. Em pesquisa de 2009 realizada pela Deloitte com fundos de *Venture Capital* dos Estados Unidos, fica claro o desejo que estes fundos possuem de atuar nos países emergentes, em especial China, Índia e Brasil. Há de se notar, porém, a diferença significativa entre o percentual de entrevistados que apontou grande expectativa de ganho na China (42%) versus no Brasil (8%).

Gráfico 14 – Cinco Principais Localizações com Maior Expectativa de Ganho Econômico nos Próximos Três Anos, 2009



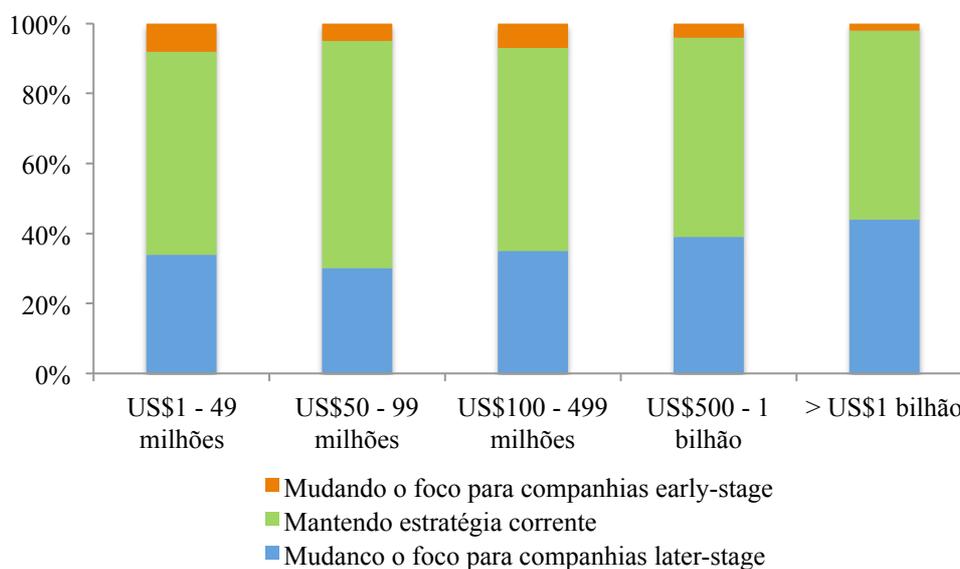
Fonte: Deloitte. (2009). “*Global Economic Outlook – 2009*”

O investimento em *startups* estrangeiras é uma das táticas aplicadas pelos gestores para alcançar os novos mercados atrativos, e já vem sendo posta em prática. Hoje, apenas 20% das firmas de *Venture Capital* no Brasil, Índia e Israel investem fora de seu país de origem. Por outro lado, este número é muito mais expressivo em fundos do Canadá (69%), França (82%), Alemanha (92%) e Estados Unidos (49%). Dentre os fundos que já investem fora de seu país, 57% planejam crescer sua atividade externa nos próximos anos<sup>21</sup>.

<sup>21</sup> Ernst & Young. (2011). “*Globalizing Venture Capital*”

Outra tendência relevante é a maior relutância para investimentos em empresas *early-stage*. Apesar de diversos investidores acreditarem que o mercado de *seed* e *early-stage* deva permanecer ativo, gestores de fundos estão preferindo negócios em estágio mais avançado e modelos de negócio comprovados. Por conta do cenário de incerteza econômica, muitos estão alterando seus objetivos, buscando maior flexibilidade e segurança.

Gráfico 15 – Estratégias de Investimento Reportadas por Fundos de Venture Capital Globais, por Quantidade de Recursos sob Gestão, 2009



Fonte: The Latin America Private Equity & Venture Capital Association. (2010). “Industry Data & Analysis”

#### 4.3.2 No Brasil

No Brasil, a perspectiva de declínio da taxa básica de juros vem tornando os investimentos em capital de risco mais atrativos. Por conta disso, maior volume de inversões nesta modalidade é esperado. Acrescente-se a isso a recente mobilização neste mesmo sentido de fundos de pensão e investidores internacionais que também buscam retornos altos e diversificação dos investimentos de maior prazo.

Dentre os fatores que justificam a posição de destaque que o Brasil deve alcançar no setor, sobressai o crescente suporte governamental à pequenas empresas e gestores de investimento. O Brasil já conta com diversos órgãos de fomento que apoiam iniciativas empresariais e fundos que estimulam o empreendedorismo. O Serviço

Brasileiro de Apoio a Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE), por exemplo, foi uma das primeiras instituições a investir em organizações gestoras de capital de risco. Outros exemplos são os programas do Ministério da Ciência e Tecnologia (MCT) e a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI), que financiam novos negócios relacionados as áreas de ciência e indústria.

O aumento do número de empresas listadas na bolsa de valores também representa um fator atrativo para investimentos de risco. A saída bem sucedida dos investimentos é fundamental para a obtenção de retornos mais atraentes para investidores. Com o mercado acionário público aquecido além de maior possibilidade de retorno, os investimentos em empresas iniciantes ganham potencialmente maior liquidez diminuindo o risco envolvido.

Apesar destes fatores, o país ainda precisa enfrentar grandes desafios, muitos dos quais podem comprometer as perspectivas de investimento. Por exemplo: as taxas de juros permanecem elevadas, o nível de governança corporativa é inadequado e falta conhecimento sobre o ambiente de negócios por parte dos investidores estrangeiros. Com efeito, um terço dos europeus evidencia este último fato como o motivo pela qual não investem no país e 22% dos americanos partilham desta mesma opinião. Para amenizar este problema, iniciativas como o mapa digital dos empreendedores no Rio de Janeiro ([www.rio-digital.com](http://www.rio-digital.com)), criado pela Rio Negócios, fornece um panorama geral da cena empreendedora em algumas regiões da cidade.

Um estrangulamento crítico que é consenso entre os gestores de fundos é a dificuldade nas contratações de executivos competentes. Anos de predomínio estatal na indústria conjugado de prospero desenvolvimento no setor financeiro no Brasil atrofiaram a formação de bons profissionais para gerir ativos reais privados. A contratação de presidentes executivos e diretores financeiros é sempre muito penosa para quem tem essa necessidade.

Também podemos antever outro desafios internos que a indústria deve superar nos próximos anos. O alto nível de corrupção que se atribui ao país é um deles. Segundo o Índice de Percepções da Corrupção de 2011<sup>22</sup>, o Brasil ocupa a 73ª posição dentre 183

---

<sup>22</sup> Transparency International. (2011). Disponível em: < <http://www.transparency.org/cpi2011/results/>>

países, sendo a última posição concedida àquele com o pior índice. Outro grande problema se trata do lento e pesado processo de registro de patentes, que compromete o posicionamento de tecnologias brasileiras no mercado externo. Por último, a alta tributação também pode ser apontada como um desestímulo aos investimentos no país.

Uma vez identificado o movimento de capital estrangeiro de risco rumo à países emergentes, vale analisar quais as vantagens e desvantagens que o país pode apresentar como um polo atrativo deste tipo de recurso. Em primeiro lugar, é fundamental que o país conte com uma legislação que torne o ambiente mais propício à atividade de *Venture Capital*. No Brasil, a criação da Instrução CVM 209 de 1994 e da Instrução 391 em 2003 foi um importante avanço. Dentre outras coisas, elas permitiram que investidores estrangeiros qualificados de capital fechado e aberto – além dos fundos de pensão – pudessem investir em veículos nacionais de *Private Equity* e *Venture Capital*. Ademais, possibilitaram uma tributação diferenciada para os cotistas dos fundos, determinaram um prazo de duração para os veículos e permitiram maior facilidade na cobrança da taxa de administração<sup>23</sup>.

O forte ambiente empreendedor brasileiro também será uma vantagem para a atração de recursos estrangeiros. Segundo relatório do Global Entrepreneurship Monitor de 2009<sup>24</sup>, o Brasil é o sexto país com maior número relativo de empreendedores no ranking dos países com nível comparável de desenvolvimento econômico. Cerca de 15% da população brasileira é empreendedora. Além disso, o 2º Censo da Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* de 2011 aponta que o país atingiu a maior taxa de empreendedorismo por oportunidade: para cada 1,6 empreendedores por oportunidade há 1 por necessidade.

É importante ressaltar, porém, que números absolutos de novas empresas ou empreendedores dizem pouco sobre a sustentabilidade do empreendedorismo no Brasil. Para isso, é importante analisar a taxa de sobrevivência das novas empresas, principalmente no caso do Brasil, onde a maior parte trata-se de Empreendedores em

---

<sup>23</sup> Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial; Fundação Getúlio Vargas. (2011). “*A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2o Censo Brasileiro*”

<sup>24</sup> Global Entrepreneurship Monitor. (2009). “*The GEM 2009 Global Report*”. Disponível em <<http://www.gemconsortium.org/docs/2645/gem-2009-global-report>>

Estágio Inicial (EEI – empreendedores de negócios com menos de 42 meses de existência). Segundo dados do SEBRAE<sup>25</sup> de 2010, 73% dos negócios sobrevive mais de dois anos após sua abertura. Isso posiciona o Brasil acima de países como Espanha (69%) e Nova Zelândia (56,5%), e próximo dos Estados Unidos (74%).

Abrindo por regiões, porém, esse número revela uma grande discrepância: enquanto a taxa de sobrevivência no sudeste é de 76,4%, no norte ela não passa de 66%. Além disso, olhando para um horizonte de 5 anos, apenas 42% das empresas sobrevivem a partir da data de sua criação. Novamente recorrendo aos dados do SEBRAE de 2010, os principais motivos para isso são falta de capital, concorrência, impostos e burocracia.

Não podemos esquecer também que o Brasil ainda pode enfrentar competição com outros países emergentes no que se refere à atração de capital de risco estrangeiro. A iniciativa do Chile conhecida como Start-Up Chile é um exemplo deste tipo de competição. Esse programa, criado pelo governo chileno, oferece US\$ 40 mil à empresas iniciantes e autorização para permanecer no país por um ano. Tendo financiado mais de 500 companhias de 37 países diferentes, o programa tem como meta fomentar o ambiente empreendedor nacional e a indústria de *Venture Capital* chilena. O resultado desta iniciativa já está se tornando visível – em matéria de 2012<sup>26</sup>, a revista *The Economist* denominou o Chile de “Chilecon Valley”, em alusão ao *Silicon Valley*.

Ainda assim, o favoritismo pelo Brasil parece ser claro. Em pesquisa de 2009 realizada pela Latin America Venture Capital Association<sup>27</sup>, a vasta maioria dos fundos entrevistados ao redor do mundo aponta o Brasil como o país com melhores oportunidades no mercado de Venture Capital e Private Equity em relação aos países emergentes latino-americanos. Isto corrobora a alta expectativa em torno do mercado de *Venture Capital* brasileiro.

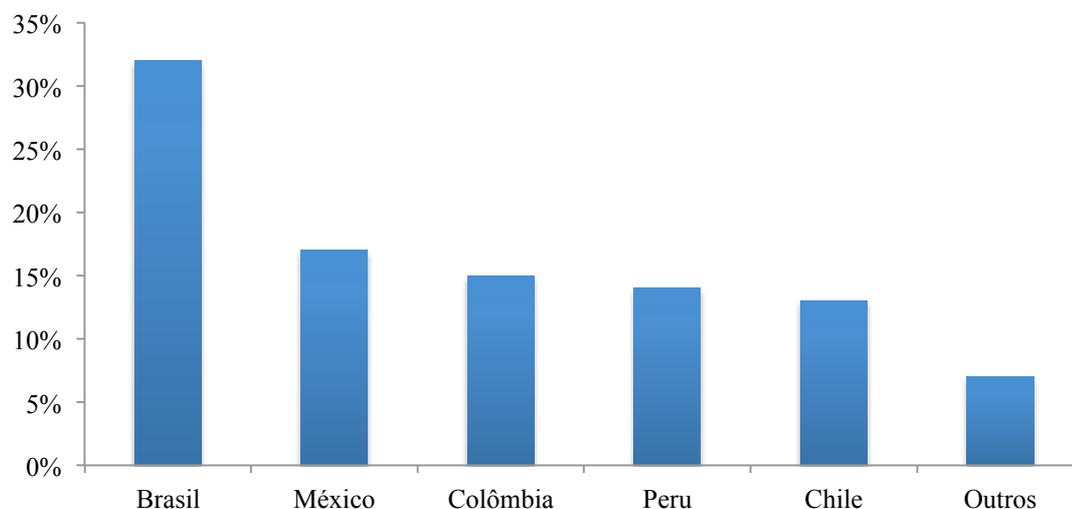
---

<sup>25</sup> Sebrae. (2010). Disponível em <<http://www.brasil.gov.br/empreendedor/empreendedorismo-hoje/sobrevivencia-e-mortalidade/print>>

<sup>26</sup> The Economist. (2012). “*The Lure of Chilecon Valley*”. Disponível em <<http://www.economist.com/node/21564589>>

<sup>27</sup> The Latin America Private Equity & Venture Capital Association. (2009). “Industry Data & Analysis”

Gráfico 16 – Classificação dos Mercados Latinos com Melhores Oportunidades em Venture Capital e Private Equity, 2009



Fonte: The Latin America Private Equity & Venture Capital Association. (2009). “Industry Data & Analysis”

Para resumir, mostramos a seguir a análise SWOT<sup>28</sup>, indicando algumas das tendências das atividades de *Venture Capital* no Brasil citadas ao longo desta seção. Esta ferramenta, desenvolvida na tabela 7, demonstra o ambiente interno da indústria brasileira de capital de risco (forças e fraquezas) e o ambiente externo a ela (oportunidades e ameaças), permitindo observar as vantagens e desafios com que o país se defronta para se tornar um centro atrativo de capital do tipo *Venture Capital* e, com isso, dinamizar a renovação tecnologia e empresarial brasileira.

---

<sup>28</sup> *Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats* – Forças, Fraquezas, Oportunidades e Ameaças

Tabela 6 - Análise SWOT das Atividades de Venture Capital no Brasil

| <b>Forças</b>  | <b>Fraquezas</b>  |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- Suporte governamental à pequenas empresas</li> <li>- Boa performance recente da economia brasileira</li> <li>- Aumento do número de empresas listadas na Bolsa</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Alta percepção de corrupção</li> <li>- Lento e pesado processo de registro de patentes e propriedade intelectual</li> <li>- Alta tributação</li> <li>- Escassez de mão de obra qualificada na economia real</li> </ul> |
| <b>Oportunidades</b>   | <b>Ameaças</b>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- Tamanho do mercado interno</li> <li>- Legislação favorável</li> <li>- Forte empreendedorismo</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Aparecimento de novos incentivos para Venture Capital em outros países emergentes</li> </ul>   |

Fonte: adaptado de Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial; Fundação Getúlio Vargas. (2011). *“A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2o Censo Brasileiro”*

## 5. Conclusão

Depois do grande esforço dispendido para desenvolver o país a partir da montagem de uma indústria e de um setor de serviços moderno e competitivo, o Brasil não pode correr o risco de ver toda essa construção se tornar obsoleta. Um dos elementos essenciais de atualização deste parque é o constante aparecimento de novas iniciativas empresariais.

Como se viu ao longo desta monografia, o setor de empresas emergentes é cada vez mais estratégico para este objetivo. Essas empresas, por sua vez, não podem existir sem que tenham acesso ao capital necessário para sua formação e crescimento, bem como sem que possam ter orientação adequada quanto aos mais eficientes sistemas de gestão,

No mundo moderno, este papel tem sido desempenhado – e, ao nosso ver, continuará a sê-lo – pelos fundos de *Venture Capital*. É auspiciosa a constatação que isto já vem acontecendo em nosso país. A boa performance da economia brasileira, a ampliação dinâmica do nosso mercado de capitais e a formação de um grande mercado de consumo interno parecem ser os principais responsáveis pela atração de capital do tipo *Venture Capital*.

Porém, como pensamos ter demonstrado, ainda há lacunas importantes a serem preenchidas para que possamos atingir o nível de maturidade que estes fundos já apresentam em outros países. Citamos ao longo deste trabalho, por exemplo, a escassez de mão-de-obra qualificada, o lento e pesado processo de registro de patentes e propriedade intelectual, a alta tributação, o excesso de burocracia e a percepção de níveis persistentes de corrupção.

Esperamos que tais falhas possam vir a ser corrigidas ao longo do tempo através das políticas públicas apropriadas. Pelo lado do setor privado, temos certeza que casos bem sucedidos que vierem a resultar da atuação dos fundos de *Venture Capital* certamente catalisarão outras iniciativas, tornando o processo de formação deste tipo de empreendimento irreversível. Foi o que aconteceu em países que estão na nossa frente no que se refere à dinâmica capitalista e é o que esperamos que aconteça no Brasil.

## 6. Bibliografia

Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial; Fundação Getúlio Vargas. (2011). *“A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro”*

Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial; Fundação Getúlio Vargas. (2008). *“A Indústria de Private Equity e Venture Capital – 1º Censo Brasileiro”*

Ante, Spencer E. (2008). *“Creative Capital: Georges Doriot and the Birth of Venture Capital”*

Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital. *“Sobre o Setor”*. Web site: <http://www.abvcap.com.br/industria-de-pe-vc/sobre-o-setor.aspx>

Blank, Steven G. (2007). *“The Four Steps to the Epiphany – Successful Strategies for Products that Win”*, Quad Graphics

Cambridge Associates Index. (2012). *“US Private Equity Index and Selected Benchmark Analysis”*. Web site: <http://www.cambridgeassociates.com/pdf/Private%20Equity%20Index.pdf>

Comissão de Valores Mobiliários. (2003). *“Instrução CVM No 391”*. Web site: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=\inst\inst391.htm>

Comissão de Valores Mobiliários. (1994). *“Instrução CVM No 209”*. Web site: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst209.htm>

Coopers & Lybrand Corporate Finance. (1996). *“The Economic Impact of Venture Capital in Europe”*

Damodaran, Aswath. (2009). *“Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges”*, Stern School of Business, New York University

Deloitte. (2009). *“Global Economic Outlook – 2009”*

Ernst & Young. (2011). *“Globalizing Venture Capital”*

Feld, Brad; Jason, Mendelson. (2011). *“Venture Deals – Be Smarter than your Lawyer and Venture Capitalist”*, John Wiley & Sons, Inc

Fundação Getúlio Vargas. (2008). *“Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital”*

Global Entrepreneurship Monitor. (2008). *“The GEM 2009 Global Report”*. Web site: <http://www.gemconsortium.org.docs/2645/gem-2009-global-report>

Gompers, Paul.A. (1994). *“The Rise and Fall of Venture Capital”*, University of Chicago

Gorman, Michael; Sahlman, William. (1989). *“What Do Venture Capitalists Do?”*, University of Illinois Publishing

Jensen, Michael; Meckling, William. (1976). *“Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4

Kameyama, Rui; Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais. (2001). *“Uma Visão Geral das Atividades de Private Equity”*

Latin America Private Equity & Venture Capital Association. (2010). *“Industry Data & Analysis”*

Lerner, Josh; Willinge, John. (2002). *“A Note in Valuation in Private Equity Settings”*, Harvard Business School Publishing

Metrick, Andrew; Yasuda, Ayako. (2007). *“Venture Capital & The Finance of Innovation”*, John Wiley & Sons, Inc.

National Venture Capital Association. (2012). *“Yearbook 2012”*.

Organization for Economic Co-operation and Development. (2000). *“Science, Technology and Industry Outlook”*

Price Waterhouse Coopers. (2000). *“Third Annual Survey of Latin American Private Equity Funds”*

Price Waterhouse Coopers. (2001). *“Global Private Equity 2001”*

Ramsinghani, Mahendra. (2011). *“The Business of Venture Capital”*, John Wiley & Sons, Inc.

Rao, Arun; Scaruffi, Piero. (2011). *“A History of Silicon Valley – The Greatest Creation of Wealth in the History of the Planet”*, Omniware Group

Shah, Tarang. (2011). *“Venture Capitalists at Work – How VCs Identify and Build Billion-Dollar Successes”*

Sebrae. (2010). Disponível em <<http://www.brasil.gov.br/empreendedor/empreendedorismo-hoje/sobrevivencia-e-mortalidade/print>>

Smith, Gordon. (2001). *“How Early Stage Entrepreneurs Evaluate Venture Capitalists”*, The Journal of Privat Equity, No 2

The Economist. (2012). *“The Lure of Chilecon Valley”*. Web site: [www.economist.com/node/21564589](http://www.economist.com/node/21564589)

Transparency International. (2011). Web site: <http://www.transparency.org/cpi2011/results/>

Venrock. (2011). *“Annual Report”*. Web site: [www.pt.venrock.com](http://www.pt.venrock.com)