

3.Venture Capital

3.1.A Indústria de *Venture Capital*

Venture Capital (VC), expressão anglo-saxônica que deu origem ao termo capital de risco, é um tipo de instituição financeira que se associa a empresas; têm perspectivas de altos retornos, dando aporte financeiro e prestação de assistência técnica, administrativa e comercial visando o seu crescimento para uma retirada futura realizando a mais valia pela venda da sua participação (ganho de capital).

Na maioria dos casos, as VC intervêm ativamente na gestão das empresas *start-up*. Isto se deve ao fato de que parte do seu papel, enquanto financiador, consiste em negociar com as empresas as condições em que as infusões sucessivas de capital ocorrem, como também uma ativa monitoração das decisões gerenciais como qualquer outro financiador.

Além disso, as VC agem como promotores e consultores em assuntos como seleção de pessoas qualificadas ou negociação com consumidores e fornecedores, o que permite que a empresa se beneficie das experiências, redes de relacionamento e reputação que a VC tenha adquirido em participações anteriores.

De acordo com a pesquisa conduzida por Gorman e Sahlman (1989), as VC (mercado americano) dependem em média 100 horas por ano em contato direto individual com suas participadas e têm sob a sua responsabilidade aproximadamente dez firmas, cada. Isto dá uma idéia da grande porção de tempo e esforço devotado às empresas que financiam.

O investimento em VC pode ser caracterizado como participação de longo prazo de maturação em empresas de capital fechado ou aberto, acompanhadas de um processo de participação na gestão do empreendimento ou de seu monitoramento, adquirido por meio de negociação privada. A VC é uma atividade de intermediação financeira que se apresenta como alternativa viável ao financiamento tradicional obtido por meio de bancos. Os gestores de VC são agentes melhor adaptados para mitigar o elevado risco associado ao investimento em empresas com pouco ou nenhum histórico financeiro ou ativos tangíveis que possam constituir-se como garantia real para financiamentos.

O VC nasceu nos Estados Unidos, e atualmente serve de referência para a indústria global. Ao longo dos últimos 30 anos a indústria norte-americana obteve um crescimento expressivo, como pode ser observado na Tabela 3.

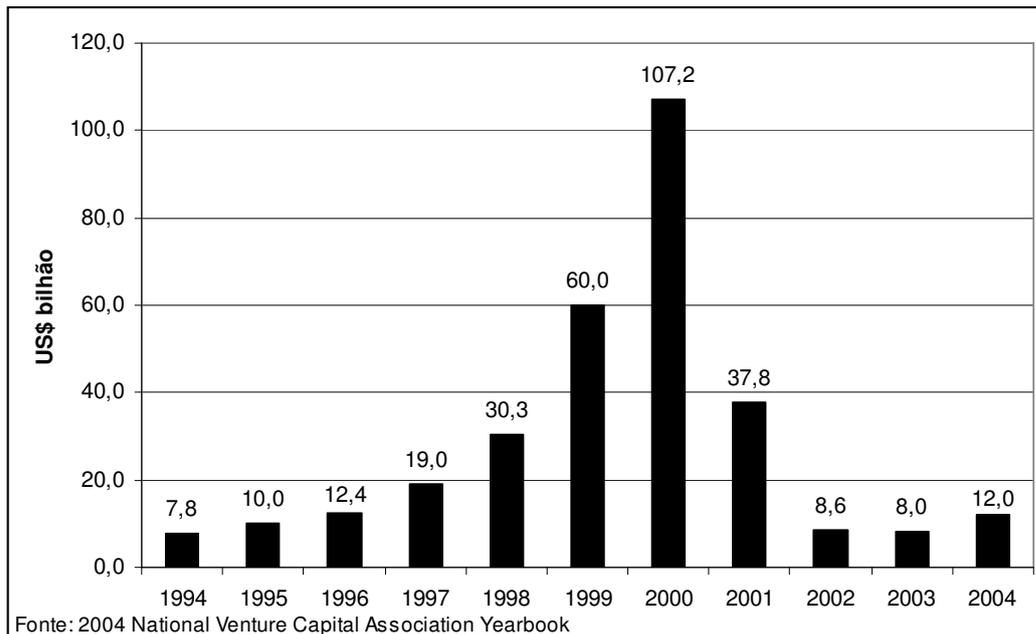
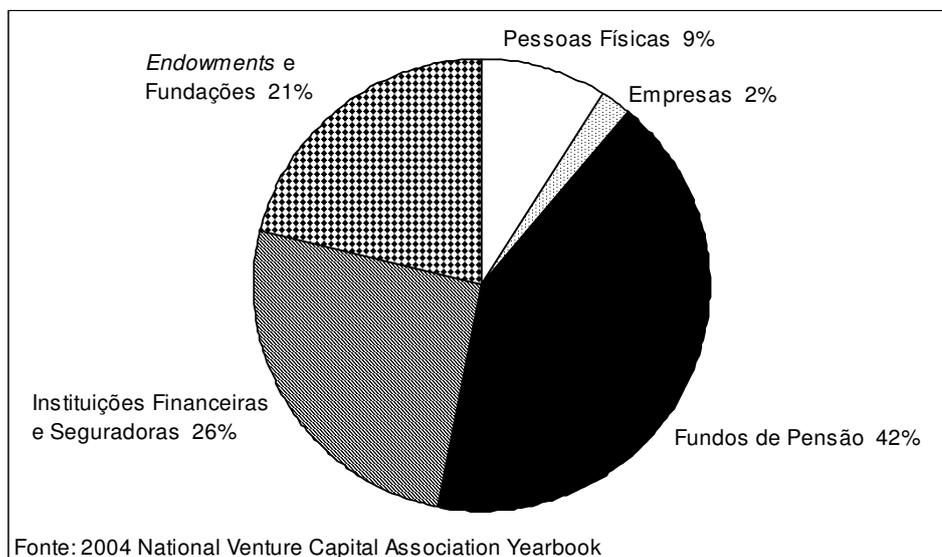
Tabela 3: Crescimento da Indústria de *Venture Capital* nos Estados Unidos

Ano	Número de Administradores	Montante de Recursos Administrados (US\$)
1970	28	1 bilhão
1980	87	3 bilhões
1990	386	32 bilhões
2002	892	253 bilhões

Fonte: 2003 National Venture Capital Association Yearbook

Os investimentos na indústria de VC são realizados através de veículos de investimento que captam recursos de um ou mais investidores. A captação de recursos para a indústria americana tem demonstrado sinais de reaquecimento a partir de 2002 como observado no Gráfico 2. Nos Estados Unidos, os investidores institucionais são os principais investidores da indústria de VC, conforme indicado no Gráfico 3. No Brasil, o apetite deste tipo de investidor está começando a aumentar.

Gráfico 2: Captação de Recursos nos EUA

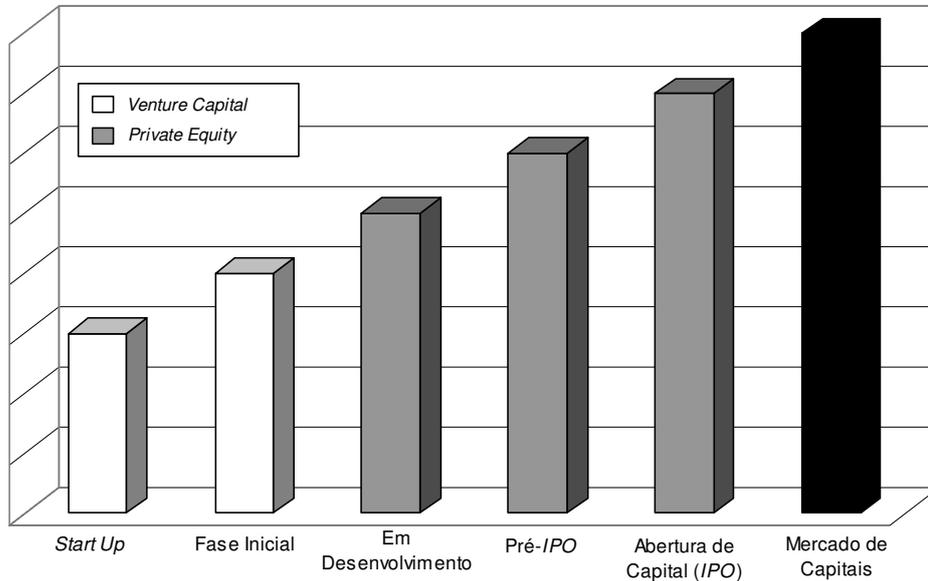
Gráfico 3: Investidores de *Venture Capital* nos EUA

Os aportes nas empresas investidas são realizados na forma de ações (ordinárias ou preferenciais), quotas de participação, debêntures, debêntures conversíveis, opções ou bônus de subscrição.

Os Fundos de VC permitem que os investidores tenham acesso às empresas em seus estágios iniciais de desenvolvimento (ver Gráfico 4), que precedem a abertura de capital. Devido às incertezas associadas ao comportamento das

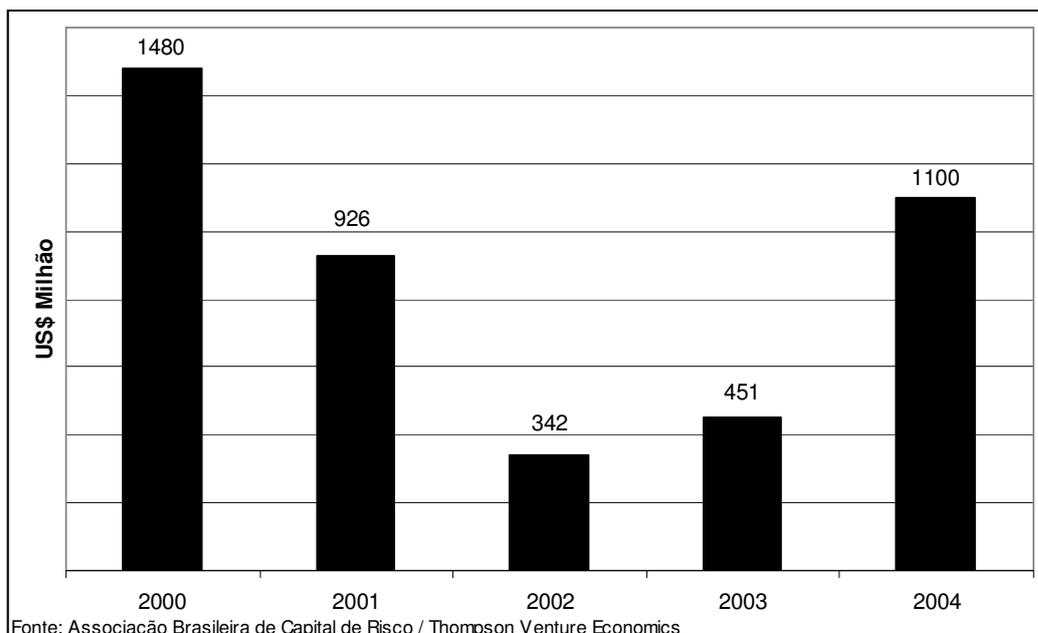
receitas e, conseqüentemente, dos retornos, os investimentos em VC estão sujeitos à menor liquidez e elevado risco.

Gráfico 4: Estágio de Desenvolvimento das Empresas



No Brasil, após dois anos consecutivos de queda, o volume investido na indústria de VC e *Private Equity* tem apresentado tendência de crescimento, conforme ilustrado pelo Gráfico 5.

Gráfico 5: Captação de Recursos de VC e *Private Equity* no Brasil



O investimento em VC permite que o investidor institucional de longo prazo (Entidades Fechadas de Previdência Complementar, Seguradoras, Fundos Mútuos Especiais, etc) possa construir uma carteira de ativos com características de risco e retorno distintos das carteiras de ações de mercado e renda variável. Os Fundos de VC permitem que as parcerias entre empreendedores e investidores sejam realizadas no estágio inicial do processo de concepção, desenvolvimento e consolidação do negócio.

O ciclo de investimento compreende o processo de seleção, negociação, estruturação do investimento, realização dos aportes, monitoramento e adição de valor. A remuneração engloba o pagamento dos gestores dos Fundos, dos empreendedores e de todos aqueles que podem afetar os resultados do investimento. Após um determinado período de tempo, as participações são liquidadas e os recursos até então investidos, acrescidos de eventual ganho de capital, retornam aos investidores.

Ao contrário de investidores típicos do mercado de ações, os gestores de VC participam ativamente da gestão das empresas nas quais investem, influenciando suas decisões estratégicas. Através da flexibilidade da gestão, os gestores são capazes de mitigar os riscos e influenciar a possibilidade de sucesso e saída do negócio.

Parte importante do processo de investimento em Fundos de VC é a seleção e avaliação do gestor. Algumas variáveis observadas consistem na avaliação da competência do gestor através da performance histórica, avaliação da competência da equipe, características da organização do gestor e atitude empreendedora.

As regras do Fundo também são relevantes, e geralmente são compiladas na forma de um regulamento. Os regulamentos incluem aspectos como tamanho do fundo, limite a ser investido por empresa, prazo para investimento e desinvestimento, taxa de administração, taxa de remuneração, amortização das quotas e comitê de investimentos, que toma a decisão de investir em determinada empresa.

É importante explicitar algumas questões que geralmente são confundidas em relação à atuação das VC, tais como:

- A participação é, na grande maioria das vezes, no capital social e, assim, detendo uma participação acionária na empresa;
- Geralmente, a participação é minoritária visto que o objetivo não é controlar a empresa mais, sim, apoiar o financiamento de uma determinada atividade;
- A participação é temporária, tempo considerado adequado para o desenvolvimento dos projetos financiados;
- A perspectiva é de médio a longo prazo, já que a VC não faz apenas uma mera aplicação de fundos de curto prazo, mas envolve-se na operação e na empresa em que está investindo; e
- Geralmente, o principal objetivo é realizar ganho de capital após os desinvestimentos.

Experiências passadas mostram que as empresas apoiadas pelos investidores de risco crescem, na média, significativamente mais do que as demais empresas. A combinação do aproveitamento das oportunidades proporcionadas pelo capital, aliado ao acesso à experiência e aconselhamento que serão proporcionados pelos investidores de risco são possíveis razões para isto acontecer. A VC busca, como acionista, contribuir para o aumento do valor da empresa para os seus proprietários.

Nas empresas inovadoras e *start-up* com forte potencial de crescimento, a dívida não é uma forma de financiamento recomendável, uma vez que o risco é muito elevado, implicando em altas taxas de juros e, portanto, o capital de risco se apresenta como uma excelente alternativa. A Tabela 4 exibe um resumo da comparação entre o Crédito Bancário e o Capital de Risco.

Tabela 4: Diferenças entre Crédito Bancário e Capital de Risco

Venture Capital	Empréstimo Bancário
Perspectiva de médio a longo prazo.	Perspectiva de curto e longo prazo.
Há recebimento somente se houver valorização da empresa até o momento da saída	O banco poderá exigir reembolso a qualquer momento, se a empresa estiver em situação financeira delicada, levando ao descumprimento de alguma obrigação contratual.
Fornecer uma base de capital próprio para financiar o crescimento da empresa em períodos em que a capacidade de geração de caixa é limitada.	Fonte de financiamento adequada se a empresa se encontra moderadamente endividada e com boa capacidade de geração de caixa.
Não exige pagamentos regulares de montantes determinados.	Exige pagamentos regulares de juros e principal.
A remuneração deste investidor depende do sucesso e valorização da empresa.	A remuneração do credor depende da capacidade da empresa de gerar fluxos de caixa que superem o serviço da dívida.
Se o negócio falhar, o investidor de capital de risco é mais um entre os sócios, podendo perder o seu investimento.	Se o negócio falhar, o produto da liquidação dos ativos destina-se, em primeiro lugar, a satisfazer os créditos e, em particular, àqueles que gozam de garantias
Geralmente, o investidor de risco contribui com a sua experiência e aconselhamento na empresa, podendo até ter assento no conselho de administração.	No geral, a relação do credor com a empresa é meramente financeira.
O investidor de risco goza dos mesmos direitos que os demais sócios, possuindo o direito de votar em assembleia geral e podendo envolver-se na gestão da empresa.	A capacidade de interferência na vida da empresa por parte do credor resulta, essencialmente, de condicionamentos que este impõe no contrato de financiamento.

É importante ressaltar que as duas formas de financiamento não são mutuamente exclusivas. Havendo uma base sólida de capital próprio, maior monitoração e, conseqüentemente, uma gestão mais transparente ao mercado, em função da entrada de VC, muitas vezes fica mais fácil a obtenção de outras formas de financiamento.

Quando um investidor de risco decide avaliar um novo investimento em VC, o aprofundamento do estudo pressupõe um bom plano de negócio, evitando o uso de linguagens robustas e demasiadamente técnicas. Isto se deve ao fato desse plano ser, geralmente, lido por pessoas que têm formação e experiência na área financeira não dominando os aspectos técnicos do negócio da empresa.

O plano preliminar deve apresentar uma síntese do plano de negócio, onde no geral o investidor de risco vai formar a sua primeira opinião sobre o que está sendo proposto. Por essa razão esse documento deve ser persuasivo e conciso, sintetizando os principais aspectos do plano de negócio como mercado, negócio

da empresa, seus clientes, produtos e serviços, vantagens competitivas, área operacional, a gestão e seus objetivos, projeções econômicas e financeiras, a necessidade de financiamento e as possibilidades de saída do investidor de risco.

Uma vez aprovado o plano, é realizada uma análise mais aprofundada, checando-se os números, coerência, premissas, projeções entre outros, ou seja, é realizada uma avaliação da plausibilidade do projeto. Passando desta fase, os empreendedores são convidados para uma entrevista com critérios subjetivos, onde se avalia principalmente a sua capacidade de convencer os potenciais investidores do negócio. Caso o investimento seja aprovado, o projeto é submetido a uma avaliação mais aprofundada e são reavaliados números, premissas e o conceito de negócio. Após esta etapa, é definida qual será a participação do investidor de risco no negócio. Finalmente, a idéia é submetida para um comitê de investidores do fundo, parceiros e bancos para financiamento. Além de ser economicamente viável, uma característica fundamental para que um plano de negócio seja aceito pelo investidor de risco é a qualificação dos empresários. Além disso, os potenciais investidores de VC exigem que a empresa proponente tenha boas perspectivas de crescimento e valor tecnológico agregado considerável.

Uma questão importante no tocante aos investidores de risco é o nível de incerteza na tomada de decisão. Os negócios que estão iniciando (*start up*) não possuem tendências históricas, níveis antecipados de performance e, em certos casos, pouca ou nenhuma informação específica sobre o mercado no qual planeja atuar. A maior fragilidade da tomada de decisão de investimentos em projetos, principalmente, nas empresas de capital de risco tem a ver com a subjetividade, alto grau de incerteza, escassez de dados e assimetria informacional.

Neste contexto de grandes incertezas em relação ao retorno de um investimento em VC, cresce a relevância de se aplicar a metodologia de opções reais para este tipo de indústria. Além da alta volatilidade do retorno, é muito comum encontrar nos investimentos em VC opções de expansão e abandono, para os casos de sucesso e insucesso do investimento.