

"A FEA e a USP respeitam os direitos autorais deste trabalho. Nós acreditamos que a melhor proteção contra o uso ilegítimo deste texto é a publicação online. Além de preservar o conteúdo motiva-nos oferecer à sociedade o conhecimento produzido no âmbito da universidade pública e dar publicidade ao esforço do pesquisador. Entretanto, caso não seja do interesse do autor manter o documento online, pedimos compreensão em relação à iniciativa e o contato pelo e-mail bibfea@usp.br para que possamos tomar as providências cabíveis (remoção da tese ou dissertação da BDTD)."



UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
Programa de Pós-Graduação em Administração

**O PROCESSO DE DECISÃO DE INVESTIMENTOS DE EMPRESAS DE
CAPITAL DE RISCO NO BRASIL:
UMA INVESTIGAÇÃO EMPÍRICA**

Liliane Renyi

Orientador: Prof. Dr. José Augusto G. da Silveira

São Paulo

2000

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas

**O PROCESSO DE DECISÃO DE INVESTIMENTOS DE EMPRESAS DE
CAPITAL DE RISCO NO BRASIL:
UMA INVESTIGAÇÃO EMPÍRICA**

**Dissertação de Mestrado, apresentada
à Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade.
Departamento de Administração,
Universidade de São Paulo**

Autora: Liliane Renyi

**Orientador: Prof. Dr. José Augusto
G. da Silveira**

São Paulo
2000

FICHA CATALOGRÁFICA

Renyi, Liliane

O processo de decisão de investimentos de empresa de capital de risco no Brasil : uma investigação empírica / Liliane Renyi. __ São Paulo : FEA/USP, 2000.
128 p.

Dissertação - Mestrado
Bibliografia.

1. Administração de risco 2. Investimentos 3. Decisão – Teoria 4. Administração financeira I. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP.

CDD – 658.155

*“What is history all about
if not the exquisite delight of knowing
the details and not only the abstract patterns?”*

Stephen Jay Gould

*Para a minha mãe Fanny Portnoi Renyi,
para o meu pai Peter Renyi,
por tudo o que sou hoje.*

AGRADECIMENTOS

Um agradecimento especial a Alexandre Carlos Lintz, por ter estado ao meu lado, compartilhando comigo cada segundo do Mestrado. Sem a sua presença, este trabalho não existiria.

À Fanny P. Renyi, Peter Renyi, Sônia P. Jawetz e Roberto Renyi, pessoas as quais não consigo resumir em poucas palavras toda a minha gratidão.

Ao Professor Dr. José Augusto G. da Silveira, um agradecimento muito especial por toda a dedicação e atenção para que esta pesquisa se concretizasse.

Ao coordenador da Pós-Graduação em Administração, Prof. Dr. Ronaldo Zwicker, por toda a atenção e auxílio dispensado ao longo do curso.

Ao Prof. Dr. Gilberto Martins, pela amizade que sempre demonstrou.

À CAPES pelo apoio financeiro determinante para que eu pudesse estudar nesta instituição.

À toda a secretaria da Pós-Graduação, Valéria Lourenção, Ana Cristina dos Santos, Maria Aparecida de Jesus Sales e Márcia Gomes Novo, pelos sorrisos e por toda a boa vontade em ajudar.

À toda a coordenação da Pós-Graduação em Administração.

A todas as empresas de capital de risco entrevistadas, que sempre mostraram entusiasmo e disposição em me atender.

À toda a equipe de professores e funcionários do Departamento de Administração da USP.

SUMÁRIO

<i>Lista de Quadros</i>	<i>p. vi</i>
<i>Resumo</i>	<i>p. vii</i>
<i>Abstract</i>	<i>p. viii</i>
<i>1. Introdução</i>	<i>p. 1</i>
<i>2. Justificativa e Importância do Tema</i>	<i>p. 3</i>
<i>3. Fundamentação Bibliográfica</i>	<i>p. 4</i>
<i>3.1. Conceituação de capital de risco</i>	<i>p. 4</i>
<i>3.2. Diferenciação entre Venture Capital e Private Equity</i>	<i>p. 8</i>
<i>3.3. Características da indústria</i>	<i>p. 8</i>
<i>3.4. O papel da empresa de capital de risco na administração do empreendimento</i>	<i>p. 10</i>
<i>3.5. Tipos de financiamento existentes</i>	<i>p. 11</i>
<i>3.6. Histórico sobre capital de risco nos Estados Unidos</i>	<i>p. 13</i>
<i>3.7. Histórico sobre capital de risco no Brasil</i>	<i>p. 16</i>
<i>3.8. Fontes de recursos das empresas de capital de risco</i>	<i>p. 20</i>
<i>3.9. O modo de financiamento como influenciador na estratégia do negócio</i>	<i>p. 21</i>
<i>3.10. Fontes alternativas de financiamento via participação acionária</i>	<i>p. 21</i>
<i>3.11. O processo de decisão de investimentos de empresas de capital de risco – Modelo norte-americano</i>	<i>p. 24</i>
<i>4. O Problema de Pesquisa</i>	<i>p. 37</i>
<i>5. A Pesquisa</i>	<i>p. 39</i>
<i>5.1. Objetivos</i>	<i>p. 39</i>
<i>5.2. Pressupostos e questões da pesquisa</i>	<i>p. 40</i>
<i>5.3. Metodologia</i>	<i>p. 41</i>
<i>5.4. Instrumento de pesquisa</i>	<i>p. 43</i>
<i>5.5. Limitações do estudo</i>	<i>p. 44</i>
<i>6. Sobre as Entrevistas</i>	<i>p. 45</i>
<i>7. Análise dos Resultados</i>	<i>p. 48</i>

<i>7.1. Empresas sem processos estruturados de decisão de investimentos</i>	<i>p.48</i>
<i>7.2. Empresas com processos estruturados de decisão de investimentos</i>	<i>p.50</i>
<i>7.2.1. As etapas de avaliação de projetos</i>	<i>p.51</i>
<i>7.2.1.1. Estratégia de investimento</i>	<i>p.51</i>
<i>7.2.1.2. Geração de deal flow</i>	<i>p.52</i>
<i>7.2.1.3. Primeiro contato</i>	<i>p.53</i>
<i>7.2.1.4. Análise preliminar</i>	<i>p.54</i>
<i>7.2.1.5. Business due diligence</i>	<i>p.59</i>
<i>7.2.1.5.1. Métodos de avaliação empregados</i>	<i>p.61</i>
<i>7.2.1.5.2. Considerações sobre a taxa interna de retorno do investimento</i>	<i>p.65</i>
<i>7.2.1.6. Negociação de valores e confecção da carta de intenção (term-sheet)</i>	<i>p.67</i>
<i>7.2.1.7. Due diligence</i>	<i>p.68</i>
<i>7.2.1.8. Negociação final e confecção da documentação</i>	<i>p.69</i>
<i>7.2.1.8.1. Modos de capitalização das empresas</i>	<i>p.70</i>
<i>7.2.1.8.2. Participação na tomada de decisão</i>	<i>p.71</i>
<i>7.2.1.8.3. Percentual de ações almejado</i>	<i>p.72</i>
<i>7.2.1.9. Dificuldades na avaliação de uma empresa</i>	<i>p.73</i>
<i>7.2.1.10. Outras observações</i>	<i>p.76</i>
<i>7.2.2. Diferenças encontradas no processo de decisão de investimentos entre as empresas entrevistadas</i>	<i>p.80</i>
<i>7.2.3. Emprego de avaliação qualitativa versus quantitativa no processo de decisão de investimentos</i>	<i>p.83</i>
<i>7.2.4. Comparação dos modelos brasileiro e norte-americano</i>	<i>p.85</i>
<i>8. Conclusão</i>	<i>p.92</i>
<i>9. Bibliografia</i>	<i>p. 99</i>
<i>ANEXO 1: Relatório de Entrevista</i>	<i>p.102</i>
<i>ANEXO 2: Descrição das Empresas Entrevistadas</i>	<i>p.108</i>

LISTA DE QUADROS

<i>QUADRO I: Histórico do impacto legislativo na indústria de capital de risco nos EUA</i>	<i>p.16</i>
<i>QUADRO II: Resumo sobre capital de risco no Brasil</i>	<i>p.18</i>
<i>QUADRO III: Características do “negócio ideal” pela perspectiva do investidor</i>	<i>p.31</i>
<i>QUADRO IV: Exemplo de avaliação por empresas comparáveis</i>	<i>p.33</i>
<i>QUADRO V: Exemplo de avaliação por cenários múltiplos</i>	<i>p.34</i>

RESUMO

Por meio de um estudo com dez empresas de capital de risco que atuam no Brasil, este trabalho aborda seus processos de decisão de investimentos. O trabalho busca saber se o processo é sistematizado e disciplinado, como ocorre em países em que as empresas de capital de risco existem há mais tempo, ou se, dado o caráter embrionário dessas instituições no Brasil, não se tem ainda procedimentos com etapas e objetivos bem definidos.

A partir de uma análise empírica com as empresas de capital de risco, os resultados obtidos mostram que nove das dez entrevistadas apresentam processos de seleção de investimentos muito semelhantes entre si, caracterizados por etapas de decisão bem definidas.

O trabalho realiza também uma comparação entre o processo de decisão de investimentos das empresas de capital de risco brasileiras e norte-americanas. Pode-se dizer que tanto as empresas norte-americanas quanto as brasileiras apresentam seis aspectos num processo de decisão de investimentos: a) uma estratégia de investimentos estruturada; b) uma geração de *deal flow* através de comportamento tanto proativo quanto passivo; c) uma análise inicial da proposta, na qual se consideram algumas características específicas das empresas; d) o *due diligence*; e) uma avaliação do empreendimento, por meio de fluxo de caixa descontado e, principalmente, múltiplos de empresas comparáveis; e, enfim, f) uma estruturação final do investimento.

O trabalho discute ainda algumas diferenças do processo de decisão entre as empresas entrevistadas e, por fim, as principais diferenças entre o processo de decisão norte-americano e brasileiro de investimentos. Embora o processo desses dois países seja muito semelhante, em virtude dos ambientes de negócios serem muito diferenciados, eles exibem algumas peculiaridades.

ABSTRACT

This master degree's dissertation analyses the venture capital investing process of Brazilian firms. It investigates whether this is a systematic and disciplined process, like in countries where the venture capital industry exists for a long time, or, given the recent history of these institutions in Brazil, it still shows a not well defined form.

Based upon an empirical investigation with ten venture capital firms, results indicate that nine among ten companies showed a very similar investment decision-making process, characterized by very well defined steps of decision.

In addition, this dissertation compares the American and the Brazilian venture capital investment decision-making process. The findings indicate that in both countries these processes show six aspects that must be considered: a) a structured investment strategy; b) deal flows via both venture capitalists' proactive and passive behavior; c) an initial analysis of the investment, so that some basic characteristics of the company have to be studied; d) due diligence; e) project valuation, based on discounted cash flow and, mainly, multiples of comparable companies; and, lastly, f) the documentation of the investment.

This research also analyses some differences among the decision-making process of the interviewed companies, and, as a final point, it focuses in the main differences between the North American and the Brazilian decision-making process. Even though the processes of the these two countries seem to be very similar, given that they have a very different business environment, the investment decision-making process presents some peculiarities.

1. INTRODUÇÃO

Todo empreendedor deseja receber aporte de capital para sua pequena ou média empresa, sem a necessidade de incorrer em elevados juros e em um prazo de financiamento curto. Melhor do que isso, deseja um financiamento no qual se tenha o apoio da instituição financiadora na administração da empresa, auxiliando o empreendedor no desenvolvimento do negócio. Caso se pense que esse modo de financiamento seja impossível, é importante que se saiba que em muitos países no mundo, incluindo o Brasil, ele é viável. Essa forma de aporte de capital a pequenas e médias empresas é o mercado de capital de risco, conhecido nos EUA por *venture capital*.

Capital de risco é um modo de capitalização de empreendimentos de alto risco, feito por ações e/ou dívida de longo prazo conversível em ações. Ele se torna extremamente útil quando o financiamento por bancos ou por outras instituições financeiras mostra-se demasiadamente oneroso e de difícil acesso para a pequena e média empresa, vindo a ser, assim, uma alternativa importante para a capitalização de empreendimentos.

No Brasil, o mercado de capital de risco apresentou um desenvolvimento modesto nas últimas décadas. Contudo, a partir da segunda metade da década de 90, houve um grande crescimento no número de instituições que praticam a atividade de capital de risco no país. Dado o caráter embrionário dessas empresas, pouco se sabe sobre suas práticas operacionais, estratégias de investimento, modos de captação de recursos e processos de tomada de decisão de investimentos. Também pouco se conhece sobre suas necessidades de crescimento, suas práticas de auxílio na gestão do empreendimento, seus modos de desinvestimento, etc. Assim, percebe-se que muito deve ainda ser estudado no Brasil a respeito dessa atividade inovadora de obtenção de recursos para empreendimentos.

Dentre as inúmeras questões que podem ser levantadas sobre essas empresas, este trabalho visa especificamente compreender um pouco melhor seus processos de decisão de investimentos. Uma empresa de capital de risco recebe inúmeras propostas de investimento por parte de diversos empreendedores. Dentre essas propostas, quer-se compreender como algumas são escolhidas e outras rejeitadas.

Sabe-se a princípio que as empresas de capital de risco em diversas partes do mundo apresentam processos formais e bem estruturados de análise de investimentos. No caso dos Estados Unidos, a partir do recebimento de um plano de negócios, as etapas iniciam-se com uma análise geral, na qual se investiga o setor da empresa, o montante de financiamento pretendido, sua fase de desenvolvimento, e, enfim, a região geográfica onde ela se situa. Numa investigação inicial, muitas vezes olha-se ainda de forma genérica a equipe administrativa da empresa, o produto, o mercado e o *marketing* da empresa, entre algumas outras variáveis. Posteriormente, então, tem-se a fase conhecida por *due diligence*, na qual se analisará profundamente a empresa, suas atividades, clientes, fornecedores, a concorrência, etc. Após terem sido avaliados todos os riscos em potencial do empreendimento, bem como seus possíveis retornos, passa-se para a fase de avaliação do empreendimento. Assim, através de diferentes modelos de precificação, analisa-se se o investimento é promissor. Por último, então, estrutura-se uma carta de intenção (*term sheet*), com o desenho do aporte de capital e participação acionária de cada agente do contrato, para se atingir a conclusão do negócio.

Contudo, embora se conheçam as etapas de análise de projetos de empresas americanas de capital de risco, nada ou muito pouco se conhece a respeito dessas empresas no Brasil. O desconhecimento sobre as etapas de avaliação de projetos começa ainda no plano de negócios, pois nem ao menos se sabe se esse é o modo de apresentação da idéia ao capitalista de risco que atua no Brasil. Sendo assim, vê-se a oportunidade de se fazer uma investigação sobre o assunto, tentando desvendar o que é feito na prática por essas empresas ingressas recentemente em nossa economia.

O estudo será feito de modo exploratório, dado o pouco conhecimento sobre o tema até agora. Assim, entrevistar-se-ão executivos de algumas empresas de capital de risco, tentando compreender melhor a questão de pesquisa. Uma vez que se conheçam as etapas do processo de seleção de investimentos, acredita-se que essa informação possa auxiliar empreendedores brasileiros a captar recursos para suas empresas, assim como capitalistas de risco a começar a obter planos de negócios que melhor atendam a suas expectativas.

2. JUSTIFICATIVA E IMPORTÂNCIA DO TEMA

O desenvolvimento da atividade de capital de risco no Brasil significa gerar oportunidade para pequenas e médias empresas obterem recursos para seus investimentos, sem necessitar incorrer em empréstimos a elevadas taxas de juros que praticamente inviabilizam a expansão do empreendimento. Contudo, ao se discutir sobre capital de risco no país, embora a atividade esteja crescendo de forma rápida, pouco ainda se sabe sobre o assunto. E, dada a relevância das empresas de capital de risco como fornecedoras de recursos financeiros para empreendimentos de pequeno e médio porte, é importante conhecê-las melhor, investigando o que fazem, como operam, etc.

Assim, em virtude do pouco conhecimento sobre a atividade no Brasil, dentre as várias questões em aberto, uma diz respeito à assimetria de informações com relação ao processo de decisão de investimentos dos capitalistas de risco. O empreendedor, ao entregar sua proposta de investimento ao capitalista de risco, não sabe ao certo quais as expectativas do primeiro com relação a seu projeto. E, como é notório, qualquer sistema que opere com assimetria de informações gera ineficiências e reduz os ganhos sociais. Caso a assimetria de informação não existisse, o empreendedor saberia melhor estruturar seu investimento, de modo a conseguir o aporte de capital almejado. De forma análoga, o capitalista de risco passaria a receber propostas de investimento com as informações de que precisa para sua tomada de decisão.

Dessa forma, este trabalho visa buscar um primeiro esclarecimento sobre o processo de seleção de investimentos das empresas de capital de risco, a fim de reduzir as assimetrias de informações entre empreendedores e capitalistas de risco. Reduzindo-se essa assimetria, acredita-se que mais negócios promissores poderão ser detectados e mais investimentos de maior potencial serão realizados via capital de risco. Por fim, alocando-se capital em investimentos de melhor qualidade, maior será o potencial de desenvolvimento do setor em nossa economia.

3. FUNDAMENTAÇÃO BIBLIOGRÁFICA

3.1. CONCEITUAÇÃO DE CAPITAL DE RISCO

Capital de risco, ou *venture capital*, é um modo de capitalização de empresas de alto risco, geralmente na forma acionária e/ou dívida de longo prazo conversível em ações. A empresa de capital de risco funciona como uma intermediária entre investidores e empreendedores, tendo a função de levantar capital com os investidores e administrar uma carteira de investimentos privados. Para compensar seus riscos elevados com o empreendimento, o investidor acredita na possibilidade de altos retornos, baseando-se na preposição de que “*no guts – no glory*” (sem coragem, sem glória).

Esse capital torna-se extremamente útil quando o financiamento à pequena e média empresa por bancos ou por outras instituições financeiras é demasiadamente oneroso e de difícil acesso, vindo a ser assim uma alternativa de capitalização para essas empresas. Raros ou até mesmo inexistentes são os bancos capazes de esperar trinta meses para atingir *breakeven* nos fluxos de caixa e sete anos para obter de volta o capital inicial investido. Em adição, as empresas que recebem financiamento via capital de risco apresentam muito poucos bens tangíveis para colocar na negociação como colateral, não conseguindo, dessa forma, modos alternativos de financiamento.

Na realidade, existem muitas definições diferenciadas de capital de risco. Nos anos setenta, Liles (1974, p.27) alinhou várias definições formais do que vinha a ser capital de risco, como segue:

- Investimento em qualquer empreendimento financeiro de alto risco;
- Investimento em idéias, produtos ou situações de *start-up* não testadas;
- Investimento em empreendimentos que não conseguem levantar fundos de fontes comerciais convencionais;
- Investimento em grandes companhias que se encontram negociadas publicamente, mas que apresentam um alto grau de incerteza.

Por outro lado, uma definição mais recente de capital de risco dada por Bygrave & Timmons (1992, p. 4) conceitua a atividade como sendo:

- Investimentos na concepção, *start-up* e outros estágios iniciais;
- Investimentos em companhias bem estabelecidas que não conseguem financiar suas expansões via bancos ou bolsas de valores;
- Investimentos em *management buyouts* (MBOs) e *leveraged buyouts* (LBOs);
- Investimentos via bolsas de valores que visam auxiliar o desenvolvimento de negócios já existentes.

Uma terceira definição de capital de risco que pôde ser encontrada na literatura foi dada por Schilit (1996, p.206). Este autor definiu a atividade de capital de risco como sendo limitada a empresas privadas, e apontou algumas diferenças das empresas que se utilizam dessa forma de capitalização *vis-à-vis* empresas de capital aberto, como citado abaixo:

- Empresas mais novas que as de capital aberto, com pouca história operacional;
- Companhias menores nas quais a empresa de capital de risco tem um alto grau de envolvimento pessoal;
- Ilíquidas no curto-prazo, até que sejam publicamente negociadas ou sejam adquiridas por outras empresas;
- Difíceis de serem precificadas, pois não há mercado público de negociação para elas;
- Normalmente requerem financiamentos futuros.

Como se pode ver, a atividade de capital de risco é definida de diferentes modos, mas todas as definições associam-na a financiamento de alto risco, sendo essa a associação chave para se compreender a modalidade de financiamento.

Vale observar o estreito relacionamento de capital de risco com empresas de bases tecnológicas, podendo-se também encontrar, na literatura, diversos autores definindo-o como um investimento necessariamente de base tecnológica. Dados os elevados riscos de um empreendimento inovador de base tecnológica, o capital de risco surge como um modo de financiamento extremamente propício a esses empreendimentos. As empresas de capital de risco exerceram notável participação no desenvolvimento de empresas de semicondutores, biotecnologia, computadores pessoais, inteligência artificial, periféricos eletrônicos e, recentemente, Internet. Existem vários exemplos de grandes empresas americanas de alta tecnologia que surgiram a partir de financiamentos via capital de risco, tais como a Digital Equipment, Apple, Lotus e Federal Express (Beltz 1994, p.13). Contudo, a partir do início da década de oitenta, cada vez mais se vêem capitalistas de risco investindo em empreendimentos de baixa tecnologia, como, por exemplo, em mercados varejistas, em empresas de serviços ou em redes de *fast food* (Burrill & Norback 1988, p.25).

O volume de capitalização também se mostra bastante variável na literatura norte-americana, assim como o setor do investimento. Da mesma forma, o estágio da empresa a ser financiada também varia historicamente, com períodos de predominância de empresas emergentes e períodos com empresas em estágios de expansão. Vale observar que, além de o estágio da empresa a ser financiada ser mutável ao longo do tempo, num mesmo período há capitalistas de risco investindo em empresas em diferentes estágios de desenvolvimento. Algumas empresas de capital de risco concentram-se em estágios embrionários, tais como a concepção do negócio, enquanto outras objetivam fases mais avançadas ou ainda *leverage buyouts* e *turnarounds*, como será visto adiante.

Capital de risco difere tanto pelos investidores, podendo ser apenas um investidor único ou instituições financeiras multinacionais, assim como pelas pessoas que o utilizam. A empresa de capital de risco pode também variar com relação ao mercado-alvo para se investir. Algumas empresas buscam diversificação setorial e/ou regional, enquanto outras se focam num setor e/ou região específica.

Outra variação diz respeito ao período de presença do capitalista de risco no empreendimento. Por exemplo, Beltz (1994, p.14) cita que uma parceria de dez anos de

duração tem sido padrão para essa forma de financiamento, enquanto Schilit (1996, p.206) cita um período em torno de três a sete anos. A época e tipo de investimento também influenciam seu período de duração. Por exemplo, inúmeras empresas que atuam pela Internet nos Estados Unidos, e que vêm sendo financiadas por capitalistas de risco, estão realizando IPOs (*Initial Public Offering* – oferta inicial de ações ao mercado) num período de apenas alguns meses depois de desenvolvida a concepção do negócio. De qualquer forma, sua característica-padrão de longo prazo predomina, tanto que o capital de risco é conhecido como um “capital paciente” (Beltz 1994, p.15).

Como se pôde ver, a generalização nessa indústria é difícil, não permitindo criar regras com relação ao tipo e volume de capitalização do investimento, assim como a sua duração. Na tentativa de criar normas sobre as atividades de capital de risco, sempre surge uma exceção. Ela é assim uma atividade muito individualizada, como mencionam Burrill & Norback (1988, p.x). Vale observar que toda essa diversidade oferece uma rendição única à empresa de capital de risco: ela pode atender às necessidades de uma grande variedade de empresas em diferentes situações.

Todavia, deve-se ter em mente que, no sentido mais tradicional da atividade, a função básica de um capitalista de risco é detectar companhias de capital fechado, com potencial de crescimento promissor, vendendo suas participações nessas firmas após elas tornarem-se publicamente negociadas ou quando de sua venda a terceiros.

Por último, vale observar que, ao mencionar capital de risco, deve-se sempre lembrar que o grande fator diferenciador dessa forma de capitalização está no auxílio à administração da empresa. O capitalista de risco, na maioria das vezes, colabora com o empreendedor na administração de sua companhia via participação no conselho de administração, assim como se utiliza de sua rede de contatos empresariais para beneficiar o empreendimento. É esse convívio que agrega valor à empresa financiada, fazendo com que se torne um investimento de alto potencial de sucesso.

3.2. DIFERENCIAÇÃO ENTRE *VENTURE CAPITAL* E *PRIVATE EQUITY*

Venture capital, ou capital de risco, e *private equity* são termos quase equivalentes, com uma sutil diferença referente ao seu emprego. Segundo Levin (1999, p. 36), o termo *venture capital* está mais relacionado à atividade, enquanto *private equity* diz respeito ao tipo de investimento. Assim, a atividade de capital de risco diz respeito à atividade de seleção de projetos promissores, à compra de participação acionária desses investimentos (ou seja, realizam investimentos do tipo *Private Equity*), até haver a conclusão da atividade com a venda da participação acionária.

Com relação ao termo *private equity*, este diz respeito à aquisição acionária de uma empresa sem ser via mercado de ações, sendo constituído de acordos privados entre investidor e gestor, com a finalidade de venda posterior. Dessa forma, a aquisição de ações da empresa é feita através da colocação privada das ações, sem que investidores possam adquirir essa participação diretamente no mercado.

Deve-se dizer que, na prática, vê-se o termo *venture capital* às vezes ser utilizado para designar o investimento em empresas emergentes, enquanto o termo *private equity* refere-se a investimentos em empresas já estabelecidas e que estejam em estágios mais avançados. Dessa forma, deve-se deixar claro que este trabalho não distingue *private equity* e *venture capital*, utilizando-se do termo *venture capital*, ou capital de risco, para se referir à atividade que realiza investimentos do tipo *private equity*.

3.3. CARACTERÍSTICAS DA INDÚSTRIA

Os investimentos de capital de risco têm algumas características próprias, como descreve Beltz (1994, pp.17-26), e que são analisadas abaixo:

Alto risco, alto retorno: O objetivo das empresas de capital de risco é encontrar a firma capaz de oferecer altos retornos. Contudo, sem dúvida, poucas empresas são capazes de

entrar para a Fortune 500. Nos Estados Unidos, apenas um terço das empresas novas alcançam sucesso e apenas uma em cem torna-se “a grande vencedora” (Beltz 1994, p.18). Da mesma forma, um terço resulta em perda total ou parcial, o que confirma o risco do negócio.

Assim, para conseguir atrair fundos, firmas de capital de risco normalmente precisam oferecer retornos acima do mercado secundário de renda variável, dado seu maior risco e liquidez inferior. Para ter êxito nessa tarefa, capitalistas de risco investem em vários negócios simultaneamente, criando um porta-fólio de empresas, com algumas capazes de contrabalançar perdas incorridas em outras. Por exemplo, caso o capitalista de risco tenha uma carteira formada por dez empresas e três gerem retornos da ordem de 100%, as demais podem vir a ter retornos até mesmo nulos, que a carteira, como um todo, ainda apresentará retornos sobre o investimento da ordem de 30% (Burrill & Norback 1988, p.10). Desse modo, uma empresa compensa o risco da outra.

Um grande desafio para as empresas de capital de risco é exibir boa performance para conseguir arrecadar fundos futuros para seus empreendimentos. Nos Estados Unidos, por exemplo, no ano de 1986, 74% do capital investido na indústria dirigiu-se a empresas de capital de risco com dez ou mais anos de experiência (Burrill & Norback 1988, p.10).

Mais do que boas idéias: Capitalistas de risco esperam não apenas uma idéia brilhante, mas certamente, também, capacidade administrativa da empresa. Como exemplo, acima de 60% dos fundos levantados em 1992 nos Estados Unidos foram para firmas cujos parceiros do negócio contavam com mais de dez anos de experiência (Beltz 1994, p.20). Segundo Burrill & Norback (1988, p. xi), empresas de capital de risco priorizam pessoas, depois mercados e tecnologia por último. Segundo os autores, muitos empreendedores acreditam que, ao escrever planilhas com taxas de crescimento atrativas e descrever uma tecnologia inovadora, eles obterão o financiamento, quando na verdade capital de risco é menos números e mais pessoas. Ou seja, parece que capitalistas de risco se preocupam mais com “quem” do que “o quê”. Sem a pessoa correta, a excelente idéia ou produto irá fracassar.

Sujeito a altos e baixos: O mercado de capital de risco exibe um comportamento cíclico em função de condições gerais da economia, tanto no retorno sobre o investimento como no número de empresas do setor. Por exemplo, os fundos nos Estados Unidos, que começaram entre 1976 e 1979, foram capazes de gerar um retorno da ordem de 27.3%, enquanto os formados no período entre 1981 e 1987 geraram um retorno de 2.2% a 7.5%¹. Em adição, empresas de capital de risco são muito influenciadas por legislações, como, por exemplo, o *Tax Reform Act* de 1986, que reduziu os incentivos fiscais para empreendimentos de capital de risco, impondo assim um obstáculo ao maior desenvolvimento do mercado. Por último, a liquidez do mercado financeiro também influencia diretamente a disponibilidade de capital para este tipo de empreendimento.

3.4. O PAPEL DA EMPRESA DE CAPITAL DE RISCO NA ADMINISTRAÇÃO DO EMPREENDIMENTO

A maioria dos capitalistas de risco trabalha em conjunto com os empreendedores, provendo-lhes auxílio na administração do negócio. Sua atuação visa fornecer sugestões com a finalidade de que o negócio se torne mais lucrativo. Por exemplo, é bem comum ver os capitalistas de risco no conselho de administração da empresa, sugerindo mudanças nos negócios, auxiliando a encontrar administradores e reunindo-se periodicamente com o empreendedor para acompanhar o progresso do empreendimento. Dado que os capitalistas de risco investem normalmente em áreas nas quais dispõem de *expertise*, seus conselhos podem ser muito valiosos para o bom desempenho do negócio (Burrill & Norback 1988, p. 27).

O capitalista de risco pode às vezes, inclusive, envolver-se no dia-a-dia do negócio, cuidando até mesmo de questões operacionais da empresa, caso sinta necessidade disso. Esse envolvimento direto pode acontecer em empresas na fase de *start-up*, contudo não é um procedimento comum, pois o capitalista de risco tem quase sempre que conciliar vários projetos simultaneamente.

¹ Venture Economics. "Venture Capital Performance: Review of the Financial Performance of Venture Capital Partnerships". *Venture Economics, Inc.*, 1988.

A participação acionária dos capitalistas de risco e do empreendedor varia muito em função do processo de negociação. Em estágios de concepção ou *start-up*, porém, em virtude do alto risco do empreendimento, o capitalista de risco normalmente detém participação acionária majoritária, com o empreendedor perdendo o controle acionário. De posse de participação majoritária, o capitalista de risco pode às vezes ser percebido como um “intruso”. A “intromissão” às vezes chega até o ponto de excluir o empreendedor da equipe de administração da empresa, caso ela não esteja apresentando bons resultados.

Não se deve esquecer, contudo, que, durante diversos processos de financiamento da empresa, é natural que a participação do empreendedor se dilua ao longo do tempo (Burrill & Norback 1988, p.27). Também é importante salientar que é preferível muitas vezes deter 20% ou 30% de uma grande empresa a deter 100% de uma firma pequena. Assim, o medo de perder o controle acionário, embora natural, deve ser ponderado pelas perspectivas de crescimento da empresa.

Convém também observar que o capitalista de risco pode ter um impacto significativo no desenvolvimento da empresa, oferecendo suporte administrativo, acesso a consultores, serviços financeiros e advogados. Enfim, sua participação pode ser considerada como fundamental no desenvolvimento do empreendimento.

3.5. TIPOS DE FINANCIAMENTO EXISTENTES

O financiamento das empresas de capital de risco pode ser classificado em função do estágio de desenvolvimento do empreendimento, como exibido a seguir com base em Burrill & Norback (1988, pp. 20-23):

Concepção (*seed financing*): Este financiamento é da ordem de US\$50.000,00 ou menos. Ele é fornecido em troca de apenas uma idéia e é utilizado para pesquisas de mercado, para o desenvolvimento do produto, elaboração do plano de negócios e estruturação da equipe administrativa. Em decorrência do caráter embrionário do empreendimento e seu risco extremamente elevado, esse é o financiamento do qual se exige maior potencial de retorno.

Capitalistas de risco normalmente obtêm elevada participação acionária nessa etapa, a fim de compensar os riscos elevados.

Start-up: Este financiamento é, na maioria das vezes, destinado a empresas que têm até um ano de existência, possuem um plano de negócios com grupo administrativo, *marketing* e produtos estruturados, mas que ainda não venderam seus produtos ou serviços comercialmente. Nesse estágio, o capital levantado é investido na produção e em gastos iniciais com *marketing*.

Financiamento para expansão: O capital nesta etapa visa permitir crescimento das operações de uma empresa que já esteja vendendo seu produto no mercado. Ele é usado para ampliar propriedades ou equipamentos, e melhorar o produto ou *marketing*, aumentando a produção da empresa.

Financiamento Ponte: Este é o capital levantado por uma empresa com perspectivas de realizar um IPO (*Initial Public Offering*, ou seja, lançar as ações da empresa publicamente). Normalmente, a empresa solicita esse financiamento visando expandir, por exemplo, seu potencial de vendas ou sua linha de produtos, ou ainda ampliar os gastos com *marketing*. O risco do empreendimento nessa etapa reduz-se bastante, dado que a empresa já apresenta um bom histórico de suas operações, já possui uma equipe administrativa bem desenvolvida, etc. Dessa forma, o capitalista de risco contenta-se com um retorno inferior ao das etapas anteriores.

Leveraged Buyout (LBOs)/ Management Buyouts (MBOs): Este financiamento é bem diferente dos comentados anteriormente. O capital aqui investido visa à aquisição de uma empresa ou de uma subsidiária de uma grande empresa pela própria equipe administrativa atual da empresa, ou por alguma empresa qualquer interessada no negócio. O fator mais relevante de um *leveraged buyout* é a equipe administrativa. Caso a operação mantenha a própria equipe administrativa da empresa, o risco do negócio reduz-se consideravelmente.

Caso contrário, dada a incerteza com relação à nova administração, o risco tende a aumentar (vale observar que uma nova equipe também significa novo dinamismo, o que muitas vezes pode ser visto como positivo para o negócio).

Turnaround: Este é um capital que visa à reestruturação de uma empresa com problemas financeiros ou operacionais. Dado o altíssimo risco deste capital, fatores relevantes para a concessão do financiamento são o histórico sobre a capacidade de administração da nova equipe que irá assumir a liderança da empresa e um plano que mostre a viabilidade de reerguê-la.

3.6. HISTÓRICO SOBRE CAPITAL DE RISCO NOS ESTADOS UNIDOS

Os Estados Unidos são o país berço do capital de risco. Sua origem advém das décadas de vinte e trinta deste século, quando algumas famílias e indivíduos abastados norte-americanos começaram a oferecer capital para empresas na fase de *start-up*. Daqueles primeiros investimentos, alguns vieram a ser verdadeiros sucessos, dando origem a empresas tais como a Eastern Airlines e a Xerox (Bygrave & Timmons 1992, p.16). Contudo, a concepção de capital de risco como mecanismo formal para levantar fundos para investimentos originou-se com Ralph E. Flanders, então presidente do *Federal Reserve Bank of Boston*, ao desenvolver uma proposta, que acabou sendo aceita, para a criação desta indústria, na *National Association of Security Dealers* em Chicago, em 1945 (Bygrave & Timmons 1992, p.17).

Logo em seguida, J. H. Whitney estabeleceu a primeira empresa formal de investimentos em empreendimentos privados, em 1946, com uma capitalização inicial de US\$10 milhões. Whitney nomeou o negócio como "*venture capital*", sendo o primeiro a estruturar o investimento na forma societária, a mais comum nos dias atuais (Burrill & Norback 1988, p.3). Em seguida, líderes da cidade de Boston associaram-se para formar a *American Research and Development Corp.*, ADR, instituição voltada ao desenvolvimento de novos empreendimentos. O presidente da instituição era o general George Doriot,

conhecido por seu investimento na empresa Digital Equipment Corporation. Doriot foi pioneiro ao introduzir a concepção de capitalista de risco não apenas como um financiador de investimentos, mas também como um reforço administrativo para empresas.

Em 1953, uma nova era começou a delinear-se nos Estados Unidos, com a atuação do governo dando suporte ao fortalecimento das pequenas e médias empresas. O marco foi a criação da *Small Business Administration* (SBA), agência estatal que visava conceder fundos públicos para as pequenas empresas (Soja & Reyes 1990, p.201). Contudo, a atuação do novo órgão deu-se de forma tímida, principalmente em função da utilização do sistema bancário para oferecer fundos às empresas emergentes (Chocce 1997, p.29).

Em 1958, promulgou-se o *Small Business Investment Act*, legislação que criou as *Small Business Investment Companies* (SBICs), companhias de investimento privadas com o objetivo de fornecer apoio financeiro e gerencial a empresas em estágios iniciais, seguindo os moldes das empresas de capital de risco tradicionais. Ofereceu-se a essas empresas redução de impostos (Chocce 1997, p.29), além do aporte de capital governamental de longo prazo proporcional a até quatro vezes o capital privado levantado (Burrill & Norback 1988, p.3). Seu modo de financiamento abrangia a compra de ações no novo empreendimento, empréstimos ou debêntures conversíveis. Dadas as grandes vantagens na sua constituição, o número de SBICs nos Estados Unidos cresceu exponencialmente, havendo, em meados dos anos 60, aproximadamente 700 SBICs no País (Bygrave & Timmons 1992, p. 21).

Em 1969, o órgão *Minority Business Entrepreneurs* do Departamento do Comércio americano formou os MESBICs (*Minority Enterprise Small Business Investment Companies*). De modo análogo aos SBICs, seu propósito era oferecer empréstimos de longo prazo e assistência administrativa para novos empreendimentos. Os empréstimos eram e ainda são dirigidos aos grupos minoritários dos Estados Unidos, especificamente aos deficientes físicos (Burrill & Norback 1988, p.17).

As leis acima mencionadas auxiliaram muito as pequenas empresas a levantar fundos para seus empreendimentos. SBICs e MESBICs são capitalizadas por corporações, indivíduos e instituições financeiras ou ainda uma combinação das três, e algumas têm obtido fundos via IPOs e são negociadas publicamente. Essas empresas, no entanto,

historicamente mostraram problemas de mau uso dos recursos, gerando dificuldades em sua administração. Outras leis governamentais serviram para alavancar as pequenas e médias empresas nos Estados Unidos, como é mostrado no final deste item.

Apesar dos incentivos, a atividade de capital de risco não apresentou grande desenvolvimento até o fim dos anos 70, quando uma série de fatores conjuntos favoreceu seu crescimento. São estes (Chocce 1997, p.30):

- Redução do imposto sobre ganhos de capital de 43% para 28% em 1978; e uma posterior redução de 28% para 21% em 1981.
- Surgimento de um *boom* em setores de alta tecnologia, como microeletrônica, biotecnologia e comunicações, com o surgimento de empresas que, ao nascer a partir de atividades de capital de risco, passaram a formar o conjunto das histórias de sucesso; entre elas incluem-se Intel, Apple, Biogen e Federal Express.
- Nascimento do NASDAQ² em 1971, auxiliando as empresas nascidas de capital de risco a abrirem seu capital, permitindo aos capitalistas de risco a realização de lucros de seus investimentos.
- Autorização para que fundos de pensão invistam até 1% do porta-fólio em operações de risco.

Desde então, há nos Estados Unidos períodos de *booms*, seguidos por períodos de recessão no setor, devido principalmente a alterações na legislação norte-americana específica, assim como a alterações no ambiente econômico. Contudo, embora esse seja um setor sujeito a fortes ondas de crescimento e retração, sua atuação dentro da economia americana é expressiva.

Em resumo, os Estados Unidos são o país berço do capital de risco e o que atualmente apresenta o maior volume de investimentos alocados à atividade. Após sua criação, naquele País, assistiu-se à exportação da idéia para outros países do mundo. Fora adaptações à realidade de cada país, eles seguem a concepção original de capital de risco

² *National Association of Securities Dealers Automated Quotation*. Mercado de balcão organizado para negociação de ações não listadas em bolsa, normalmente de empresas de base tecnológica.

norte-americano, pela qual, além de se prover aporte de capital, oferece-se também auxílio na administração do empreendimento.

Quadro I: Histórico do Impacto Legislativo na Indústria de Capital de Risco nos EUA	
<i>Small Business Act (1958)</i>	Aumento da disponibilidade de capital de risco para as pequenas empresas, por meio de concessão de fundos públicos.
<i>Employment Retirement Income Security Act, ERISA (1974)</i>	Desencorajamento dos fundos de pensão de aplicar em investimentos de alto risco.
<i>Revenue Act (1978)</i>	Promoção de incentivos fiscais para ganhos de capital em investimentos em ações. Após estes incentivos, o capital em investimentos de risco aumentou em US\$ 500 milhões em relação ao ano anterior.
<i>ERISA's "Prudent Man" Rule (1979)</i>	Baseando-se no princípio de diversificação, permissão para que fundos de pensão alocassem capital em investimentos de alto risco.
<i>Small Business Investment Incentive Act (1980)</i>	Redefinição das empresas de capital de risco como empresas de desenvolvimento de negócios, eliminando a necessidade de registro como <i>Investment Advisor</i> .
<i>Economic Recovery Tax Act (1981)</i>	Diminuição de impostos sobre ganhos de capital. Investimentos em ativos de risco duplicam para US\$1,3 bilhão.
<i>Tax Reform Act (1986)</i>	Redução de incentivos fiscais para ganhos de capital em investimentos de longo prazo.

Fonte: T.A. Soja e J. E. Reyes, 1990, p.202.

3. 7. HISTÓRICO SOBRE CAPITAL DE RISCO NO BRASIL

Nas décadas de 60 e 70, surgiram no Brasil os primeiros incentivos para o desenvolvimento das pequenas e médias empresas. Como exemplos, podem ser citados o I Plano Nacional de Desenvolvimento – PND (1972/ 1974), o Cebrae em 1972 (que depois passou a se chamar Sebrae, restringindo então seu foco de pequenas e médias empresas para apenas pequenas empresas), a Finep – Financiadora de Estudos e Projetos, criada em 1967, com a finalidade de promover e financiar o desenvolvimento científico e tecnológico no País.

Todavia, na década de 80 é que aparecem movimentos referentes à atividade de capital de risco propriamente dita. Antes disso, houve algumas iniciativas isoladas, como, por exemplo, do BNDE (atualmente chamado de BNDES), ao criar três instituições com objetivo de fomento e capitalização das pequenas e médias empresas: a Ibrasa – Investimentos Brasileiros S.A., a Fibasa – Insumos Básicos S.A. e, por fim, a Embramec – Mecânica Brasileira S.A.. Posteriormente essas três empresas fundiram suas atividades na empresa BNDES Participações, oferecendo aporte de capital para muitos projetos no País (Chocce 1997, p.112).

Por outro lado, mesmo que não institucionalizadas, é notória a existência de algumas empresas que desenvolviam atividades de capital de risco na época, tais como a CRP – Companhia Riograndense de Participações, e que continua com a mesma atividade até os dias de hoje, a ACEL Investimentos, a Brasilpar Comércio e Participações, dentre outras (Teixeira da Costa 1987, p.38).

A institucionalização da atividade deu-se com base no Decreto-Lei 2287 de 27/07/86, regulamentado pela Resolução nº 1184 do Conselho Monetário Nacional de 04/09/86, e posteriormente modificado mediante a Resolução nº 1346 de 18/07/87. Essa lei proporcionava tratamento tributário especial para o investimento em pequenas e médias empresas. Os incentivos, contudo, foram revogados logo em seguida pela Lei 7714 de 29/12/1988. Embora houvesse tratamento fiscal especial naquele curto espaço de tempo, para essas empresas, o cenário econômico e político não propiciou o desenvolvimento da atividade no País (Chocce 1997, p.113).

Como exemplo da insipiência dessa forma de fornecimento de capital a pequenas e médias empresas, segundo Chocce (1991, p.88), a única empresa que realmente atuava como uma firma de capital de risco no início da década de 90 era o Bndespar S.A. No entanto, a partir de 1993 volta-se a discutir a necessidade de se desenvolver o mercado de capital de risco no Brasil e, em março de 1994, a CVM, pela Instrução nº 209, criou o fundo mútuo de investimento em empresas emergentes, FMIEE. Em agosto de 1995 surge o primeiro fundo a se enquadrar na categoria acima, o Fundo Bozano, Simonsen-Advent (Chocce 1997, p.113).

Junto à criação dessa categoria de fundo mútuo, materializa-se no Brasil a iniciativa de se desenvolver um mercado para negociação de ações de pequenas e médias empresas. Em março de 1996 foi instituído o Mercado de Acesso, tendo exatamente o objetivo de facilitar a negociação de ações dessas empresas, conforme a Instrução da CVM nº 243. Em abril do mesmo ano, a Bovespa cria o Meta – Mercado de Empresas Teleassistidas, facilitando a abertura de capital de novas empresas. Enfim, em junho de 1996 nasceu a SOMA, Sociedade Operadora do Mercado de Acesso, com o objetivo de desenvolver o mercado de balcão para empresas de menor porte que necessitam captar recursos para a expansão de seus negócios (Chocce 1997, p.114).

Adicionalmente à evolução do ambiente institucional para o desenvolvimento do capital de risco, assiste-se a uma estabilização econômica, a partir da entrada do Plano Real. Diante desse novo cenário, começa-se a ver o desenvolvimento da atividade de capital de risco no País. Mais recentemente, percebe-se também uma forte expansão do número de empresas de Internet no Brasil. Em paralelo ao desenvolvimento dessas empresas, várias companhias de capital de risco estão surgindo para dar o aporte de capital necessário ao desenvolvimento desses novos negócios³. Como exemplo, temos a empresa InternetCo, que foi fundada em maio de 1999, com o objetivo de dar aporte de capital a projetos ligados à Internet. De modo análogo, vários fundos de *private equity* vêm se instalando no País, dando indícios de que, finalmente, o mercado de capital de risco virá a se consolidar no Brasil.

Quadro II: Resumo sobre capital de risco no Brasil	
Ano	Acontecimento
1980	Primeiros movimentos organizados em torno da idéia de <i>venture capital</i>
1981	I Seminário Internacional de <i>Venture Capital</i> . A Brasilpar começa a operar sob a forma de uma <i>Venture Capital Company</i> .
1986	Institucionalização das Sociedades de Capital de Risco – SCR. Decreto-Lei 2287 de 23/7/86, regulamentado pela Resolução 1184 do BACEN de 23/6/87.
1988	Lei 7714 de 29/12/88 que revoga os incentivos fiscais do Decreto-Lei 2287 de 23/7/86.

³ Revista Empreendedor, Agosto de 1999. “Os Grandes Apostadores”. Ano 5, nº 58.

1994	Criação do Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes – FMIEE. Instrução CVM 209 de 25/3/94.
1995	Em agosto começou a operar o primeiro Fundo de Investimentos em Empresas Emergentes: Bozano, Simonsen – Advent.
1996	<ul style="list-style-type: none"> • Regulamentação do Mercado de Acesso: Instrução CVM 243 de 1/3/96. • Criação do META – Mercado de Empresas Teleassistidas da Bovespa, em 22/4/96. • Criação da SOMA – Sociedade Operadora do Mercado de Acesso em 25/6/96.

Fonte: Chocce 1997, p.115.

Com relação às empresas de capital de risco existentes atualmente no Brasil, foi possível localizar vinte cinco firmas que praticam a atividade. Embora se acredite ter localizado grande parte das empresas existentes atualmente no País, a obtenção do nome da totalidade delas torna-se difícil, pois não há uma associação dessas empresas, ou um catálogo sobre elas. Assim, descobria-se a respeito dessas empresas por meio de artigos esporádicos em jornal ou por indicações de outras empresas de capital de risco. A lista abaixo inclui tanto empresas de origem brasileira como estrangeira. Deve-se dizer que houve um grande crescimento do número de empresas estrangeiras de capital de risco que abriram escritórios no País recentemente, principalmente empresas norte-americanas, dado que estas vêm buscando uma diversificação internacional para seus investimentos.

- ✧ Bndes Participações S.A.
- ✧ Advent International
- ✧ Intel Capital
- ✧ EVM Empreendimentos S.A.
- ✧ Banco Sul América
- ✧ Companhia Riograndense de Participações
- ✧ Pernambuco S.A.
- ✧ Fundo Private Equity Bozano-Simonsen
- ✧ InternetCo
- ✧ Albion Alliance
- ✧ TMG Capital Partners
- ✧ Bank Boston Private Equity
- ✧ AIG Capital Partners
- ✧ FIR Capital Partners

- Fator Administração de Recursos
- Morgan Stanley Dean Witter
- GP Investimentos
- South Invest
- Latinvest
- CVC Opportunity
- Westsphere do Brasil Ltda.
- Merrill Lynch Private Equity
- Stratus Investimentos Ltda.
- Patrimônio Private Equity
- BLM Venture Capital

3.8. FONTES DE RECURSOS DAS EMPRESAS DE CAPITAL DE RISCO

Nos Estados Unidos, as fontes de recursos que os capitalistas de risco obtêm variam largamente. Como exemplo destas fontes de recursos, têm-se fundos de pensão, corporações, indivíduos e famílias, investidores estrangeiros, companhias de seguro e fundações.

Para o caso brasileiro, segundo Chocce (1997, p.112), as principais fontes de recursos são o BNDES, bancos privados, grupos privados brasileiros, corporações internacionais, empresas mistas e fundos de pensão.

Em outros países, outras formas de obtenção de recursos são utilizadas, variando em função das condições de institucionalização e do grau de desenvolvimento da indústria.

Deve-se dizer que as empresas de origem estrangeira que apresentam escritório no País utilizam-se normalmente dos recursos de seus países de origem, variando em suas composições de acordo com as fontes de recursos disponíveis nesses locais.

3.9. O MODO DE FINANCIAMENTO COMO INFLUENCIADOR NA ESTRATÉGIA DO NEGÓCIO

O modo pelo qual um financiamento é realizado influencia a estratégia do negócio, afetando diretamente tanto o capitalista de risco como o empreendedor. Um exemplo citado por Burrill & Norback (1988, p.6) é o caso de uma empresa que decide abrir seu capital. Esta deverá tentar mostrar crescimento no curto prazo, com resultados positivos trimestrais. Isso pode desafiar a capacidade da empresa de se concentrar em desenvolvimento de produtos no longo prazo. Em contrapartida, uma empresa com capacidade de obter capital privado na forma de participação acionária muitas vezes pode dedicar um tempo maior para o desenvolvimento de projetos de longo prazo.

Com relação a empréstimos, estas são formas apropriadas quando a empresa já se encontra vendendo seus produtos, utilizando-se dos fluxos de caixa para servir sua dívida. Outro ponto importante para a determinação da estrutura ótima da empresa diz respeito ao custo do capital em cada estágio. Quando a empresa se encontra em estágios embrionários, dado seu alto risco, o custo do capital é muito elevado. Certamente, para a pequena empresa arcar com este alto custo do capital, na forma de dívidas, torna-se muito mais difícil do que obter capital na forma acionária (Burrill & Norback 1988, p.7).

3.10. FONTES ALTERNATIVAS DE FINANCIAMENTO VIA PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA

Embora este trabalho não estude formas alternativas de capitalização de empresas emergentes, é importante apenas comentá-las brevemente. Segundo uma pesquisa realizada com o órgão americano *Small Business Administration*, menos de 1% de empresas emergentes americanas são realmente financiadas por capitalistas de risco profissionais (Beltz 1994, p. 27).

Normalmente, uma empresa procura uma ou mais rodadas de financiamento antes de obter o capital de risco propriamente dito. Dessa forma, abaixo segue uma breve discussão de algumas fontes alternativas para capitalização de empresas⁴.

Bootstrapping: Esta estratégia envolve a utilização de capital próprio ou de terceiros, sem necessitar recorrer a investidores formais ou informais. Existe uma série de alternativas para este financiamento, com alguns exemplos a seguir:

1. **Um cliente que arque com os custos de desenvolvimento:** O investidor, a partir da “idéia”, tenta localizar um potencial comprador que possa desejar adquirir o produto/ serviço. Dessa forma, a empresa faz um contrato com o cliente para a aquisição do produto/ serviço por um período predeterminado. A empresa, além de não sofrer o risco de não conseguir vender o produto, obtém um capital para desenvolver sua idéia.
2. **Capitalização com uma outra empresa:** Duas empresas podem desenvolver intercâmbio entre tecnologia e equipamentos. O empreendedor pode, por exemplo, oferecer consultoria num assunto específico de seu domínio, podendo utilizar o laboratório da outra empresa em troca.
3. **Negociar participação acionária em troca de serviços críticos:** Companhias publicitárias, empresas de consultoria, entre outros, podem concordar em prestar um serviço, recebendo participação acionária de 2% ou 3% em vez de dinheiro. Um benefício indireto desta forma de capitalização é que o prestador de serviços se interessará em ver a empresa captadora de recurso bem sucedida.

Business Angels: Estes são executivos abastados, normalmente já aposentados, que desejam investir em empresas emergentes com alto potencial de retorno, ou membros da família do empreendedor que queiram financiar a idéia. A diferença entre os investimentos do capitalista de risco formal e os do *business angel* é que os investimentos do *business*

⁴ Adaptado do texto “Nothing Ventured”, Entrepreneurial Edge Magazine, 5th Anniversary Issue, 1995.

angel tendem a ser de quantias inferiores, contando com empreendimentos, na maioria, de fases iniciais.

Alianças Estratégicas: Se a idéia do produto for apenas uma parte de um produto maior, é possível criar um arranjo com a empresa produtora deste produto maior, em que esta oferece o aporte de capital e, em troca, recebe participação acionária na empresa menor. Em adição, a empresa menor pode se beneficiar de economias de escala da empresa maior e utilizar-se de sua rede de distribuição e de sua equipe administrativa.

As formas de financiamento acima descritas muitas vezes acabam por abrir futuras oportunidades de se obter o capital de risco. Em etapas futuras, a empresa é capaz de refinar seu foco, apresentação, plano de negócios, equipe administrativa, etc, facilitando assim o sucesso do segundo financiamento.

3.11. PROCESSO DE DECISÃO DE INVESTIMENTOS DE EMPRESAS DE CAPITAL DE RISCO – MODELO NORTE-AMERICANO

As empresas pequenas têm poucas oportunidades de obter acesso ao mercado de ações, configurando-se um mercado imperfeito no fornecimento de capital. Esta imperfeição é interpretada como sendo uma incapacidade de investidores externos de avaliarem a qualidade das oportunidades de investimentos, assim como seus riscos. Entra aí o papel do capitalista de risco como sendo um avaliador de projetos, de forma a estimar os potenciais de retorno e risco destas empresas de capital fechado.

Deve-se observar, antes de iniciar a análise do processo de decisão de investimentos de empresas de capital de risco, que esta atividade sofre de deficiências de informação e de problemas relativos ao elevado risco do empreendimento. Há incerteza com relação ao produto e/ou processo novo, capacidade de administração da gerência e condições do mercado que possam afetar o negócio. Em adição, esta negociação apresenta problemas de assimetria de informação, com o empreendedor desfrutando de maior quantidade de informações sobre o empreendimento do que o capitalista de risco (Carleton 1986a, p.66). Dada esta assimetria de informação e alto risco do empreendimento, seu processo de análise torna-se muito penoso.

Assim, nesta etapa de pesquisa, visa-se compreender como se caracteriza o processo de decisão de investimentos de empresas de capital de risco norte-americanas, para se obter um parâmetro de referência para a pesquisa que será realizada para o mercado brasileiro. O processo de seleção e estruturação de investimentos é constituído de seis aspectos, como descrito a seguir, com base em Gardella (1996, pp.19-24):

1. Estratégia de Investimento

O primeiro aspecto a ser considerado é a estratégia de investimento da empresa de capital de risco. A estratégia de investimento da empresa de capital de risco pode ser dividida em quatro principais classificações: o setor, o estágio de desenvolvimento

(concepção, *start-up*, etc), o tamanho do financiamento e a região geográfica do investimento. Dessa forma, a empresa de capital de risco estará procurando por oportunidades de investimento que se enquadrem em suas estratégias de investimento com relação a estes quatro vetores. Vale observar que, com relação ao setor industrial, embora a empresa deva ser focada, esta também deve ser suficientemente flexível para obter vantagens sobre oportunidades que surgem com mudanças no mercado. Assim, por exemplo, vê-se que muitas empresas de capital de risco estão propensas atualmente a investir em empresas de Internet, em virtude das excelentes oportunidades de investimento que estas oferecem.

2. Geração do Deal Flow

O segundo aspecto a ser considerado é o de geração de *deal flow*. Dado que o mercado de capital de risco nos Estados Unidos é extremamente competitivo, as empresas devem despender esforços em políticas de *marketing* a fim de obterem uma vasta seleção de oportunidades de investimentos. Para obter bons projetos, dentre as centenas de propostas existentes, as empresas de capital de risco norte-americanas utilizam-se de referências vindas principalmente de investidores, provedores de serviços profissionais e administradores de empresas. Outras fontes valiosas de projetos são bancos de investimento e comerciais, consultores, corretores de negócios, grupos de desenvolvimento econômico, agências governamentais, advogados e contadores. A vantagem de se obter projetos por meio destas fontes é que estes já passaram por uma análise inicial, poupando um certo esforço inicial por parte do capitalista de risco.

Outra fonte de projetos é a garimpagem direta. Aqui se inclui todo o trabalho de peregrinação do capitalista de risco atrás de bons planos de negócio. Este processo inclui os planos de negócios vindos diretamente para o capitalista de risco, assim como a participação ativa do capitalista de risco em busca de projetos promissores. Assim, o capitalista de risco pode procurar essas empresas em diretórios tecnológicos, ler publicações comerciais, participar de feiras de negócios e conferências de capital de risco,

encontrar representantes de companhias que buscam levantar capital, atuar em clubes de empreendedores e contatar universidades, incubadoras e organizações de pesquisa.

Por último, é muito importante a articulação da empresa para que ela passe a ser conhecida. Os capitalistas de risco precisam necessariamente marcar presença no meio empreendedor, utilizando-se de esforços estratégicos de *marketing*, utilizando brochuras, boletins informativos, artigos em publicações comerciais ou jornais, Internet, entre outros. Pela divulgação da empresa, aumenta-se as chances de obtenção de planos de negócios.

Assim, com os planos de negócios em mãos, o capitalista de risco deve então passar para a fase de análise dos projetos.

3. Análise inicial

O objetivo desta etapa é identificar oportunidades rapidamente, analisando os fatores de risco envolvidos no projeto e o potencial de retorno de forma geral. A finalidade desta etapa é compreender como a proposta se enquadra na estratégia de investimento da empresa. Assim, a análise do plano de negócios compreende observar informações referentes a estágio do projeto, localização do empreendimento, setor industrial (se o setor do projeto se enquadra à estratégia de investimento do capitalista de risco ou se é um investimento oportunista, dadas as condições favoráveis do mercado para um específico empreendimento) e volume de financiamento.

Nesta etapa, além de analisar se o negócio se enquadra na estratégia de investimento da empresa, analisa-se também, em termos gerais, a qualidade da equipe administrativa da empresa, considerando os sucessos nos empreendimentos passados, a habilidade da empresa de crescer rapidamente e de forma sólida dentro do horizonte de investimento e a possibilidade de o projeto oferecer uma saída rentável.

Em empresas de capital de risco com número maior de membros do que apenas um ou dois indivíduos, às vezes faz-se circular um memorando para os demais investidores, descrevendo alguma proposta de projeto que possa parecer mais apropriada. Os investidores discutem então a proposta, analisando seu potencial. Caso acreditem na

potencialidade da proposta, a etapa seguinte será então investigar mais profundamente o projeto (Burrill & Norback 1988, p.29).

4. Due Diligence

Nesta etapa, o capitalista de risco passa a delinear o plano de investigação daqueles negócios que remanesceram após a análise inicial. Nesta etapa, o capitalista de risco primeiramente delinea os principais aspectos a serem examinados, um horizonte de tempo de investigação e a equipe que o auxiliará na investigação. O prazo normal desta etapa varia entre 4 a 12 semanas e tem por objetivo captar os principais fatores de risco do negócio. Esta etapa apresenta várias atividades, assim como abrange diferentes tópicos de investigação, a fim de identificar estes riscos, como segue abaixo.

a) Atividades de investigação

- **Entrevistas com a equipe administrativa:** O capitalista de risco realiza várias visitas à empresa, a fim de entrevistar empregados importantes, assim como observar a empresa como um todo.
- **Referências de clientes:** O objetivo é buscar clientes satisfeitos com o produto ou serviço.
- **Análise de terceiras partes:** Não só o capitalista de risco analisa a empresa, como também se utiliza de consultorias para suplementar seu trabalho com relação à análise de mercado e à análise da tecnologia empregada.

- **Referências Pessoais:** As referências pessoais servem para se examinar o caráter da equipe administrativa fora da empresa propriamente dita.
- **Referências de Vendedores:** Esta análise visa identificar a dependência da empresa com fornecedores-chave. Deve-se identificar a dificuldade de se produzir e garantir a qualidade do produto, assim como as opções de compra com fornecedores alternativos.
- **Feiras de negócios da indústria:** O objetivo desta etapa é identificar líderes de mercado, avaliar a competição nas feiras de negócios, assim como conversar com clientes potenciais.
- **Visitas a clientes:** Analisam-se as virtudes e problemas do produto ou serviço através de entrevistas com clientes.
- **Análise Financeira:** Analisam-se as hipóteses assumidas nas projeções financeiras feitas pelo empreendedor. Numa etapa subsequente, utilizam-se modelos de avaliação de empresas a partir destas projeções, como será visto a seguir.
- **Aspectos legais:** Deve-se estudar eventuais *royalties*, estrutura jurídica da empresa e contingências.

b) Tópicos da Investigação

- **Equipe Administrativa:** Este é o tópico considerado mais importante para o sucesso da empresa. Nesta etapa, visa-se identificar os objetivos da equipe administrativa, quão experientes são os administradores, suas experiências com novos empreendimentos, sucessos e fracassos passados, etc. Busca-se também identificar a cultura da empresa e se é

possível construir um relacionamento produtivo, capaz de agregar valor para ambas as partes.

- **O produto ou serviço:** Este tópico envolve a análise da tecnologia empregada no produto e seu uso proprietário. Analisa-se a funcionalidade do produto, o tempo para ser desenvolvido, assim como as estratégias de *marketing* a empregar. Analisa-se também o capital necessário para desenvolver o produto ou serviço, a fim de ter uma empresa lucrativa.
- **O mercado:** Analisa-se nesta etapa o tamanho do mercado, quem são os clientes, como eles tomam suas decisões de consumo, quem são os competidores, seus pontos positivos e negativos, quais os canais de distribuição utilizados, como a empresa está posicionada no mercado, entre outros. Um importante aspecto a ser analisado aqui é se a empresa apresenta alguma vantagem comparativa em relação aos demais produtos de mercado.
- **Análise financeira:** Quando se trata de uma empresa em estágios iniciais, a análise financeira não é tão relevante, dada a falta de um período considerável com históricos financeiros. Contudo, as empresas de capital de risco preocupam-se mais com projeções de dados financeiros, em vez de se focar no passado. Estas projeções são feitas através da avaliação dos riscos e potenciais de retorno.
- **Timing:** O período possível de saída do investimento é muito importante para o sucesso do empreendimento, dado que capital de risco envolve empreendimentos ilíquidos. É necessário observar tendências futuras para se compreender o direcionamento do desenvolvimento tecnológico, assim como acompanhar a percepção do mercado para o nível da atividade de financiamento privado. Por último, deve-se também observar a avaliação do mercado para empresas de capital aberto do mesmo setor.

- **Considerações adicionais:** Outros fatores devem ser levados em conta para o financiamento, tais como constituição do conselho de administração, empregados existentes na empresa, atuais investidores, assim como outros investidores também interessados no negócio. Deve-se ainda considerar o potencial de diluição da participação acionária devido a futuros financiamento em etapas subsequentes de desenvolvimento da empresa.

No quadro 3 segue um exemplo do que viria a ser uma clássica “negociação ideal”. Embora não se possa generalizar a empresa ideal, existe um estereótipo de empresa almejada por capitalistas de risco nos Estados Unidos. Não se pode esquecer que este é apenas um estereótipo e, embora muitas pessoas generalizem a empresa ideal, esta pode variar amplamente.

Quadro III: Características do “negócio ideal” pela perspectiva do investidor
<p>Missão</p> <p>Construir uma empresa muito lucrativa e líder no setor.</p> <p>Lançar-se publicamente ou fundir-se, entre quatro a sete anos, a um múltiplo preço/lucro elevado.</p>
<p>Equipe Administrativa Completa</p> <p>Liderada por um “superstar” do setor.</p> <p>Possuir experiência empreendedora e em administração geral.</p> <p>Apresentar uma pessoa-chave para administrar a tecnologia.</p> <p>Possuir habilidades compatíveis e complementares.</p> <p>Apresentar comprometimento com o empreendimento e imaginação não usual.</p> <p>Possuírem reputação de serem pessoas muito íntegras.</p>
<p>Produto Proprietário</p> <p>Apresenta vantagem competitiva.</p> <p>Apresenta produto ou serviço com alto valor adicionado.</p> <p>Apresenta ou pode apresentar contrato exclusivo ou direitos legais.</p>
<p>Mercado crescendo rapidamente</p> <p>Acomodará entrantes no total de US\$50 milhões nos próximos 5 anos.</p> <p>Apresenta vendas correntemente a US\$100 milhões ou mais, crescendo 25% ao ano.</p> <p>Não apresenta algum grande competidor no momento.</p> <p>Apresenta clientes e canais de distribuição claramente identificados.</p> <p>Possui ou tem potencial para apresentar dados financeiros tais como:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Margem bruta de 40% a 50% ou mais - Lucro após imposto maior ou igual a 10% - Consegue obter fluxo de caixa positivo e <i>breakeven</i> num curto espaço de tempo
<p>Avaliação do Negócio</p> <p>O aporte de capital necessário é de bom tamanho, ou seja, varia entre US\$1 a US\$10 milhões.</p> <p>É capaz de retornar, num período de 5 anos, 10 vezes o investimento original, a uma razão de preço/lucro de 15 vezes ou mais.</p> <p>Tem possibilidade de futuros financiamentos a um <i>markup</i> substancial.</p> <p>Apresenta direitos de antidiluição e de subscrição de IPO.</p>

Fonte: Adaptado de J. A. Timmons et al., *New Venture Creation*, 1990, p. 428.

5. Avaliação do Empreendimento

Todos os aspectos analisados anteriormente visavam oferecer uma idéia do risco do negócio, assim como seu potencial de retorno, devendo então ser considerados na fase de avaliação do negócio. Vale observar que não se torna muito fácil quantificar essas variáveis, o que constitui um trabalho árduo para o capitalista de risco.

Segundo Gardella (1996, p.22), diferentes métodos de avaliação podem ser utilizados para se precificar o negócio, tais como desconto sobre ações de capital aberto (*public stock discount*), taxa mínima de retorno requerida sem o componente de valor no tempo (*rate of return hurdles without a time-value component*), objetivos de caixa (*cash-on-cash objectives*) e participação requerida para se fazer um investimento (*required ownership to make an investment*). Contudo, descreveremos aqui os dois modelos de precificação mais utilizados, como segue a seguir:

- *Empresas comparáveis*

Este método de avaliação estima múltiplos para uma empresa por meio de firmas comparáveis. O múltiplo é um número que, ao ser multiplicado por alguma variável da empresa, proporciona o seu preço⁵. Exemplos de variáveis utilizadas para a precificação são lucro, fluxo de caixa, vendas e dividendos. Assim, analisa-se a relação do preço com alguma determinada variável em empresas comparáveis, e pressupõe-se que essa razão será a mesma na empresa a ser precificada. A grande vantagem dessa metodologia de precificação está na simplicidade e facilidade de uso (Damodaran 1996, p. 14).

Por outro lado, a grande dificuldade é exatamente definir o que vem a ser uma empresa comparável. Deve-se observar todas as variáveis capazes de influir no múltiplo, contudo este controle não é fácil. Podem-se utilizar múltiplos comparáveis por simples

⁵ Por exemplo, o preço de uma empresa, com múltiplo de 10 para vendas, e vendas de \$100, será de \$1.000 (=10 x 100).

médias da indústria, assim como por modelos de regressão multivariada em que variáveis relevantes podem ser identificadas e controladas (Damodaram 1996, p.14).

Este método é utilizado quando se tem várias empresas comparáveis sendo negociadas no mercado financeiro. Os múltiplos mais utilizados normalmente são preço/lucro e preço/valor contábil, havendo ainda outros múltiplos, tais como preço/fluxo de caixa, preço/dividendos, entre outros.

Vale observar que este modelo esbarra no problema de o mercado estar eventualmente sobrevalorizando ou subavaliando empresas similares, trazendo este viés para a estimação dos múltiplos da empresa (Damodaram 1996, p.14). Outro problema desta metodologia é o potencial de viés devido a valores extremados, caso se tire uma média aritmética simples dos múltiplos. Abaixo segue um exemplo em que se pode ver esta questão:

QUADRO IV: Exemplo de Avaliação por Empresas Comparáveis	
Firma	Razão Preço/ Lucro
Adobe Systems	23.2
Autodesk	20.4
Broderbund	32.8
Computer Associates	18.0
Lotus Development	24.1
Microsoft	27.4
Novell	30.0
Oracle	37.8
Software Publishing	10.6
System Software	15.7
Razão preço/lucro média	24.0

Fonte: Domadaran 1996, p.15.

Calculando uma média aritmética simples dos múltiplos acima, obteve-se uma média de 24 para a razão preço/lucro. Caso se retire da lista, por exemplo, as empresas Broderbund e Oracle, a média passa para 21. Dessa forma, pode-se ver que estes múltiplos podem variar muito em função das empresas incluídas na análise (Damodaram 1996, p.15).

Vale observar que as receitas são as variáveis mais relevantes para empresas em fases iniciais, enquanto a lucratividade é mais significativa para empresas em estágios mais avançados.

- *Cenários Múltiplos*

Desenvolvem-se expectativas de possíveis valores baseados em três possíveis resultados: o resultado esperado, otimista e pessimista, variando-se a taxa de crescimento da empresa, assim como a expectativa de lucratividade.

Abaixo segue um exemplo deste modelo:

Quadro V: Exemplo de Avaliação por Cenários Múltiplos			
	Esperado	Otimista	Pessimista
<i>Probabilidade</i>	<i>55%</i>	<i>10%</i>	<i>35%</i>
Receita no ano 5 (milhões)	\$20	\$50	\$10
Lucro líquido	8%	15%	3%
P/L na saída	15	20	10
Avaliação da empresa na saída (milhões)	\$24	\$150	\$3
Avaliação combinada da empresa na saída		\$29.3	
TIR requerida		40%	
Horizonte do investimento		5 anos	
Avaliação corrente (milhões)		\$5.4	

Fonte: Adaptado de Gardella 1996, p.22.

Segundo este método de análise, variou-se a receita e a lucratividade da empresa em função das probabilidades associadas aos cenários esperado, otimista e pessimista. De acordo com essas medidas, calculou-se o múltiplo preço/ lucro na saída do investimento e, enfim, o valor da empresa na saída. Em função dos riscos do investimento avaliado durante a fase de investigação da empresa, sabe-se a taxa interna de retorno requerida para o projeto, devendo-se então calcular o valor presente deste investimento. Por último, calcula-se o financiamento necessário à empresa e, então, o compara com a avaliação corrente encontrada. Pode-se assim julgar se este é ou não um bom investimento.

Vale observar que esta avaliação é apenas inicial, devendo-se ainda compará-la com múltiplos de empresas do mesmo setor, com o nível de competitividade da indústria, entre outros. Muitas vezes esta análise precisa considerar também expectativas sobre financiamentos adicionais, capazes de gerar diluição sobre o investimento inicial.

Por fim, não se pode esquecer nesta etapa de avaliação do empreendimento que, embora capitalistas de risco tentem prever o risco e o retorno dos novos empreendimentos utilizando modelos matemáticos e probabilísticos, por se tratar de um empreendimento sem grande histórico, qualquer predição torna-se muito difícil. Assim, cabe ao capitalista de risco avaliar um conjunto de variáveis e utilizar-se, além de aparatos matemáticos, de seus sentimentos no processo de avaliação (Brophy 1992, p.61).

6. Estrutura do Investimento

Esta etapa ocorre num estágio mais adiantado do processo, quando se analisa a forma de financiamento, os montantes e um resumo dos termos desejados por cada parte. Estes itens são passados para um documento denominado **carta de intenção** (*term sheet*), que é um resumo geral da negociação.

Vale observar que tanto o empreendedor como o capitalista de risco apresentam preocupações distintas com relação ao investimento. Por parte do empreendedor, ele pode eventualmente temer a perda da liderança da empresa pela diluição da participação acionária. Por outro lado, ele espera que o capitalista de risco seja um conselheiro, agregando valor à empresa, sendo um membro ativo no conselho de administração. O empreendedor espera ainda que o capitalista de risco o auxilie no desenvolvimento da equipe de administração da empresa, além de que o auxilie no desenvolvimento de relacionamentos estratégicos para a empresa.

Do lado do capitalista de risco, por outro lado, procura ele obter uma estrutura de investimento suficientemente flexível para que a empresa esteja sempre apta a obter vantagens devido a alterações das condições de mercado. Da mesma forma que o empreendedor, ele anseia por obter um relacionamento produtivo na empresa, conseguindo

minimizar riscos e maximizar o potencial de retorno sobre o negócio. Almeja ainda uma posição no conselho de administração da empresa, a fim de obter influência estratégica sobre o negócio.

Vale observar que um fator essencial para o sucesso do investimento é buscar sempre estruturá-lo de forma flexível, para que a empresa consiga acompanhar as mudanças de seu setor.

Por fim, a última etapa envolve um acordo definitivo com a assinatura dos contratos. Esta etapa difere largamente entre países e mesmo dentro de um país. Segundo Burrill & Norback (1988, p.31), por exemplo, pode-se notar que a costa leste dos Estados Unidos mostra-se mais formal, em relação a contratos de capital de risco, do que a costa oeste. Vale observar que, em muitos contratos, inclui-se um plano de saída para o capitalista de risco liquidar o empreendimento. A partir desta etapa, o empreendedor recebe seu financiamento e o negócio é desenvolvido.

4. O PROBLEMA DE PESQUISA

O mercado de capital de risco começou a se desenvolver no Brasil de forma mais intensa nos últimos anos, com várias empresas e fundos de instituições financeiras surgindo no mercado. Embora já houvesse algumas empresas de capital de risco operando no País anteriormente, seu número era inexpressivo e suas operações desconhecidas do público em geral.

Com o surgimento da atividade de capital de risco, é necessário compreender melhor suas operações estratégicas e seus mecanismos de funcionamento. Ao dar início ao estudo do assunto, percebe-se o mar de incertezas que se acaba por encontrar. Como exemplo do grau de desconhecimento sobre o assunto, pouco se estudou sobre as fontes de recursos dessas empresas, seus setores estratégicos de atuação e as dificuldades enfrentadas por elas.

Este trabalho, em contrapartida, focar-se-á numa questão específica a respeito destas empresas: deseja-se saber como estas empresas de capital de risco analisam os investimentos em potencial. Sabe-se que as empresas de capital de risco recebem várias propostas de financiamento. Dentre estas várias propostas, porém, algumas ou talvez apenas uma será a eleita para receber o aporte financeiro. E quais são as etapas do processo de seleção destes projetos? Ou ainda, dado o grau de incerteza sobre o assunto, será que existem etapas formais e estruturadas de seleção de projetos? Talvez o processo seja muito pouco estruturado, envolvendo muito mais uma questão de *feeling* do investidor do que procedimentos e etapas formais pré-estabelecidas.

Durante a revisão bibliográfica sobre o assunto, percebeu-se que este processo, nos Estados Unidos, mostrou-se bem estruturado, com etapas e procedimentos formais de investigação e avaliação de projetos. Não se pode inferir daí que o processo de análise americano seja o mesmo que o processo de análise brasileiro. Dado o caráter embrionário das empresas de capital de risco brasileiras, acredita-se *a priori* que este processo seja menos estruturado do que o americano, uma vez que os próprios empreendedores talvez não saibam ainda nem como apresentar suas idéias aos investidores, forçando as empresas de capital de risco a ser mais flexíveis em suas seleções.

Dessa forma, este trabalho levanta como problema o total desconhecimento do processo de seleção de projetos das empresas de capital de risco brasileiras. Passando-se a ter uma primeira visão deste processo, espera-se auxiliar tanto empreendedores como a academia a melhor compreender as atividades destas empresas emergentes em nossa economia.

5. A PESQUISA

5.1. Objetivos

O objetivo central deste trabalho é compreender o processo de decisão de investimentos de empresas de capital de risco no Brasil. Embora o processo de seleção de projetos já seja de certa forma bem conhecido em outros países, dado o caráter embrionário desta atividade no Brasil, pouco se conhece aqui sobre o assunto. Visa-se, assim, avaliar se este processo de seleção de investimento é disciplinado e sistematizado e, caso seja, deseja-se saber de que forma se dá essa sistematização.

Ainda dentro do objetivo central do estudo, busca-se saber se este procedimento de seleção de investimentos envolve uma análise mais qualitativa, ou seja, se a análise envolve etapas subjetivas de avaliação do produto, do mercado, da equipe administrativa, e outros, ou se a análise está mais relacionada a etapas de quantificação de riscos e retornos potenciais. Uma possível resposta a esta questão, por exemplo, é que as empresas de capital de risco se utilizam tanto de etapas qualitativas de avaliação, como de etapas quantitativas em igual intensidade.

Como objetivo secundário, visa-se apontar as diferenças entre os processos de decisão dos capitalistas de risco que atuam no Brasil em comparação aos que atuam nos Estados Unidos. Dado que se conhecem as etapas do processo de decisão americano, onde este mercado mais se desenvolveu no mundo, pode-se traçar um paralelo entre o modo brasileiro de seleção de investimentos *vis-à-vis* o modo americano.

Por último, caso se observe que todas as empresas se utilizam de procedimentos sistematizados semelhantes, poder-se-á fazer um primeiro esboço de um modelo estrutural dessas etapas. Em contrapartida, caso se observe que houve grande divergência entre as empresas analisadas com relação a esta sistematização, não será possível fazer este primeiro esboço, apenas podendo-se apresentar os diversos modos de análise de projetos no Brasil.

5.2. Pressupostos e Questões de Pesquisa

Para responder à pergunta central do trabalho, ou seja, como é o processo de decisão de investimentos de empresas de capital de risco no Brasil, o trabalho utiliza-se de um pressuposto central: o processo de decisão de empresas de capital de risco que atuam no Brasil é igual ao modelo americano. Tendo em vista que o processo americano de avaliação de empreendimentos apresenta procedimentos formais e estruturados, como mostrou a revisão bibliográfica sobre o assunto, o trabalho assume *a priori* que o modelo brasileiro é igual ao americano. Dessa forma, o trabalho poderá tanto gerar indicações de que este pressuposto se verifica, ou seja, que as empresas de capital de risco brasileiras utilizam-se de procedimentos formais iguais aos das empresas de capital de risco americanas, assim como poderá observar que os procedimentos brasileiros apresentam divergências. Caso se detectem divergências, objetiva-se então saber quais são essas divergências.

Abaixo seguem as questões de pesquisa.

1. O processo de decisão de investimentos apresenta procedimentos formais, estruturados e disciplinados? Caso presente, quais as etapas do processo de decisão de investimentos de empresas de capital de risco?
2. Em que medida o processo de decisão de investimentos envolve medidas qualitativas *versus* quantitativas?
3. Existem diferenças entre os processos brasileiro e americano de decisão de investimentos? Quais são estas diferenças?

5.3. Metodologia de Pesquisa

Este trabalho se caracteriza por um estudo de multicasos, uma vez que se analisou como capitalistas de risco de diferentes empresas tomam suas decisões de investimento. O tipo de pesquisa foi exploratório, dado que não se tem nenhuma informação ou conhecimento prévio das etapas de seleção de projetos de empresas de capital de risco no Brasil. Embora se conheça o processo de decisão de empresas americanas, nada garante que as empresas de capital de risco que atuam no Brasil se utilizem de um processo análogo. Dessa forma, um estudo de caráter exploratório poderá indicar como é feita a seleção de projetos, oferecendo uma primeira visão sobre o assunto.

Segundo Martins (1994, p.30), “*a pesquisa exploratória trata de abordagem adotada para a busca de maiores informações sobre determinado assunto. Possui um planejamento flexível, e é indicada quando se tem pouco conhecimento do assunto. Tem a finalidade de formular problemas e hipóteses para estudos posteriores*”.

Os dados que foram utilizados neste trabalho originaram-se de fontes primárias, obtidos por entrevistas com executivos de empresas de capital de risco que atuam no Brasil. Segundo Mattar (1994), dado o caráter exploratório da pesquisa, “essas entrevistas caracterizam-se pela informalidade e pouca estruturação”. Foi o que ocorreu nesta pesquisa. As perguntas foram bem abrangentes, devido à falta de informação prévia a respeito do tema em análise.

Vale observar que a entrevista se desenvolveu de modo não estruturado, não disfarçado, por expor os propósitos do estudo de modo claro aos respondentes, e sem uma estruturação predefinida das perguntas e respostas (Mattar, 1994a). Assim, teve-se flexibilidade em como perguntar e no grau do questionamento. As entrevistas foram desenvolvidas em profundidade, pessoalmente, indo o entrevistador-pesquisador à empresa de capital de risco.

Com relação à população de estudo, tratou-se de empresas que realizam a atividade de capital de risco. Dentro desse universo encontram-se tanto instituições não financeiras de capital de risco, como instituições financeiras com fundos de *private equity* que praticam a atividade de capital de risco. Assim, o universo de análise foi o de qualquer empresa que

praticava a atividade de capital de risco, independentemente de ser ou não uma instituição financeira.

Com relação à amostragem, participaram da amostra apenas os capitalistas de risco que se dispuseram a participar da entrevista, tendo havido, assim, um processo de seleção não probabilístico. A amostra foi constituída de personalidades de participação estratégica nas empresas de capital de risco, que participam do processo de tomada de decisão de investimentos, podendo ser presidentes, diretores ou gerentes das empresas.

5.4. Instrumento de Pesquisa

Como dito anteriormente, o instrumento de pesquisa foi entrevista não estruturada, não disfarçada com capitalistas de risco. Abaixo segue a questão central que foi levantada na entrevista, havendo também tópicos que foram mencionados, caso o entrevistado não os tivesse mencionado anteriormente. Esses tópicos podem ser vistos no relatório de entrevistas, que se encontra por completo no anexo 1.

Questão central: Descreva o processo de análise de projetos de investimento e suas fases, desde o recebimento da proposta inicial até a decisão final de se investir numa determinada empresa.

Vale observar que o objetivo final da entrevista era conseguir trazer dela um “esquema geral” do processo de decisão de investimentos da empresa, com suas devidas etapas.

5.5. Limitações do Estudo

Visto que este estudo se baseia em entrevistas com capitalistas de risco, a validade dos resultados encontrados depende da honestidade nas respostas dos entrevistados. Em adição, por se tratar de uma entrevista não estruturada, alguns pontos do processo de decisão podem não ser mencionados pelo entrevistado devido a eventuais esquecimentos. Dessa forma, embora se consiga obter uma visão geral do processo de decisão de investimentos das empresas de capital de risco, alguns pontos são sujeitos a eventualmente não ser mencionados.

Deve-se ainda observar que este trabalho traça uma comparação sobre o processo de decisão de investimentos entre a literatura norte-americana e as entrevistas de capitalistas de risco brasileiros. Assim, deve-se estar ciente de que esta comparação entre Estados Unidos e Brasil é feita a partir de dois instrumentos de pesquisa diferenciados.

Por último, o estudo labora sobre uma amostra não probabilística, não se podendo, assim, generalizar qualquer resultado obtido neste trabalho.

6. SOBRE AS ENTREVISTAS

O trabalho baseou-se numa amostra de dez empresas de capital de risco que atuam no País. Embora exista um número maior de empresas praticando a atividade atualmente, em virtude da necessidade de se utilizar uma amostra formada por executivos que assumam altos cargos administrativos, muitas vezes tornou-se difícil agendar as entrevistas com eles. Outro limitador para obtenção de uma amostra mais ampla de entrevistados foi a sua localização. Muitas empresas não se localizam em São Paulo, havendo muitas delas no Rio de Janeiro, Recife, Minas Gerais, Rio Grande do Sul e outros locais. Assim, apenas se incluíram na população aquelas empresas localizadas na cidade de São Paulo. Por fim, um terceiro fator limitante da amostra é o desconhecimento de todas as empresas de capital de risco que atuam no país. Não há uma associação nacional das empresas de capital de risco no Brasil nem algum catálogo que as refira. Assim, as que constituíram objeto de estudo foram descobertas em artigos esporádicos do jornal Gazeta Mercantil, ou por indicações de outras empresas de capital de risco. Sabe-se que, com a falta desse catálogo, não foi possível localizar todas as empresas que atuam no País, principalmente pelo fato de algumas trabalharem de forma discreta, evitando ver seu nome divulgado na imprensa.

Assim, de vinte e cinco empresas de capital de risco que foram localizadas, dez foram entrevistadas. Embora este número não represente a totalidade da população de empresas de capital de risco, acredita-se que a importância do resultado não tenha sido prejudicada. Pôde-se perceber uma convergência com relação às respostas obtidas, com cada entrevista adicional oferecendo marginalmente um menor número de informações novas. As últimas entrevistas pouco agregavam à pesquisa, percebendo-se que, se houvesse um número maior de entrevistas, em muito pouco estas agregariam informações relevantes.

Por fim, abaixo segue a lista das empresas entrevistadas. Deve-se dizer que, no anexo 2 do trabalho, há uma descrição de cada empresa individualmente. Caso o leitor venha a se interessar, poderá encontrar nesse anexo um breve histórico dessas empresas, o setor de investimento de cada uma, volumes de capital disponível, entre outras informações.

Empresa⁶	Entrevistado	Cargo
Advent International	Patrice Etlin	Sócio
Banco Sul América	Helektra Karnakis	Gerente do Private Equity
BLM Venture Capital	Felipe Brando	Diretor
EVM Empreendimentos S.A.	Darryl Stuart Kirsh	Sócio
Intel Capital	Carlos Kokron	Diretor de Investimentos Estratégicos para a América Latina
Morgan Stanley Dean Witter	Marcelo di Lorenzo	Vice Presidente
Não permitiu a identificação (trata-se de uma grande seguradora)	Não permitiu a identificação	Superintendente de Investimentos
Stratus Investimentos Ltda.	Fernando Borges	Diretor de Investimentos
TMG Participações	Eduardo A. Buarque de Almeida	Sócio
Westsphere do Brasil Ltda.	Paulo Chueri	Sócio

As entrevistas ocorreram no período de dezembro de 1999 a janeiro de 2000. Todos os entrevistados mostraram-se muito interessados em relação ao estudo e muito abertos para responder ao que se perguntava, sem qualquer objeção. As entrevistas eram sempre agendadas com aproximadamente uma semana de antecedência, dependendo da disponibilidade de tempo dos executivos. As entrevistas foram todas feitas em conjunto com Alexandre C. Lintz, mestrando da FEA/USP, e que também realiza uma dissertação sobre a atividade de capital de risco. Como ambas as pesquisas envolvem entrevistas com capitalistas de risco, optou-se por fazê-las de forma conjunta, pois o trabalho de localizar, contatar e conseguir agendar um horário conveniente seria muito reduzido.

Vale dizer que o fato de cada um poder participar das entrevistas do outro foi muito benéfico à pesquisa, pois informações relevantes a uma pesquisa, mesmo que estas apresentem propósitos bem distintos, poderiam eventualmente vir a ser também interessantes à pesquisa do outro.

⁶ Vide apêndice 2 para obter maiores informações sobre as empresas participantes da amostra, tais como seus históricos, setores de investimento, países de origem, entre outras informações relevantes.

As entrevistas conjuntas tinham uma duração média de uma hora e meia, tendo cada uma duração média de quarenta minutos. Nos dez minutos finais, faziam-se perguntas com a finalidade de obter informações genéricas sobre as empresas, de interesse de ambos pesquisadores.

Optou-se neste trabalho por não relacionar os entrevistados às suas respostas. Na seção análise dos resultados, as empresas respondentes foram identificadas por letras do alfabeto, atribuindo-se essas letras às empresas por meio de um critério que não será aqui divulgado. O objetivo, assim, é priorizar as respostas, e não as suas proveniências.

Deve-se ainda acrescentar que todos os entrevistados mostraram-se muito atenciosos, seguros de suas respostas e satisfeitos por participar da pesquisa.

7. ANÁLISE DOS RESULTADOS

7.1. EMPRESAS SEM PROCESSOS ESTRUTURADOS DE DECISÃO DE INVESTIMENTOS

Das dez empresas entrevistadas, apenas uma mostrou um processo de decisão de investimentos não estruturado. Ao se perguntar pelas etapas de decisão de projetos, a empresa mostrou-se confusa, com muita dificuldade em descrever o projeto em etapas. Os tópicos de investigação mostraram-se demasiadamente simplificados, restringindo-se à análise do empreendedor e do mercado.

Quanto à utilização de métodos quantitativos, enquanto as outras nove citaram a utilização de múltiplos de empresas comparáveis, método muito utilizado também por empresas de capital de risco americanas, esta apenas se utiliza de fluxo de caixa descontado. Deve-se dizer que algumas das outras nove empresas criticaram a utilização de fluxo de caixa descontado, como se verá mais adiante.

A empresa nada citou sobre as etapas do processo de decisão, tais como a análise preliminar, as variáveis críticas desta fase, o *due diligence* ou a realização de uma carta de intenções. Apenas apontou a relevância de ter uma boa equipe de administração, assim como a percepção, ou *feeling*, na estruturação de um projeto.

Quando perguntado sobre a taxa interna de retorno esperada para o projeto, o entrevistado disse que esta varia de 70% a 80%, sem saber se em dólares ou reais. Deve-se colocar aqui que nenhum outro entrevistado tinha mencionado taxas tão elevadas até então.

Segundo o entrevistado, qualquer proposta recebida na empresa passa por um analista, que investigará a proposta, fazendo uma análise de mercado. Contudo, além de uma análise de currículo, de mercado e do *feeling* da empresa para decidir sobre projetos de investimento, nada mais foi citado que permita perceber conhecimento de análise de projetos da área.

Contudo, algumas observações importantes sobre esta entrevista devem ser feitas. Primeiramente, deve-se questionar o próprio entrevistado como pessoa que realmente influa

na análise dos projetos dentro da firma. Embora seu cargo dentro da empresa seja elevado, e quando perguntado se participa do processo de decisão tenha respondido afirmativamente, talvez não fosse a pessoa mais adequada para ser entrevistada. Outra possibilidade é que realmente a empresa não apresente procedimentos estruturados de análise de projetos.

Uma observação importante é que esta empresa é muito nova e talvez ainda não tenha realmente analisado muitos projetos até o momento. Assim, a inexperiência na atividade pode explicar o desconhecimento de fases de avaliação de projetos.

7.2. EMPRESAS COM PROCESSOS ESTRUTURADOS DE DECISÃO DE INVESTIMENTOS

Nove empresas das dez entrevistadas mostravam processos de decisão de investimentos estruturados e muito semelhantes entre si. Dadas suas semelhanças, far-se-á uma descrição geral de como é feito o processo de decisão de investimentos.

Existem sutis diferenças nas etapas de decisão de uma empresa para outra, mas o formato geral é bem semelhante. Faz-se, assim, uma descrição conjunta destas empresas, com base num molde comum percebido e, no final, apontam-se as diferenças encontradas entre elas.

A descrição do processo será desmembrada em itens, para facilitar o entendimento.

7.2.1. AS ETAPAS DE AVALIAÇÃO DE PROJETOS

7.2.1.1. ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTO

De forma análoga às empresas norte-americanas, as empresas de capital de risco brasileiras entrevistadas também estruturam seus investimentos seguindo uma estratégia de investimento que depende de seus objetivos gerais, de acordo com as mesmas quatro categorizações: o setor industrial, o estágio de desenvolvimento da empresa, o tamanho do aporte de capital e a região geográfica.

Deve-se apenas fazer uma ressalva com relação à região geográfica. Apenas duas empresas, das nove, mostraram restrições quanto à região para investimentos dentro do território brasileiro. Com relação a essas duas, uma delas disse analisar empresas que apenas estejam localizadas no eixo Rio de Janeiro–São Paulo, e a outra comentou preferir as empresas da Região Sul e Sudeste do País.

Deve-se observar também que o aporte de capital às empresas variou bastante, com uma empresa analisando investimentos desde US\$200mil, enquanto outras investem até US\$50 milhões, seguindo assim o padrão diversificado da indústria nos Estados Unidos.

Com relação ao estágio de desenvolvimento das empresas financiadas, pôde-se encontrar investimentos desde *start-ups* até *turnarounds*. O único estágio não encontrado foi o *Leverage Buy Out* (LBO), porém não se sabe se ele inexistente no País ou se apenas não havia na amostra nenhuma empresa que investisse em empresas deste estágio.

Por fim, com relação aos setores dos investimentos, enquanto quatro empresas apresentavam setores bem específicos para fazer investimentos, as outras mostravam-se mais flexíveis, exigindo apenas que o setor mostre potencial de crescimento.

7.2.1.2. GERAÇÃO DE *DEAL FLOW*

Os nove entrevistados comentaram que existem duas maneiras de receber oportunidades de negócios no Brasil. A primeira maneira é a proativa, ou seja, ao conhecer os setores de interesse, analisam-se os *players* daquele setor, considera-se a possibilidade de a empresa vir a carecer capital, e faz-se contato com ela. Contudo, segundo a empresa I,

“A grande maioria das empresas no Brasil não está preparada para receber as empresas de capital de risco. Depara-se com empresas sem planos de negócios, que nunca ouviram falar o que vem a ser capital de risco”.

De forma análoga, a empresa E cita que muitas empresas pensam que se trata de um empréstimo, suspeitando muito dessa aproximação do capitalista de risco. Vale dizer que a maioria das empresas citou ter um perfil bastante proativo, procurando as oportunidades e não apenas esperando que elas venham até o investidor.

A segunda maneira de obtenção de projetos é passiva. Dentro desta categoria, há duas formas de recebimentos de projetos. A primeira forma é por contato direto da empresa. Assim, recebem-se e-mails, FAX, telefonemas, correio normal, etc, com o controlador ou dono da empresa contatando a empresa de capital de risco. Vale dizer que, segundo a empresa C, por já terem uma certa visibilidade na imprensa especializada, já fazerem palestras e conferências, conseguem um fluxo de empresários que acabam por procurá-los de forma oportunística.

A segunda forma passiva dá-se por intermediários, o que constitui grande fonte de propostas. Entre as fontes intermediárias, incluem-se grandes bancos de investimento, que já preparam os números e dados sobre a empresa a ser apresentada. Segundo a empresa I, *“...eles já trazem o livro deles”.*

Outro intermediário comum é uma pessoa física, que faz somente a introdução do empresário ao capitalista de risco, servindo como ponte entre ambos. De acordo com a empresa I, *“...muitas vezes este indivíduo traz algumas projeções sobre a empresa, mas estas informações são bem superficiais, ou, até mesmo, pode-se dizer que fracas”.* Segundo

a empresa C, os capitalistas de risco podem ainda ser procurados por firmas de consultoria, advocacia, auditoria, entre outros.

Algumas destas empresas contam também com uma boa cobertura regional no Brasil, feita por indivíduos com grande trânsito no meio empresarial de sua área de atuação, sendo em geral pessoas mais amadurecidas, empresários bem sucedidos e que atuam como uma espécie de identificadores de oportunidades. São os *finders*, que só são remunerados no caso de sucesso, ou seja, terão seus ganhos se o investimento realmente ocorrer, como uma espécie de *business brokers*.

7.2.1.3. PRIMEIRO CONTATO

Um ponto muito discutido com os entrevistados diz respeito ao primeiro contato com as empresas de capital de risco. Segundo a empresa A, enquanto nos Estados Unidos qualquer estudante de graduação já sabe o que vem a ser um plano de negócios, no Brasil a primeira versão do plano de negócios não existe e, quando existe, encontram-se números totalmente absurdos. Um exemplo de plano de negócios comentado pela empresa é o de se ler que “...no final de cinco anos a empresa deterá mais de US\$5 bi, com margem de 85% sobre o faturamento”. Além disso, muitas vezes, quando a empresa requer um plano de negócios do empresário, manda-se o cadastro no lugar.

Dessa forma, quando a empresa começou a atuar no País, há cinco anos, decidiu-se que, caso se gostasse da idéia, a sua própria empresa passaria a fazer o plano de negócios para o empresário. Segundo esta, a grande vantagem da própria empresa de capital de risco vir a fazer os planos de negócios é que com isto se evita um leilão entre fundos, ganhando propriedade de uso sobre ele.

Vale dizer que, segundo a empresa A, conforme a carteira de investimentos de sua empresa vem se consolidando no País, torna-se cada vez mais difícil para eles elaborar um plano de negócios em decorrência da falta de tempo. Assim, há preferência por empresas que apresentam planos de negócios já estruturados.

Segundo a empresa C, mesmo que a empresa já elabore um plano de negócios, este muitas vezes é muito superficial. Assim, se a empresa não tem sofisticação no plano de negócios, a empresa C auxiliará o empreendedor a fazer um plano condizente.

Por outro lado, há empresas que não aceitam receber propostas sem a formalização apropriada. Segundo a empresa E, os empresários ligam e dizem: “*Olha, tenho uma idéia e quero falar com você*”. Mas a empresa não atende a esses casos. Vale dizer que, segundo a empresa E, ainda vai demorar alguns anos para se ver, no País, uma apresentação inicial mais profissionalizada.

Das nove empresas entrevistadas que apresentavam processos de avaliação de empresas estruturados, seis disseram que trabalham com a empresa para estruturar um plano de negócios, enquanto duas disseram que exigem do empreendedor um plano de negócios já desenvolvido.

7.2.1.4. ANÁLISE PRELIMINAR

A partir do recebimento de uma proposta, há uma análise preliminar que, segundo algumas empresas de capital de risco, leva aproximadamente uma semana de análise. Para esta análise preliminar, as informações são obtidas, na maioria das vezes, apenas com a equipe de administração, em conversas com duas ou três pessoas do mercado, e com alguma leitura a respeito da empresa. Mas disseram ser essa uma análise bem rápida e superficial.

Nesta fase inicial da análise de um projeto, diferentes entrevistados citaram diferentes tópicos a serem analisados. Dessa forma, serão descritos de forma conjunta todos os tópicos de análise citados, mas deve-se saber que aqui está se descrevendo uma combinação de diferentes pontos abordados por diferentes entrevistados, tendo cada um citado em torno de três a cinco tópicos quando perguntado sobre esta fase inicial.

- **Setor da atuação da empresa**

Cada empresa apresentava setores-chave para realizar investimentos. Contudo, cabe apresentar duas observações interessantes de dois entrevistados, para melhor compreender o que as empresas de capital de risco desejam de um setor.

Segundo a empresa I, um capitalista de risco não gosta de *commodities* ou indústrias cíclicas, tais com construção civil. A palavra-chave de um setor a ser escolhido por uma empresa de capital de risco é potencial para **crecimento**.

Outro comentário interessante foi que qualquer setor pode vir a ser interessante, desde que ofereça aqui, no Brasil, poder competitivo, se comparado com outros países.

- **O produto ou serviço**

Sobre o produto ou serviço, quer-se saber o que a empresa oferece, ou seja, qual o diferencial de produtos e serviços que a empresa possa ter, o que ela oferece em especial a seu cliente. Assim, quer-se saber se há um reconhecimento, no mercado, de ser esta uma boa marca. Pergunta-se: *“É algo que vende? Depende de uma tecnologia muito sofisticada, que não se pode comprar?”*.

Um entrevistado fez um comentário interessante com relação à criação de um produto de base tecnológica. Quando da análise de um investimento, importa sempre perguntar se, ao lançar o produto, este pode imediatamente ser copiado ou se demorará uns seis ou nove meses para tal. Segundo o entrevistado, caso o produto só possa ser copiado após seis ou nove meses, atualmente isto significa uma vida.

- **Posicionamento da empresa dentro do setor**

Quer-se saber se a empresa apresenta posição de liderança e se está crescendo. Aqui se enquadra também uma descrição da estratégia da empresa, ou seja, quer-se saber aonde a empresa quer chegar dentro daquela indústria. Segundo a empresa E, caso a empresa seja muito pequena naquele mercado, ou não se veja um potencial de expansão dentro do mercado, certamente a proposta será posta de lado.

Segundo a empresa F, o negócio tem que mostrar sua vantagem competitiva. A empresa tem que ser líder do mercado, ou pioneira na indústria, ou tem que ter a melhor margem de lucro, entre outras coisas, mas quer-se enxergar algum diferencial.

A empresa E mostrou um posicionamento ainda mais extremado. Segundo o entrevistado, ao ver uma proposta, espera-se que a empresa venha a ser a primeira no setor, caso contrário não ficará interessado em fazer o aporte de capital. Segundo esta empresa, *“O projeto tem que ter uma visão global. Não queremos ouvir: ‘Vamos atuar em São Paulo e depois no Rio de Janeiro’. O que queremos ouvir é: ‘Nosso foco inicial é Brasil e depois Argentina’”*.

Por fim, a empresa C comentou a necessidade de saber se o benefício gerado pelo produto pode ser expandido. Com as próprias palavras do entrevistado: *“Pode-se levá-lo a um número maior de pessoas?”*

- **O ambiente concorrencial do setor**

Segundo a empresa C, quer-se saber como é o ambiente concorrencial desta indústria. Será que não se trata de um monopólio? Permite-se a entrada de uma empresa de menor porte?

- **A relação produto-mercado**

Segundo alguns entrevistados, não basta ter um produto bom, se não há espaço para crescimento. Por exemplo, às vezes há um mercado consumidor gigante, mas o espaço para crescimento é mínimo.

Às vezes, de forma contrária, a empresa pode ser capaz de englobar todo o mercado em potencial, mas o nicho em questão é muito pequeno, não sendo, assim, uma proposta interessante.

- **Os co-investidores**

Este é um ponto levantado por empresas que assumem posições minoritárias no aporte de capital, apenas participando de co-investimentos com demais empresas de capital de risco. Para estas empresas, é fundamental saber quem é o investidor que está estruturando o negócio. O envolvimento maior com a empresa virá por parte do sócio-gestor (*managing partner*), que está liderando o investimento. Dessa forma, grande parte do potencial de sucesso daquela empresa dependerá do gestor. Como disse um entrevistado, “*Será que eles sabem fazer o negócio acontecer?*”. Este entrevistado citou ainda gostar de estar sempre participando de investimentos com nomes e parceiros de “*antigas empreitadas*”, por se sentir mais seguro de que haverá qualidade na gestão do empreendimento.

Outra empresa entrevistada citou gostar muito de investir em conjunto com investidores que ficam encarregados da parte operacional, sendo gestores da empresa. Para este entrevistado, um investimento com uma empresa conhecida que irá operar o negócio torna-se bem mais atraente.

- **A equipe administrativa**

Este foi um ponto comum na maioria das entrevistas. Quer-se saber qual a competência gerencial da equipe administrativa que está por trás do negócio e seu histórico de sucesso. Segundo um dos entrevistados, “*Quem faz acontecer é o capital humano*”. Pode-se ter o melhor mercado do mundo e a melhor idéia do mundo, mas sem capital humano o negócio não prosperará.

Segundo a empresa D, a equipe administrativa pode ser considerada o fator mais crítico de análise, pois “*em grandes empresas, acha-se uma equipe de administração muito boa no País. Já em empresas pequenas é mais difícil encontrar bons administradores*”.

Por outro lado, pôde-se observar menor preocupação com a equipe de administração em empresas que realizam operações em que a empresa de capital de risco assume posição majoritária. Segundo um dos capitalistas de risco entrevistados, embora eles se preocupem com a equipe de administração, este não é um fator determinante ou vital para realizar o

investimento, visto que não teriam nenhuma dificuldade para trocar a equipe de administração vigente.

Perguntou-se à empresa A o que seria um administrador ideal. O entrevistado respondeu:

“Tem que ser alguém que queira ficar rico, e que dia-a-dia seja um ‘orquestrador’ de equipe. Ele deve se sentir bem quando controlado pelo conselho de administração, prestando contas, pois a cobrança de resultados normalmente não é muito bem aceita pelo empresário. Deve também ter grande espírito empreendedor, com baixa remuneração fixa e grande variável.

Uma outra pessoa importante é o administrador dentro de áreas específicas da empresa, precisando dominar bem a atividade. Assim, seria o diretor financeiro, por exemplo”.

- **A saída**

A proposta tem que oferecer uma saída clara para o negócio. É fundamental que se consiga perceber quem vai querer comprar a empresa. Caso não se consiga perceber isso, não há ganhos em investir nessa empresa.

- **Estruturação da operação**

O negócio tem que oferecer uma estruturação viável. Quer-se saber como a empresa de capital de risco vai entrar no empreendimento, ou seja, se entrará sozinha, se terá controle sobre a empresa e se terá poderes de veto. Um bom exemplo foi citado pela empresa F:

“De nada adianta a empresa ser maravilhosa, com uma equipe administrativa incrível, se a empresa de capital de risco puder apenas deter 25% de participação na empresa, sem qualquer poder de veto”.

De forma análoga, a empresa C coloca que a questão da estrutura societária é fundamental num investimento. Segundo o entrevistado, sempre se deve fazer a seguinte

pergunta: “É possível haver uma estrutura societária em que todos ficam felizes, ou se terá problemas com o acionista?”. Um exemplo genérico citado pelo entrevistado é o de haver um irmão que não queira ceder participação acionária da empresa, dificultando a negociação. A idéia é perceber o potencial de se estabelecer um ambiente harmônico dentro da empresa. Segundo o entrevistado, “...esse problema é típico de empresas brasileiras com estruturas familiares, no qual o empresário não quer ceder participação acionária a terceiros”.

- **Acesso a *know-how***

Deve-se questionar se há *know-how* na empresa ou se pode ser adquirido com facilidade de fora da empresa. Caso se obtenha de fora, terá a qualidade necessária?

- **Intuição**

Um dos entrevistados comentou que muitas vezes a intuição acaba por influir na decisão de continuar ou não a análise de um projeto. Segundo o entrevistado, é claro que não se baseia totalmente na intuição, mas, após analisar o mercado, o produto, a equipe de administração e outros, sempre há um pouco de intuição no processo de seleção.

7.2.1.5. BUSINESS DUE DILIGENCE

Nesta fase, após já ter buscado informações rápidas referentes ao produto, ao mercado, à equipe administrativa, entre outras informações, a empresa passa por uma extensa fase de investigação, que envolve uma grande lista de atividades. É nesta fase que se revê aquilo que já havia se investigado anteriormente, porém, de forma muito mais aprofundada.

O objetivo desta fase é obter o maior número de informações sobre a empresa, incluindo-se visitas a ela, conversas com a equipe de administração e demais funcionários,

conversas com clientes-chave e concorrentes, envolvendo assim um amplo leque de atividades.

Nesta fase buscam-se informações de mercado para saber se é uma empresa que realmente vende, se o mercado tem uma boa percepção da empresa ou não, a dependência da empresa a fornecedores e a qualidade dos serviços deles. Inclui-se nesta fase uma análise de como o setor está estruturado fora do País.

Algumas empresas entrevistadas declararam utilizar empresas de consultoria para a análise de mercado, enquanto outras apresentam uma equipe de analistas própria.

De acordo com a empresa A,

“O objetivo desta fase é entender o negócio, o setor, a empresa, o posicionamento da empresa dentro daquele setor de negócios, a qualidade de gestão da empresa, o marketing e plano de vendas, até que ponto a empresa está provida com a última tecnologia daquele setor, a qualidade do negócio, etc. Assim, esta é a fase em que nós analisamos se este é um bom negócio ou não, independente de outras coisas. Enfim, analisa-se a empresa independentemente de aspectos contábeis e legais”.

Segundo a empresa E, além da capacidade da equipe de gestão da empresa, é fundamental nesta fase investigar sua honestidade. Segundo esta empresa, até mesmo os aspectos familiares do indivíduo são importantes, *“...devendo-se até mesmo passar finais de semana com as pessoas-chave da empresa para conhecê-las melhor”.*

É nesta fase ainda que se atribui um valor à empresa, como é discutido em seguida.

Segundo a empresa A, após todas as investigações, consegue-se fazer um plano de cinco anos do negócio. Algumas outras empresas denominaram este documento como um *“investment summary”*, contudo, em ambos a idéia é colocar em um documento uma análise detalhada do negócio.

7.2.1.5.1. Métodos de Avaliação Empregados

Com relação ao método de avaliação empregado, citaram-se dois métodos como os mais utilizados pelas empresas de capital de risco na avaliação de empreendimentos: o desconto de fluxo de caixa e a utilização de múltiplos. É interessante notar que as empresas de capital de risco que investem em empresas de menor porte, emergentes, utilizam-se preferencialmente de múltiplos, dadas as dificuldades de se fazer quaisquer previsões a respeito de fluxos de caixa futuros. As empresas de capital de risco que investem, porém, em empresas de maior porte, responderam que, além da utilização de múltiplos de empresas comparáveis, utilizam-se também de fluxo de caixa descontado.

Dos nove entrevistados que mostraram processos de decisão estruturados, três disseram utilizar principalmente múltiplos para a avaliação de um empreendimento. É interessante observar que estes três entrevistados procuram investir em empresas emergentes ou em estágio de crescimento. Abaixo segue um trecho da entrevista com um capitalista de risco que prefere a utilização de múltiplos de empresas comparáveis:

“Faz-se um pouco de tudo. Mas o que nós gostamos mais é a análise de múltiplos. A gente olha múltiplos de empresas comparáveis. Se a empresa já é estabelecida e tem resultados, a gente aplica o múltiplo sobre aquele resultado. O principal múltiplo é o de geração de caixa. É o múltiplo do EBITDA (earnings before interest, tax, depreciation and amortization)”.

“Geralmente o empresário não gosta disto. Ele prefere olhar para a frente e prefere fazer o fluxo de caixa descontado a 15%. E normalmente fluxo de caixa é difícil, porque é tão sensível à taxa de desconto que complica a análise. O terminal value (valor terminal) descontado por uma taxa de 15% ou 35% pode variar muito. Com relação ao fluxo até dá para você fazer uma versão pessimista, uma otimista, mas é difícil achar uma taxa de desconto apropriada”.

Segundo outros dois capitalistas de risco, o múltiplo empregado varia em função do estágio de desenvolvimento da empresa em questão. Caso se trate de uma empresa de Internet, por exemplo, o ideal é aplicar um múltiplo sobre as receitas, pois, dado o caráter

emergente do setor, as empresas de Internet não geram ainda caixa suficiente. Para empresas já na fase de crescimento, compreendendo-se as do primeiro e segundo estágio de desenvolvimento, utiliza-se o EBITDA⁷.

Com relação à dificuldade mais comum na utilização de múltiplos, segundo um entrevistado,

“A dificuldade mais comum é ter um universo de análise comparável, porque as empresas listadas em bolsa não são comparáveis. E há empresas comparáveis fora do Brasil, mas com riscos país diferentes”.

Segundo outro entrevistado, a solução para esta dificuldade em achar comparáveis está em se aplicar descontos. Sua empresa sempre acaba por utilizar empresas que estejam cotadas no exterior, pois muitas vezes não se encontram, na Bolsa de São Paulo, empresas do mesmo setor para fazer comparações. Sobre estas empresas aplicam-se dois descontos:

- O desconto por se comparar uma empresa de capital aberto na Europa ou Estados Unidos com uma empresa de capital fechado no Brasil. Segundo o entrevistado, *“...a diferença entre a empresa ser de capital aberto ou fechado diz respeito à liquidez, pois só se poderá vender a empresa daqui a cinco anos, enquanto o investimento na empresa de capital aberto permite a venda imediata”.*
- O segundo fator de desconto diz respeito ao risco-Brasil, que é bem superior ao risco-Estados Unidos ou ao risco de algum país europeu.

De acordo com a empresa C, nos Estados Unidos sempre há múltiplos bem maiores, pois o mercado lá é bem maior e mais líquido.

Segundo a empresa D, além do desconto de liquidez e risco, eles dão descontos muitas vezes devido à questão de controle. Caso a empresa de capital de risco tenha participação minoritária num investimento, suas ações correm o risco de não terem o mesmo preço daquelas que dão o poder de controle na empresa. Assim, deve-se também considerar a questão do controle na precificação. Outro fator de desconto é a consideração

⁷ *Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*, ou seja, é o lucro antes de se contabilizar as despesas de juros, impostos, depreciação e amortização, também conhecido por Índice de Geração de Caixa.

de uma eventual diluição da participação de cada sócio na empresa, em função de futuros financiamentos que ela possa vir a sofrer. Assim, deve-se incluir na análise a possibilidade de futuros financiamentos.

De acordo ainda com a empresa D, é muito interessante utilizar empresas que sofreram fusões e aquisições para o cálculo de múltiplos, pois a idéia é vender a empresa no futuro.

Segundo outra empresa de capital de risco,

“Pode-se até mesmo dizer que é necessária a utilização de empresas comparáveis no exterior, pois, caso se venda a empresa para um player internacional, ele certamente fará esta conta”.

E um outro entrevistado comenta:

“Com relação a números comparáveis, não se tem boas fontes para estes números no Brasil. Assim, embora o melhor método seja a utilização de números comparáveis, estes números tornam-se difíceis”.

Para verificar se este é ou não um empreendimento atrativo, a empresa D explicou que se devem calcular dois múltiplos: um na entrada do investimento e um na saída. Assim, segundo um exemplo dado pelo entrevistado, se o ativo em questão for um supermercado, deve-se obter um preço para o supermercado na sua entrada a partir de múltiplos de empresas comparáveis à empresa atualmente. A seguir, após investir nele, expandir seu *goodwill* e ampliar as vendas, este mesmo supermercado passará a ser comparado a um supermercado de maior porte, utilizando-se como parâmetro empresas comparáveis ao “novo” supermercado. Assim, obter-se-á um novo preço para o supermercado. Por fim, obtendo-se um múltiplo de entrada e um múltiplo de saída, e assim um preço para o supermercado na entrada e na saída, pode-se obter a taxa interna de retorno sobre o investimento e analisar se é uma taxa suficientemente atrativa.

Vale neste ponto mencionar uma história interessante contada pela empresa F, referente a uma palestra que a empresa fazia para alunos de graduação de uma certa faculdade. Um aluno de graduação levantou a mão e perguntou como avaliavam uma empresa, se utilizavam regressões, derivadas, etc. O entrevistado respondeu:

“Se for um supermercado, o preço será uma vez as vendas. Não há necessidade de fazer regressões ou utilizar técnicas mais sofisticadas, pois se não for uma vez as vendas, o empresário simplesmente não vende a empresa. Assim, caso o supermercado fature US\$2 bi, ele certamente não venderá por menos de US\$2 bi”.

Com relação às seis empresas de capital de risco que disseram utilizar tanto múltiplos de empresas comparáveis como fluxo de caixa descontado na avaliação de empreendimentos, estas utilizam ambas as metodologias para poder ter uma base de comparação. Abaixo segue o trecho da entrevista com a empresa H:

“O método de avaliação empregado na empresa é o tradicional fluxo de caixa descontado. Mas, após se obter um preço para a empresa, certamente o compara através da utilização de múltiplos. Assim, utilizamos os múltiplos apenas para ver se os números fazem sentido”.

No caso de fluxo de caixa descontado, os mesmos fatores de desconto devem ser incluídos nas taxas de desconto dos fluxos, ou seja, a questão da liquidez, risco e controle acionário, assim como o potencial de diluição da empresa.

Na opinião da empresa J, o tradicional fluxo de caixa ainda é muito útil, mas aplica-se bem apenas em empresas com fluxos mais fáceis de se prever, tais como empresas de infra-estrutura.

De acordo com a empresa F, caso se trate de uma empresa de Internet, o cálculo tem que ser por múltiplos. Segundo o entrevistado, *“...para se calcular o preço de uma empresa de Internet por fluxo de caixa descontado, será necessário descontar o fluxo em uns 200 anos”*, pois não há expectativa de ter fluxos de caixa positivos num considerável espaço de tempo. Assim, a utilização ou não de fluxo de caixa descontado está atrelada à empresa em questão.

Segundo os entrevistados, os cálculos de precificação permitem obter um preço que reflita o teto máximo. Sabe-se, com a precificação, o máximo que se estará disposto a pagar por aquela empresa. Como a empresa sabe o mínimo que está disposta a receber, se houver sobreposição dos dois números, haverá um acordo.

Segundo a empresa D, às vezes o preço requerido pela empresa é razoável, não havendo necessidade de perder tempo com negociações. Quando não é assim, faz-se a negociação dos números. O entrevistado diz já ter visto casos extremos em que a negociação atingiu até mesmo 50% do preço original, mas o padrão é haver um desconto de 10% ou 20% do preço inicial. O entrevistado comenta ainda que, embora o natural seja querer sempre comprar pelo menor preço e vender pelo maior, o mercado vai acabar definindo o preço, porque há concorrência.

Deve-se dizer que os métodos empregados não se esgotam com fluxo de caixa descontado e múltiplo, mas que, embora existam outros métodos, estes foram os únicos citados nas entrevistas. Assim, os métodos aqui descritos são os mais comumente empregados.

7.2.1.5.2. Considerações sobre a Taxa Interna de Retorno do Investimento

A taxa interna de retorno esperada dos projetos variou de um leque de, no mínimo, 20%, a um máximo de 35% a.a., taxa esta em dólares. Vale observar a tendência das empresas de capital de risco que investem em empresas mais maduras em apontar uma taxa interna de retorno mínima inferior às que investem em empresas embrionárias. Isso tem sentido, pois empresas emergentes, na maioria das vezes, apresentam muito mais riscos que empresa já estabelecidas, precisando compensar os riscos com um retorno superior.

É interessante também citar que a empresa J não apresenta um número de retorno mínimo requerido, uma vez que, segundo o entrevistado, “...o foco da empresa é estratégico, sendo o resto consequência”. A empresa admitiu que, certamente, 10% de retorno ao ano não é interessante, mas, em seus negócios, o retorno não é a variável crítica, e sim o potencial de crescimento de atividades coligadas ao negócio central da empresa. Assim, não há um número específico de retorno esperado.

Vale observar que, das nove empresas analisadas, apenas uma toma como referência a taxa de retorno em reais em vez de dólares americanos, declarando esperar 40%a.a. de retorno em reais sobre o investimento. Isto ocorre por tratar-se de uma empresa brasileira,

sem qualquer vínculo com o exterior. As demais empresas, mesmo que brasileiras, afirmaram tomar como medida de retorno a moeda em dólares. Esta empresa comentou ainda que apresenta vantagens em termos de riscos do investimento, se comparada com as demais empresas estrangeiras que investem no País, pois não temem tanto o risco cambial como várias outras.

Segundo a empresa E, a taxa interna de retorno esperada é a principal medida para análise de viabilidade de projetos, pois esta será a medida de comparação com aplicações de renda fixa, ou até mesmo de comparação de aplicações em bolsas de valores, para decidir se compensa investir na atividade, em virtude dos riscos e custos de administração de um empreendimento.

Segundo a empresa A, normalmente, enquanto a empresa de capital de risco considera, por exemplo, uma taxa interna de retorno de 35% em dólares, o empresário desconta os fluxos de caixa da empresa a 15%. *“Na percepção do empresário, a empresa é um ativo de baixo risco, não necessitando descontá-la a taxas elevadas”*.

Embora muito se discuta se a taxa de desconto deve ser 15% ou 30%, segundo a empresa A, quem dá a taxa de desconto apropriada é o mercado, são os investidores que dão o aporte de capital à empresa. A empresa D compartilha desta opinião:

“As taxas de retorno apropriadas são as que nós investidores achamos ser apropriadas, e não as taxas que a equipe administrativa da empresa acredita ser a realidade da empresa. Em geral, o investidor precisa fazer uma majoração desta taxa, pois o empresário, em sua análise, mostra ao investidor um mundo muito cor de rosa, florido”.

É interessante observar que a empresa D cria ainda uma diferenciação da taxa interna de retorno quanto ao instrumento utilizado para o aporte de capital. Caso seja debêntures conversíveis, a empresa espera obter uma taxa interna de retorno mínima no projeto de 25% a.a. em dólares. Tratando-se de ações puras, a empresa espera obter um retorno no investimento maior ou igual a 30% a.a.. Mas, segundo a empresa D, a taxa de retorno dependerá muito da empresa em questão. *“Se for uma empresa que já faturou US\$ 1 mi, talvez não se precise considerar 30% de retorno. Assim, esta taxa varia muito com relação à percepção do risco do negócio”*.

Por fim, os entrevistados comentaram que esta taxa inclui um prêmio adicional, quando comparada à taxa cobrada em empreendimentos de risco realizados no exterior, e este prêmio ocorre em virtude do chamado 'risco país'.

7.2.1.6. NEGOCIAÇÃO DE VALORES E CONFECÇÃO DA CARTA DE INTENÇÃO (*TERM-SHEET*)

Terminado o *business due diligence*, já se tem uma certa familiaridade com relação à indústria, já se sabe como funciona esta indústria fora do Brasil, quais são as grandes tendências desta indústria, como a empresa está posicionada e qual a sua estratégia. Tem-se, assim, um julgamento sobre os dados estratégicos da empresa, ou seja, como esta pretende sobreviver e prosperar neste setor. Assim, este é ponto em que se busca negociar valores, quanto vai ser investido e quanto cada um vai ter de participação. Estas informações constarão da carta de intenção, que é um documento resumido de aproximadamente duas páginas.

Segundo a empresa A,

"A carta de intenção é um divisor de águas, quando o projeto fica mais firme".

Discute-se também, nesta fase, o conselho de acionistas, ou seja, se haverá ou não um conselho. Caso haja, discute-se então quantos assentos cada um terá no conselho, quais as matérias que vão demandar votação unânime, quais as condições para a equipe de administração ser substituída, quais os mecanismos de saída, entre outros tópicos relevantes.

Após ter delineado tudo isto e, assinada a carta de intenção, o empreendedor dá um período de exclusividade para a análise do projeto ao capitalista de risco. Assim, a empresa que está buscando capital fica impedida de mostrar a proposta para outros capitalistas de risco. Este documento garante exclusividade sobre a proposta, contendo severas penalidades para o caso de infração.

Acresce que a carta de intenção não garante o acordo final, mas apenas garante uma exclusividade do projeto à empresa de capitalista de risco, sem que o empresário possa sair em busca de outros investidores.

A empresa A fez uma observação interessante. Segundo a empresa, existe uma assimetria de expectativas entre o empresário e o capitalista de risco durante a confecção da carta de intenção:

“Para o empreendedor, fechou-se o negócio na hora da assinatura da carta de intenção, enquanto que, para o capitalista de risco, a investigação sobre a empresa apenas começou”.

7.2.1.7. DUE DILIGENCE

Nesta fase aprofunda-se o *business due diligence* e ocorre a auditoria contábil e legal. Dado que, com a carta de intenção, a empresa de capital de risco passa a ter exclusividade sobre o negócio, decide-se então gastar mais capital no projeto. Segundo a empresa A,

“Não dá para gastar mais dinheiro sem antes ter uma exclusividade no negócio. Aliás, pedimos exclusividade justamente por isto, porque o due diligence sai muito caro”.

A empresa ainda observa que, além do custo monetário, há o custo de oportunidade. O processo de *due diligence* é algo bem demorado, o que consome muito tempo da equipe, que poderia estar analisando outras propostas.

De acordo com a empresa A, *“A partir deste momento começa-se a gastar mais dinheiro, colocando-se advogados e auditores a fim de se colocar a empresa de cabeça para baixo”.*

Examina-se, nesta fase, se a empresa apresenta contingências fiscais ou trabalhistas, se os números apresentados realmente refletem a realidade e se a contabilidade está em ordem ou se há necessidade de fazer ajuste nas contas.

Segundo a empresa A,

“É claro que se olha alguma coisa da contabilidade antes, mas é nesta fase que se checará cada número apresentado pela firma. Caso a firma apresente três contabilidades para o mesmo ano, já teríamos percebido anteriormente que há algo estranho. Também teríamos estranhado se o dono da empresa nos dissesse que no ano contábil a empresa apresentou prejuízo fiscal de US\$5mi, e no gerencial um lucro de US\$10mi. Mas é nesta fase que se vai às minúcias, a faca e fogo é aqui”.

De acordo com a empresa, a auditoria contábil e legal é bem desagradável. Quando se comenta a necessidade de fazer essas auditorias, o empresário diz:

“Mas como, você não confia em mim? Precisa trazer toda esta gente aqui?”

Cabe então ao capitalista de risco explicar:

“Se o dinheiro fosse meu, bastaria confiar em você. Mas como não é, não posso simplesmente confiar por confiar. Este é o dinheiro do fundo de pensão das professoras do Estado do Colorado. E elas não confiam em você”.

Depois de concluído o *due diligence*, deve-se analisar todo o resultado obtido. Caso haja contingências, deve-se então deduzir o preço previamente estipulado ou o empresário deve obter capital para cobrir a contingência. A idéia é ponderar as fraquezas e pontos fortes e ver se é possível conviver com as fraquezas. Segundo a empresa A, procura-se nesta fase olhar tudo, o que a torna *“...uma fase chata e superdesgastante”*.

Uma empresa comentou muitas vezes não precisar fazer o *due diligence* integral (*full due diligence*), caso a empresa já tenha passado por alguma auditoria. Mas, segundo a empresa, isto não é tão comum assim, sendo o padrão realizá-lo integralmente.

7.2.1.8. NEGOCIAÇÃO FINAL E CONFECÇÃO DA DOCUMENTAÇÃO

Quase em paralelo ao *due diligence*, ocorre a confecção da documentação para o aporte de capital. Neste documento constará o acordo de acionistas, que descreve a participação no capital social de cada sócio. O documento também incluirá quantos assentos haverá no conselho de administração, se o plano anual deve ser aprovado pelo

capitalista de risco, se, por exemplo, após três trimestres consecutivos de performance negativa pode-se alterar a equipe administrativa, como se dará a remuneração da equipe administrativa, entre outros detalhes.

Embora já se tenha esboçado o contrato na carta de intenções, durante a confecção do documento final é que se farão eventuais alterações. Assim, pode eventualmente haver a necessidade de uma renegociação dos termos de contrato.

Segundo a empresa A,

“Esta fase caracteriza-se pela típica de negociação de dois mil anos atrás. Um fica puxando a corda para um lado, e o outro para o outro”.

Concluída a negociação, de acordo com a empresa A,

“Se tudo correr bem, às três da manhã de um certo dia o advogado conclui o documento, assinam-se todas as vias e fecha-se o negócio”.

7.2.1.8.1. Modos de Capitalização das Empresas

Os modos apontados para injeção de capital na empresa são basicamente dois: ações ou títulos conversíveis. Todos investidores disseram que se utilizam de ações, enquanto alguns consideram também a hipótese de poder utilizar debêntures conversíveis, variando de caso para caso.

As quatro empresas da amostra que investem em companhias emergentes disseram utilizar preferencialmente ações. Isto se explica pelo fato de uma empresa menor não conseguir arcar com as despesas de juros existentes em debêntures conversíveis. O pagamento periódico de juros pode muitas vezes atrapalhar o bom desenvolvimento da pequena empresa.

7.2.1.8.2. Participação na Tomada de Decisão

A maioria das empresas comentou não desejar se envolver no dia-a-dia da empresa, dando maior atenção às questões estratégicas. A idéia, segundo a empresa A, “...*é observar o ganho existente com potenciais parcerias, associações, levantamento de capital adicional quando necessário, mas não na gestão diária*”.

Vale dizer que apenas uma empresa tinha um perfil operacional, o que significa que cuidava do dia-a-dia do negócio, e não apenas de questões estratégicas. Como disse a empresa I: “*Somos ‘hands on’ na gestão da empresa*”. Eles escolhem a equipe administrativa, fazem reunião do conselho todo mês e participam ativamente das decisões da empresa.

Destas nove empresas entrevistadas, sete comentaram que visam ter pelo menos um assento no conselho de administração, além de algumas condições adicionais. Entre estas condições, pode haver direito de veto para distribuição de dividendos, para a reestruturação, para fusões e para aquisições. As empresas discutem também os pontos que demandarão votação unânime para serem alterados e quais as condições em que a equipe de administração poderá ser substituída. Segundo a empresa D, “*Tudo que envolver uma potencial mudança na atividade do negócio, ou uma saída de recursos da empresa, queremos ter algum potencial de controle*”. Em adição, as empresas normalmente querem ter algum controle sobre o Plano de Negócios e mudanças estratégicas, afinal compraram uma estratégia e esta só deve ser alterada se concordarem com as alterações.

Contudo, duas empresas afirmaram não almejar participação no conselho de administração, uma vez que apenas atuam como co-investidoras, participando de empreendimentos com outros investidores que cuidarão da supervisão do negócio. Uma destas empresas comentou que, em todo investimento que faz, embora não participe do conselho, assina um acordo de colaboração de *marketing* e tecnologia, a fim de auxiliar a empresa a ter uma boa política de *marketing* e a tecnologia mais avançada possível.

A empresa E citou ainda que espera ter participação ativa via dois mecanismos: o conselho de administração e o comitê de gestão.

7.2.1.8.3. Percentual de Ações Almejado

Com relação ao percentual de ações que as empresas de capital de risco adquirem sobre os investimentos, duas das nove empresas sempre participam de empreendimentos como minoritárias, outras duas disseram poder vir a ser tanto majoritárias como minoritárias, e quatro empresas mostraram ser fundos de controle, no qual se visa deter posição majoritária. Uma última empresa declarou assumir posições minoritárias quando atua com empresas emergentes, e posições majoritárias quando atua em reestruturações de investimentos.

Dessa forma, percebe-se que não há uma regra única com relação à participação no capital social da empresa. As empresas de capital de risco podem assumir as mais diversas participações no Brasil, de forma análoga ao que ocorre no exterior.

Com relação a esta questão, encontraram-se diferentes argumentos a favor e contra uma participação majoritária no empreendimento. Segundo a empresa A, por exemplo, no Brasil o capitalista de risco necessita ser majoritário para poder decidir sobre a gestão da empresa e saída, dado que é difícil encontrar, no País, boas equipes de administração.

Por outro lado, a empresa E não gosta de assumir posições majoritárias num empreendimento. Segundo o entrevistado, preferem que o empreendedor se sinta dono do empreendimento.

A empresa A fez um comentário interessante, referindo que é muito bom quando o empreendedor coloca também algum capital no empreendimento, junto com o capitalista de risco. Assim, segundo a empresa A, no dia zero do aporte de capital, a empresa de capital de risco detém, por exemplo, 90% das ações, e o empreendedor, 10%. Caso o empreendedor atinja as metas do primeiro ano, poderá comprar mais 10% do capital a um preço simbólico. Este processo prossegue, até o empreendedor atingir participação majoritária. Mas, deve-se dizer que esta é uma forma de capitalização possível, contudo, não é a única. A outra possibilidade é a divisão definitiva do capital social entre os sócios, já na data zero.

Alguns direitos mencionados por algumas empresas de capital de risco são os chamados *tag along* e *drag alone rights*, referentes ao contrato de acionistas. O *tag along right* é muito importante no contexto brasileiro, quando a empresa assume participação minoritária. Caso a empresa de capital de risco tenha participação minoritária, esta cláusula contratual garante que os sócios da empresa de capital de risco sejam sempre aquelas pessoas com as quais foi feito o acordo de acionistas. Assim, se o sócio majoritário resolver vender o controle da empresa, a empresa de capital de risco passa a ter direito de também vender 100% da sua participação ao novo acionista. Segundo a empresa D, a idéia é que “...se o empresário está vendendo o controle, então não me deixe sozinho com pessoas que eu não conheço”.

Já a cláusula de *drag alone* é o oposto. Caso o capitalista de risco receba uma oferta de venda que o interesse, o sócio também terá que vender sua participação ao novo acionista, caso seja requerido. Isto assegura o capitalista do risco contra o caso de se achar um comprador que queira eventualmente adquirir todo o negócio de uma única vez. Ou ainda, às vezes, para um investidor estratégico, o controle acionário vale mais que o investimento em si, não aceitando participação minoritária. Dessa forma, esta cláusula garante a possibilidade de venda da empresa.

7.2.1.9. DIFICULDADES NA AVALIAÇÃO DE UMA EMPRESA

As empresas entrevistadas citaram várias dificuldades que enfrentam quando avaliam uma empresa. Abaixo segue a lista de dificuldades enfrentadas pelas empresas de capital de risco ao avaliar uma empresa.

- **Qualidade dos números**

Sete das nove empresas entrevistadas que apresentavam um processo de decisão bem estruturado citaram o problema da qualidade dos números. Segundo estes entrevistados, no Brasil, a informação sobre as empresas é ruim e precária. De acordo com

a empresa I, a expressão empregada para definir a qualidade destes números foi que “...os números são não confiáveis e imprecisos”.

Segundo a empresa H, muitas das empresas analisadas não apresentam qualquer acompanhamento dos custos. Segundo a entrevistada, “...não sabem nem quanto custa fazer o lápis que compram”. Assim, à qualidade da informação, soma-se o problema da falta de informação.

De acordo com a empresa E,

“Caso estejamos interessados na empresa, ela com certeza não oferece informações suficientes. Dai pedimos uma lista de informações para as próximas etapas. De cada 100 firmas, algumas vão perder algum tempo com a lista, 80 desistem direto, e somente 1 realmente traz as informações contidas na lista”.

Para a empresa G, além do problema de qualidade dos números, há uma questão cultural envolvida também, pois existe um grande receio, no Brasil, de abrir as informações sobre a empresa. Assim, “...a falta de informação, ou a falta de profissionalização, dificulta o processo”.

- **Práticas Comerciais**

De acordo com a empresa C, uma coisa é avaliar uma empresa com base em uma contabilidade histórica que seja real. Normalmente os balanços contábeis das empresas não têm nada em comum com os balanços ditos ‘reais’.

De acordo com a empresa E,

“A coisa mais comum no Brasil é o problema do caixa 2. Além deste problema, há a questão de não se encontrar um balanço oficial, assim como um relatório gerencial nas empresas. Os empresários sempre dizem: ‘não posso provar, mas foi este o número de minhas vendas’”.

Muitas vezes a empresa se utiliza de práticas comerciais incorretas, tais como a venda de um produto sem nota fiscal. Além de ser difícil detectar estas práticas, ensinar ao

gerente que não poderá mais continuar atuando desta forma não é fácil, segundo a empresa C.

De acordo com a empresa A, quando há o aporte de capital, a empresa capitalizada tem que acabar com todas as práticas heterodoxas de administração fiscal. O maior problema, porém, é que, em parando tais práticas, não se sabe se a empresa continuará sendo competitiva.

Por fim, vários entrevistados afirmaram que já deixaram de fazer negócios por problemas fiscais.

- **Negociação**

A empresa I comentou que há todo um aspecto referente à negociação que é típica do Brasil. Há expectativas irracionais de preços por parte dos empresários brasileiros, pois, na maioria das vezes, lida-se com famílias pouco profissionalizadas. As discussões sobre preços são sempre baseadas em argumentos que envolvem o sentimento em sua precificação.

- **Avaliação de passivos e contingências**

Muitas vezes a empresa tem grandes passivos trabalhistas, de natureza fiscal, ecológicos, entre outros. Segundo a empresa C *“...às vezes a empresa opera de uma certa maneira descuidada com relação ao ambiente, e precisa começar a tomar cuidados ambientais que ela não fazia antes”*, por exemplo. E certamente isto não está refletido no balanço da empresa.

7.2.1.10. OUTRAS OBSERVAÇÕES

- **Número de Propostas Obtidas e Percentual Aprovado**

Quando se perguntou sobre o percentual de projetos aprovados, as respostas obtidas foram muito semelhantes. Algumas empresas apontaram que, de cada 100 propostas de investimento, apenas 1 acaba por receber efetivamente o aporte de capital. Dessas 100, declararam que apenas umas 50 passam por uma entrevista, ou uma análise preliminar maior, 5 chegam a uma carta de intenções, e apenas 1 recebe realmente o aporte de capital.

Outras empresas indicaram um crivo um pouco mais profundo, em que, aproximadamente, de cada duzentas empresas, apenas uma receberia o investimento concretamente, e outras, um crivo menor, em que, de cada cem projetos, uns dois podem vir a receber o financiamento. De qualquer forma, estes não são números precisos, mas sim aproximações para dar uma noção do filtro existente. O importante é dizer que estes números estão muito próximos dos discutidos na literatura americana, em que, de cada 100 a 200 projetos que chegam às mãos dos capitalistas de risco, apenas 1 recebe o financiamento.

Vale observar que duas empresas entrevistadas comentaram que a maioria dos projetos que recebem são de grandes instituições financeiras, participando, na maioria dos casos, como apenas co-investidoras destas instituições. Nestes casos, a seleção de projetos é bem menor, pois já se sabe de antemão que os projetos que recebem já são, de certa forma, interessantes. Para estes casos, a seleção cai para uma proporção de 10 investidos para 100 recebidos.

- **Tempo Médio de Investigação de um Projeto**

O tempo médio de investigação de projetos, apontado pelas empresas, divergiu muito, variando desde dois meses a um ano, tendo a maioria das empresas declarado um tempo mínimo de investigação de 5 meses.

Pôde-se perceber que as duas empresas que participam de empreendimentos como co-investidoras apresentavam um tempo médio de investigação inferior, variando de dois a quatro meses. Isto se explica, uma vez que estas empresas recebem uma proposta já bem estruturada por parte do investidor principal, o *managing partner*, o qual já analisou anteriormente aquela indústria. Vale dizer que a empresa J citou um caso extremo, no qual realizaram um investimento em apenas duas semanas após o recebimento da proposta.

Segundo a empresa C, no máximo em 60 dias já se tem uma boa visão sobre a empresa. A decisão “ir ou não ir” tem que ser tomada rapidamente, a fim de começar a se dedicar posteriormente à atividade de *due diligence*. Deve-se dizer, contudo, que esse tempo médio, desde o recebimento da proposta até a entrada na fase *due diligence*, também variou bastante entre as empresas, percebendo-se ser algo em torno de um a três meses.

De acordo com a empresa I, embora o tempo médio de investigação na sua empresa seja de uns seis meses, em se tratando de Internet o prazo encurta-se bastante, podendo até chegar a ser um ou dois meses. Isto ocorre porque, se uma empresa de Internet tiver que esperar um prazo tão longo para receber o capital, quando do recebimento do aporte a idéia já pode ter-se tornado obsoleta.

- **O Horizonte de Investimento**

O horizonte de investimentos variou de um mínimo de dois anos até o máximo de sete anos. Contudo, sete das nove empresas citaram um tempo médio que variava de três a cinco anos. Segundo a empresa I, deve-se lembrar que aportes de capital em empresas de Internet apresentam muitas vezes horizontes de investimento mais curtos, chegando a haver histórias de IPO (*Initial Public Offering*⁸) que ocorreram em apenas seis meses de existência da empresa.

Dessa forma, percebe-se que o horizonte médio padrão de investimentos no Brasil não apresentou nenhuma diferença em relação ao que aponta a literatura americana.

⁸ Oferta pública inicial de ações da empresa.

- **Modo de saída de um empreendimento**

A maioria das empresas afirmou que existem duas alternativas-padrão para saída de um investimento. A primeira seria via mercado acionário, ou seja, por abertura do capital da empresa na Bolsa de Valores. A bolsa de valores pode tanto vir a ser local, ou seja, a Bovespa, como internacional. Para a abertura no exterior, caso seja uma empresa de base tecnológica, há a possibilidade de abertura na NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*), nos Estados Unidos. Caso esta não seja de base tecnológica, pode-se cogitar de abertura na *New York Stock Exchange*, NYSE. Essa abertura pode ser feita via ADRs⁹.

Outra alternativa é a venda da empresa a um investidor estratégico, podendo tanto ser brasileiro como estrangeiro. A maioria das empresas afirmou tratar-se de uma alternativa bem viável no contexto brasileiro. Segundo a empresa I, *“...não existe mercado de capitais no Brasil. Abrir capital é muito difícil, pois não há liquidez na bolsa brasileira. E pensar em abrir capital lá fora, embora seja possível, não é a regra, mas sim, exceção”*. Dependendo do setor, pode-se eventualmente pensar nesta alternativa, mas ela é pouco provável em sua opinião.

Algumas outras empresas, tais como a D, disseram que, para realizar um investimento, consideram como principal alternativa a abertura do capital da empresa em Bolsa, pois o universo de suas empresas é maior, o que faz com que esta abertura se torne viável. A empresa, porém, afirma que pensar somente em bolsa brasileira é inviável, pois a bolsa daqui é muito pequena.

A empresa D inclusive se justificou de não investir no Brasil em pequenas empresas porque sempre deseja a saída em bolsa. Assim, acaba investindo apenas em empresas de maior porte, que apresentam a possibilidade de serem listadas na Bolsa de Valores.

Por outro lado, houve um investidor que considerava a hipótese de abertura de capital apenas na bolsa brasileira. Segundo a empresa J, em suas projeções eles levantam a

⁹ ADRs, *American Depositary Receipts* são recibos representativos de ações de empresas estrangeiras negociadas nos Estados Unidos.

possibilidade de se ver uma bolsa de valores para o Brasil muito mais evoluída em 2004. Assim, imagina-se a hipótese de se sair via mercado.

Outra saída indicada por três empresas entrevistadas é a revenda aos antigos controladores da empresa. O seu preço seria dado por uma opção *put*¹⁰ de revenda por algum determinado múltiplo, que pode ser, por exemplo, um múltiplo de X vezes o EBITDA¹¹ já estipulado.

Uma última forma de saída comentada foi via SOMA¹². Contudo, segundo a empresa H, “...se não há liquidez na Bolsa nem via Bovespa, cujo foco é de grandes empresas, imagine via uma bolsa destinada às pequenas e médias empresas”. Dessa forma, nenhum dos entrevistados acredita na possibilidade de abrir o capital na SOMA.

¹⁰ Opção que dá o direito de venda do ativo.

¹¹ *Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*, ou seja, é o lucro antes de se contabilizar as despesas de juros, impostos, depreciação e amortização, também conhecido por Índice de Geração de Caixa.

¹² Sociedade Operadora de Mercado de Acesso, fundada em junho de 1996. É o primeiro mercado de balcão organizado do Brasil, criado nos moldes da NASDAQ, por iniciativa das bolsas de valores do Rio de Janeiro e Paraná.

7.2.2. DIFERENÇAS ENCONTRADAS NO PROCESSO DE DECISÃO DE INVESTIMENTOS ENTRE AS EMPRESAS ENTREVISTADAS

A primeira diferença encontrada entre as etapas do processo de decisão de empresas de capital de risco que operam no Brasil diz respeito à existência de um comitê para a análise preliminar de uma proposta. Após vistos alguns ou todos os itens descritos no item “Análise Preliminar”, uma empresa de capital de risco declarou que faz um documento chamado “*project register*”, que é o sumário do que a empresa faz, do que está querendo, de algumas características do mercado, entre algumas outras informações. A empresa leva então o documento a um comitê, e ele aponta se vale a pena ou não investir mais tempo nesta proposta.

Outra observação importante é que nas empresas H e C, anteriormente à assinatura da carta de intenção, há a preparação de um documento que tem o nome de “Memorando de Intenções”, o qual explica de forma resumida o que vem a ser o negócio e os dados já pesquisados a respeito. O objetivo deste memorando é fazê-lo circular num comitê, para decidirem se vale a pena ou não assinarem a carta de intenções.

Quatro empresas comentaram a necessidade de haver dois comitês com os investidores estrangeiros para avaliar o negócio. Um deles ocorre anteriormente à assinatura da carta de intenções, e um segundo comitê ocorre já na fase de conclusão do negócio, a fim de receber a aprovação final do investimento.

Assim, uma empresa afirmou que, a cada três meses, se reúne formalmente com os investidores estrangeiros, no Brasil ou no exterior. A este comitê, levam os projetos mais interessantes levantados e em condições de ser apresentados.

Além de a empresa contar com comitês para a análise de projetos, os investidores os auxiliam na análise sobre a empresa. Caso o projeto seja aprovado, segundo o entrevistado, a participação dos investidores passa a ser muito grande, contando com grandes departamentos de pesquisa nos EUA e na Europa.

Os analistas, ou *research departments* dessas instituições, os ajudam a entender o processo de expansão e crescimento, qual a tecnologia, quais são os *players* internacionais

fortes desta área, para poderem formar uma opinião técnica sobre o negócio em si, ou seja, considerar se o negócio tem ou não potencial para crescer. O segundo encontro é após o *due diligence*, quando apresentam um projeto escrito para cada uma dessas empresas, numa rotina formal. Segundo o entrevistado, “...se os investidores dão uma luz verde, faz-se então o investimento”.

Dessa forma, pode-se perceber que há uma diferença entre empresas com relação à autonomia aos investidores no processo decisório. Algumas empresas de capital de risco podem tomar as decisões de investimento sem necessitarem pedir uma autorização dos investidores para realizar os investimentos, enquanto outras mostram-se mais dependentes deles.

Outra grande diferença observada diz respeito à profundidade da análise anterior ao *due diligence*. Duas empresas, a I e a D, afirmaram que, até assinarem a carta de intenção, fazem apenas uma análise rápida da empresa. Assim, por exemplo, a empresa I declarou que, antes do *due diligence*, obterá a maior parte das informações apenas com a própria equipe de administração da empresa, conversará com duas ou três pessoas do mercado e do setor em questão, fazendo uma investigação bem superficial. Dessa forma, a profundidade de investigação até o *due diligence* pode variar bastante de empresa para empresa. No modelo de decisão destas duas empresas, o *business due diligence* é feito praticamente na fase de *due diligence* descrita anteriormente. Assim, antes da carta de intenção, tem-se uma análise mais superficial do negócio.

Segundo a empresa H, é comum receber uma carta de confidencialidade antes de se iniciar qualquer análise sobre uma empresa. Assim, apenas mediante a sua assinatura, a empresa disponibiliza todas as informações para se fazer a avaliação do negócio.

Outra diferença percebida diz respeito a duas empresas que atuam apenas como co-investidoras de propostas oferecidas por instituições financeiras ou por outras empresas de capital de risco. Essas empresas recebem normalmente a proposta com uma boa parte do *due diligence* já realizado pela empresa que está liderando o investimento.

Segundo estas duas empresas, elas não necessitam fazer carta de intenções, uma vez que o *lead investor* já a fez. Segundo uma destas empresas, “Às vezes pegamos a carta de intenções do *lead investor* e analisamos com eles coisas que gostaríamos de alterar”. De

acordo com esta mesma empresa, muitas vezes nem é necessário fazer o *due diligence* integral, pois o *lead investor* acaba por fazê-lo. O entrevistado citou, por exemplo, que muitas vezes, enquanto o *lead investor* se concentra em fazer o *due diligence* legal ou contábil, sua empresa fica encarregada de fazer o *due diligence* tecnológico, uma vez que esta é sua área de *expertise*.

As duas empresas citaram que, com base no documento feito pelo *lead investor*, confeccionam um documento chamado de *concept paper*. Caso necessitem de alguma informação adicional que não consta do documento preparado pelo *lead investor*, irão então buscá-lo diretamente com a empresa que precisa do financiamento.

Estas duas empresas também se reúnem com o comitê duas vezes: a primeira vez após ter feito uma análise inicial da empresa, entregando no comitê o *concept paper*, e a última vez, após o *due diligence*, a fim de obter o aval final para fazer o aporte de capital.

Enquanto uma destas empresas co-investidoras realiza o comitê muitas vezes apenas via *conference calls*, com cada *officer* em seu país, a outra se reúne sempre fisicamente no país sede da empresa.

7.2.3. EMPREGO DE AVALIAÇÃO QUALITATIVA *VERSUS* QUANTITATIVA NO PROCESSO DE DECISÃO DE INVESTIMENTOS

Pela descrição anterior sobre o processo de decisão de investimentos de empresas de capital de risco, pôde-se perceber que a avaliação de empresas envolve tanto etapas qualitativas quanto quantitativas. A parte qualitativa da análise é representada pela busca de informações em reuniões com a equipe de administração, em conversas com pessoas do mercado, leituras a respeito da empresa, visitas a ela, conversas com clientes-chave, concorrentes e fornecedores, auditorias contábil e legal, e outros, envolvendo um amplo leque de atividades.

Estas atividades objetivam obter informações referentes à qualidade do produto ou serviço oferecido pela empresa, ao posicionamento da empresa dentro do setor, ao ambiente concorrencial do setor, à relação produto-mercado, à capacitação dos co-investidores, ao acesso ao *know-how*, à qualidade da equipe administrativa, às saídas em potencial, à estruturação da operação, entre outros tópicos de investigação que devem ser analisados pela empresa de capital de risco.

O objetivo central desta exaustiva investigação sobre o negócio visa primordialmente poder medir os riscos e retornos em potencial com o investimento. Toda esta busca de informações, assim, permite uma melhor avaliação do investimento, a fim de obter um preço justo para se realizar a compra da participação acionária da empresa.

Deve-se dizer que este é um processo extenso, variando num tempo mínimo de dois meses a até um ano. Trata-se também de um processo oneroso, necessitando contratar firmas de consultorias, auditorias, advogados, e outros profissionais. Após toda esta busca de informações a respeito da empresa, cabe então utilizar modelos matemáticos a fim de se atingir um preço para a compra da participação acionária.

Segundo os entrevistados, a precificação é feita normalmente por múltiplos de empresas comparáveis e/ou por fluxo de caixa descontado. Mas a questão que se levanta é a capacidade de se conseguir precificar uma empresa de capital fechado, muitas vezes nova e sem históricos operacionais, pelos modelos matemáticos existentes.

Segundo os entrevistados, a precificação destas empresas não é tão simples assim. Por exemplo, de acordo com a empresa D,

“A precificação acaba por ser mais arte do que ciência”.

A empresa J mostrou-se ainda mais cética com relação à metodologia atual de precificação. Segundo o entrevistado,

“Quando se calcula o preço de uma empresa, olha-se que o preço é oito vezes a receita, e no mercado o preço é de vinte vezes a receita, então se diz que está barato e que pode comprar. São coisas ridículas, e que não se sabe se perdurarão, mas é o que se utiliza no momento. Deve-se esperar para que apareça algo melhor no futuro”.

E continua:

“É um pouco difícil aceitar as avaliações que estão no mercado. Às vezes vê-se claramente que a avaliação não faz sentido, mas é o que todos fazem”.

Por fim, um outro entrevistado coloca:

“As coisas clássicas de dois anos atrás (fluxo de caixa descontado) não são mais utilizadas. Mas, no final, tudo não passa de um bom chute”.

Dessa forma, percebe-se que, embora se tente criar uma modelagem para precificação destas empresas, pôde-se perceber que a parte qualitativa de análise é realmente o fator preponderante na avaliação do negócio. Respondendo à questão inicial do trabalho com relação à avaliação qualitativa *versus* quantitativa de uma empresa, pode-se dizer que as empresas utilizam-se de ambas. Contudo, a parte qualitativa apresenta um peso significativo, sendo na fase de coleta de informações a respeito da firma que se conseguirá ter uma noção sobre o valor intrínseco do ativo.

7.2.4. COMPARAÇÃO DOS MODELOS BRASILEIRO E NORTE-AMERICANO

Pelas dez entrevistas realizadas com capitalistas de risco brasileiros, pôde-se perceber que, na maioria das vezes, o processo de decisão de investimentos de empresas que trabalham no Brasil mostrou-se muito semelhante ao modelo norte-americano.

Embora uma empresa tenha mostrado um processo de decisão ainda desestruturado, algumas considerações devem ser feitas a respeito. Em primeiro lugar, pode-se levantar a hipótese de o entrevistado não ser a pessoa ideal dentro da empresa para responder a respeito do processo de decisão, mesmo que tivesse um alto cargo internamente e declarasse ser habilitado para tal. Em segundo lugar, tratando-se de uma empresa que trabalha na área há muito pouco tempo, pode-se supor que ainda não tenham tido em mãos muitos projetos para analisar, o que justifica o desconhecimento de como se dá o processo-padrão.

Contudo, traçando uma comparação do modelo norte-americano de decisão descrito na literatura com os resultados obtidos para as empresas de capital de risco que tinham processos de decisão de investimentos bem estruturados, pôde-se observar grandes semelhanças entre ambos. Em linhas gerais, ambos os modelos apresentam os seis aspectos levantados na revisão da literatura:

1. Estratégia de investimento estruturada;
2. Geração de *deal flow* por um comportamento tanto ativo quanto passivo;
3. Análise inicial da proposta;
4. *Due diligence*, compreendendo atividades e tópicos de investigação aprofundados;
5. Avaliação do empreendimento feita por análise tanto qualitativa como quantitativa;
6. Estruturação final do investimento.

Segundo algumas empresas de capital de risco, estas semelhanças existem basicamente porque, na maior parte dos casos, a proveniência de recursos é a mesma: os

recursos são provenientes de fundos de pensão, instituições financeiras estrangeiras, grandes seguradoras internacionais, entre outros. Além do mais, muitas empresas de capital de risco que estão atuando no País são de origem estrangeira, principalmente de origem norte-americana.

Segundo um entrevistado,

“As empresas estrangeiras trazem profissionalização à indústria local, aplicando suas experiências com outros países no Brasil”.

Já com relação às empresas puramente brasileiras e cuja proveniência de recursos também é brasileira, nestas encontraram-se pessoas que já estudaram ou trabalharam no exterior e que replicam no Brasil o que é feito nos demais países. Conforme afirmou um dos entrevistados,

“Quase todo mundo que atua na área no Brasil já estudou ou trabalhou lá fora, então sabe como avaliar uma empresa”.

Contudo, comparando o processo dos dois países, suspeita-se haver uma pequena diferença entre ambos. Esta diferença diz respeito ao peso dado ao *due diligence* contábil e legal. Pôde-se perceber que, enquanto nos Estados Unidos se considera o *due diligence* do negócio (*business due diligence*) e o *due diligence* contábil e legal uma única etapa, no Brasil as empresas tendem a desagregar as duas. Isto se deve à questão das práticas comerciais do Brasil muitas vezes incorretas, assim como devido à provável maior frequência de problemas de contingências fiscais e trabalhistas no País. Isso leva as empresas de capital de risco a considerarem estas auditorias como uma etapa à parte, demorada e onerosa.

Contudo, deve-se dizer que esta diferenciação é de caráter especulativo, pois se traçou uma comparação entre uma literatura disponível de um país e um conjunto de nove entrevistas noutro país, ou seja, a comparação se baseia em instrumentos de coleta de dados diferenciada. Além do mais, a literatura americana chega a citar estas auditorias, apenas não na mesma relevância que as empresas entrevistadas no Brasil.

Outras diferenças encontradas dizem também respeito às diferenças no ambiente de negócios entre os dois países, mas não tanto com relação ao processo de decisão de

investimentos em si. Assim, devem-se comparar as realidades de cada país no processo de decisão de investimentos destas empresas. De acordo com um entrevistado,

“Seguir o livro dos Estados Unidos é padrão. A avaliação aqui ou nos Estados Unidos é exatamente igual. O que acontece é que as realidades são muito diferentes”.

E foi possível perceber comentários referentes a diferenças de ambiente de negócios durante as entrevistas. Abaixo seguem as diferenças apontadas pelos capitalistas de risco.

- **Preparo do empresário para a atividade de capital de risco**

Segundo um dos entrevistados, *“...ninguém sabia até há alguns anos o que era capital de risco. Todos achavam que era uma empresa que fazia empréstimos. Isto melhorou um pouco, mas o desconhecimento sobre a atividade ainda é grande. (...) Quando se começam as conversas, ninguém entende como o capital de risco funciona, ou seja, as pessoas não estão preparadas para este tipo de financiamento”.*

- **O plano de negócios**

Enquanto é padrão nos Estados Unidos o recebimento de uma proposta via um plano de negócios, o conceito no Brasil não se encontra ainda muito difundido. Algumas empresas esperam entrar em contato com empreendedores apenas por telefone, não sabendo que necessitam entregar-lhes um documento formal explicando o negócio da empresa. Assim, a confecção de um plano de negócios muitas vezes acaba por tornar-se incumbência do capitalista de risco. Segundo um entrevistado,

“O capitalista de risco no Brasil muitas vezes atua mais como um educador do que um investidor. Este precisa ensinar ao empreendedor o que vem a ser capital de risco e ensinar o que vem a ser um plano de negócios”.

Segundo este mesmo entrevistado, ainda vai demorar alguns anos para se ver, no País, a apresentação inicial mais profissionalizada.

- **Talento Gerencial**

Segundo alguns entrevistados, é muito difícil encontrar uma boa equipe administrativa para uma empresa de pequeno ou médio porte no Brasil, enquanto nos Estados Unidos isto não é um grande problema. De acordo com a empresa A, *“...um dos problemas da tropicalização da atividade de capital de risco é a falta de talento gerencial no país”*.

- **Qualidade de informação**

Como comentado anteriormente, sete das nove empresas de capital de risco que apresentavam processos de decisão bem estruturados queixaram-se da qualidade dos números das empresas.

Segundo um entrevistado,

“O processo de investigação passa a ser um pouco diferente do dos Estados Unidos, devido à falta de informação com relação às empresas. A ‘garimpagem’ por informações aqui passa a ser bem mais trabalhosa”.

- **Evasão fiscal**

Segundo várias empresas de capital de risco entrevistadas, um dos grandes problemas do País está ligado à questão da gestão tributária. De acordo com uma empresa de capital de risco, quando há o aporte de capital na empresa, tem de acabar com todas as práticas heterodoxas de administração fiscal. O maior problema, entretanto, é que, em parando tais práticas, não se sabe se ela continuará sendo competitiva.

De acordo com a empresa A, nos Estados Unidos há uma legislação muito severa a fim de coibir práticas de corrupção de empresas americanas que atuam no exterior. Daí a necessidade de toda empresa que recebe aporte de capital também atuar de forma legal. Assim, capital de risco significa trazer profissionalização à empresa.

De acordo com a empresa D,

“Eu não vou encostar numa empresa que não pague imposto. E este é um problema grave no Brasil, necessitando de uma reforma tributária urgente para ser solucionado”.

Já segundo a empresa C, nos Estados Unidos há uma estrutura fiscal muito mais simples, sem impostos em cascata, que acabam por beneficiar o indivíduo que sonega. Em adição, nos Estados Unidos há punição para quem sonega.

- **Participação Acionária**

De acordo com a empresa A,

“Enquanto nos Estados Unidos muitas empresas de capital de risco deram-se muito bem assumindo posições minoritárias, o mesmo não ocorreu no Brasil. Aqui, necessita-se ser majoritário para decidir sobre a gestão da empresa e saída”.

Segundo o entrevistado, para poder praticar aqui a atividade de capital de risco, é imprescindível desvincular o potencial de ser um empreendedor e o potencial de ser um gestor. Quanto ao potencial de ser um empreendedor, a pessoa já tem esse mérito, pois foi ele quem construiu o negócio. Com relação ao potencial de gestor, sempre pode existir alguém melhor para assumir o cargo.

No Brasil, o empreendedor dificilmente aceita sair da função de gestor, fato que não ocorre nos Estados Unidos. Assim, na opinião do entrevistado, com a empresa de capital de risco assumindo o controle, pode-se escolher a equipe administrativa ideal para o empreendimento em questão.

Segundo a empresa E, outro problema referente à participação acionária é que, não se sabendo muito sobre a atividade no País, as pessoas acabam tendo uma expectativa de participação muito alta no capital da empresa:

“Eles lêem no jornal que a empresa X vendeu 20% de participação e então esperam que as empresas de capital de risco venham a querer o mesmo”.

- **Oportunidade de saída**

Segundo um entrevistado, no Brasil, a empresa de capital de risco tem um período ideal de saída que não pode perder. A saída sempre depende de um cenário econômico positivo, com alta liquidez. Já nos Estados Unidos, o período ideal de desinvestimento é muito mais duradouro. Como disse o entrevistado: *“No Brasil, de modo diferente dos Estados Unidos, o bonde está passando e você tem que pegá-lo. Se perder a oportunidade de saída, não se sabe quando a terá novamente”*.

Outro ponto de diferença entre o Brasil e os Estados Unidos muito comentado pelas empresas entrevistadas é que a oportunidade de uma empresa de capital de risco norte-americana sair de um empreendimento via Bolsa é bem maior do que a de uma empresa brasileira. O mercado acionário brasileiro é bem mais ilíquido que o norte-americano, restando normalmente apenas a opção de venda a um investidor estratégico. Deve-se dizer que algumas empresas de capital de risco brasileiras cogitam abrir o capital de suas empresas nos Estados Unidos, mas, segundo a empresa I, estes casos são exceção e não a regra geral.

- **Empresas de origem familiar**

Dois entrevistados apontaram o problema de as empresas serem de origem familiar no Brasil, enquanto nos Estados Unidos esta característica não seja tão predominante. Segundo a empresa H,

“Se nós mesmos nos afeiçãoamos à empresa no tempo que ficamos nela investida, imagine os empresários que chegaram a ver seus pais construindo a empresa? Para eles, a empresa sempre vale mais do que o que o capitalista de risco está pagando”.

Como citado anteriormente, segundo a empresa I, a negociação é particular do Brasil, pois se trabalha com famílias pouco profissionalizadas. Assim, as negociações baseiam-se mais em expectativas irracionais de preços.

De acordo com a empresa C, o segundo problema é o temor das empresas em dividir sua participação. Dada a origem familiar das empresas, estas não gostam da idéia de ter que compartilhar o capital com outros acionistas.

Estas são apenas algumas diferenças encontradas entre as realidades americana e brasileira, para a tomada de decisão de empresas de capital de risco no País. Certamente existem outras, porém, aqui se registraram apenas algumas que foram citadas durante as entrevistas. O ponto importante, contudo, é compreender que, embora as realidades dos dois países seja diferente, de dez empresas entrevistadas, nove apresentavam processos de decisão semelhantes aos da literatura americana.

8. CONCLUSÃO

Como se pôde ver ao longo deste trabalho, é notório o crescimento de empresas de capital de risco no Brasil. Sejam estas empresas de origem brasileira ou estrangeira, o processo de seleção de investimentos mostrou-se, para a maior parte das empresas, muito semelhante entre si, caracterizando-se por etapas de decisão bem definidas.

A primeira etapa diz respeito à formulação de uma estratégia de investimento, com as empresas estruturando seus negócios em função de quatro categorizações dos empreendimentos: seus setores industriais de atuação, seus estágios de desenvolvimento, o tamanho do financiamento e suas regiões geográficas.

Após delineada a estratégia básica de investimento, ressaltou outro aspecto, que diz respeito à busca de *deal flows*, ou seja, as empresas de capital de risco passam a concentrar esforços a fim de receber maior volume possível de oportunidades de investimento. Nesta etapa do processo, as empresas de capital de risco assumem tanto participação proativa como passiva. Na atitude proativa, ao saber quem são os *players* de um determinado setor, analisa-se se, porventura, a empresa poderia vir a ser carente de capital, e promove-se o contato. Com relação à atitude passiva, há duas formas de obtenção de projetos. A primeira é por meio do contato direto da empresa com o capitalista de risco, enquanto a segunda é por meio de intermediários. Entre os intermediários, incluem-se bancos de investimento, pessoas físicas, firmas de consultoria, advocacia, auditoria, corretores de negócios, entre outros, que irão procurar o capitalista de risco para oferecer propostas de investimento.

A fase seguinte diz respeito à análise preliminar. Nesta fase, as informações sobre a empresa são buscadas, na maioria das vezes, apenas junto à equipe administrativa, em conversas com duas ou três pessoas do mercado, e em alguma leitura a respeito da empresa. Citando de forma conjunta todos os tópicos da análise dos investimentos mencionados por diferentes capitalistas de risco, tem-se: análise do setor de atuação de empresa, análise do produto ou serviço, posicionamento da empresa dentro do setor, seu ambiente concorrencial, relação produto-mercado, co-investidores, equipe administrativa, modos de saída, estruturação da operação, acesso a *know-how* e, enfim, um pouco da intuição na seleção de projetos.

Após a análise preliminar, chega-se a uma fase conhecida por *business due diligence*. Nesta fase, a empresa passa por uma extensa investigação. O objetivo desta fase é buscar esclarecimento completo referente ao negócio, ao setor, à empresa, à competência da equipe de gestão da empresa, à tecnologia empregada pela empresa, entre outros. Assim, esta é a fase em que se analisa se este é um bom negócio ou não, independente de aspectos contábeis e legais. É nesta fase ainda que se atribui um valor à empresa, pela utilização do fluxo de caixa descontado e, principalmente, de múltiplos de empresas comparáveis, com expectativas de se obter uma taxa interna de retorno em torno de 20% a 35% a.a. em dólares. Por fim, esta é a fase em que se confecciona um plano de negócios para os próximos cinco anos do empreendimento, podendo-se assim dizer que um plano de negócios está muito mais para processo do que simplesmente para documento.

Terminado o *business due diligence*, já se tem uma boa noção sobre a indústria tanto no Brasil como no exterior, como está ela posicionada e qual a sua estratégia. Já se sabe também como pretende sobreviver e prosperar neste setor. Assim, a próxima etapa envolve a negociação de valores, quanto vai ser investido e quanto cada um vai ter de participação. Discute-se também a formação do conselho de acionistas, o número de assentos de cada membro e os critérios de votação para cada tema em discussão.

Estas informações constarão da carta de intenções, a qual é considerada um divisor de águas, e quando o projeto torna-se mais consolidado. Este documento garante a exclusividade sobre a proposta à empresa de capital de risco. Contudo, neste período ocorre uma assimetria de expectativas. Enquanto o empreendedor considera ter consumado o negócio, para o capitalista de risco a grande investigação se inicia.

Assim, o processo entra na fase conhecida por *due diligence*, na qual se aprofunda o *business due diligence* e ocorre a auditoria contábil e legal. Tendo a exclusividade sobre a proposta, é neste ponto que a empresa de capital de risco começa realmente a investir recursos para uma investigação completa do empreendimento. Verifica-se, nesta fase, se a empresa tem contingências fiscais ou trabalhistas, se os números apresentados realmente refletem a realidade e se a contabilidade realmente está de acordo.

Quase em paralelo ao *due diligence* há a confecção da documentação para ter o aporte de capital, inserindo-se cláusulas referentes ao acordo de acionistas, aos assentos no

conselho de administração, aos critérios de votação, às remunerações, entre outras cláusulas existentes. Após todas estas exaustivas etapas de investigação de projetos e todo um processo de negociação, assina-se o contrato e há o aporte de capital.

Todo este processo de investimento, na verdade, reflete um grande “filtro” de projetos, no qual, de cada cem a duzentos projetos que chegam às mãos dos capitalistas de risco, remanescem um ou dois para receber o aporte de capital. Assim, este é um processo demorado, levando, normalmente, de dois meses a um ano de duração.

Com relação ao uso de análises qualitativas *versus* quantitativas no processo de decisão de investimentos das empresas de capital de risco, pode-se dizer que elas se utilizam de ambas as análises, com uma vindo a complementar a outra. Contudo, por meio de uma peregrinação em busca de informações a respeito destas empresas, a análise qualitativa é fundamental e determinante para que se obtenha um preço justo para a compra de participação acionária no investimento. Já com relação ao emprego de uma avaliação quantitativa, embora todas as empresas utilizassem algum cálculo para a precificação do investimento, não faltaram críticas por parte dos capitalistas de risco ao que existe disponível no mercado, atualmente.

Deve-se dizer que este capital é investido por um tempo certo, permanecendo dentro da empresa de dois a sete anos em média, quando então há a saída. Esta saída pode-se dar via bolsa de valores, considerando-se tanto a bolsa de valores brasileira quanto a norte-americana (*New York Stock Exchange*, NYSE), no caso desta última, por emissão de ADRs (*American Depositary Receipts*). Pode-se considerar também o mercado norte-americano de balcão (NASDAQ, *National Association of Securities Automated Quotation*). Outro modo de saída, o mais comum na realidade brasileira, diz respeito à venda da empresa a um investidor estratégico. Uma última possibilidade é a venda das ações ao próprio controlador inicial da empresa.

Os modos de capitalização das empresas, analogamente aos Estados Unidos, se dão via ações puras ou via debêntures conversíveis, com a forma de aporte dependendo principalmente do estágio de desenvolvimento da empresa. Uma empresa ainda muito embrionária não consegue arcar com elevadas despesas de juros, optando-se preferencialmente nestes casos por ações.

As empresas de capital de risco podem tanto visar à participação majoritária num investimento, quanto à participação minoritária, dependendo da estratégia da empresa e do empreendimento em questão.

Por fim, as empresas de capital de risco sempre buscam ter uma participação ativa nos conselhos de administração. Há até mesmo casos extremos, em que a empresa de capital de risco, além de participar do plano estratégico da empresa, acaba por participar também do operacional, ou seja, do seu dia-a-dia. A única exceção, com relação à participação no conselho, ocorre quando uma empresa de capital de risco participa de um investimento como co-investidora de outras empresas de capital de risco. Neste caso, é possível que a empresa não venha a ter assento no conselho, pois aquela que lidera o aporte de capital já o terá. A empresa que não tem direito ao assento, porém, normalmente assina, pelo menos, um acordo de colaboração na gestão desta empresa.

Por fim, este desenho geral é apenas um esboço do que se ouviu de diferentes empresas de capital de risco. As empresas entrevistadas, entretanto, nem sempre apresentam processos de decisão idênticos, podendo-se perceber também algumas pequenas diferenças entre elas. A principal diferença diz respeito à profundidade da análise que é feita antes de a empresa entrar no *due diligence*. Algumas citaram que, até se assinar a carta de intenção, fazem apenas uma análise rápida da pretendente, por meio de alguma leitura a seu respeito, entrevistas com a equipe de administração, e conversas com duas ou três pessoas do mercado. Após essa breve análise, caso se interessem pela empresa, já assinam a carta de intenção. Assim, o *business due diligence* é feito praticamente ao mesmo tempo que o *due diligence* fiscal e legal.

Pôde-se ainda encontrar diferenças com relação à existência de comitês dentro das empresas para a avaliação dos projetos. Estes comitês podem eventualmente existir após a análise inicial da empresa, anteriormente à assinatura da carta de intenções, ou anteriormente à assinatura do contrato de investimento. Esses comitês têm por objetivo pedir autorização dos investidores para realizar o aporte de capital ou simplesmente visam a melhorar a comunicação interna das empresas de capital de risco.

Outra diferença interessante diz respeito a empresas que apenas atuam como co-investidoras ao lado de outras empresas de capital de risco. Para elas, o processo acaba por

ser mais simplificado, porque grande parte do *due diligence* é feito pelas demais empresas de capital de risco que estão participando do investimento. Elas não necessitam fazer nem mesmo a carta de intenções, uma vez que a empresa de capital de risco que está coordenando o investimento normalmente já a faz.

Após ter compreendido o processo de decisão de investimentos das empresas de capital de risco que atuam no País, pôde-se traçar uma comparação do processo no Brasil com o processo de decisão de investimentos de empresas que operam nos Estados Unidos. Pode-se dizer que as etapas de análise de projetos das nove empresas que apresentaram processos de decisão estruturados eram muito semelhantes ao que se encontrou na literatura americana. Tanto as empresas norte-americanas quanto as brasileiras apresentam os seis aspectos a considerar num processo de decisão de investimentos: a) estratégia de investimento estruturada; b) geração de *deal flow* a partir de um comportamento tanto proativo quanto passivo; c) análise inicial da proposta; d) *due diligence*; e) avaliação do empreendimento e, enfim, f) estruturação final do investimento.

Segundo as empresas de capital de risco entrevistadas, estas semelhanças se explicam porque a proveniência de recursos, em grande parte das vezes, é a mesma: o capital é de origem estrangeira. Mesmo no caso do capital ser de origem brasileira, os capitalistas de risco dessas empresas muitas vezes estudaram ou trabalharam no exterior. Dessa forma, em ambos os países o processo acaba por ser muito semelhante.

Contudo, comparando o processo indicado pela literatura norte-americana com o que as empresas de capital de risco que operam no Brasil apontaram, suspeita-se que haja uma diferença entre ambos os processos. Essa diferenciação diz respeito ao peso dado ao *due diligence* contábil e legal. Pôde-se perceber que, enquanto nos Estados Unidos se considera o *due diligence* do negócio e o *due diligence* contábil e legal uma única etapa, no Brasil as empresas tendem a desagregar as duas. Isto se deve à questão das práticas comerciais do Brasil, muitas vezes incorretas, assim como devido à existência de problemas de contingências fiscais e trabalhistas muito comuns aqui. Essas circunstâncias levam as empresas de capital de risco a considerar as auditorias como uma etapa à parte, que gera grandes custos.

Contudo, deve-se dizer que esta diferenciação é de caráter especulativo, pois traçou-se uma comparação entre a literatura disponível de um país com um conjunto de nove entrevistas noutro país. Além do mais, a literatura americana chega a citar essas auditorias, apenas não lhes atribui a mesma relevância que as empresas entrevistadas no Brasil.

Outras diferenças encontradas também dizem respeito às diferenças no ambiente de negócios entre os dois países. Uma destas diferenças diz respeito ao preparo e conhecimento do empresário sobre o que vem a ser capital de risco. Segundo alguns entrevistados, as pessoas ainda não estão preparadas para este tipo de financiamento, por não entenderem como o mesmo funciona. Junto a esta questão, há o problema do desconhecimento do que vem a ser um plano de negócios, documento padrão de apresentação de um empreendimento a uma empresa de capital de risco americana.

Outra questão muito discutida diz respeito à falta de talento gerencial da pequena e média empresa brasileira. Segundo vários entrevistados, um dos maiores problemas da “tropicalização” da atividade de capital de risco diz respeito à qualidade da equipe administrativa no País.

Deve-se ainda mencionar a questão da má qualidade de informação sobre as empresas, as diferenças nas oportunidades de saída do empreendimento entre o Brasil e os Estados Unidos e, enfim, a questão de haver empresas de origem predominantemente familiar no País, o que dificulta a negociação da participação acionária.

Deve-se apenas lembrar que, embora haja estas diferenças no ambiente de negócios entre os dois países, o trabalho apontou para um processo de decisão de investimentos bem estruturado e formalizado, o que indica a profissionalização da indústria no País.

A única das dez empresas entrevistadas que não apresentou um processo estruturado de decisão de investimentos não desmerece as conclusões a respeito desta indústria, pois é possível levantar a hipótese de que o entrevistado, mesmo que, quando perguntado sobre sua participação no processo decisório, tenha respondido afirmativamente, não seja a pessoa que realmente participe dessa análise.

Há também a possibilidade da existência de uma ou algumas poucas empresas que não apresentam ainda procedimentos sistematizados. Percebe-se, contudo, claramente, a

profissionalização desta indústria no País, com empresas apresentando processos estruturados e formais de decisão de investimentos.

Enfim, espera-se oferecer, com este trabalho, uma visão mais clara sobre o processo de decisão de investimentos nas empresas de capital de risco em nosso País. Deve-se ainda dizer que, ao concluir esta pesquisa, deixa-se em aberto um leque enorme de questões sobre esta indústria que merecem ainda ser investigadas. Uma vez que as empresas de capital de risco começaram a atuar no País de forma mais intensa, de poucos anos para cá, com a indústria ainda passando por um processo de formação e configuração geral, não faltam oportunidades para estudos futuros a respeito deste tema.

Acredita-se, assim, que este estudo poderá servir de base a futuras pesquisas, visando, em etapas posteriores, analisar questões-chave a respeito dessas empresas. Como sugestões para estudos futuros poder-se-ia citar uma lista quase interminável de idéias. Uma próxima pesquisa poderia, por exemplo, vir a estudar a eficiência do processo de decisão de investimentos, as diferenças entre os contratos realizados pelas empresas de capital de risco brasileiras e de outros países, os potenciais conflitos de agência na atividade de capital de risco, entre outros tópicos de estudo interessantes.

Por fim, é indiscutível a importância das empresas de capital de risco como fornecedoras de capital e gestão profissional às empresas nacionais. Qualquer pesquisa sobre o assunto trará benefícios diretos ao País. Dessa forma, conclui-se esta pesquisa fazendo um convite ao leitor para que também pesquise este tema tão fascinante e capaz de gerar tantos benefícios à nação.

9. BIBLIOGRAFIA

BELTZ, C. A. 1994. *Financing entrepreneurs*. The American Enterprise Institute Press, Washington D.C.

BROPHY, D. J. 1992. "Financing the new venture: A report on recent research". In: Sexton, D. L. e Kasarda, J. D. *The State of the Art of Entrepreneurship*. PWS-Kent Publishing Company, Boston.

BURRILL, G. S. e NORBACK, C. T. 1988. *The Arthur Young guide to raising venture capital*. Liberty House.

BYGRAVE, D.W. e TIMMONS, J.A. 1992. *Venture capital at the crossroads*. Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.

CARLETON, W. T. 1986a. "Issues and questions involving venture capital". In: LIBECAP, G. *Advances in the study of entrepreneurship, innovation, and economic growth - A Research Annual - Entrepreneurship and Innovation: the impact of venture capital on the development of new enterprise*, vol 1, Jai Press Inc., Greenwich, Connecticut.

CARLETON, W. T. 1986b. "The dialogue on venture capital markets". In: LIBECAP, G. *Advances in the study of entrepreneurship, innovation, and economic growth - A Research Annual - Entrepreneurship and Innovation: the impact of venture capital on the development of new enterprise*, vol 1, Jai Press Inc., Greenwich, Connecticut.

CARVALHO, A. G. 1999. "Venture capital selective certification in initial public offerings". Documento não publicado apresentado ao Departamento de Economia – FEA/USP.

CHOCCE, G. A. R. 1991. "A situação das companhias de capital de risco no Brasil: um estudo exploratório", Dissertação apresentada ao Departamento de Administração da FEA/USP.

CHOCCE, G. A. R. 1997. "O capital de Risco no Brasil - uma contribuição a partir da experiência francesa". Tese apresentada ao Departamento de Administração da FEA/USP.

DAMODARAN, A. 1996. "Investment Valuation", John Wiley & Sons, Inc.

- ENTREPRENEURIAL EDGE MAGAZINE: Nothing Ventured”, 5th Anniversary Issue, 1995
- FITCH, T. 1993. *Dictionary of Banking Terms*. Barron's, 2nd ed.
- GARDELLA, L. A., 1996. “Selecting and Structuring Investments: The Venture Capitalist’s Perspective”, AIMR conference on venture capital investing.
- LEVIN, Jack S. “Structuring Venture Capital, Private Equity and Entrepreneurial Transactions”. Ed. Aspen Law & Business, 1999.
- LILES, P. 1974. “Sustaining the venture capital firm”. *Management Analysis Center Research Study, Homewood*.
- MARTINS, G. A. 1994. *Manual para elaboração de monografias e dissertações*. Ed. Atlas, São Paulo.
- MATTAR, F. N. 1994a. *Pesquisa de marketing: metodologia, planejamento, execução e análise*. Editora Atlas, 2a ed, vol.1.
- MATTAR, F. N. 1994b. *Pesquisa de marketing: metodologia, planejamento, execução e análise*. Editora Atlas, 2a ed, vol.2.
- McKINSEY & CO. 1998. *U.S. Venture Capital – Industry Overview and Economics*. Summary Document, September.
- MONTEZANO, R. M. 1983. *Capital de risco: uma alternativa de financiamento - Venture Capital*. Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, Rio de Janeiro.
- PRATT, S. E. 1982. *Guide to venture capital sources*. Wellesley Hills, MA: Capital Publishing Corporation.
- REILLY, F. K. e BROWN, K. C. 1997. *Investment analysis and portfolio management*, The Dryden Press, 5th edition.
- REVISTA EMPREENDEDOR, Agosto de 1999. “Os Grandes Apostadores”. Ano 5, nº 58.
- SCHILIT, W. K. 1996. “Venture catalysts or vulture capitalists?” *The Journal of Investing*, vol. 5, no. 3 (Fall).

SEXTON, D. L. e SMILOR, R. W. 1997. *Entrepreneurship 2000*. Upstart Publishing Company, Chicago, Illinois.

SOJA, T.A. e REYES, J. E., 1990. "Investment Benchmarks: Venture Capital", In Needham, MA, 1990. *Venture Economics, Inc.*

TEIXEIRA DA COSTA, R. 1987. "Brasilpar – 6 anos depois". Palestra no seminário capital de risco na Argentina, Set/1996 – In: T. Tosta de Sá (Coord.), 1987. *Sociedades de Capital de Risco: Coletânea de artigos*. Brasília, Cebrae.

TIMMONS, J. A. *et al.*, 1990. *New Venture Creation*, Homewood, IL: Richard D. Irwin.

VENTURE ECONOMICS, 1988. "Venture Capital Performance: Review of the Financial Performance of Venture Capital Partnerships", *Venture Economics, Inc.*

ANEXO I
RELATÓRIO DE ENTREVISTA

PARTE I: INFORMAÇÕES GERAIS SOBRE A EMPRESA

1) Nome do entrevistado:

2) Nome da empresa:

3) Cargo:

4) Nacionalidade da empresa:

5) Tempo que a empresa atua na atividade de capital de risco:

6) Total disponível para investimentos:

7) Origem dos recursos investidos:

8) Volume financeiro médio dos investimentos:

9) Estágio de desenvolvimento das empresas:

- Seed*
- Start-up
- Primeiro estágio
- Segundo estágio
- Financiamento Ponte
- Leveraged Buyout* (LBOs)
- Turnaround*

10) Setor dos Investimentos:

11) Região Geográfica:

12) Número de empresas da carteira e volume já investido:

13) Rápido histórico sobre a empresa:

PARTE II: O PROCESSO DE DECISÃO DE INVESTIMENTOS

QUESTÃO CENTRAL

- Descreva o processo de análise de projetos de investimento e suas fases, desde o recebimento da proposta inicial até a decisão final de se investir numa determinada empresa.

Pontos a serem questionados caso o entrevistado não os mencione anteriormente:

- O que vocês fazem para obter propostas de investimentos?
- A empresa requer um plano de negócios do empresário?
- O que se espera de um projeto numa análise preliminar?
- Quais são os fatores críticos determinantes para se prosseguir a análise do projeto?
- Quais são as atividades de investigação de uma empresa?
- Qual a taxa interna de retorno esperada dos investimentos?

- Qual o horizonte de investimento e as estratégias de saída?

- Qual o método de avaliação (precificação) empregado?

- Quais são as dificuldades mais comuns na avaliação de um empreendimento?

- Vocês participam do conselho de administração da empresa? Vocês têm uma participação ativa na administração?

- O aporte de capital é feito através de ações ou títulos conversíveis?

- Vocês desejam ter participação majoritária num investimento?

- Qual o percentual das propostas que chega à análise profunda, e qual o percentual aprovado?

- Qual o tempo médio de investigação de um projeto?

PARTE III: ETAPAS DO PROCESSO DE DECISÃO DE INVESTIMENTOS

Esboçar as etapas do processo de decisão de investimentos no espaço abaixo.

ANEXO 2

DESCRIÇÃO DAS EMPRESAS ENTREVISTADAS

Empresa: Morgan Stanley Dean Witter

Entrevistado: Marcelo di Lorenzo

Cargo: Vice Presidente

O setor de Private Equity do Morgan Stanley surgiu em 1985, com um fundo de aproximadamente US\$350mi. A partir daí, a empresa já investiu US\$3,5bi globalmente, com maior parte dos investimentos concentrados nos Estados Unidos. Este fundo tem oferecido grande rentabilidade, apresentando um retorno médio de mais de 50% a.a. em dólares ao longo de sua existência.

Atualmente, o Morgan Stanley tem disponível mais de US\$4 bi para investimentos a nível global, através de três principais fundos:

1. Morgan Stanley Dean Witter Capital Partner Support: Este é um fundo de natureza global, dispendo de US\$ 3,3bi para investimentos. Acabou de ser formalizado em dezembro de 1999 e já investiu US\$150mn deste total. Este é um fundo de *Leverage Buy Out* (LBO), focando-se em empresas dos Estados Unidos, Europa, e Japão, mas eventualmente também poderá buscar oportunidades de investimento na América Latina e Ásia.
2. Morgan Stanley Global Emerging Markets: Como o próprio nome indica, este é um fundo destinado a países emergentes, dispendo atualmente de US\$330mi para investimentos. Este fundo concentra-se em países asiáticos e da América Latina. Já se investiu US\$70mi do total disponível.
3. Morgan Stanley Dean Witter Venture Partners: Este é um fundo que possui US\$550mn para investimentos, focando-se em investimentos para os Estados Unidos e Europa. Caso haja alguma oportunidade excepcional, investirá eventualmente na América Latina.

O departamento de Private Equity do Morgan Stanley para América Latina foi aberto no final de 1998. Sua sede localiza-se no Brasil e conta hoje com cinco pessoas na equipe.

O porta-fólio de investimentos da empresa é bem diversificado, focando-se atualmente nas áreas de tecnologia, telecomunicações, saúde e serviços financeiros. Contudo, a empresa mostra-se flexível com relação às áreas de investimento, podendo vir a investir em outros setores também.

O capital disponível origina-se de fundos de pensão norte-americanos, de pessoas físicas muito ricas, do próprio Morgan Stanley, dentre outros. A empresa tem atualmente uma carteira de aproximadamente 260 empresas e, neste ano de atuação na América Latina, já investiu em duas empresas: no Universo On Line (UOL) e no Impsat, empresa argentina. Para o UOL, do total de US\$ 100 milhões investidos, um terço do capital proveio do Morgan Stanley. Na outra empresa, o Morgan Stanley investiu US\$ 125mi. Em ambos os investimentos assumiu posições minoritárias, mas pode eventualmente realizar investimentos nos quais venha a deter o controle da empresa, como o Morgan Stanley faz muito nos Estados Unidos.

O Morgan Stanley investe em geral em empresas maduras, que já tenham um certo histórico, mas com grande potencial de crescimento. Pode vir a analisar projetos provenientes de todo o Brasil, sem qualquer limitação regional. Com relação ao total disponível para investimentos na América Latina, o grupo não disponibiliza este número, uma vez que o fundo é levantado com propósitos de investimentos globais. Mas Marcelo di Lorenzo acredita que seja um número em torno de 10% do total disponível para investimentos globais, ou seja, algo em torno de US\$450mn.

Empresa: TMG Participações

Entrevistado: Eduardo A. Buarque de Almeida

Cargo: Sócio

A TMG Participações Ltda. administra um fundo de *private equity*, sendo o espelho, aqui no Brasil, de uma empresa de gestão internacional que administra um fundo também chamado de TMG. Há assim duas pessoas jurídicas separadas: o fundo TMG Capital Partners, no exterior, *offshore*, que tem composição acionária própria, e o espelho aqui no Brasil, que é uma subsidiária, chamada de TMG Participações. A TMG Participações é o braço brasileiro que procura identificar oportunidades de investimento no Brasil, em empresas que não sejam de capital aberto, e que estejam carentes de capital para o seu desenvolvimento.

A TMG do Brasil faz o papel de identificar e analisar empresas, formular estratégias, e apresentar esse projeto para um grupo de investidores estrangeiros que são participantes do fundo. Caso eles aprovem, faz-se então a negociação com o empresário brasileiro e determina-se o volume de negociação a ser feito.

Os investidores são companhias multinacionais, descritas abaixo:

1. Deutche Bank Capital Partners: Esta é uma subsidiária do Deutche Bank nos Estados Unidos, que investe em *private equity* em várias regiões do mundo, incluindo a América Latina. Esta empresa representa o principal investidor da TMG atualmente.
2. Um banco de desenvolvimento e fomento da Holanda, que investe em países emergentes: é um fundo em que o governo da Holanda entra com metade do capital, e a outra metade é formada por grandes grupos privados holandeses, entre os quais os três maiores bancos privados da Holanda, além de fundos de pensão de grandes empresas estrangeiras, tais como a Phillips.
3. Uma *holding* familiar de origem belga, sediada em Bruxelas, na Bélgica, mas que tem operações espalhadas pelo mundo inteiro, e que investe em *private equity* na Europa,

EUA, Ásia, e América Latina. Vale dizer que, na América Latina, ela só faz operações pela TMG.

4. A própria TMG: A TMG Capital Partners tem uma pequena participação nos projetos. Dentro do modelo societário americano, a TMG representa o sócio-gestor (*managing partner*), que entra com uma pequena participação de capital, mas com atuação ativa na empresa. Já os *limited partners* são os outros três fundos, apenas entrando com o capital.

Este fundo brasileiro foi formado ao longo de dois anos (96/97) e foi oficializado em dezembro de 1997, começando a operar efetivamente no início de 1998. O fundo teve um aporte de capital inicial de US\$100milhões, com o objetivo de investir em empresas de preferência de porte médio, com faturamento variando de US\$10mi a US\$100mi. Desses US\$100milhões, já se investiu US\$30 milhões em três empresas, com investimento médio de US\$10milhões em cada. A TMG concentra-se em empresas de primeiro e segundo estágio de desenvolvimento, focando-se nos setores de saúde, alimentos, tecnologia de informação (incluindo Internet) e educação. Dentro do Brasil, a empresa analisa projetos da Região Sudeste e Sul do País.

A empresa, no Brasil, é composta por cinco sócios, todos com históricos de trabalho em empresas brasileiras. Alguns são ex-presidentes ou ex-diretores de empresas no Brasil, e, segundo Eduardo de Almeida, viveram aqui “...*grandes momentos de desequilíbrio econômico e financeiro, com hiperinflação, mudanças de regras súbitas, formas de ganhar dinheiro fora dos padrões internacionais, devido à inflação e imperfeições do mercado, ou seja, durante todo o caos brasileiro*”. Alguns destes tiveram ainda o benefício de estudar e trabalhar fora, adquirindo assim visão mais moderna de uma economia competitiva e eficiente.

Empresa: EVM empreendimentos S.A.

Entrevistado: Darryl Stuart Kirsh

Cargo: Sócio

A EVM empreendimentos S.A. originou-se de uma empresa chamada MGDK, quando, após sofrer uma mudança societária há cinco meses, sofreu também uma alteração em seu nome. Contudo, segundo Darryl Kirsh, a única diferença destas diz respeito à mudança societária, sem maiores mudanças na concepção da empresa. Esta é uma empresa inteiramente brasileira, sem participação de capital estrangeiro. Os investidores são pessoas físicas, que investem o dinheiro próprio nestes empreendimentos.

Assim, pode-se dizer que esta empresa está atuando na área faz três anos e meio, concentrando-se em três tipos de investimentos, como é explicado abaixo:

1. Investimentos em empresas novas, baseadas em tecnologia: para estas empresas, a EVM desenvolve os projetos das empresas e busca executivos no mercado para geri-las. Como exemplos de empresas assim originadas por eles, em que praticamente se desenvolveu a empresa começando do estágio zero, eles contam, na carteira, com a OfficeMax (materiais para escritório), sendo uma *joint venture* de uma empresa nos EUA, e a Fontus (empresa que atua na área de compra de carteira de créditos podres, os quais já passaram por todas as fases de cobrança).
2. Empresas do primeiro ou segundo estágio de desenvolvimento: Estas empresas têm mais ou menos 2 a 4 anos de atuação, já têm uma equipe formada e já provaram que o produto tem aceitação no mercado. Em sua carteira, a EVM conta com uma empresa deste gênero, a Universe Participações, realizando este investimento em junho de 1999. Esta é uma empresa de serviços, com tecnologia própria, que faz contagem de estoques e inventários, principalmente para empresas na área de varejo e indústrias.
3. Empresas de maior porte, já estabelecidas no mercado: Estas são empresas com um bom histórico no país. Em sua carteira, a EVM apresenta duas destas empresas: a CALOI, empresa que produz bicicletas, e uma empresa chamada RIM, fabricante de

latas, e que mudaram o nome, passando a se chamar RIMAT. Estes investimentos visam reestruturar as empresas, a fim de torná-las mais competitivas no mercado.

A empresa pode vir a investir desde R\$250 mil a R\$ 2 milhões por projeto, concentrando-se em empresas localizadas no eixo Rio-São Paulo. A própria EVM também entra com o capital próprio nos empreendimentos, com sua participação variando bastante de empreendimento para empreendimento. A empresa dispõe atualmente de R\$12 milhões para investimentos. Com relação às áreas de atuação, a EVM concentra-se em empresas das áreas de saúde, serviços e tecnologia.

Empresa: Westsphere do Brasil Ltda.

Entrevistado: Paulo Chueri

Cargo: Sócio

A Westsphere, empresa norte-americana de *private equity*, nasceu do Chase Manhattan Bank, quando, em 1982, um grupo do Chase decidiu separar-se do Banco e seguir a atividade de capital de risco de forma independente.

A empresa começou a atuar no País em 1995, devido, segundo Paulo Chueri, ao novo cenário econômico que o Plano Real trouxe ao país. A carteira de *private equity* brasileira, hoje pertencente à Westsphere, originou-se primeiramente na década de 70, no Unibanco. Segundo Chueri, o Unibanco foi um dos primeiros bancos a fundar um fundo de *private equity* no país.

Contudo, ainda nos anos 70, o Banco resolveu vender sua carteira para Roberto Teixeira da Costa (primeiro presidente da Comissão de Valores Mobiliários, CVM), dando início, assim, ao BrasilPar, a primeira empresa de capital de risco do País (Chocce 1997, p.115). Esta empresa, além da atividade de capital de risco, concentrou-se também na atividade de conversão da dívida externa brasileira, o chamado *debt equity swap*. Posteriormente, a BrasilPar começou a se diversificar em outras atividades, tais como *asset management*, serviços financeiros e *advising* em fusões e aquisições. Contudo, segundo Chueri, sempre se manteve o “gosto” pela atividade de capital de risco.

Com o Plano Real e o reflorescimento da atividade de capital de risco no País, vários bancos começaram a procurar a BrasilPar para fazer um parceria na área de *private equity*. Daí originou-se a parceria com a Westsphere, empresa de origem americana. A BrasilPar atuava como a *country advisor* da Westsphere para a América Latina. A Westsphere possuía até então escritório próprio na Argentina, Colômbia e Chile, enquanto, no Brasil, utilizava-se da parceria com o BrasilPar.

Logo em seguida, a BrasilPar passou por uma grande reestruturação, vendendo a parte de *asset management* para a empresa Sul America. Assim, neste período de reestruturação, a parte de *private equity* passou a ser absorvida pela Westsphere, e a

BrasiPar ficou apenas com a parte de produtos financeiros. A Westsphere tornou-se, então, independente da BrasilPar.

Atualmente a empresa conta com o total de US\$220 mi de capital estrangeiro para investimentos no Brasil, sendo este capital originado de investidores institucionais, fundos de pensão, companhias de seguro, bancos, pessoas físicas (porém em menor volume), entre outros. Além deste capital de origem norte-americana, a empresa conta com R\$50mi oriundos de Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes – FMIEE, capital este advindo do BNDES Participações.

Com os fundos de capital estrangeiro, a Westsphere realiza aportes de capital da ordem de US\$ 20 milhões, enquanto, com o capital brasileiro, os investimentos são de menores proporções, da ordem de R\$ 5 milhões (embora este seja um fundo novo, originado em novembro de 1999, em que não se realizou nenhum investimento). Com o fundo americano, busca-se ter controle acionário, enquanto, com o fundo brasileiro, visa-se a uma participação minoritária, com a empresa não podendo apresentar faturamento superior a R\$ 20 milhões nem podendo investir mais do que R\$ 6 milhões por projeto (restrições impostas pela própria categoria dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes – FMIEE).

Com relação ao estágio de investimento das empresas, a Westsphere prefere companhias já estabelecidas no mercado, que já passaram da fase de “mortalidade infantil”, ou seja, que apresentem uns dois ou três anos de existência, com uma equipe já formada, visando à expansão. Vale dizer que, embora a Westsphere não se interesse muito por empresas na fase de *start-up*, pode até mesmo vir a investir nessa fase, em alguns setores que estejam florescendo agora, tais como o setor de Internet.

A empresa também não apresenta restrições com relação ao setor de investimento e, embora se concentre mais em serviços, pode vir a investir, em princípio, em qualquer setor. Para saber em qual setor investir, a empresa segue um critério: o setor tem que estar passando por uma grande transformação, apresentando a palavra-chave “crescimento”. Segundo Chueri, para ter 35% de retorno em dólares, não se consegue este mérito sem um bom crescimento da empresa.

A Westsphere não apresenta também nenhuma restrição geográfica, estando disposta a investir em qualquer região do território brasileiro. A empresa conta atualmente com cinco empresas na carteira.

Empresa: BLM Venture Capital

Entrevistado: Felipe Brando

Cargo: Diretor

A empresa, de origem brasileira, tem como principal cotista o Sr. Flávio Brando, ex-presidente de uma multinacional da área de saúde que atuou na construção de alguns hospitais no País. Após a legislação brasileira ter restringido a participação de capital estrangeiro para o setor de saúde, o Sr. Flávio Brando formou a BLM Associados, criando-se um fundo com o Banco Icatu na área de saúde (o fundo IHS – *Innovative Health Service*), que conta com uma equipe de analistas no Rio de Janeiro, do Banco Icatu. Neste fundo destinado à saúde contam com um capital oriundo do Banco Mundial, mais especificamente o IFC. Segundo Felipe Brando, este é hoje o maior fundo destinado à área de saúde no País.

Contudo, enquanto na área de saúde eles apresentam um capital comprometido muito grande, nas áreas de *software* e Internet vêm atuando mais recentemente. A idéia é vir a constituir um fundo para a área de tecnologia, mas a princípio trabalham como conselheiros de projetos de pequenas empresas. Assim, a empresa funciona hoje mais como uma ponte entre o fundo de *private equity* e o empreendedor, selecionando os projetos promissores. Assim, os investidores seriam os demais fundos de *private equity* que atuam no País.

A empresa vem atuando na área de tecnologia há um ano e procura por investimentos que necessitem de um aporte de capital da ordem de US\$100mil, concentrando-se, assim, em empresas no estágio de *seed* e *start-up*.

A BLM foca-se em empreendimentos da região do eixo Rio–São Paulo e o volume atual de capital disponível para projetos não foi declarado.

Empresa: Não permitiu sua identificação

Entrevistado: Não permitiu sua identificação

Cargo: Superintendente de Investimentos

A empresa pediu para não ser identificada no trabalho, por necessitar pedir autorização da sua sede em Nova York para poder fazer qualquer entrevista. A autorização é normalmente um processo bem demorado, optando-se, dessa forma, por apenas omitir-lhe o nome. Contudo, pode-se dizer que se trata de uma das maiores empresas mundiais de seguro.

A área que cuida de *private equity* da empresa foca-se em infra-estrutura, incluindo telecomunicações, água e saneamento, energia elétrica, entre outros. O entrevistado é responsável pela geração e avaliação de negócios no Brasil, podendo vir a atuar em parceria com os demais fundos de investimento, nos aportes de capital.

No Brasil, a empresa vem atuando nesta atividade desde 1997, mas estruturou uma área própria para *private equity*, no País, desde junho de 1998. Os recursos disponíveis são provenientes da própria seguradora, assim como de um fundo com demais empresas, investindo na América Latina como um todo. Este fundo é de US\$1 bi, já tendo investido US\$600 mi do total disponível. Deste total, 40% serão destinados ao Brasil, tendo já realizado, até o momento, mais de vinte investimentos.

A faixa dos investimentos varia de US\$5 a US\$50mi, nunca visando controlar algum investimento. A participação da empresa é ativa em termos de conselho, mas não participam do dia-a-dia do negócio. A empresa investe muitas vezes em *green field*, projetos novos ainda não existentes. Pode também realizar investimentos para expansão de empresas, desde que se observe potencial de crescimento no negócio.

Empresa: Banco Sul América

Entrevistada: Helektra Karnakis

Cargo: Gerente do Private Equity

A seguradora Sul América, empresa de origem brasileira, iniciou a atividade de *private equity* quando a empresa aplicava parte das reservas da seguradora para este fim. Contudo, uma área efetiva de *Private Equity* foi montada faz cinco anos, período no qual Helektra Karnakis, após atuar com Fusões e Aquisições no BBA Capital, veio para a Sul América integrar-se à área que estava se formando.

Até o momento, os recursos para investimentos são provenientes da própria empresa. Contudo, decidiram em 1999 montar um fundo de investimento em *private equity*. O fundo será de US\$200 mi, contando com US\$40 mi do próprio Sul América Seguros, e US\$50 mi do Chase Manhattan Bank, tendo, assim, já captado quase a metade dos recursos necessários para iniciá-lo. No momento, a área vem contatando com outros investidores para obter o total de recursos necessários.

A empresa visa realizar investimentos de maior volume, de cerca de US\$40 mi. As empresas que recebem os investimentos possuem normalmente um histórico anterior, contudo, estão passando por uma combinação de problemas financeiros e operacionais, sentindo a necessidade de um aporte de capital para continuar competitiva no mercado. Dessa forma, pode-se dizer que o investimento é feito em empresas que estejam no estágio conhecido por *turnaround*, como se discutiu na seção de revisão da literatura.

Embora a empresa não apresente nenhuma restrição em obter posição majoritária no investimento, visa-se normalmente a uma posição minoritária. Contudo, procura sócios que sejam capazes de cuidar do operacional do empreendimento, a fim de constituir uma equipe de administração apropriada.

A empresa não tem restrições quanto aos setores de investimento, estando aberta a investir nos mais diversos setores da economia brasileira, contanto que mostrem competitividade aqui no Brasil. Com relação ao número de empresas em carteira,

atualmente está num processo de saída dos investimentos para poder vir a começar o fundo, restando assim apenas as empresas Fosfertil e Microlit.

Empresa: Stratus Investimentos Ltda.

Entrevistado: Fernando Borges

Cargo: Diretor de Investimentos

A Stratus é de origem independente, dado que não está vinculada a nenhum banco ou instituição financeira. Segundo Fernando Borges, a empresa está tentando replicar aqui no Brasil o modelo de sucesso norte-americano, no qual grandes fundos de investimento americanos são constituídos de forma independente.

A empresa atua na área há apenas sete meses, sendo formada por indivíduos que já atuavam com *private equity* em outros bancos, e que decidiram formar uma empresa independente. Dado o curto tempo de atuação no mercado, a empresa não realizou até o momento nenhum aporte de capital, tendo, contudo, alguns projetos em vista. Segundo Fernando Borges, capital de risco é uma atividade que envolve basicamente credibilidade na pessoa física, isto é, no capitalista de risco. Como capital de risco é uma atividade de longo prazo, em que se cria muito contato com o investidor, este transfere a credibilidade da instituição para a pessoa física. Assim, acreditam que a credibilidade do mercado em cada um deles individualmente, devido suas prévias experiências na atividade, irá auxiliá-los a conseguir captar recursos.

Os setores de interesse da empresa são serviços, no qual se inclui Internet, serviços financeiros, processadores de cartões, dentre outros; mídia (rádio, revista, jornal, etc); entretenimento, *shopping centers*, futebol, entre outros. Como a empresa ainda não tem fundos, trabalham no esquema de *club deals*, apresentando a proposta para um grupo de grandes investidores estrangeiros que estejam dispostos a alocar parte de seus fundos em um negócio específico. Em troca, negociam com eles um “pedaço” da participação. Realiza-se o investimento em nome do grupo de investidores e obtém-se, em troca, um “pedaço” da valorização. O objetivo é realizar duas ou três operações deste tipo, e, posteriormente, vir a constituir um fundo próprio, com poder discricionário sobre ele.

A empresa está disposta a investir em todo o território brasileiro, sem qualquer restrição geográfica. Vale dizer que a Stratus normalmente visa estruturar os investimentos de forma a obter participação majoritária no empreendimento.

A empresa optou por investir preferencialmente em empresas menores, de estágio inicial, envolvendo operações de US\$10 mi a US\$ 15 mi. Contudo, pode também vir a se interessar por financiamentos de empresas em fase de crescimento, que já tenham passado desta fase embrionária.

Empresa: Intel Capital

Entrevistado: Carlos Kokron

Cargo: Diretor de Investimentos Estratégicos para a América Latina

A parte de capital de risco da Intel já existe há praticamente uma década, tendo começado nos EUA. Contudo, de três anos para cá, a empresa tem construído uma posição bastante significativa na Ásia e Europa. A empresa vem também montando um time em Israel, América Latina, Japão, Europa Oriental, entre outras regiões do mundo. No caso específico do Brasil, a atividade começou faz apenas cinco meses. Segundo Carlos Kokron, existem soluções locais por conteúdo e tecnologias locais. Para ter uma idéia do volume de investimentos da Intel, somente no ano passado a empresa fez mais de 250 transações, totalizando mais de US\$1bi.

O foco inicial da empresa era investir em empresas fornecedoras de equipamentos que utilizassem processadores. Contudo, com o passar do tempo, o grande foco hoje é a Internet. Faz investimentos em empresas de banda larga, *wireless*, transmissão de dados via celular, comércio eletrônico, entre outros, buscando sempre soluções mais viáveis para a rede. Assim, foca-se em empresas capazes de oferecer soluções de ponta a ponta para a Internet, desde infra-estrutura até conteúdo.

Vale observar que, atualmente, a empresa que pretende o investimento não precisa necessariamente utilizar a tecnologia Intel, mas deve contar com tecnologias que possam criar soluções para desenvolver novos usos ou novos usuários. A partir destes investimentos, passa-se a vender mais *chips* de PCs e mais produtos de rede. O que a Intel pretende é desenvolver a economia da Internet como um todo. Pode-se, dessa forma, dizer que o objetivo principal do programa da Intel não é única e exclusivamente a rentabilidade, mas atingir um objetivo estratégico: ver crescer a Internet como um todo. Caso a empresa em que invistam seja bem sucedida, certamente a Intel continuará sendo bem sucedida.

Com relação à estruturação dos investimentos, quando a Intel participa de um investimento, atua como minoritária, vindo a investir até 20% do capital da empresa. Os recursos investidos são próprios da Intel na maioria das vezes, embora participem de fundos

com demais investidores também. A empresa realiza aportes de capital que estejam entre US\$3 a US\$5 mi, em empresas em fases de desenvolvimento após *start-ups*, participando normalmente da primeira rodada de capital de risco. A empresa está disposta a investir em todo o território brasileiro e, de forma mais ampla, na América Latina como um todo. Vale dizer que, embora a empresa atue há pouco tempo na América Latina, já realizou três investimentos na região neste trimestre, com a meta de obter de 10 a 15 investimentos no ano de 2000.

Empresa: Advent International

Entrevistado: Patrice Nogueira Baptista Etlin

Cargo: Sócio

A Advent, empresa de capital de risco americana, foi fundada em 1984, iniciando a atividade com um fundo de aproximadamente US\$100 mi. Atualmente a empresa conta com 18 fundos, totalizando um volume financeiro de US\$3,5 bi e apresentando 17 escritórios próprios no mundo, que cobrem as regiões da Europa, Ásia e Américas.

No Brasil, a empresa começou a operar em 1995, em parceria com o Banco Bozano Simonsen. Segundo Patrice Etlin, a Advent entra num país se associando primeiramente a uma empresa local, ajudando este sócio a levantar um fundo. Assim, a Advent e o Bozano criaram inicialmente uma empresa de gestão, a Bozano Simonsen Advent, com um fundo de US\$40 mi que lhes permitiu conhecer o País e gerar *deal flows*. Esta parceria se manteve nos anos de 1995 e 1996.

Já em 1997, a Advent, após sentir-se confortável no Brasil, optou por montar escritório próprio. Desde que a empresa abriu o escritório no País, consumaram-se dois negócios que totalizam US\$25 mi. Este capital é proveniente de um fundo para a América Latina de US\$265 mi, do qual já se investiram 70% dos recursos. Vale dizer que, se comparado com os demais países da América Latina, a Advent vem investindo maiores recursos para o México, totalizando 7 investimentos, enquanto apresenta um mesmo volume de recursos para a Argentina e Brasil, totalizando, em cada país, 2 investimentos.

Com relação à estruturação dos investimentos, embora, nos dois aportes já realizados no Brasil, a empresa tenha assumido participação minoritária, podem eles ser considerados exceções, pois a empresa normalmente assume perfil controlador na América Latina. Segundo Patrice Etlin, dos investimentos realizados na região, em três quartos deles a Advent ou comprou 100% da empresa, ou pelo menos comprou o seu controle. A Advent escolhe a equipe administrativa e participa ativamente das decisões importantes da empresa. A empresa assume assim um perfil de gestão operacional. Os recursos dos fundos da Advent são provenientes de fontes institucionais, incluindo fundos de pensão, *trusts*,

entre outros. A empresa investe, no mínimo, US\$ 10 mi numa empresa, evitando *start-ups*. Assim, concentra seus investimentos em empresas já estabelecidas no mercado, com faturamento de US\$100 a US\$200 mi, mas que estejam na fase de crescimento.

Com relação aos setores de investimento, a empresa tem um perfil oportunista, ou seja, está aberta aos mais diversos setores de investimento. Patrice Etlin citou, por exemplo, os setores de serviços, tecnologia, mídia, tecnologia de informação em geral, limpeza e seguros como setores bem interessantes para investimentos.