

4

Capital de risco e o financiamento do crescimento: o tendão de Aquiles do empreendedor

“Para um empreendedor, a felicidade é um fluxo de caixa positivo.”

— Fred Adler, capitalista de risco

As finanças podem ser misteriosas, complicadas e, às vezes, um perigo na vida de uma empresa. Mas as finanças *empreendedoras*, reunir os recursos financeiros por meio da avaliação e alocação de valor para o início ou o desenvolvimento de um negócio, diferem das finanças corporativas mais tradicionais, disciplina ensinada nas faculdades de administração.

Os três princípios essenciais das finanças empreendedoras*

Existem três princípios essenciais das finanças empreendedoras: (1) é melhor ter mais dinheiro do que menos; (2) dinheiro agora é melhor que dinheiro depois; e (3) dinheiro menos arriscado é melhor que dinheiro mais arriscado. Embora esses princípios pareçam bem simples, empreendedores, diretores executivos e gerentes de divisão muitas vezes parecem ignorá-los. Para muitos proprietários de pequenas empresas, a análise financeira parece intimidante. Mesmo equipes

* Esta seção foi retirada de Jeffrey A. Timmons, “Financial Management Breakthrough for Entrepreneurs”.

gerenciais, confortáveis com as questões financeiras, podem não ser adeptas de vincular decisões estratégicas e financeiras aos desafios e escolhas de desenvolvimento da empresa.

Veja, por exemplo, as seguintes situações:

- Ao rever os resultados anuais da empresa que acabou de receber do contador ou diretor financeiro, você não tem surpresas — exceto que o prejuízo da empresa é ainda maior do que previu três meses antes. Portanto, pelo quarto ano seguido, você terá de entrar na sala do conselho e dar más notícias. Como um negócio familiar que existe desde 1945, a empresa sobreviveu e prosperou com uma média de crescimento anual das vendas de 17%. Na verdade, a participação da empresa no mercado realmente aumentou nos últimos anos, apesar dos prejuízos. Com a média do crescimento anual do setor em menos de 5%, seus mercados maduros oferecem poucas oportunidades de sustentação de um crescimento maior. Como isso pode acontecer? Para onde você e sua empresa vão a partir daqui? Como explica ao conselho que, por quatro anos, você aumentou as vendas e a participação no mercado, mas gerou prejuízos? Como propõe uma virada nessa situação?
- Durante os últimos 20 anos, sua empresa de televisão a cabo apresentou um crescimento rápido através da expansão dos ativos existentes e de inúmeras aquisições. No pico de sua empresa, seu patrimônio líquido chegou a \$25 milhões. A próxima década de expansão foi impulsionada pela grande alavancagem comum ao setor de televisão a cabo, e as valorações aumentaram muito. Dez anos depois, sua empresa tinha valor de mercado na faixa dos \$500 milhões. Você tinha “meros” \$300 milhões em dívidas e possuía 100% da empresa. Apenas dois anos depois, seu patrimônio líquido de \$200 milhões chegou ao surpreendente valor de zero! Além disso, você agora passa por uma batalha de reestruturação pessoalmente esgotante e financeiramente punitiva para sobreviver; a falência pessoal é uma possibilidade muito real. Como foi que isso aconteceu? De que maneira a empresa pode ser salva?¹

- Em meados da década, sua empresa era líder do setor, atendendo e excedendo as metas de seu plano de negócios para o período em termos de vendas anuais, lucratividade e novas lojas. Exceder essas metas ao mesmo tempo que duplica as vendas e a lucratividade a cada ano elevou o preço de suas ações de \$15 na oferta pública inicial para \$30. Enquanto isso, você ainda possui uma boa parte da empresa. Então, vem o choque — ao final da década, sua empresa perde \$78 milhões dos pouco mais de \$90 milhões em vendas! O valor de suas ações afunda. Uma reestruturação violenta se segue, na qual as ações são arrancadas da equipe gerencial original, incluindo você, e você é expulso da empresa que fundou e amou. Por que a empresa saiu do controle? Por que você, como fundador, não conseguiu antecipar sua falência? Você poderia ter salvado a empresa a tempo?

Miopia no gerenciamento financeiro: isso não pode acontecer comigo

Todas essas situações têm três coisas em comum. Primeiro, são empresas reais, e esses eventos de fato aconteceram. Segundo, cada uma delas foi conduzida por empreendedores de sucesso que sabiam o suficiente para preparar declarações financeiras auditadas.* Terceiro, em cada exemplo, os problemas se originaram da miopia no gerenciamento financeiro, uma combinação de auto-ilusão e da simples falta de compreensão acerca da complexa dinâmica e da interação entre o gerenciamento financeiro e a estratégia comercial. Por que isso acontece?

Indo além do “receber antes, pagar depois”

Durante nossos mais de 35 anos como educadores, autores, diretores, fundadores e investidores em empreendimentos, conhecemos alguns poucos milhares de empreendedores e gerentes, incluindo executivos, que participavam de programas de MBA para executivos nos Estados Unidos e no Brasil, alunos de MBA, membros do programa Kauffman Fellows nos Estados Unidos, fundadores de empresas,

* Seus resultados variam de morte a sucesso moderado, a *downsizing* radical seguido de recuperação dramática, e ainda estar no meio de uma virada.

membros da Young Presidents' Organization e diretores executivos de empresas de médio porte. Eles mesmos admitiam que se sentiam uniformemente desconfortáveis, se não absolutamente intimidados e apavorados, com sua falta de experiência em análise financeira e seu relacionamento com a administração e a estratégia. Sem dúvida, a grande maioria dos proprietários de pequenas empresas apresenta uma desvantagem estratégica devido a essa falta de confiança no gerenciamento financeiro.

Além de “receber antes, pagar depois”, existe uma pequena sofisticação preciosa e um enorme desconforto quando se trata desses inter-relacionamentos financeiros complexos e dinâmicos. Mesmo bons gerentes que estão aproveitando grandes aumentos nas vendas e no lucro muitas vezes não conseguem perceber — até que seja tarde demais — o impacto que o aumento das vendas tem sobre o fluxo de caixa necessário para financiar o aumento das contas a receber e do estoque.

A miragem das planilhas

É difícil imaginar qualquer empreendedor que não desejaria respostas prontas a muitas perguntas sobre vigilância financeira. (Veja o Quadro 4.1.) No entanto, até agora, era raro obter as respostas a essas perguntas. Se a capacidade e a informação estão lá para se fazer a análise necessária (e freqüentemente não estão), pode-se levar várias semanas para conseguir uma resposta. Nesta era da mania das planilhas, com grande freqüência, as respostas aparecem na forma de um longo relatório com inúmeros cenários, páginas repletas de números, quadros de respaldo e, possivelmente, uma apresentação formal feita por um analista financeiro, controlador ou diretor financeiro.

Ainda assim, com muita freqüência a barragem dos quadros das planilhas é, na verdade, uma miragem. O que está faltando? Planilhas tradicionais podem apenas registrar e manipular os dados. Os números podem estar lá, as tendências podem ser identificadas, mas as conexões e interdependências entre a estrutura financeira e as decisões empresariais inerentes às perguntas financeiras essenciais podem ser deixadas de lado. Como resultado, ter idéias verdadeiras e chegar a alternativas criativas e novas soluções pode ser dolorosamente lento, se não interminável. Sozinhas, as planilhas não são capazes de modelar

Quadro 4.1 O ponto crucial: antecipação e vigilância financeira

Para evitar alguns dos piores poços de lama, os empreendedores precisam de respostas às perguntas que ligam as decisões empresariais estratégicas a planos e escolhas financeiros. O ponto crucial é a antecipação: o que tem *mais possibilidade* de acontecer? Quando? O que pode dar certo no caminho? O que pode dar errado? O que tem de acontecer para atingir nossos objetivos empresariais e para aumentar ou preservar nossas opções? Empreendedores financeiramente espertos sabem que essas perguntas disparam um processo que pode levar a soluções criativas para seus desafios e problemas financeiros. Em um nível prático, empreendedores e gerentes financeiramente astutos mantêm vigilância sobre inúmeras perguntas estratégicas e financeiras essenciais:

- Quais são as *conseqüências financeiras* e implicações das decisões empresariais fundamentais, como formação de preços, volume e alterações na política, que afetam o balanço patrimonial, a demonstração de lucros e perdas e o fluxo de caixa? De que maneira isso pode mudar ao longo do tempo?
- Como podemos medir e *monitorar mudanças* em nossa estratégia e estrutura financeira por uma perspectiva gerencial, e não apenas dos GAAP?*
- O que significa crescer rápido demais em nosso setor? *Com que rapidez podemos crescer* sem precisar de dívidas ou capital externo? De quanto capital precisamos se aumentarmos ou diminuirmos nosso crescimento em X%?
- O que acontecerá com *nosso fluxo de caixa, nossa lucratividade, nosso retorno sobre ativos e nosso capital de acionistas* se crescermos mais rápido ou mais devagar, em um ritmo de X%?
- Quanto *capital* isso exigirá? Quanto pode ser financiado internamente e quanto terá de vir de fontes externas? Qual é a combinação razoável de dívidas e capital?
- E se formos 20% menos *lucrativos* do que declara nosso plano? Ou 20% mais lucrativos?
- Quais devem ser *nosso foco e nossas prioridades*? Quais são os pontos de equilíbrio de fluxo de caixa e de receita líquida para cada uma das nossas linhas de produtos? E para nossa empresa? E para nossa unidade de negócios?
- O que podemos dizer sobre *formação de preços, volume e custos*? Quão sensíveis são nosso fluxo de caixa e nossa receita líquida a aumentos ou diminuições em preços, volumes ou custos variáveis? Que combinação entre preço e volume nos permitirá chegar ao mesmo fluxo de caixa e à mesma receita líquida?
- De que maneira essas alterações em preços, volume e custos afetam nossas *taxas financeiras essenciais*, e como nos comparamos aos outros em nosso setor? Como nossos financiadores verão isso?
- *Em cada estágio* — empresa com crescimento rápido, estagnada ou madura —, como devemos pensar sobre essas perguntas e questões?

* GAAP é um acrônimo para *generally accepted accounting principles* (princípios de contabilidade geralmente aceitos). As fórmulas financeiras básicas podem ser encontradas em cpaclass.com/gaap.

as inter-relações financeiras e estratégicas mais complexas que os empreendedores precisam conseguir. E, para o conselho diretor, atrasos ou falhas nessas informações podem ser desastrosos. Essa fraqueza no *know-how* financeiro torna-se ameaçadora para empreendedores (como aqueles citados anteriormente) quando se trata de antecipar as conse-

qüências financeiras e de risco-recompensa de suas decisões empresariais. Durante um período de crise financeira, essa fraqueza pode piorar ainda mais uma situação já desoladora.

Algumas vezes, empreendedores financeiramente fluentes e habilidosos empurram o que seria uma empresa mediana em direção à grandiosidade. O que muitos empreendedores podem não considerar é a perspicácia dos CEOs dos concorrentes.

Eles se movem de modo mais rápido, mais ágil e com menos risco porque entendem a linguagem e a nuance do mundo financeiro. Esses adversários possuem uma arma competitiva secreta que pode provocar uma vantagem decisiva sobre empreendedores menos habilitados em finanças.

Problemas financeiros críticos

A Figura 4.1 ilustra as questões centrais das finanças empreendedoras. Incluem a criação de valor, como a torta do valor é fatiada e dividida entre aqueles que têm interesse ou têm participação no empreendimento e como lidar com os riscos inerentes ao empreendimento. Desenvolver estratégias de financiamento e angariação de fundos, saber quais alternativas estão disponíveis e obter financiamento são tarefas vitais para a sobrevivência e o sucesso da maioria dos empreendimentos de maior potencial.

Como resultado, os empreendedores enfrentam certas questões e problemas relacionados ao financiamento de empreendimentos:

- **Criação de valor.** Quais são os componentes para quem devemos criar ou agregar valor a fim de conseguir um fluxo de caixa positivo e desenvolver opções de colheita?
- **Fatiando a torta do valor:**
 - De que maneira as negociações, tanto para iniciantes (*start-ups*) quanto para compras de empreendimentos existentes, são estruturadas e valoradas, e quais são as conseqüências tributárias críticas das diferentes estruturas do empreendimento?
 - Qual é o processo legal, e quais são as questões fundamentais envolvidas na angariação de capital de risco externo?

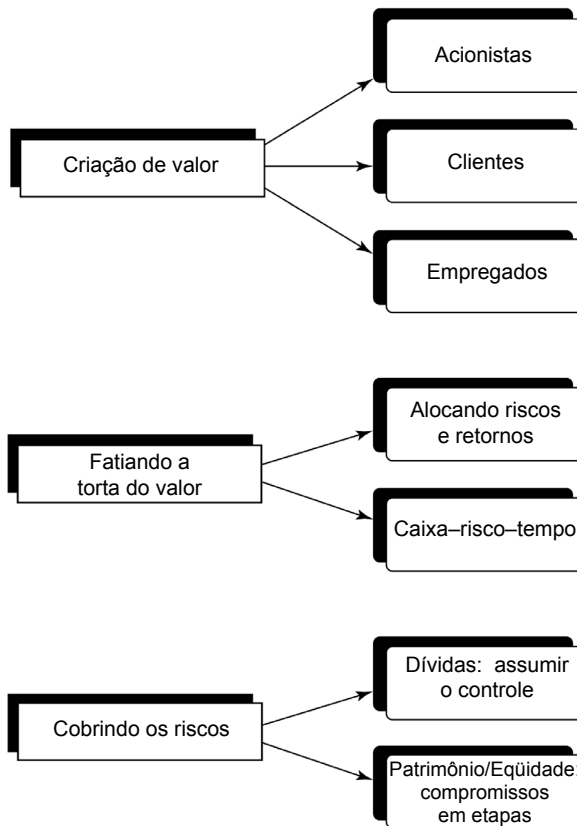


Figura 4.1 Questões centrais nas finanças empreendedoras.

- De que maneira os empreendedores fazem apresentações eficazes de seus planos de negócios para fontes de financiamento e outras?
 - Quais são algumas das piores armadilhas, campos minados e perigos que precisam ser antecipados e aos quais devemos nos preparar e reagir?
 - Quão crítico e sensível é o momento oportuno em cada uma dessas áreas?
- **Cobrindo os riscos:**
- Quanto dinheiro é necessário para iniciar, adquirir ou expandir a empresa, e quando, onde e como isso pode ser obtido em termos aceitáveis?

- Quais fontes de financiamento de capital de risco — dívida de capital próprio e outros tipos inovadores — estão disponíveis, e de que maneira o financiamento é negociado e obtido?
- Quais são os contatos/*networking* financeiros que precisam ser acessados e desenvolvidos?
- De que maneira empreendedores bem-sucedidos dispõem dos recursos financeiros necessários e de outros equivalentes financeiros para aproveitar e executar oportunidades? Que armadilhas eles conseguem evitar, e como? É possível que uma abordagem em etapas à aquisição de recursos diminua o risco e aumente o retorno?

Um conhecimento claro das necessidades financeiras é especialmente vital para empresas novas e emergentes, pois novos empreendimentos passam por uma competição torturante e acirrada pelo capital, em comparação a empresas existentes, tanto as menores quanto as maiores, que têm uma base de clientes e um fluxo de receita. No estágio inicial, empresas novas são famintas por capital, mas ainda não possuem um patrimônio que compense um empréstimo. Para piorar a situação, quanto mais rápido crescem, maior o apetite por dinheiro.

Esse fenômeno está bem ilustrado na Figura 4.2, na qual mapeamos as perdas como um percentual do patrimônio inicial contra o tempo. A área cinza representa o fluxo de caixa acumulado de 157 empresas desde seu início. Para essas empresas, foram necessários 30 meses para chegar ao ponto de equilíbrio operacional e 75 meses (ou entrar no sétimo ano) para recuperar o capital inicial. Como se pode ver na ilustração, *o dinheiro sai por um longo período antes de começar a entrar*. Esse fenômeno é o cerne dos desafios financeiros enfrentados por empresas novas e emergentes.

Finanças empreendedoras: a perspectiva do proprietário

Existem diferenças tanto radicais quanto sutis, na teoria e na prática, entre as finanças empreendedoras praticadas em pequenas empresas com grande potencial e as finanças corporativas ou administrativas, que normalmente aparecem em empresas de grande porte com ações no mercado. Alunos e praticantes de finanças empreendedoras sempre

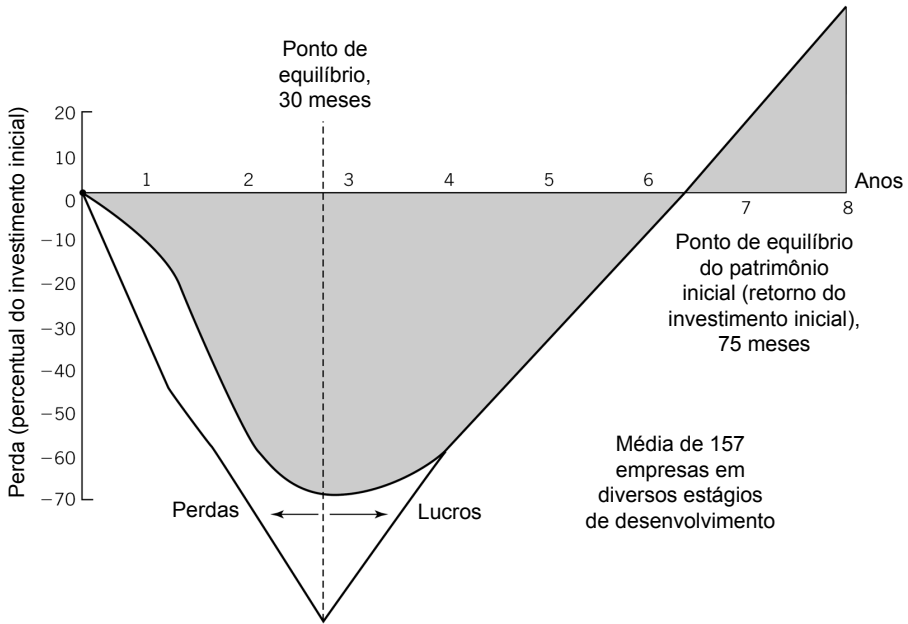


Figura 4.2 Prejuízo inicial em novos negócios (exposição do caixa).

Fonte: Um agradecimento especial a Bert Twaalfhoven, fundador e presidente da Indivers, empresa holandesa que compilou este resumo e é proprietária da empresa em que o quadro se baseia. O Sr. Twaalfhoven também foi líder na Turma de 1954 na Harvard Business School e tem sido ativo no apoio ao Entrepreneurial Management Interest Group e aos seus esforços de pesquisa.

tiveram dúvidas sobre a confiabilidade e a relevância de grande parte da chamada teoria financeira moderna.² Pequenas empresas com grande potencial precisam concentrar sua atenção em aspectos fundamentais do gerenciamento financeiro. Considere o seguinte:

- **Fluxo de caixa e dinheiro.** O fluxo de caixa e o dinheiro são o rei e a rainha das finanças empreendedoras. A contabilidade com base na competência, os ganhos por ação ou o uso criativo e agressivo dos códigos e regras tributários da SEC (Securities and Exchange Commission) nos Estados Unidos não o são.
- **Tempo e momento oportuno.** As alternativas financeiras para a saúde financeira de uma empresa muitas vezes são mais sensíveis ou vulneráveis à dimensão do tempo. Em empreendimentos,

movimentos financeiros importantes muitas vezes apresentam um período de tempo mais curto e mais compacto, têm um momento oportuno ótimo com mudanças rápidas e estão sujeitos a alterações mais amplas e mais voláteis entre altos e baixos.

- **Mercado de capitais.** Os mercados de capitais são relativamente imperfeitos para mais de 95% do financiamento de crescimento de empresas privadas, pois freqüentemente são inacessíveis, desorganizados e, muitas vezes, invisíveis. Praticamente todas as características e suposições que dominam as teorias e os modelos financeiros populares (como o modelo de preço de bens de capital) simplesmente não se aplicam, mesmo no caso da oferta pública de uma pequena empresa. Na realidade, existem tantas informações, conhecimentos e lacunas e assimetrias significativas no mercado que os modelos de mercado racionais e perfeitos sofrem de enormes limitações.
- **Ênfase.** Embora o capital seja um dos fatores menos importantes para o desenvolvimento bem-sucedido de empreendimentos de alto potencial, normalmente é um obstáculo para pequenas empresas que não estão acostumadas a encontrar recursos para o desenvolvimento. Ao considerar investidores externos, você deve buscar não apenas o melhor negócio, mas também o apoiador que lhe proporcionará maior valor em termos de *know-how*, sabedoria, conselhos e ajuda. Opte pelo valor agregado (além do dinheiro), em vez de apenas pelo melhor negócio ou preço de ação.
- **Estratégias para angariar capital.** As estratégias que otimizam ou maximizam a quantidade de dinheiro angariado podem, na verdade, servir para aumentar o risco em empresas emergentes, ao invés de diminuí-lo. Portanto, o conceito de “compromissos de capital em etapas”, no qual o dinheiro é investido para uma fase de três a 18 meses e é seguido de compromissos subsequentes baseados em resultados e promessas, é prática predominante entre os capitalistas de risco e outros investidores em empreendimentos de alto potencial. De modo semelhante, empreendedores inteligentes podem recusar o capital excedente quando a valoração é menos atraente e quando acreditam que a valoração aumentará substancialmente.

- **Conseqüências negativas.** As conseqüências das estratégias e decisões financeiras são eminentemente mais pessoais e emocionais para os proprietários do que para os gerentes de grandes empresas. As conseqüências negativas para esses empreendedores, de ficar sem dinheiro ou fracassar, são monumentais e relativamente catastróficas, já que é comum existirem garantias pessoais em empréstimos bancários ou outros.
- **Relação entre risco e recompensa.** Embora a relação alto-risco-alta-recompensa e baixo-risco-baixa-recompensa (também conhecida como lei da economia e das finanças) funcione razoavelmente bem em mercados de capital eficientes, maduros e relativamente perfeitos (por exemplo, aqueles com contas de aplicação no mercado aberto, depósitos em poupança e empréstimos bancários, ações e títulos amplamente mantidos e negociados, e certificados de depósito), regularmente ocorre exatamente o oposto nas finanças empreendedoras para permitir muito conforto com essa lei. Ocasionalmente, alguns dos investimentos de risco mais lucrativos e com maior retorno são propostas de baixo risco desde o início. Ainda assim, o modo como os mercados de capital dão preço a essas negociações é exatamente o oposto. Os motivos se apóiam no segundo e no terceiro item mencionados — o momento oportuno e as assimetrias e imperfeições dos mercados de capital para negociações. Empreendedores ou investidores que criam ou reconhecem propostas comerciais de baixo risco e alto nível de rentabilidade antes dos demais desafiam as leis da economia e das finanças. Ao provar seu modelo de negócio e articular estratégias de desenvolvimento, você apresenta um cenário empolgante de baixo risco e alto retorno.
- **Métodos de valoração.** Métodos estabelecidos de valoração (*valuation*) da empresa, como aqueles baseados nos modelos de fluxo de caixa descontado nas meganegociações de Wall Street ou da Bovespa, parecem favorecer o vendedor, e não o comprador, de empreendimentos emergentes privados. Os vendedores adoram ver um recém-graduado no MBA ou um estagiário de empresa de banco de investimento aparecer com uma calculadora HP ou o último modelo de laptop e começar a desenvolver “o fluxo de

caixa descontado para um período de dez anos”. As suposições normalmente criadas e a forma de pensar são irrelevantes ou levam a erros grosseiros na valoração de pequenas empresas privadas devido às curvas de crescimento histórico e futuro dinâmicas e erráticas.

- **Índices financeiros convencionais.** Os índices financeiros atuais levam a erros quando aplicados à maioria das empresas privadas. Em primeiro lugar, os empreendedores normalmente possuem mais de uma empresa ao mesmo tempo e movimentam dinheiro e ativos de uma para outra. Por exemplo, um empreendedor pode ser dono de imóveis e equipamentos em uma entidade e fazer um *leasing* para outra empresa. Usar diferentes exercícios fiscais aumenta a dificuldade de interpretação do que o balanço patrimonial realmente significa e as possibilidades de se evitarem impostos agressivos. Além disso, muitos dos geradores mais importantes de valor e patrimônio na empresa não estão no balanço patrimonial ou são ativos ocultos: a excelente equipe gerencial; o melhor cientista, técnico ou designer; relações de *know-how* e negócios que não podem ser compradas ou vendidas, quanto mais contabilizadas para o balanço patrimonial.
- **Metas.** Gerar valor no longo prazo, em vez de maximizar os ganhos trimestrais, é uma estratégia e uma forma de pensar predominante entre empreendedores altamente bem-sucedidos. Como o lucro é mais do que simplesmente o resultado líquido, as estratégias financeiras são voltadas para aumentar o valor, muitas vezes à custa dos ganhos de curto prazo. O crescimento exigido para gerar valor costuma ser altamente autofinanciado, o que consome possíveis ganhos contábeis.

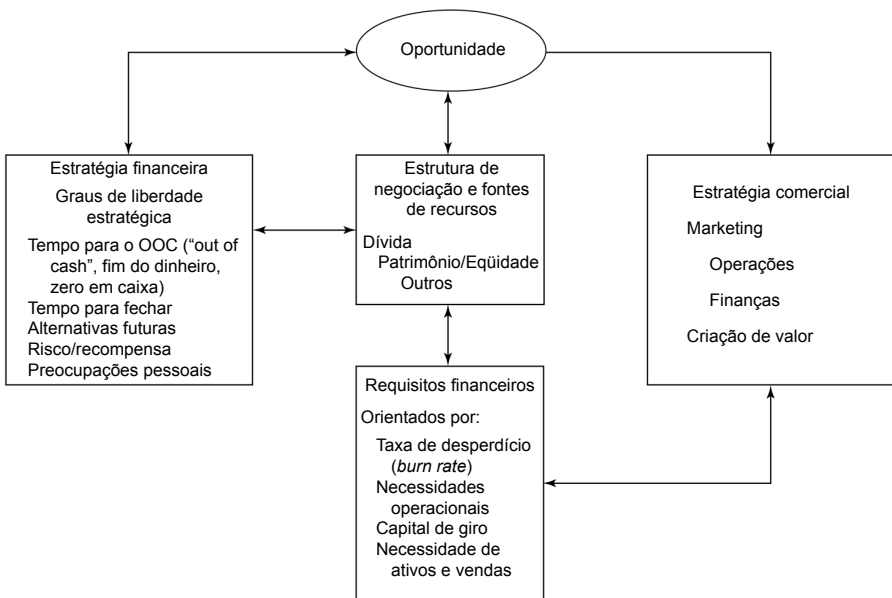
Determinando as exigências de capital

De quanto dinheiro meu empreendimento precisa? Quando precisa? Quanto vai durar? Onde e de quem ele pode ser angariado? De que maneira esse processo pode ser orquestrado e administrado? As próximas duas seções oferecem respostas às perguntas vitais que os empreendedores devem fazer em qualquer estágio do desenvolvimento de uma empresa.

Estrutura da estratégia financeira

A estrutura da estratégia financeira mostrada na Figura 4.3 é um modo de começar a criar estratégias financeiras e de angariação de fundos. A figura apresenta o fluxo e a lógica de acordo com os quais uma tarefa que seria confusa, se não estonteante, pode ser abordada. *A oportunidade guia e orienta a estratégia comercial, que, por sua vez, orienta os requisitos financeiros, as fontes e as estruturas de negociação e a estratégia financeira.* (Mais uma vez, a menos que esta parte do exercício esteja bem definida, desenvolver planilhas e “brincar com os números” é apenas isto — uma brincadeira.)

Se você determinou que sua empresa tem potencial de crescimento, pode começar a examinar os requisitos financeiros em termos de (1) necessidades de ativo (para expansão de instalações, equipamentos, pesquisa e desenvolvimento e outros gastos aparentemente únicos); e (2) necessidades operacionais (isto é, capital de giro para as operações). Essa estrutura nos dá um amplo espaço para gerar uma estratégia fi-



Fonte: Esta estrutura foi desenvolvida para o curso de Financing Entrepreneurial Ventures no Babson College e tem sido usada no curso de Entrepreneurial Finance na Harvard Business School.

Figura 4.3 Estrutura da estratégia financeira.

nanceira, identificar fontes de investimento criativamente, montar um plano de angariação de fundos e estruturar negociações.

Cada *estratégia de angariação de fundos*, junto com sua estrutura de negociação, faz com que a empresa se comprometa com ações que geram custos reais e em tempo real e podem melhorar ou inibir opções futuras de financiamento.

De modo semelhante, cada *fonte de recursos* tem requisitos e custos específicos — tanto aparentes quanto ocultos — que têm implicações para a estratégia financeira e os requisitos financeiros. A premissa é que empreendedores bem-sucedidos estão conscientes de situações potencialmente punitivas e que eles são cuidadosos para “aprofundar os detalhes” e proceder com certo grau de prudência à medida que avaliam, selecionam, negociam e criam relacionamentos de negócios com fontes potenciais de financiamento. Ao fazer isso, eles têm mais possibilidade de encontrar as fontes certas no momento certo e com os termos e condições certos. Também têm maior possibilidade de evitar potenciais combinações malfeitas, desvios dispendiosos para fontes erradas e a conseqüente união desastrosa com essas fontes.

Certas mudanças no clima financeiro, como os tremores sentidos após as quebras no mercado de ações em outubro de 1987 e março de 2000, podem causar repercussões em mercados e instituições financeiras que atendem a empresas menores. Elas tomam a forma de maior cautela por parte de financiadores e investidores, já que estes buscam melhorar sua proteção contra o risco. Quando o clima financeiro se torna mais árido, a capacidade de um empreendedor de criar estratégias financeiras e lidar efetivamente com fontes de financiamento pode ser esticada até o limite e além dele. Mas é exatamente em um momento como esse que as empresas existentes têm vantagem nos mercados de capital. Bilhões de dólares avessos ao risco recuam para uma via secundária cheios de angústia. Eles não podem fazer um retorno na via secundária, mas estão com medo demais para investir, a menos que encontrem uma empresa existente com um razoável histórico e um desejo de crescer.

Fluxo de caixa livre: taxa de desperdício, OOC e TTC

O conceito essencial na determinação dos requisitos externos de financiamento para seu empreendimento é o *fluxo de caixa livre*. Três

corolários vitais são a *taxa de desperdício (burn rate)*, o tempo para o *OOC (out of cash ou fim do dinheiro)* e o *TTC (time to close ou tempo para conseguir financiamento)*. Vamos definir cada um desses conceitos:

- Dito de forma simples, o fluxo de caixa livre é a quantidade de dinheiro gerado por sua empresa em funcionamento depois de pagar ao governo os impostos necessários e depois de você ter investido as necessidades atuais de capital da empresa. Historicamente, tem sido considerado o dinheiro que está livre para ser devolvido aos acionistas. Para uma empresa empreendedora, o fluxo de caixa livre é quase sempre usado no desenvolvimento.
- A taxa de desperdício é a quantidade da reserva de caixa que sua empresa nascente usa (desperdiça ou “queima”) todo dia durante o período em que ela consome mais capital do que é capaz de gerar, ou seja, é a velocidade em que um negócio gasta os recursos ou a quantidade de capital que a empresa gasta para se manter antes da exposição máxima do caixa.

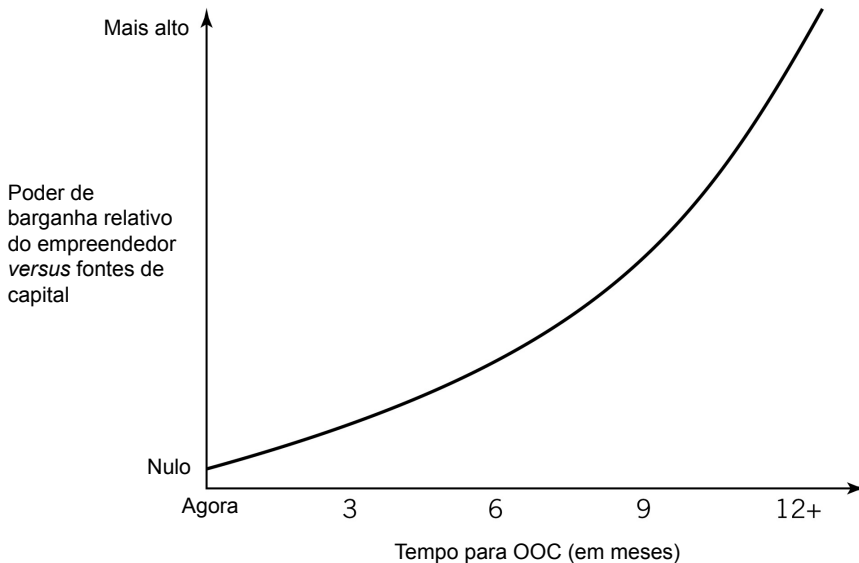


Figura 4.4 Poder de barganha do empreendedor com base no tempo para o fim do dinheiro (OOC).

- OOC — em inglês, *out of cash*, fim do dinheiro — deve ser a primeira coisa na qual um empreendedor pensa de manhã e a última à noite. É definido em termos de quantos dias faltam para a empresa ficar sem dinheiro.
- TTC — em inglês, *time required to close the financing*, tempo necessário para fechar o financiamento — e liberar o dinheiro!

A mensagem é clara: se você ficar sem dinheiro em 90 dias ou menos, está em grande desvantagem. Um OOC de seis meses já é perigosamente prematuro. Mas, se você tem um ano ou mais, as opções, os termos, o preço e os acordos que será capaz de negociar melhorarão significativamente. A implicação é clara: negocie com os mercados de capital quando estiver em uma posição forte e você conseguirá um negócio melhor!

O fluxo de caixa gerado por uma empresa ou projeto é definido da seguinte forma:

Ganhos antes de juros e impostos (EBIT)

Menos Exposição aos impostos (taxa de impostos vezes EBIT)

Mais Depreciação, amortização e outros encargos não-monetários

Menos Aumento no capital de giro operacional

Menos Despesas de capital

Os economistas chamam esse número de fluxo de caixa livre. A definição leva em consideração os benefícios do investimento, a receita gerada e o custo do investimento, a quantidade de investimento em capital de giro e instalações e equipamentos exigidos para gerar determinado nível de vendas e receita líquida.

Essa definição pode ser refinada de modo proveitoso. O capital de giro operacional é definido como:

Saldo em caixa das transações

Mais Contas a receber

Mais Estoque

Mais Outros ativos circulantes operacionais (por exemplo, despesas pagas antecipadamente)

Menos Contas a pagar
Menos Impostos a pagar
Menos Outros passivos circulantes operacionais (por exemplo, despesas provisionadas)

Por fim, essa definição pode ser simplificada:*

Ganhos antes dos juros, mas depois dos impostos (EBIAT)
Menos Aumento no capital operacional total líquido (FA + WC)

onde o aumento no capital operacional total líquido é definido como:

Aumento no capital de giro operacional (WC)
Mais Aumento nos ativos fixos líquidos (FA)

Criando estratégias financeiras e para angariar fundos

Variáveis fundamentais

Quando o financiamento é necessário, inúmeros fatores afetam a disponibilidade dos diferentes tipos de financiamento e sua adequação e custo:

- Realizações e desempenho até hoje. Essa é uma grande vantagem para a pequena empresa existente. Os investidores ficarão impressionados com:
 - Clientes, fornecedores e parceiros de canais (distribuição/ponto de venda) fiéis
 - Um modelo de negócio que gera lucro e fluxo de caixa livre
- O risco percebido pelo investidor
- Setor e tecnologia
- Potencial positivo do empreendimento e momento oportuno de saída antecipado
- Índice de desenvolvimento antecipado do empreendimento

* Para obter uma discussão mais ampla sobre o fluxo de caixa livre, veja “Note on Free Cash Flow Valuation Models”, HBS Case 9-288-023, pp. 2–3.

- Idade e estágio de desenvolvimento do empreendimento
- Taxa de retorno exigida pelo investidor ou taxa interna de retorno
- Quantidade de capital necessária e valorações anteriores do empreendimento
- Metas dos fundadores acerca de desenvolvimento, controle, liquidez e colheita
- Posição relativa de barganha
- Termos e cláusulas exigidos pelos investidores

Certamente, inúmeros outros fatores — especialmente a visão de um investidor ou financiador sobre a qualidade de uma empresa, a equipe gerencial e a oportunidade de desenvolvimento — também terão influência em uma decisão de investimento ou empréstimo a uma empresa.

De modo geral, as operações de uma empresa podem ser financiadas através de dívidas e algum tipo de financiamento de capital próprio (aporte de capital tendo como contrapartida uma participação ou equidade).^{*} Além disso, geralmente se acredita que uma empresa existente precisa obter financiamento de capital próprio e de dívidas se quiser ter uma base financeira sólida para o crescimento sem uma diluição excessiva do patrimônio do empreendedor.

Normalmente, a dívida de curto prazo (isto é, dívidas de um ano ou menos) é usada por uma empresa para obter capital de giro e é paga com os recursos obtidos com suas vendas. Empréstimos de longo prazo (isto é, empréstimos com prazo de um a cinco anos ou empréstimos de longo prazo com vencimento maior que cinco anos) são usados para capital de giro e/ou financiar a compra de ativos, propriedades ou equipamentos que servem como garantia do empréstimo. O financiamento de capital próprio é usado para preencher as lacunas que os bancos não podem preencher, preservar a propriedade e diminuir o risco de não-pagamento do empréstimo.

Mesmo a proteção subjacente proporcionada pelos ativos de um empreendimento usados como garantia do empréstimo pode ser in-

^{*}Além da compra de ações comuns, o financiamento de capital próprio é feito para incluir a compra de ações e dívidas subordinadas, ou dívidas subordinadas com características de conversão em ações ou garantias de compra de ações.

suficiente para obter empréstimos bancários. Os valores dos ativos podem se depreciar ao longo do tempo; na ausência de um capital próprio adequado e uma boa gerência, eles podem oferecer pouca segurança para um banco.*

Uma empresa existente em busca de capital de expansão ou fundos para uso temporário tem muito mais facilidade de obter capital de dívida e próprio. Fontes como bancos, investidores profissionais e empresas financeiras e de *leasing* muitas vezes buscam esses tipos de empresa e as consideram clientes importantes para empréstimos de curto prazo com ou sem garantia ou como bons clientes potenciais de investimentos. Além de tudo, uma empresa existente e em expansão terá mais facilidade para angariar capital próprio de fontes privadas ou institucionais e de fazer isso em termos mais interessantes do que uma iniciante.

Uma mensagem fundamental aqui é que a consciência dos critérios usados por diversas fontes de financiamento — seja para dívida, patrimônio ou uma combinação dos dois — que estão disponíveis para uma situação específica é essencial a fim de desenvolver uma busca eficaz de capital em termos de tempo e de custo.

Ciclos de vida financeiros

Um modo útil de começar o processo é identificar as alternativas de financiamento de capital próprio, e quando certas alternativas estão disponíveis, é considerar o que pode ser chamado de ciclo de vida financeiro das empresas. A Figura 4.5 mostra os tipos de capital disponíveis ao longo do tempo para diferentes tipos de empresas em diferentes estágios de desenvolvimento (isto é, como indicam os diferentes níveis de vendas).

Ele também resume, nos diferentes estágios de desenvolvimento (pesquisa e desenvolvimento, *start-up*, crescimento inicial, crescimento

*O não-pagamento de empréstimos bancários feitos pelos fundos de investimento em imóveis (REITs) em 1975 e 1989–1991 é exemplo de fracasso dos ativos no oferecimento de proteção na ausência de uma administração sólida e um capital próprio adequado. O novo milênio viu o ressurgimento dos REITs, o que também ficou evidente mais recentemente com a crise imobiliária norte-americana.

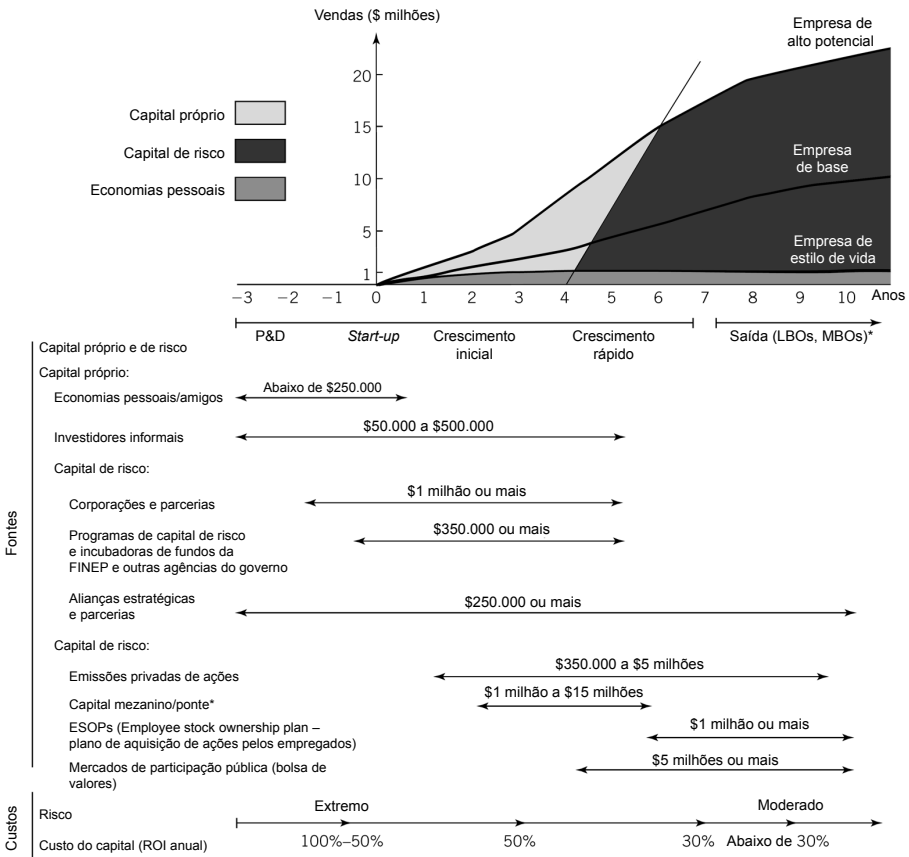


Figura 4.5 Ciclos de vida financeiros.

Fonte: Adaptado e atualizado do original de W. H. Wetzel, Jr., "The Cost of Availability of Credit and Risk Capital in New England", em *A Region's Struggling Savior: Small Business in New England*, ed. J. A. Timmons e D. E. Gumpert. Waltham, MA: Small Business Foundation of America, 1979, p. 175.

* Capital mezanino: também conhecido como capital de expansão, é o financiamento que ajudará a empresa crescer, comprar equipamentos, investir em infra-estrutura etc.

Capital ponte: faz a "ponte" entre o seu financiamento atual e o próximo nível de financiamento. Normalmente esse tipo de aporte é feito em empresas que pretendem ingressar na bolsa de valores em um prazo de até dois anos.

Management buy-out (MBO): é o processo de aquisição de uma empresa pelos próprios executivos que nela trabalham, em geral associados a fundos de investimento.

Leveraged Buyout (LBO): ocorre quando um grupo de investidores, que pode incluir os administradores da empresa em questão, assume seu controle acionário utilizando empréstimos e usando a própria empresa como garantia.

rápido e saída), as principais fontes de capital de risco e os custos do capital de risco.

Como pode ser visto na figura, as fontes têm diferentes preferências e práticas, incluindo quanto dinheiro oferecerão, em que parte do ciclo de vida da empresa investirão e o custo do capital ou taxa de retorno anual esperada que estão buscando. As fontes de capital disponível mudam drasticamente para empresas em diferentes estágios e ritmos de crescimento, e há variações em diferentes partes do mundo e até dentro de um mesmo país.

Portanto, muitas fontes de capital não estão disponíveis até que uma empresa vá além dos estágios iniciais de seu crescimento. Por outro lado, algumas das fontes disponíveis para empresas em estágios iniciais, especialmente fontes pessoais, amigos e outros investidores informais e anjos, serão insuficientes para atender aos requisitos financeiros gerados nos estágios posteriores, se a empresa continuar a crescer com sucesso.

Outro fator essencial que afeta a disponibilidade de financiamento é o potencial negativo de uma empresa. Considere, por exemplo, que, das mais de 700 mil novas empresas de todos os tipos lançadas no Brasil em 2005 (segundo o IBGE), provavelmente 5% ou menos atingirá os níveis de crescimento e vendas de empresas com grande potencial. Empresas de base totalizam cerca de 8–12% de todas as novas empresas, que crescem mais lentamente, mas ultrapassam \$1 milhão em vendas e podem chegar a \$5 milhões a \$15 milhões. O restante são as empresas tradicionais e estáveis de estilo de vida. O que tem sido chamado de empresas com alto potencial (aquelas que crescem rapidamente e têm possibilidade de ultrapassar \$20 milhões a \$25 milhões ou mais em vendas) são fortes clientes potenciais para uma oferta pública e têm a mais ampla gama de alternativas de financiamento, incluindo combinações de dívidas e capital próprio e outras alternativas (que serão citadas posteriormente), enquanto as empresas de base têm menos e as empresas de estilo de vida se limitam aos recursos pessoais de seus fundadores e ao que conseguirem acumular em patrimônio líquido ou garantias.

Em geral, os investidores acreditam que, quanto mais jovem a empresa, mais arriscado o investimento. Essa é uma variação do velho ditado do negócio de capital de risco: os limões amadurecem em dois anos e meio, mas as ameixas levam sete ou oito.

Embora o cronograma e os limites monetários mostrados sejam apenas diretrizes, eles refletem como essas fontes de dinheiro vêem o risco e, portanto, a taxa de retorno exigida, de empresas em diferentes estágios de desenvolvimento.

Preferências do investidor

É importante perceber que as práticas exatas de investidores ou financiadores podem variar de um investidor ou financiador para outro em determinada categoria e de acordo com as atuais condições do mercado e podem variar em diferentes regiões do país.

Identificar fontes realistas e desenvolver uma estratégia de angariação de fundos para abordá-las depende de saber que tipo de investimento os investidores ou financiadores estão buscando. Embora as diretrizes relacionadas ao estágio, à quantidade e ao retorno observadas na Figura 4.5 possam ajudar, fazer antecipadamente o dever de casa adequado sobre as preferências do investidor ou financiador pode economizar meses de buscas infrutíferas e dinheiro pessoal — ao mesmo tempo que aumenta significativamente as chances de angariar fundos com sucesso e em termos aceitáveis.

Conclusão

O dinheiro não é apenas o rei; pode ser toda a família real! E um fluxo de caixa positivo mantém a família feliz. Enquanto estiver buscando recursos, especialmente financeiros, para construir sua empresa, ter mais dinheiro com menos risco no início é melhor do que qualquer outra alternativa. O fundamental nas finanças empreendedoras é converter a sua visão do crescimento da empresa em criação quantificada de valor, fatiar a torta do valor e administrar e cobrir o risco financeiro. Se você vir o futuro claramente (ou, pelo menos, com mais clareza que os concorrentes), será mais capaz de determinar as necessidades de capital e criar estratégias financeiras e de angariação de fundos. Evidentemente, a criação de valor é efêmera se não for realizada. No empreendedorismo, a realização do valor para os *stakeholders* (as partes interessadas) é chamada de “colheita” de um negócio. Aprofundaremos o tema em capítulos posteriores.

NOTAS

1. Para obter mais detalhes, veja Burton C. Hurlock e William A. Sahlman, “Star Cablevision Group: Harvesting in a Bull Market”, HBS Case 293-036, Harvard Business School, 17 de setembro de 1992.
2. Veja Paul A. Gompers e William A. Sahlman. *Entrepreneurial Finance*. Nova York: John Wiley & Sons, 2002.