

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISAS EM ADMINISTRAÇÃO
CURSO DE ESPECIALIZAÇÃO EM GESTÃO ESTRATÉGICA

**CAPITAL EMPREENDEDOR: UMA OPORTUNIDADE
DE FINANCIAMENTO ÀS PEQUENAS E
MÉDIAS EMPRESAS DE BASE TECNOLÓGICA**

LOYANNE MATOS GUIMARÃES BORGES

Belo Horizonte

2012

LOYANNE MATOS GUIMARÃES BORGES

**CAPITAL EMPREENDEDOR: UMA OPORTUNIDADE
DE FINANCIAMENTO ÀS PEQUENAS E
MÉDIAS EMPRESAS DE BASE TECNOLÓGICA**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Especialização em Gestão Estratégica (Pós-Graduação Latu Sensu) do CEPEAD/ CAD/ FACE da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do Certificado de Especialista em Gestão Financeira.

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado a banca examinadora em 29 de Agosto de 2012.

Orientador: Prof. Dr. Francisco Vidal Barbosa.

Belo Horizonte

2012



Universidade Federal de Minas Gerais
Faculdade de Ciências Econômicas
Departamento de Ciências Administrativas
Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração
Curso de Especialização e Gestão Estratégica

ATA DA DEFESA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO do(a) Senhor(a) **LOYANNE MATOS GUIMARÃES BORGES**, REGISTRO Nº **2011675019**. No dia 29/08/2012, às 18:00 horas, reuniu-se na Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG, a Comissão Examinadora de Trabalho de Conclusão de Curso - TCC, indicada pela Coordenação do Curso de Especialização e Gestão Estratégica - CEGE, para julgar o Trabalho de Conclusão de Curso intitulado "**Capital Empreendedor: Uma oportunidade de financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica**", requisito para a obtenção do **Título de Especialista**. Abrindo a sessão, a orientador(a) e Presidente da Comissão, Professor(a) Francisco Vidal Barbosa, após dar conhecimento aos presentes do teor das Normas Regulamentares de apresentação do TCC, passou a palavra ao aluno(a) para apresentação de seu trabalho. Seguiu-se a arguição pelos examinadores, seguido das respostas do(a) aluno(a). Logo após, a Comissão se reuniu sem a presença do(a) aluno(a) e do público, para avaliação do TCC, que foi considerado:

APROVADO

() APROVAÇÃO CONDICIONADA A SATISFAÇÃO DAS EXIGÊNCIAS CONSTANTES NO VERSO DESTA FOLHA, NO PRAZO FIXADO PELA BANCA EXAMINADORA (PRAZO MÁXIMO de 60 SESSENTA DIAS)

() NÃO APROVADO

O resultado final foi comunicado publicamente ao(a) aluno(a) pelo orientador e Presidente da Comissão. Nada mais havendo a tratar, o Senhor Presidente encerrou a reunião e lavrou a presente ATA, que será assinada por todos os membros participantes da Comissão Examinadora. Belo Horizonte, 29/08/2012.

Prof. Francisco Vidal Barbosa
(Orientador)

Prof. Robert Aldo Iquiapaza Coaguila

AGRADECIMENTOS

Principalmente ao meu esposo Elvio Junior, que no decorrer
dessa caminhada, sempre esteve ao meu lado
me ajudando nos momentos mais difíceis.

Aos meus pais, pelo incentivo e apoio contínuo.

Ao meu orientador Francisco Vidal que demonstrou
competência na arte de ensinar.

“Ensinar é a única coisa de que
a mente nunca se cansa, nunca tem medo
e nunca se arrepende”.

Leonardo da Vinci

RESUMO

O empreendedorismo está se expandindo pelo mundo no mesmo ritmo do encurtamento das distâncias globais. O movimento hoje protagonizado pelos fundos de participação em empresas e de *venture capital* (VC) – o capital empreendedor aplicado em organizações nascentes e prósperas – não encontra fronteiras. A interdependência entre as comunidades de investidores já é um fato sem volta, ilustrado por um número sem precedentes de novas alianças estratégicas e redes informais de negócios, que operam cada vez mais focadas em mercados externos. O *Capital Empreendedor* é uma modalidade de investimentos que gera recursos financeiros e qualidades profissionalizantes, apresenta benefícios e é um propulsor do empreendedorismo, mas poucas empresas são selecionadas no criterioso processo de escolha. Esse processo busca, ao mesmo tempo, empreendimentos com alto potencial de rentabilidade, sócios empreendedores de confiança, potencializando a redução de incerteza com os procedimentos e rotinas descritas no texto. O maior desenvolvimento da atividade de *Capital Empreendedor* no Brasil resultará em benefícios inegáveis ao dinamismo tecnológico e econômico, favorecendo a criação de novas tecnologias, crescimento e fortalecimento das empresas menores, além de incentivar o mercado de capitais. O suprimento por novos investidores em empresa no estágio semente (*seed money*) e inicial (*start-up*), atualmente não coberta pela atuação da grande maioria dos *players* do setor, representará num grande estímulo ao surgimento e estabelecimento de novas empresas inovadoras que a médio prazo poderão atingir estágio como *Venture Capital*, expansão, maturação (*early*), lançamento no mercado de capitais (*bridge*) e *Private Equity*. O primeiro desafio dos fundadores é entrar em acordo com os investidores no que tange ao valor da empresa já que ele determina o valor de seu investimento e a extensão de sua participação acionária. Normalmente, os investidores em capital de risco exigem representação na diretoria e direitos de ações de veto relacionadas ao gerenciamento, financiamento e questões operacionais.

Palavras-chave: Capital Empreendedor, Capital de Risco, *Venture Capital*, Empreendedorismo, *Private Equity*.

ABSTRACT

Entrepreneurship is expanding worldwide at the same pace of global shortening of distances. The movement now played by private equity in companies and venture capital (VC) - the venture capital invested in nascent organizations and prosperous - not see borders. The interdependence between the communities of investors is already a fact of no return, illustrated by an unprecedented number of new strategic alliances and informal business networks, operating increasingly focused on foreign markets. The Venture Capital is a type of investment that generates financial resources and professional qualities, features and benefits is a driver of entrepreneurship, but few companies are selected on the judicious choice process. This search process, while enterprises with high potential profitability, entrepreneurs trusted partners, leveraging the reduction of uncertainty with the procedures and routines described in the text. The further development of Venture Capital activity in Brazil will result in undeniable benefits to economic and technological dynamism, encouraging the creation of new technologies, strengthening and growth of smaller companies, and encourage the capital market. The supply of new investors in the company in seed stage (seed money) and initial (start-up), not currently covered by the performance of the vast majority of players in the industry, represent a great stimulus to the emergence and establishment of new innovative companies that the average term could reach as stage Venture Capital, expansion, maturation (early) launching in the capital market (bridge) and Private Equity. The first challenge of the founders is to enter into an agreement with investors regarding the company's value since it determines the value of your investment and the extent of its shareholding. Typically, investors in venture capital require representation on the board and veto rights issues related to managing, financing and operational issues.

Keys-words: Capital enterprising, Capital risk, Venture Capital, Entrepreneurship, Private Equity.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	09
1.1	Contextualização	10
1.2	Problema de Pesquisa	11
1.3	Objetivos Geral e Específicos	12
1.4	Justificativa e Relevância	12
2	REFERENCIAL TEÓRICO	14
2.1	<i>Venture Capital</i> – Definições	14
2.1.1	Histórico da Indústria de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>	15
2.2	Modalidades de financiamento	18
2.2.1	Riscos x Retorno do <i>venture capital</i>	22
2.2.2	Crterios para captação através do Capital Empreendedor	23
2.2.3	Estgios de aporte de capital empreendedor	23
2.3	Conceitos centrais sobre redes de cooperao das MPE's	25
2.4	Estrutura <i>Private Equity</i> / <i>Venture Capital</i>	27
2.5	Cenrio atual do VC/PE no Brasil	29
2.5.1	Desafios da Indústria Brasileira de <i>PE/VC</i>	30
2.6	Startups: Vantagens Competitivas	31
2.7	Anlise SWOT do <i>PE/VC</i> no Brasil	32
2.8	A questo das taxas de juros no Brasil	33
2.9	Empreendedorismo	33
2.10	Relacionamento entre gestores do <i>Venture Capital</i> e Investidores Empreendedores	35
2.11	Como Opera um Investidor de <i>Venture Capital</i> e o que Espera da Empresa Aportada	38
2.12	Vantagens e Desvantagens do Capital Empreendedor	40
2.13	Fatores essenciais para Empresas Inovadoras	44
2.13.1	Fator educacional	44
2.13.2	Política econmica	44
2.13.3	Questo jurdica	45
2.13.4	Fator cultural	45
2.14	Anlise sistmica da Inovaao e seu funcionamento no Brasil ..	46
2.15	Crescimento econmico, desenvolvimento e sistemas de Inovaao	46
2.16	<i>Venture capital</i> para as mdias e pequenas empresas de alta tecnologia	47
2.17	Restries do <i>venture capital</i> como fonte de financiamento	48
3	METODOLOGIA	49
4	O SETOR DO <i>PRIVATE EQUITY</i> E <i>VENTURE CAPITAL</i>	50
5	ANLISE DOS DADOS: ESTUDO DE CASO: DASA	56
6	CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES	61
7	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	67
8	ANEXOS	73

INTRODUÇÃO

A questão do financiamento é um dos tópicos mais relevantes a serem analisados no processo de criação e viabilização de empresas. Este financiamento pode ser encontrado em várias fontes tais como: auto-financiamento, empréstimo bancário, agências de fomento e capital de risco.

Quando se estuda o desenvolvimento recente da economia brasileira, a atenção concentra-se normalmente no papel dinâmico desempenhado pela grande empresa, seja ela controlada por capitais privados nacionais, pelo Estado ou por companhias multinacionais. A pequena e média empresa (PME) é vista, usualmente, como um mal necessário, que merece a atenção do Estado pela sua tradicional dificuldade de sobrevivência dada sua deficiente estrutura econômica, financeira e administrativa.

Apesar da enorme variedade de medidas governamentais em prol da pequena e média empresa, seus resultados tornam-se de modo geral insuficientes para fortalecer tal segmento da economia. De modo geral, as próprias medidas de política econômica - tabelamento de preços, aumento de impostos, restrições aos créditos etc. tornam-se instrumentos que penalizam a PME com muito maior intensidade do que as práticas usuais que procuram auxiliá-las.

Ademais, cabe colocar a PME em seu efetivo papel no contexto econômico, não só no Brasil, mas inclusive em países desenvolvidos. De modo geral, cabe à PME um importante papel tanto na criação de empregos, como da produção, e cuja atuação mostra-se usualmente, menos sujeita ao ciclo do que a grande empresa.

Os países em desenvolvimento buscam uma forma de reduzir a disparidade em relação às nações desenvolvidas. Segundo Schumpeter (1982), uma forma de acelerar o crescimento dos países são as inovações, as quais seriam o motor do desenvolvimento econômico. Se considerarmos as teorias schumpeterianas, países em desenvolvimento, com pauta de exportação baseada em *commodities* e pouco inovadores, como o Brasil, não conseguirão se aproximar das nações desenvolvidas.

Schumpeter (1982, p. 51), ressalta “a dificuldade de financiamento como grande empecilho aos empreendimentos inovadores”. Se a empresa em questão for de grande porte, abre-se um leque de possibilidades de financiamento, como:

investimento de lucros obtidos, empréstimos bancários, lançamento de debêntures e captação de recursos no mercado acionário. Já as empresas de pequeno e médio porte, não dispõem dos mesmos métodos de financiamento, e ficam sujeitos aos empréstimos bancários. Essas empresas têm como agravante a impossibilidade de cumprir todas as exigências bancárias, somando a atuação com inovação, marcada por inúmeras incertezas, fazendo com que os juros bancários se elevem. Assim, o financiamento via empréstimo bancário torna-se custo e muitas vezes inviável.

Para Kenny (2000), o *venture capital* ou capital de risco é uma modalidade de investimento utilizada para apoiar negócios por meio da compra de uma participação acionária, geralmente minoritária, com objetivo de ter as ações valorizadas para posterior saída da operação. Denomina-se *venture capital* (capital de risco) não pelo risco do capital, porque qualquer investimento, mesmo a aplicação tradicional, em qualquer banco tem um risco, mas pela aposta em empresas cujo potencial de valorização é elevado e o retorno esperado é idêntico ao risco que os investidores querem correr.

De acordo com Pavani (2003), o *venture capital* (capital de risco), mais que um financiador, torna-se parceiro da empresa. A atuação do investidor de risco no empreendimento é ativa, com auxílio na área gerencial, suporte técnico e visibilidade no mercado: medidas que possibilitam o rápido crescimento da empresa. Ao assumirem os altos riscos destes investimentos, os *venture capitalists* buscam obter lucros acima dos auferidos em investimentos tradicionais, como: títulos públicos, aquisição de debêntures, e no mercado acionário.

O primeiro desafio dos fundadores é entrar em acordo com os investidores no que tange ao valor da empresa já que ele determina o valor de seu investimento e a extensão de sua participação acionária. Normalmente, os investidores em capital de risco exigem representação na diretoria e direitos de ações de veto relacionadas ao gerenciamento, financiamento e questões operacionais.

1.1 Contextualização

O empreendedorismo vem crescendo nas empresas de base tecnológica, como forma de impactar positivamente os negócios a serem geridos, dando oportunidade às pequenas e médias empresas de se multiplicarem no mercado.

O Capital Empreendedor é uma das fontes de recursos financeiros que, além de contribuir com o empreendimento através de um aporte de capital a médio e longo prazo, coopera com a administração do empreendimento.

Segundo Titericz (2003), todo empreendimento inovador deve ser explorado de forma comercial para o crescimento do potencial econômico do mercado. Modernas empresas (com idéias rentáveis e estrutura maleável) são mais adaptáveis às preocupações dos *stakeholders* e às transformações econômicas, caso comparadas aos empreendimentos conservadores.

É possível, a partir das atividades com Capital Empreendedor, o incremento de negócios alavancados, via inovação tecnológica, pois a concessão de recursos financeiros de longo prazo acelera o desenvolvimento.

Conforme Carvalho, M. (2005), o debate no país sobre o funcionamento de empresas de tecnologia intensificou-se a partir de meados da década de 90; o motivo foi a crescente sensibilidade de alguns setores do governo e da sociedade acerca da existência da competitividade empresarial houve o reconhecimento que a adoção de inovação geraria maior competitividade, crescimento econômico e emprego. Várias entidades que incentivavam o empreendedorismo perceberam e refletiram sobre as ações de diversas instituições para o seu apoio ao empreendedorismo e à geração de ferramentas de financiamento adequadas, devido às distintas fases de evolução das empresas. Foram criados instrumentos para a atração de *Capital Empreendedor*, via as iniciativas do Projeto INOVAR/FINEP, com o auxílio do SEBRAE, por meio de redes de investidores de Anjos.

1.2 Problema de Pesquisa

Recentemente, de acordo com vários estudos de caso e relatos, o Capital Empreendedor vem se expandindo no Brasil, focalizando-se em empresas de base tecnológica durante seu processo de crescimento.

O aporte de recursos financeiros nos empreendimentos ocorre na fase inicial de seu ciclo de crescimento. Entretanto, a escassez de recursos para o financiamento da atividade inovadora nos leva ao seguinte problema de pesquisa:

De que forma o capital empreendedor contribuirá para a tomada de decisão de investimento nas pequenas e médias empresas de base tecnológica?

1.3 Objetivos Geral e Específicos

O objetivo geral da dissertação é analisar os aspectos relevantes do capital empreendedor para a tomada de decisão de investimento nas pequenas e médias empresas de base tecnológica.

Os objetivos específicos dividem-se em 5 itens:

- Identificar qual a visão dos investidores empreendedores sobre o capital empreendedor;
- Analisar a rentabilidade do capital empreendedor em comparação com outras fontes de financiamento;
- Analisar o capital empreendedor sob a ótica da oferta da administradora;
- Analisar o capital empreendedor sob a ótica da demanda das médias e pequenas empresas de base tecnológica;
- Identificar a relevância e os critérios de captação do capital empreendedor para as pequenas e médias empresas de base tecnológica.

1.4 Justificativa e Relevância

A falta de oferta de capital para a constituição e desenvolvimento dos empreendimentos brasileiros nos desperta a atenção. Para o empreendedor é complicado se submeter aos recursos financeiros de instituições bancárias, pois oferecem elevadas taxas de juros e outros encargos financeiros e, em contrapartida, exigem garantias com valores superiores aos empréstimos.

A criação de novas empresas é um mecanismo fundamental para o desenvolvimento econômico de uma região. O crescimento no número de empresas, ao invés do crescimento das grandes empresas, propicia uma melhor distribuição da renda e o surgimento de novas oportunidades para o aproveitamento de recursos naturais e humanos.

A importância da atividade do Capital Empreendedor cresceu nos últimos anos. Os negócios deste setor tiveram direta relação com a abertura de capital de

várias empresas no mercado acionário brasileiro. Este aumento despertou o interesse do mercado de capitais brasileiro, o incremento dos IPOs realizados nos dois últimos anos ocorreu em empreendimentos que receberam financiamento do Capital Empreendedor. Tais empresas foram responsáveis por grande parte do valor obtido pelo total das emissões primárias.

A indústria de *Capital Empreendedor* foca suas atividades em setores novos da economia, cujas probabilidades de rentabilidade são maiores, mas podem envolver maiores riscos e conseqüente alta possibilidade de lucros. O investidor realiza a aplicação financeira através de ações privadas e aposta em uma tecnologia nova ou num novo mercado, ou serviço que pode ser bem sucedido, produzindo altas recompensas ou pode gerar prejuízo, logo a avaliação envolve racionalidade limitada.

O risco dos investimentos em inovações tecnológicas está relacionado ao grau de novidade, pois quanto maior a inovação, maior a esperança de grandes ganhos e maiores os riscos. O risco está na aplicação em algo ainda não avaliado pelo mercado, mas se o empreendimento der certo, os investidores lucrarão mais do que em uma aplicação financeira tradicional. O *Venture Capital* é uma forma típica de financiar as empresas de base tecnológica nos países desenvolvidos e principalmente organizações inovadoras. O financiamento via *Capital Empreendedor* se soma ao financiamento de longo prazo, via mercado financeiro convencional, enquanto fonte de recurso financeiro para a inovação.

De acordo com Campos e Barbieri (2002), o *Capital Empreendedor* é um investimento a longo prazo (de sete a dez anos), normalmente recuperado após a empresa alcançar o ponto de equilíbrio e a rentabilidade estimada. Quando a empresa investida alcança certo estágio de amadurecimento, o investidor sai do negócio, pois nessa fase os ganhos significativos decorrentes da novidade já foram obtidos e começa uma trajetória diferente. As regras de saída são fundamentais para o investidor, pois é quando finaliza sua participação temporária e libera recursos para novas aplicações de risco.

Uma das alternativas de saída dos investidores de risco ocorre através da primeira emissão pública de ações ordinárias, identificada como IPO, ou outro tipo de oferta de papéis que serão negociados no mercado. As regras de saídas constituem um elemento fundamental das aplicações do *Capital Empreendedor* e das leis pertinentes, face aos impactos que geram sobre a liquidez das aplicações.

Se o risco é elevado, por definição, é preciso compensar com rentabilidade para poder atrair investidores interessados nessa modalidade.

A fase que a empresa busca financiamentos em mercado aberto é através da abertura de capital, através da operação de IPO. A existência de grandes investidores institucionais, companhias tanto de *Venture Capital* como de *Private Equity* em estágios prévios, atribuem grande confiabilidade a estas empresas ascendentes no mercado.

Os investidores empreendedores consideram tais investimentos temporários em empresas emergentes de base tecnológica, com evidente potencial de crescimento, com participação direta no capital social da empresa por aquisição de ações ou debêntures conversíveis em ações, pretendendo rentabilidade acima das alternativas disponíveis no mercado financeiro. Este investidor pode ser individual (*angel*), corporativo (*holding*) e institucional (fundos de investimentos).

Portanto, os fundos de investimentos são uma alternativa de aplicação financeira nestes tipos de empresas.

O “investidor”, também chamado de “capitalista”, “emprestador” ou “*venture capitalist*”, normalmente especialista em investimentos em negócios, é um indivíduo particular (*angel*), famílias, grupos familiares, empresas de investimentos de participações, *holding*, fundo de investimentos de *Venture Capital* ou *Private Equity* todos constituem os veículos de investimentos.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 *Venture Capital* - Definições

O termo “capital de risco” é utilizado no Brasil para a tradução do conceito americano “*venture capital*”. Trata-se de uma modalidade de investimento no qual investidores aplicam recursos em empresas com expectativas de rápido crescimento e elevada rentabilidade. Este investimento se dá através da aquisição de ações e direitos de participação, tais como debêntures conversíveis e bônus de subscrição. Esta forma de operação, diferente de um financiamento, implica, além da entrada de recursos financeiros, um compartilhamento de gestão do investimento com o

empreendedor, o que confere a essas novas empresas inovadoras garantia para um crescimento saudável.

O *venture capital* é um mecanismo de investimento que se apresenta bastante adequado para empresas inovadoras em estágio inicial de desenvolvimento. Diferente de um empréstimo bancário, não são exigidas garantias reais e, portanto, não há desembolso de caixa nos estágios iniciais de vida da empresa com o pagamento de juros e amortizações, como nos empréstimos bancários. Trata-se de um investimento estratégico, já que, além de recursos financeiros, fornece suporte institucional às empresas inovadoras em início de carreira. Esse impulso é bastante eficaz para que as empresas adquiram o fôlego necessário para percorrer a etapa de desenvolvimento pleno de um produto competitivo no mercado interno e externo. O *venture capital* é operacionalizado por meio de fundos de capital de risco, que oferecem acompanhamento de ativo e apoio gerencial, de fundamental importância para o sucesso das empresas nascentes e emergentes.

2.1.1 Histórico da Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*

Private Equity (PE), em sua definição estrita, refere-se a investimentos em ações (*equity investments*) de empresas não listadas em mercados públicos de valores, independentemente da estrutura societária utilizada. Em razão de sua natureza caracterizada por baixa liquidez, retornos de longo prazo, e assimetria informacional, negócios de *Private Equity* possuem riscos e retornos mais elevados que os tradicionais, o que os classifica na categoria de ativos alternativos (*alternative assets*). Esta característica diferenciada, de alto risco, mas com potencial para retornos significativos, contribui para inibir sua adoção como um tipo de investimento comum entre investidores institucionais nos EUA até a década de 70.

De acordo com Harper (2010), o termo “*venture*” originou-se por volta de 1400, com o significado de “arriscar a perda” (de algo), uma versão mais curta de “*aventure*”, originada do inglês *adventure*, que significava “oportunidade, fortuna, sorte” no início de 1200. O significado original de *adventure* era “chegar”, em Latim, mas modificou-se para “risco/perigo” (tentativa de aproveitar oportunidades), e, “empreendimento perigoso” (início de 1300). Após isso, modificou-se para “incidente emocionante” (1560). A palavra *venture*, com um significado geral de

“ousar, presumir” foi originada em meados do século XVI. Como um substantivo para “correr riscos”, foi inicialmente utilizada por volta de 1560, e, como o significado de “empresa com natureza de empreendimento” por volta de 1580.

O uso do *venture capital*, também conhecido como Capital de Risco, iniciou-se nos Estados Unidos, em 1958, com a promulgação do Small Business Investment Act, que autorizou a criação das companhias de investimentos direcionadas para pequenas empresas, denominadas Small Business Investment Companies – SBICs. Em 1982, foi promulgado o Bay-Dole Act, que instituiu a obrigação de que as agências federais responsáveis por atividades inovadoras dedicassem parte de seus orçamentos à subvenção das atividades de inovação, pesquisa e desenvolvimento realizadas por instituições científicas e à transferência de tecnologia para empresas de base tecnológica, só sendo possível porque permitiu o licenciamento de patentes de pesquisas, de modo exclusivo, para empresas privadas. O Bay-Dole Act foi implementada por meio de dois programas: o Small Business Innovation and Research – SBIR e, posteriormente, o Small Business Technology Transfer – SBTT.

Apesar de estar claro que VC é um tipo de investimento de PE, os termos começaram a ser utilizados com significados distintos com o passar dos anos. Investimentos de PE foram, tradicionalmente, divididos entre VC e *Buyout*, referindo-se o primeiro a uma pequena participação acionária em empresas em estágio inicial de desenvolvimento, que se tornaram mundialmente conhecidos através das empresas de garagem de um dos maiores “clusters” de empresas inovadoras do mundo, o Vale do Silício, na Califórnia.

A estrutura de fomento aos empreendimentos nascentes cresceu e se diversificou nos Estados Unidos. Atualmente, há fundos de capital de risco especializados setorialmente ou especializados de acordo com o estágio de desenvolvimento das empresas e há o estímulo a esses investimentos pelos fundos de pensão. Com isso, o mercado de capital deixou de ser um ambiente de investimento de grandes empresas, permitindo a entrada de pequenas empresas inovadoras com prognósticos favoráveis. Exemplos de empresas apoiadas por fundos de Capital Empreendedor nos Estados Unidos são: Yahoo, Intel Co., Hot Mail, Lycos, AOL, Oracle e Apple.

No Brasil, os investimentos em capital empreendedor iniciaram-se com a constituição da BNDESPAR em 1982 que permitiu a aquisição e venda de valores mobiliários no mercado secundário e com isso fez com que investidores privados

direcionaram sua atenção para esse mercado. Em 1991 o BNDESPAR criou o Programa CONTEC, voltado para o financiamento de pequenas e médias empresas de base tecnológica, por meio de investimentos baseados em participação acionária direta, debentures conversíveis em ações e bônus de subscrição.

Outro marco importante ocorreu em 1994 com a promulgação da instrução CVM 209, que permitiu a constituição de Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes, permitindo assim a participação dos Fundos de Pensão no mercado de capital de risco.

Em 2003 foi promulgada a instrução normativa CVM 391/03, que estimulou a formação dos fundos de Venture Capital. A partir daí, houve uma especialização crescente de gestores independentes e a redução da participação de corporações, surgiram fundos focados na competência do próprio gestor e a segmentação em fundos menores direcionados para gestores independentes.

Hoje o ambiente está direcionado para o investidor, houve o retorno de fundos de pensão ao setor (Petros e Previ) e do BNDES, houve a criação do BOVESPA MAIS, o surgimento da Lei de Inovação e da "MP do Bem" e a Conferência da OECD que ocorreu em Março de 2006, em Brasília. O governo está buscando transformar o Venture Capital em política de governo.

Atualmente o mercado de capital empreendedor está sendo impulsionado pelo fortalecimento do mercado de capitais e pelo incentivo à governança corporativa, bem como por sucessivos lançamentos de ações. Há a previsão de dez anos promissores para esse tipo de financiamento.

O primeiro ciclo do capital empreendedor iniciou-se, no Brasil, em 1994, quando foi regulamentada a instrução CVM 209, encontrou seu apogeu na época das privatizações e se encerrou no ano passado. Esse ciclo diz respeito aos fundos de private equity (que investem em empresas promissoras) e de venture capital (que aplicam em projetos ainda em estágio inicial - portanto, em empresas nascentes).

A perspectiva, agora, é muito promissora, o novo ciclo que se inicia irá trabalhar em um terreno firme e fértil, preparado pelo fortalecimento do mercado, que inclui a Lei das Sociedades Anônimas, a nova Lei de Falências e, principalmente, o Novo Mercado da Bovespa, que foi um catalisador para esse tipo de investimento.

2.2 Modalidades de financiamento

Baêta (1990), diz sobre as questões como má gestão empresarial, falta de planejamento, conjuntura econômica e briga entre os sócios, a ausência de políticas públicas, como tributação diferenciada e maior acesso a crédito, foi apontado como um dos fatores causadores da morte prematura de pequenas e médias empresas, em estudo do Sebrae (Serviço de Apoio às micro e pequenas empresas do estado de São Paulo) intitulado *Sobrevivência e Mortalidade das Empresas Paulistas de 1 a 5 anos*, que mostra que de cada 10 empresas abertas em um ano, seis delas terão encerrado suas atividades em 5 anos. Santos (1995), aponta a alta taxa de mortalidade de novos negócios no Brasil e alguns aspectos financeiros responsáveis por este fenômeno: imobilização excessiva em ativos fixos, retardando o retorno do capital investido e tornando o negócio vulnerável às oscilações de produção e venda; crédito descontrolado aos clientes; má gestão financeira e descontrole de custos gerando operação deficitária e falta de capital de giro; previsão muito otimista de vendas no início do negócio; endividamento (especialmente em fases de instabilidade econômica). Assim, expõe as preocupações que um novo empreendedor deve ter no aspecto financeiro: operação com capital próprio ou com alavancagem positiva (uso eficiente do capital de terceiros); reinvestimento dos lucros; baixa imobilização de capital; controle do endividamento e capitalização da empresa. O acesso a crédito fácil e barato, em conjunto com o bom planejamento inicial do negócio e o potencial empreendedor do proprietário, constituem-se em fatores críticos de sucesso para a nova atividade. Antes de se aprofundar nos aspectos condicionantes do capital de risco, cabe destacar que este se configura como uma das modalidades de financiamento dentre outras disponíveis, cada qual apresentando suas peculiaridades brevemente destacadas a seguir, porém é considerado a modalidade mais adequada aos empreendimentos de base tecnológica.

Auto-financiamento : consiste em se utilizar de capital próprio para a formação do negócio; o capital provém dos sócios fundadores ou de suas famílias e amigos (também conhecido como love-money); embora seja mais recomendado que o uso de empréstimo bancário, em geral pode ser insuficiente ou de difícil obtenção.

Empréstimo bancário: trata-se da modalidade mais difundida de captação de crédito, porém possui como inconvenientes a alta taxa de juros praticada pelos agentes financeiros e a necessidade de apresentação de garantia ou aval no mesmo nível ou maior que o capital emprestado.

Incentivos governamentais: Existem alguns mecanismos de incentivo governamentais para a implementação de pequenos negócios e outros mais específicos para negócios de base tecnológica; segundo Baeta e Leite (1990), o governo cumpre papel fundamental no fomento à novos empreendimentos de base tecnológica, em especial provendo incentivos na fase embrionária (capital semente), quando a empresa ainda não chegou a lançar-se no mercado, não exercendo portanto por vezes grande atenção dos capitalistas de risco. Em termos gerais, os programas do Governo abrangem tanto o surgimento de pequenas e médias empresas quanto as empresas de base tecnológica, fornecendo desde suporte instrucional até apoio financeiro, seja através de garantias e avais parciais ou totais para captação, fundos reembolsáveis e fundos não reembolsáveis. Como expresso no compromisso do programa Brasil Empreendedor, criado no governo anterior e mantido pelo atual com a finalidade de motivar o surgimento de pequenas e médias empresas: "O Programa Brasil Empreendedor tem como premissas a concessão de crédito (BNDES/FINAME, Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Banco do Nordeste do Brasil, Banco da Amazônia) para pequenas e médias empresas, capacitação para empreendedores (SEBRAE, Banco do Nordeste do Brasil, Ministério do Trabalho e Emprego), geração e/ou manutenção de postos de trabalho, assessoria empresarial, e também incentivo à exportação (Exporte Fácil/Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos e Sala de Negócios com o Brasil/Banco do Brasil).

O incentivo à formação de pequenas e médias empresas se justifica à medida que empregam proporcionalmente mais pessoas que as empresas de grande porte e também pela sua maior participação relativa nas exportações. Em 2000, 16.016 empresas exportaram, das quais 63,7% eram micro e pequenas empresas, tendo participado com 12,4% no valor total exportado. Entre 1995 e 1997, 81% das micro e pequenas empresas exportadoras pesquisadas tiveram maior intercâmbio comercial com os países do Mercosul. Em seguida estava a Comunidade Européia, com 10%,

e os Estados Unidos, com 4,3%. (Estudo: "A micro e pequena empresa no comércio exterior", Métodos Consultoria, ago/00 - Sebrae).

Pode-se citar alguns programas conduzidos pelos agentes governamentais:

BNDES, Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal: Programas facilitadores de crédito, como: Proger Urbano; BNDES-automático; Finame (máquinas); FCO Empresarial; Leasing; Proger Setor Informal; Proger Profissional Liberal; FAMPE - Fundo de Aval às PME (em conjunto com o SEBRAE); FGPC - Fundo de Garantia para a Promoção da Competitividade micro e pequenas empresas ou para médias empresas que exportem ; Giro Rápido; Operações com recebíveis (desconto de cheques, antecipação de crédito ao lojista e desconto de títulos).

SEBRAE: Apoio na obtenção de crédito para investimento ou capital de giro e obtenção de garantias parciais: Fundo de aval-FAMPE com garantia parcial do crédito ; FUNPROGER, para empresas filiadas no programa geração emprego e renda-PROGER, se utiliza de recursos do FAT(Fundo de Apoio ao Trabalhador); FGPC-empresas usuárias de financiamentos do BNDES; SGS-Garantia solidária (micro e pequenas empresas); Programa de microcrédito; Programa de apoio à formação de cooperativas de crédito(vantagem: menor exigência que bancos e menores taxas de juros. O SEBRAE também dispõe do Programa de capital de risco (PCR), a partir de um Fundo mútuo de investimento constituído.

FINEP-Financiadora de Estudos e Projetos: Atua no fomento à inovação e pesquisa científica em empresas, universidades, centros de pesquisa, governo e entidades do terceiro setor, visando o aperfeiçoamento do sistema nacional de C&T&I (Ciência, Tecnologia e Inovação) e a substituição de importações. Combina recursos reembolsáveis (de outras fontes ou do próprio FINEP), recursos não reembolsáveis, prioritariamente para instituições sem fins lucrativos e com enfoque tecnológico agregadas aos Fundos setoriais do MCT (14 áreas); e incentivos fiscais. A FINEP também atua no capital de risco, a partir da criação em 2000 do Projeto Inovar, este voltado especificamente para as empresas de base tecnológica, consistindo em uma série de ações visando disseminar a cultura de capital de risco no país.

Programas de incentivo estaduais: Existem diversos fundos de apoio á pesquisa nos âmbitos estaduais. Como exemplo, a **Fapesp** (Fundo de apoio á pesquisa no Estado de São Paulo), de abrangência no estado de São Paulo, está voltada ao apoio à inovação tecnológica e pesquisa, com predominância de capital não reembolsável. Está dividida em diversos programas específicos: Biota (biodiversidade e uso sustentável no Estado de São Paulo);

Cepid (pesquisa em campos de conhecimento); Genoma (genética); PIPE (Programa de incentivo às pequenas empresas); PITE (programa de interação dos institutos pesquisa com empresas); Políticas públicas; TIDIA (TI-Tecnologias da informação). Como exemplo importante do fomento ao nascimento de empreendimentos de base tecnológica, o programa PIPE contempla o apoio de recursos não reembolsáveis para os estágios embrionário e primeiro estágio, como veremos adiante, para empresas com no máximo 100 funcionários. Veja a seguir no Quadro 01 a Comparação empresas versus Investimentos:

Quadro 01: Empresas x Investimentos

Empresas: Investimento: R\$	até 10 M	10M a 200 M	200 M a 2 MM	2 MM a 5 MM	5 MM a 20 MM	20MM a 100MM
Maturidade					PE e Db	PE, Db, BI e BV
Revers./Salvam.*						PE e ApD
Expansão		RP e AI	AI, VC e AC	VC e AC	VC, PE e Apd	PE, ApD e Db
Fase Inicial	RP e IN	RP, IN e AI	AI, VC e AC	VC e AC		
Empresas Novas	RP e IN	RP, IN e AI	AI			
Semente	RP e IN	RP e IN				

*Reversão de prejuízo ou Salvamento

RP: Recursos Pessoais, Família e Amigos
 IN: Incubadoras de Negócios
 AI: "Anjos" Investidores
 AC: Aceleradoras
 VC: Venture Capital
 BI: Bancos de Investimento
 PE: Private Equity
 Db: Debêntures
 ApD: Aquisição pelos Administradores
 AdD: Aquisição de Administradores
 BV: Bolsa de Valores

Fonte: Carlos (2004)

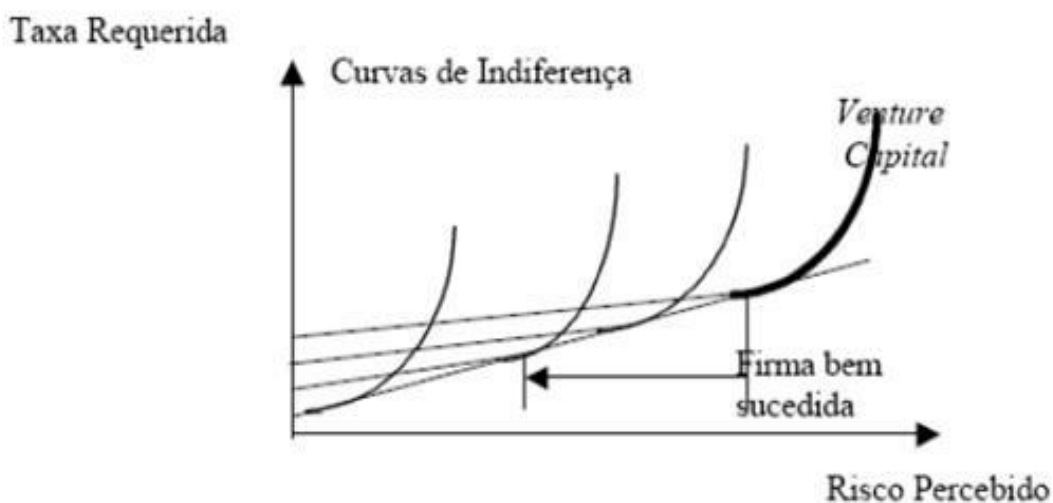
Takahashi (2006) cita três características específicas dos fundos de capital de risco que os tornam distintos em relação a outras empresas de investimento:

apresentam envolvimento ativo com o empreendimento; participam temporariamente na empresa; aceleram a transformação da estrutura econômica das empresas. As companhias de capital de risco cederam lugar aos fundos pelo fato de estes últimos terem fornecido uma maneira efetiva de mobilizar grandes volumes de recursos de investidores externos e permitirem a realização de significativos ganhos financeiros tanto no Brasil quanto no mundo. Por estas características, o capital de risco é apontado como uma das fontes de financiamento mais adequadas ao crescimento sustentado de pequenas e médias empresas voltadas a inovação.

2.2.1 Riscos x Retorno do *venture capital*

Analisando-se a condição de Risco versus Retorno, é relevante posicionarmos a região no qual este tipo de aplicação financeira se situa no modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). No Gráfico 01 evidencia-se que investimentos desta natureza são vistos pelos tomadores de decisão como de risco elevado e, por conseguinte, a taxa requerida de retorno é também elevada. Observa-se que, enquanto o sucesso não é limitado, podendo o investimento gerar ganhos substancialmente elevados, o fracasso se limita ao capital investido, o que dá a esse tipo de aplicação a característica de uma opção de compra (NEVES, 2003).

Gráfico 01: O Modelo CAPM e o Venture Capital



Fonte: Neves (2003)

2.2.2 Critérios para captação através do Capital Empreendedor

Para Pavani (2003), uma pequena empresa passa por diversos estágios desde sua concepção até atingir sua maturidade. Estes estágios necessitam de investimentos em seu caixa em função do tempo que esta organização consiga chegar à maturidade. Aponta a necessidade de capital no estágio inicial da empresa, onde a função do capital de risco se torna fundamental, pois, neste momento, a organização não possui histórico ou ativo patrimoniais para obtenção de recursos financeiros junto aos bancos.

Para Pavani (2003), os investidores consideram importante, para o investimento na pequena empresa, uma equipe com competência, que proporcione um retorno sobre o investimento na ordem de 5 a 10 vezes, que tenha uma vantagem competitiva, regras de saída fácil do negócio e que possa influenciar na gestão do negócio. As condições citadas são tidas como importantes para o sucesso do empreendimento, pois estes investidores normalmente têm grande influência no mercado, possibilitando, com isso, uma visibilidade positiva para a organização.

De acordo com Carvalho; Ribeiro; Furtado (2006), poucos planos de negócio enviados pelos empreendedores são aceitos, menos de 10 % dos projetos para captação conseguem passar pelas diversas fases de análise do investidor.

Há outras fontes de financiamento que uma pequena empresa pode utilizar-se para alavancar o negócio, sem criar grandes endividamentos. Dentre estas, os fornecedores podem contribuir com descontos e parcelamento com um determinado tempo de carência para pagamento, clientes que pela antecipação de parte do valor contratado, ajuda na compra de insumos, parcerias onde a formação de uma estratégia comum pode atuar de forma complementar ou compartilhar atividade comum gerando sinergia no processo produtivo, e pelos incentivos fiscais que, negociados com o governo, reduzem por um período a tributação envolvida na operação produtiva (PAVANI, 2003).

2.2.3 Estágios de aporte de capital empreendedor

Os volumes investidos dentro do segmento de capital de risco são aportados segundo critérios preestabelecidos pelos investidores. De forma geral, o aporte de

capital de risco apresenta quatro momentos distintos nos quais pode ser integralizado.

Figura 1: Principais participantes da atividade de VC/ PE



Figura 1. Principais participantes da atividade de VC/PE. Fonte: Adaptado de Ganzi et al. (1998).

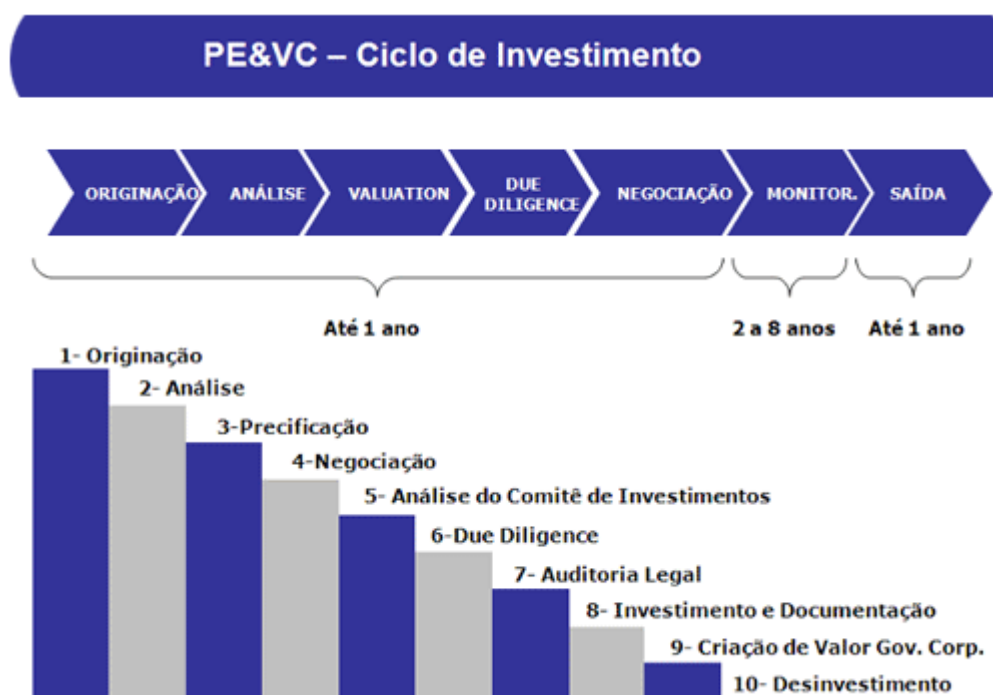
Uma vez consideradas as origens da atividade de capital de risco, suas peculiaridades e seus diversos estágios, conclui-se que a idéia de que *venture capital* é mais que simples sistema de financiamento; é um tipo de rede. Desta forma, convêm dissertar a respeito das vantagens apresentadas na literatura para aquelas empresas ligadas em uma rede de cooperação de *venture capital*.

Tabela 1: Estágios de Aporte de Capital de Risco: Descrição e Objetivos

Estágios	<i>Do inglês</i>	Contribuição do capitalista de risco.	Objetivos
Semente financeira	<i>Seed Finance</i>	Investimento pequeno.	Para que o empreendedor verifique a viabilidade de seu negócio.
Financiamento Inicial	<i>Start-up Finance</i>	Pode auxiliar com organização e estratégia corporativa da empresa aportada.	Investimento para viabilizar operações da empresa, contratação de executivos
Expansão Financeira	<i>Expansion Finance</i>	Indicação de fornecedores, clientes, entre outras.	Aleçar produção em escala industrial, por meio de ampliação de plantas e novas contratações.
Estágio Financiamento Posterior	<i>Later Stage Finance</i>	Atuam diretamente no lançamento dos papéis na bolsa de valores.	Aleçar liderança de um determinado segmento de mercado, assim como viabilizar abertura de capital em bolsa de valores.

Fonte: elaborado a partir de Bottazzi e Rin (2002, p. 240).

Figura 2: PE & VC – Ciclo de Investimento



Fonte: Abvcap Associação Brasileira de *Private Equity & Venture Capital*

2.3 Conceitos centrais sobre redes de cooperação das MPE's

Devido ao seu tamanho, normalmente a pequena empresa apresenta dificuldades para dominar todas as etapas da cadeia de valor. Segundo Porter (1986, 1989), identificar apropriadamente as atividades da cadeia de valor de uma empresa é fundamental, para que se enxerguem os seus pontos fracos e fortes, bem como é essencial para a formulação estratégica e obtenção de vantagem competitiva.

Porter aponta três possíveis estratégias genéricas que podem ser adotadas por empresas, dentro de um ambiente de competição: custo, diferenciação e enfoque (PORTER, 1986, 1989). Geralmente, quando se adota a estratégia de custo, parte-se do pressuposto de que a atividade de uma empresa estará alicerçada em economias de escala, o que, em última análise, pressupõe grandes empresas e altos investimentos. Porter (1986), pequenas empresas, por normalmente não trabalharem com grandes escalas ou não possuírem boa captação de recursos, podem encontrar dificuldades na competição com grandes firmas,

focando-se em estratégias baseadas em diferenciação, com produtos ou serviços que se distingam dos oferecidos pela concorrência.

Outra estratégia possível para uma PME seria a de enfoque, que se baseia no fato de uma empresa ser capaz de atender melhor ao seu alvo estratégico do que aqueles concorrentes que buscam atender toda a indústria, ou grande número de segmentos da indústria. O foco, alvo ou escopo estratégico deve ser suficientemente estreito, permitindo que a empresa o atenda de forma mais eficiente e eficaz. Este pode ser definido sob diversas dimensões: tipo de clientes, linha de produtos, variedade do canal de distribuição, área geográfica (PORTER, 1986). Assim, analisando as estratégias propostas por Porter, pode-se afirmar que a seleção da estratégia é um fator preponderante para se atingir um patamar de crescimento e prosperidade eficiente para a empresa. Desta forma, complementarmente, a união de PME's em redes vai ao encontro da superação de limitações impostas pela própria cadeia de valor das empresas, bem como pela competição da indústria da qual fazem parte.

As redes estratégicas voltam-se ao desenvolvimento da capacidade de agir e decidir. Segundo Fachinelli *et al.* (2001) e Marcon e Moinet (2001), a estratégia-rede supõe compartilhar um projeto que se inscreve em campo de ação. A proximidade territorial, tanto quanto a interdependência econômica, constituem lógicas coerentes de definição do campo de ação de uma rede. Outra característica da estratégia-rede diz respeito à continuidade e convivência. Dentro deste espírito, deve-se gerar uma dinâmica de aprendizagem, pode ser dividida em: aprendizagem de competências e aprendizagem relacional. A aprendizagem de competências diz respeito a conhecimentos e capacidades, enquanto a aprendizagem relacional trata da sociabilidade própria à rede de atores, permitindo que cada membro crie novas soluções para os problemas e ainda, que idéias se transformem em ações rapidamente (UZZI, 1996).

Neste contexto, Paiva e Barbosa (2001), indicaram que as redes são cenários favoráveis para a exploração de oportunidades por parte das pequenas empresas, argumento corroborado posteriormente por Balestrin e Vargas (2003a, 2003b). Jarillo (1988), descreve as redes como sendo acordos de longo prazo, com propósitos claros entre empresas distintas, porém relacionadas, que permitem estabelecer ou sustentar uma vantagem competitiva em face das empresas de fora

da rede. Este conceito pode ser considerado o mais adequado ao contexto desta pesquisa; este foi utilizado como base para a seqüência da pesquisa.

Complementarmente, para Ribault, *et al* (1995), a sociedade de empresas, por vezes chamada rede de empresas, é um modo de agrupamento de empresas destinado a favorecer a atividade de cada uma delas sem que estas tenham forçosamente laços financeiros entre si. As empresas em rede complementam-se umas às outras nos planos técnicos (meios produtivos) e comerciais (redes de distribuição) e decidem apoiar-se mutuamente em prioridade. No contexto do capital de risco, a pesquisa de Ribault *et al.* (1995) denota aspectos relevantes, ao destacar as possíveis relações técnicas e comerciais, além da relação financeira que pode ocorrer entre empresas. O conceito exposto por Jarillo (1988) conceitua adequadamente as redes, sendo complementado por Ribault *et al.* (1995), que indica possíveis formas para ocorrer esta relação.

2.4 Estrutura *Private Equity* / *Venture Capital*

Através do VC/PE, pequenas e médias empresas que pretendem transformar-se em grandes companhias, passam a dispor de oportunidades adequadas para financiar o seu crescimento, com apoio para a criação de estruturas adequadas de governança corporativa, foco no crescimento e lucratividade, bem como na sustentabilidade futura do negócio.

Enquanto o *venture capital* está relacionado a empreendimentos em fase inicial, o *private equity* está ligado a empresas mais maduras, em fase de reestruturação, consolidação e/ou expansão de seus negócios. A essência do investimento está em compartilhar os riscos do negócio, selando uma união de esforços entre gestores e investidores para agregar valor à empresa investida. Os investimentos podem ser direcionados para qualquer setor que tenha perspectiva de grande crescimento e rentabilidade ao longo prazo, de acordo com o foco de investimentos definido pelos investidores ou fundos.

O investimento em PE/VC permite que o investidor institucional de longo prazo (EFPC, Companhias de Seguros, Fundos Mútuos Especiais etc) possa construir uma carteira de ativos com características de risco e retorno distintas da carteira de ações de mercado e da carteira de renda variável – outros ativos. Os custos para a quebra de assimetria informacional e resolução dos conflitos de

agência são relativamente altos. As empresas participantes do mercado bursátil são, normalmente, de porte mais elevado. Essas empresas já possuem um histórico de operação que garante uma base mais sólida para a avaliação de seu desempenho passado e de sua governança societária.

Do ponto de vista da Teoria de Finanças, a existência de oportunidades de investimento em PE/VC permite que o mercado se torne mais completo, ou seja, os investidores podem associar fluxos futuros de caixa a estados da natureza que não estariam disponíveis inicialmente. De forma simples, o mercado financeiro tradicional não oferece investimentos com o perfil de risco e retorno que o PE/VC possui. Dessa forma, na pior das hipóteses, a existência dos Fundos de PE/VC contribui para que os investidores tenham uma riqueza maior de opções para alocar seus fluxos futuros de caixa.

Essa complementação de mercado trazida pelos fundos *private equity* faz com que a fronteira eficiente de ativos de risco possa ser alterada, em razão da baixa correlação entre os ativos transacionados em mercado (*public equity*) com os de empresas das Carteiras de PE/VC.

A visão tradicional, nas pesquisas nesse setor, tem sido de que os investimentos em PE/VC dependem, fundamentalmente, do estado geral da economia, especialmente do comportamento de agregados macroeconômicos como PIB e taxas de juros. No entanto, pesquisas recentes (PELLÓN, 2001) demonstraram que a qualidade da gestão dos Fundos possui impacto significativo na criação de valor para os investidores e por consequência na capacidade dos gestores de levantar recursos junto aos investidores institucionais.

É fundamental mencionar que o ambiente macroeconômico influencia diretamente na atratividade dos investimentos em PE/VC. O atual ambiente brasileiro, claramente, desencoraja os investimentos financeiros em ativos alternativos com características de *equity* (seja *private*, seja *public*). A elevada taxa de juros praticada pelo Governo Federal não incentiva investimentos em ativos de risco. Todas as observações, aqui, realizadas devem ser consideradas tendo em vista o atual ambiente macroeconômico brasileiro, no qual ativos de renda.

Figura 3: Afiando o taco

Afiando o taco A nova estratégia dos fundos de private equity no Brasil		
	ANTES	AGORA
Faturamento mínimo da empresa – em R\$ milhões	500	50
Investimento mínimo – em R\$ milhões	100	10
Período de investimento – em anos	até 7	de 2 a 7
Forma de saída	IPO	IPO, outro fundo

Fonte: Revista Isto é Dinheiro, Edição 750

2.5 Cenário atual do VC/PE no Brasil

A obtenção da estabilidade econômica e com a tendência declinante da taxa de juros e Risco País baixo, o mercado brasileiro já é uma opção atrativa para os investidores de capital empreendedor.

Em 2008, com a elevação do Brasil ao status de Investment Grade (concedido pela Standard & Poor's), o País passou a representar um importante foco de oportunidades para investimentos de longo prazo, quando comparado a outras economias emergentes. Os fundos de pensão estão apostando cada vez mais recursos neste setor, o que é de grande importância, visto que os fundos internacionais tiveram papel fundamental no desenvolvimento da indústria nos EUA e em outros países desenvolvidos. Atualmente, Previ, Petros, Funcef e Fapes já tem parte de seus ativos aplicados em VC/PE.

O país oferece ainda opções líquidas de saída, tanto por meio de abertura de capital como por vendas estratégicas, e opções atrativas e diversificadas de investimento, além de setores fragmentados, que representam oportunidades de

serem consolidados. De acordo com o Global Entrepreneurship Monitor, as áreas de infra-estrutura, imobiliária, TI, biotecnologia e “agribusiness” têm atraído grande interesse dos investidores.

Há uma maior transparência e parceria com os investidores, além de aprofundado conhecimento dos gestores e crescente especialização dos fundos, que estão mais focados, menores e tematizados.

A conversão da Medida Provisória 281 pelo Congresso Nacional na Lei 11.312/06 trouxe grandes benefícios ao setor ao reduzir para zero o Imposto de Renda para os ganhos de investidores não-residentes no país em aplicações em fundos locais regulados de VC/PE. Teve como condão, também, estabelecer o regime tributário próprio para estes fundos, determinando uma alíquota de 15% para os investidores residentes.

A indústria de VC/PE tem ajudado a desenvolver padrões de governança para companhias não listadas em bolsa e a comprovar a idéia de que boa governança corporativa, além de trazer mais transparência e proteção para acionistas minoritários, aumenta o valor da sociedade, facilita seu acesso ao capital, e contribui para a sua perenidade.

O venture capital e private equity vêm viabilizando a abertura de capital de várias companhias. Foram várias as aberturas de capital de sucesso, permitindo boas saídas e excelente retorno para os investidores em VC/PE, além de contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais.

2.5.1 Desafios da Indústria Brasileira de PE/ VC

Entre os desafios da indústria para os próximos anos podemos antever:

- a) Oferta contínua e estruturada de profissionais qualificados;
- b) Marco regulatório relativo a responsabilidade dos investidores e a descaracterização da personalidade jurídica das empresas investidas; e
- c) Consolidação de negócios no início da cadeia de valor dos investimentos de PE/VC com expansão de redes de investidores-anjo e veículos de (*Seed Capital*) e *Venture Capital – Early Stage*.

2.6 Startups: Vantagens Competitivas

Quando uma empresa tem uma rentabilidade sustentável acima da média da indústria, podemos dizer que ela tem uma vantagem competitiva sobre os concorrentes.

No fim das contas, é exatamente isso que qualquer empreendedor busca. Um *secret sauce*, ou em bom português, uma fórmula secreta para se diferenciar dos concorrentes.

Saber quais são as vantagens competitivas da sua startup é fundamental, apresentar isso para um investidor também é um requisito, e se realmente forem diferenciais, somam muitos pontos a seu favor. Infelizmente a realidade é que a maioria dos empreendedores ainda apresentam os diferenciais que não são diferenciais. O que são consideradas vantagens competitivas?

Existem três formas básicas de se diferenciar:

Custo: Ter liderança em custos significa entregar exatamente o mesmo produto/serviço a um custo inferior aos concorrentes. Apesar de ser um diferencial, a diferenciação (abaixo) não pode ser esquecida, pois uma briga entre concorrentes puramente em busca de custos mais baixos pode quebrar uma empresa ou até todo um setor.

Diferenciação: Oferecer um valor superior em serviços ou produtos do que os concorrentes e que esse não seja somente custo. Como diferenciação custa dinheiro, é natural que seja cobrado mais em busca de maiores margens e lucros.

Foco: Quando a empresa destina-se exclusivamente a atender um determinado segmento ou grupo de segmentos. Funciona bem quando grandes empresas não tem tempo ou interesse em dar uma melhor atendimento a este segmento.

Quando uma empresa não consegue desenvolver diferenciais, ela é facilmente replicada e pode rapidamente perder espaço no mercado. Para isso não acontecer, é necessário unir habilidades e recursos superiores aos concorrentes, que conseqüentemente se transformará em valor.

Os recursos são ativos da empresa utilizados para criar uma vantagem em custos ou diferenciais. Especificamente aqueles que dificilmente outras empresas conseguiriam criar, podemos citar:

- Patentes
- Conhecimento
- Base de clientes
- Reputação
- Marca

Quando a empresa utiliza esses recursos de forma efetiva, chamamos isso de habilidades.

É fundamental que a sua startup defina qual é a estratégia competitiva ela busca. Cada um desses segmentos, tem consequências bastante diferentes. Muitas startups utilizam a estratégia, “deixa a vida me levar” e é muito comum que empresas fiquem empacadas no meio de todas as estratégias, se você estiver nessa situação, saiba sair rápido, pois esse é um destino certo para o insucesso.

2.7 Análise SWOT do PE/ VC no Brasil

Para apoiar o desenvolvimento de algumas das tendências acima citadas acerca da captação de recursos da indústria de PE/VC no Brasil, pode-se realizar uma análise do tipo *SWOT*². Esta ferramenta demonstra o ambiente interno da indústria Brasileira de PE/VC e (forças e fraquezas) e o ambiente externo a ela (oportunidades e ameaças), conforme mostra a tabela 2:

Tabela 2 – Análise SWOT do PE/ VC no Brasil

Aspectos positivos	Aspectos negativos
Suporte governamental às PMEs Aumento do número de empresa listadas na Bolsa de Valores Desenvolvimento de ambiente propício à atividade de VC Bônus demográfico	Alta percepção da corrupção Lento e pesado processo de registro de patentes e propriedade intelectual Alta tributação
Legislação favorável de PE/VC Regulamento conveniente a investidores institucionais Forte empreendedorismo	Corrupção no setor público com Poucas sanções contra os envolvidos

Fonte: adaptado de The Global Venture Capital and PE/VC Country Attractiveness Index, 2010. Editado pelo GVcepe.

2.8 A questão das taxas de juros no Brasil

As taxas de juros praticadas no Brasil são as mais altas do mundo já há muitos anos e, atualmente, estão no patamar de 19,75% a.a. (maio/05). Se considerarmos que os capitalistas de risco buscam, em geral, um retorno para seu investimento que pode ser de 25% a 40% ao ano (Infometrics, 2000) ou de dez vezes o capital investido em um prazo menor do que sete anos (Kenney, 2000), fica claro que o prêmio ao risco, ou seja, a diferença (*spread*) entre uma aplicação segura em renda fixa e uma em um fundo de *venture capital* é muito pequena, desestimulando a aplicação neste último. Se tomarmos um rendimento médio de 30% para um fundo de VC, obtido a partir de investimentos com rendimentos variando desde a perda total até a multiplicação de várias vezes o capital aplicado, teríamos um *spread* atual de 10,25 pp, o que, para os padrões brasileiros, não é um incentivo ao investimento de risco. Essa é uma questão estrutural do mercado brasileiro que só poderá ser resolvida através da queda paulatina da taxa de juros, algo que não se vislumbra em um horizonte de curto prazo.

Portanto, uma boa gestão de recursos em capital de risco no Brasil deve partir da constatação de que existe um fortíssimo concorrente na captação de recursos e na busca de rentabilidade que é constituído pela taxa Selic.

2.9 Empreendedorismo

Todo empreendimento com idéias inovadoras deve ser explorado de forma comercial, para potencializar seu crescimento. Novas empresas, quando comparadas aos empreendimentos antigos, têm pretensões de rentabilidade superior, apresentam estrutura maleável, são mais adaptáveis para as transformações econômicas e para as necessidades e preocupações dos sócios, funcionários, investidores e demais credores.

Em cada etapa - fundação, iniciação de projetos, ampliação de estrutura física e financeira, pesquisa e desenvolvimento - a empresa apresenta necessidades distintas de capital. A ampliação de negócios com inovação tecnológica é possível a partir das atividades com *Capital Empreendedor*. Nestas ocasiões os investidores, na figura de fundos de investimentos de *Private Equity*, *Venture Capital* ou *Angels*, ou de bancos financiadores, desempenham a função com sucesso.

A maioria das empresas nasce de micro e pequeno porte, mas o sucesso comercial conduz à expansão natural, transformando-as em empresas de médio e grande porte. Ribeiro e Badin (2001) afirmam que o período de existência, pelo menos das pequenas empresas, é muito curto, pois a maioria não consegue alcançar um ano de vida. Muitos empresários atribuem o encerramento da atividade empresarial à escassez de uma política de incentivos e a falta de recursos financeiros para investimentos. Contudo, a competitividade é mais cruel e a falta de investimentos em tecnologias, os altos custos de produção e carência de experiência gerencial e de mão-de-obra qualificada são fatores considerados como responsáveis pela mortalidade de pequenas e médias empresas.

Conforme Ribeiro e Badin (2001), enquanto as grandes empresas têm acesso ao mercado de capitais para poder crescer, as pequenas têm muitas dificuldades para obter recursos financeiros, especialmente no Brasil, onde a negociação em bolsa de valores está restrita principalmente às grandes empresas. A possibilidade de captar empréstimo em bancos tradicionais com baixa taxa de juros e ausência de altas garantias é rara. Ainda que consigam recursos financeiros em instituições bancárias, as empresas sujeitam-se a pagar elevados juros que corroem a margem de lucro.

Na maioria dos empreendimentos investidos por *Venture Capital* o poder acionário continua com o sócio fundador e embora não mantenham o controle das decisões nas empresas, os investidores exercem uma atuação direta e contínua junto aos empreendedores que conduzem suas empresas ao crescimento. No caso de investimento do tipo *Private Equity*, a intenção dos investidores é ter a maioria das ações e exercer o controle acionário.

A obtenção de recursos financeiros através do *Capital Empreendedor* envolve um processo de seleção natural, no qual apenas os melhores e mais fortes sobrevivem. O empreendedor deve estar atento às falhas do plano de negócio, pois alguns não especificam as bases técnicas e reais ou o montante de capital verdadeiramente necessário, assim como detalham pouco o que se pretende com o investimento. Após as primeiras fases do processo seletivo, o desafio do empreendedor é entrar em acordo com os investidores quanto ao valor da empresa, uma vez que é o investidor que determina a extensão do investimento de recursos financeiros e o percentual da participação acionária.

2.10 Relacionamento entre gestores do *Venture Capital* e investidores empreendedores

Considerando a natureza da transação, os gestores de VC ultrapassam as barreiras dos investimentos tradicionais, adicionam valor agregado às empresas do *portfolio*, por serem detentores de uma parcela destas. Na etapa de operações de VC, após ter passado pelos processos de captação das idéias, prospecção, seleção, análise e investimento do plano de negócio, o investidor acompanha as empresas de seu *portfolio*, às vezes interferindo nos negócios (PAVANI, 2003).

Segundo Arthurs e Busenitz (2003), a teoria da agência emergiu como a teoria dominante na explicação do relacionamento entre os *venture capitalists* e o empreendedor. Este relacionamento se inicia no momento em que o empreendedor procura o *venture capitalist* para o financiamento de um novo empreendimento e, para a teoria da agência, pode aparecer entre ambos um problema de agenciamento como resultado de objetivos e interesses diferentes e preferências distintas por riscos potenciais. Ao não haver alinhamento entre os dois atores ocorrerá o surgimento de um comportamento maximizador da função utilidade individual com o empreendedor adotando um comportamento oportunista, por exemplo, tentando exagerar os méritos e a viabilidade do empreendimento (LEVY e LAZAROVICH-PORAT, *apud* ARTHURS e BUSENITZ, 2003), com o objetivo de obtenção de termos de financiamento mais favoráveis ou uma alegação de maiores conhecimentos sobre a tecnologia envolvida no empreendimento do que na verdade possui.

Para Arthurs e Busenitz (2003), a teoria da agência salienta que é importante para o detentor do capital a criação de mecanismos de monitoramento do agente (empreendedor) para se excluir ou mesmo evitar qualquer problema de agenciamento, monitoramento este aliado ao oferecimento de incentivos ao agente para que se evite o comportamento maximizador da função utilidade individual em lugar da maximização da função utilidade econômica do empreendimento, o que poderá levar o agente a agir apenas em nome de seus interesses particulares.

De acordo com Kenny (2000), os gestores de *venture capital* monitoram ativamente o progresso da empresa, além de dar assistência no âmbito gerencial, que implica no aconselhamento das decisões estratégicas mais importantes, recrutamento de pessoas-chave, prover serviços legais, bancários e outros. Também

se cria uma percepção positiva no investimento de pequenas empresas, convencendo assim, clientes e fornecedores na viabilidade e confiabilidade de empresas *start-ups*.

Para Pavani (2003), o acompanhamento no negócio se materializa em ações, que podem ser, por exemplo:

- Indicação de diretores, em geral do diretor financeiro e do diretor presidente;
- Indicação de profissionais da gerência média;
- Indicação de empresas prestadoras de serviços, como empresas de contabilidade, de auditoria, de consultoria em recursos humanos e gestão;
- Participação no conselho de administração com conselheiro ou observador;
- Aprovação em orçamentos;
- Participação no planejamento estratégico;
- Aprovação de mudanças estratégicas;
- Aprovação de parcerias.

As atividades dos gestores no auxílio a carteira de *portfolio* obedecem algumas variáveis, que segundo Fried, *et al.* (1998) elas englobam a qualidade da representação interna da empresa, tamanho da diretoria e porcentagem de ações das empresas investidas, justificadas também pelas pesquisas de Barney *et al.* (1996) e Hellman e Puri (2001) ao obterem indícios de que a estrutura organizacional da empresa também interfere no grau de relacionamento. Além disso, Barney, *et al.* (1996) comprovaram que o grau de inovação das empresas *start-up* delinea o grau de assistência operacional administrativa, já que em estas faltam competências e habilidades necessárias na esfera do marketing, na escolha dos fornecedores, na captação de clientes e nas decisões gerenciais. Sendo assim, a atuação de *Venture Capital* é marcante em empresas que são tecnologicamente orientadas, envolve uma complexidade alta e incertezas.

Esta característica de acompanhamento e interferência no negócio é apontada como a que aumenta a probabilidade de sucesso de um empreendimento que recebeu capital empreendedor, comparado a outros que não receberam (PAVANI, 2003). Trabalhos de Zahra e Pearce (1989) e Baysinger, Kosnik e Turk (1991) relacionam a interferência como um impacto positivo no desempenho da firma (BARNEY, *et al.*, 1996). Entretanto, para Barney *et al.* (1996) em sua pesquisa,

sob o aporte teórico de Macmillan, *et al.* (1989), concluíram que há relação fraca entre a interferência dos gestores de *Venture Capital* e o desempenho estratégico e operacional das empresas.

Na mesma linha de pensamento, Fried, *et al.* (1998), com influência de Sapienza e Gupta (1994), não verificaram uma relação entre essas duas variáveis. Uma crítica a pesquisa de Barney, *et al.* (1996) é que o desempenho é mensurado envolvendo somente o faturamento presente, levando os autores a suspeitarem de que a relação entre os atores é um importante antecedente no desempenho futuro das empresas. O desempenho das empresas de acordo com Fried, *et al.* (1998) é de caráter subjetivo, salientando a relatividade comparativa com outras empresas do mesmo setor. Fazem-se necessários mais estudos sobre a relação entre o desempenho e a interferência do gestor em empresas no intuito de elucidar este fenômeno social e organizacional.

Deakins, *et al.* (2000) concluíram que diretores externos designados por *venture capitalists* a atuarem junto às pequenas empresas por eles financiadas de fato agregam valor ao crescimento do empreendimento. Esses diretores atuam mais do que simplesmente exercendo funções de monitoramento, sua função principal nas pequenas empresas empreendedoras em crescimento seria a de um conselheiro: "... guiando e aconselhando o empreendedor em importantes decisões estratégicas e tendo um importante papel no processo de planejamento estratégico da empresa" (DEAKINS, *et al.* p.125). Para Kaplan e Strömberg (2001), o monitoramento e aconselhamento pós-investimento são uma forma de se reduzir conflitos de agenciamento entre o principal (*venture capitalist*) e o agente (empreendedor).

Um outro aspecto importante no relacionamento desses atores é a presença de conflitos. Gorman (1989), enfatiza que os investidores e os empreendedores não encaram o relacionamento como parceria, principalmente quando há indícios de fracasso causando divergência entre os interesses de ambas as partes. O empreendedor tenta salvar a empresa, para manter o sonho da criação de seu negócio vivo. Por outro lado, a empresa de *Venture Capital* tende a preservar o valor do investimento do capital e a maximização do retorno.

Hellman e Puri (2000) encontraram indícios de conflitos entre os investidores e os empreendedores, principalmente quando há necessidade de troca do

presidente da empresa financiada. O sentimento de posse do empreendedor é forte mesmo sabendo que sua capacidade gerencial fica aquém do esperado.

O empreendedor nem sempre consegue fazer a transição de fundador da empresa para a de seu administrador. Hellmann e Puri (2002) salientam que, enquanto os fundadores são adequados para as fases iniciais do empreendimento, eles nem sempre conseguem se transformar em seus gestores e que é interessante se trazer de fora da empresa um “*outsider*” para ocupar a posição de presidência (CEO), na medida em que a empresa cresce. Para estes autores isto acarreta uma significativa elevação do grau de profissionalização da empresa, porém essa etapa de transição não é feita de forma simples podendo haver sérias divergências entre os atores na escolha do novo presidente ou gestor. Há que se lidar com os conflitos de interesses contrários do empreendedor e os dos *venture capitalists*, pois os empreendedores desejam maximizar seus benefícios próprios, que podem incluir outros além da pura lucratividade da empresa, e os *venture capitalists* estão mais interessados na maximização do valor de sua participação (acionária ou não) na empresa.

Hellmann (1998) *apud* Hellmann e Puri (2002) mostra que o problema de conflitos de agenciamento na escolha de um novo gestor pode ser resolvido por contratos eficientes entre as partes que dêem aos *venture capitalists* o poder de decisão na contratação de um presidente ou gestor externo (“*outside CEO*”).

2.11 Como Opera um Investidor de *Venture Capital* e o que Espera da Empresa Aportada

Inicialmente uma empresa de capital de risco recebe mais pedidos de financiamento do que ela poderia apoiar ou gostaria de apoiar. Por este motivo, é necessária uma seleção prévia ou inicial das propostas, separando-se as empresas que serão objeto de uma análise mais profunda posteriormente.

Alguns critérios rápidos e abrangentes são ordinariamente utilizados para uma seleção inicial, refletindo, em parte, a estratégia de investimento do investidor (SAGARI & GUIDOTTI, 1992). Após esta análise inicial, são submetidos a um processo de análise, em que todos os aspectos e detalhes do investimento proposto são cuidadosamente revistos. O resultado deste processo é a decisão final sobre o investimento, que costuma analisar o plano de negócios, além de aspectos mais

concretos, utilizando-se de profissionais com experiência no setor, além de um contador e de um advogado. Entre os aspectos analisados, estão: as qualidades do empresário e de sua equipe, incluindo comprometimento, vontade, honestidade, reputação e criatividade; as características do produto, incluindo preço, forma de distribuição, avaliação da vantagem competitiva; a tecnologia a ser empregada e sua vulnerabilidade; e o potencial do mercado (SAGARI & GUIDOTTI, 1992).

Depois de decidido o investimento, a etapa seguinte é a estruturação da operação. Nesta etapa são definidos os acordos entre a empresa investida e a empresa de capital de risco, nos quais são descritos os direitos e deveres de cada um, com o objetivo de conciliar suas diferentes necessidades, interesses e preocupações.

Vencidas estas etapas de análise, Schilitt (1997) indica que o capitalista de risco aporta à empresa, passa a auxiliar na gestão administrativa e financeira, na definição de estratégias e no recrutamento da equipe de administradores. Para Sagari e Guidotti (1992), este acompanhamento é necessário, porque, ao contrário do financiamento tradicional, a relação entre a empresa capitalista e a empresa investida é de sociedade, de forma que o sucesso do investimento está diretamente relacionado ao desempenho futuro geral da empresa, e não apenas à sua capacidade de gerar fluxos de caixa positivos para o pagamento de obrigações. O objetivo deste envolvimento é evitar perdas e maximizar ganhos para os investidores, mediante da antecipação de possíveis problemas.

Agregando experiência em gestão ao empreendimento recém-constituído, o capitalista de risco contribui para ampliar o potencial de sucesso do novo negócio. Porém a atividade empresarial sempre envolve risco e a busca de retorno correspondente ao grau de risco percebido pelo investidor. Um investidor espera que a empresa investida prospere e, com isto, consiga obter maior valor para o seu dinheiro investido, no momento em que for desinvestir o seu capital (SCHILITT, 1997).

O período médio de permanência dos investimentos em capital de risco varia de três a sete anos, onde o capitalista de risco espera realizar seus ganhos, seja pela oferta pública inicial de ações (*IPO*, na sigla em inglês), seja mediante a venda da empresa para uma concorrente.

Neste contexto, Schilitt (1997) indica que uma carteira típica de um capitalista de risco é composta de 10% a 20% de investimentos em empresas com grande

potencial de crescimento e sucesso, 30 a 40% de investimentos em empresas que podem ser medianamente bem-sucedidas e o restante em empresas que apresentam grande probabilidade de perda ou mesmo de total insucesso. Os empreendimentos de alto retorno devem contrabalançar os investimentos com maior probabilidade de insucesso.

2.12 Vantagens e Desvantagens do *Venture Capital*

A literatura encontrada sobre as *venture capital* possui foco dividido entre as vantagens obtidas pelo investidor e as obtidas pelo receptor cooperado que obtém o investimento da empresa de *venture capital*.

Sorenson e Toby (2001) indicam que as principais vantagens obtidas neste tipo de rede estão ligadas ao ganho de experiência pelo investido, ao monitorar seus investimentos e no desenvolvimento de competências em atividades como redação de contratos efetivos para minimizar problemas ligados à atividade desenvolvida pela empresa, entre outros. Gompers e Lerner (1998) indicam como grande vantagem a ser obtida pelos investidos o fato de que grande parte das empresas que buscam investimento possui características próprias intangíveis, fato que dificulta a visualização do real valor do negócio e a sua perspectiva de ganho. Porém possibilitam aos investidores a obtenção de maiores ganhos, devido a esta intangibilidade do negócio. Por estes motivos, muitas empresas buscam investimentos de *venture capital*, pois dificilmente conseguiriam obter financiamentos em instituições bancárias tradicionais, devido a estas características dos seus negócios. Para o investidor um ponto relevante para a decisão de investir neste tipo de empresas seria a possibilidade de diversificação da carteira de investimentos, além do ganho em diluição do risco assumido.

Como desvantagens, a principal para o investidor seria a empresa não rentabilizar conforme o esperado ou, em caso extremo, decretar falência, comprometendo o investimento realizado. Este ponto pode ser evitado com análises minuciosas no momento da seleção do investimento e um acompanhamento de perto das ações dos gestores da empresa investida. Outra desvantagem seriam os possíveis prejuízos por análises mal realizadas ou riscos mensurados de forma inadequada. Por fim, o alto custo para se lançar ações é um empecilho para se desinvestir no contexto do capital de risco.

Autores como Gompers e Lerner (2001), também apontam vantagens – além do aporte de capital – possivelmente obtidas por empresas que recebem investimentos de empresas de *venture capital*, quais sejam: investimento em estratégia, pesquisa, ou projetos que tenham alto retorno pessoal, mas baixa expectativa de retorno financeiro para os acionistas. Pandey *et al.* (2003) busca conectar as vantagens das empresas aportadas por recursos financeiros em relação às obtidas pelos respectivos empreendedores. Estas vantagens podem estar relacionadas ao desejo de o empreendedor ser responsável pelo seu próprio futuro. As decisões relevantes para a empresa devem ser compartilhadas com investidor, de forma que a gestão é independente até certo ponto, onde a velocidade das decisões acaba por ficar um tanto limitada.

Tabela 3: Vantagens e Desvantagens do Capital de Risco

	Vantagens	Desvantagens	Autores
Investidor	<ul style="list-style-type: none"> - maiores ganhos devido a esta intangibilidade do negócio - possibilidade de diversificação da carteira de investimentos - diluição do risco 	<ul style="list-style-type: none"> - difícil visualização do real valor do negócio e a sua perspectiva de ganho - possíveis prejuízos por análises mal realizadas ou riscos mensurados inadequadamente - alto custo para se lançar ações (opção de desinvestimento) 	Gompers e Lerner (1998) Sorenson e Toby (2001)
Investido	<ul style="list-style-type: none"> - ganho de experiência ao monitorar seus investimentos - desenvolvimento de competências em atividades como redação de contratos - difícil visualização do real valor do negócio por parte do investidor e a sua perspectiva de ganho - investimento em estratégia, pesquisa ou projetos específicos - ser responsável pelo seu próprio futuro 	<ul style="list-style-type: none"> - custo do capital maior, no caso do negócio ser rentável, do que se tivesse obtido financiamento bancário - decisões relevantes para a empresa devem ser compartilhadas com investidor (velocidade das decisões fica limitada) 	Gompers e Lerner (1998) Pandey <i>et al.</i> (2003) Sorenson e Toby (2001)

Fonte: elaborado pelos autores.

Os financiamentos bancários são destinados a necessidades de curto e médio prazo, normalmente ciclo comercial. O *Capital Empreendedor* vem atender as

necessidades de investimento, com recursos estáveis, duráveis a ajustados no tamanho do projeto daquele determinado empreendimento, além do que o descaixe financeiro ocorrem através de desinvestimentos (saída) que podem variar de três a vinte anos. Trata-se de uma modalidade de contrato de “casamento diferente”, com data certa para começar e terminar. Os sócios (empreendedor e investidor) não precisam conviver eternamente (SANTOS, 2005).

Por mais que haja uma concorrência com o setor bancário, ao comparar a captação de recurso financeiro da indústria de *Capital Empreendedor*, esta tem muitas vantagens significantes. Enquanto os investidores alocam recursos financeiros e apoio de gestão, com o desinvestimento apenas se houver lucro a médio e longo prazo, os bancos exigem as garantias e capacidade de pagamento durante o prazo contratado (normalmente curto e médio), sem nenhuma outra ajuda. Aliás, os bancos muitas vezes não avaliam se o empreendimento apresenta altos lucros potenciais, apenas requisitam que a empresa pague as prestações, ainda que o negócio tenha prejuízo ou perca o bem dado em garantia.

Os *Angels* têm efetuado benefícios significantes as empresas nascentes (*seed, start-up*) que ainda não foram descobertas ainda por investidores maiores. Sem os investimentos e apoio de gestão dos *Angels*, muitos negócios poderiam ou podem deixar de atingir um patamar necessário ao desenvolvimento e atingir o estágio esperado para outros investidores, ou seja, a presença dos *Angels* incentiva o crescimento dos negócios em fases iniciantes e importantes ao histórico dos empreendimentos.

Os investidores do *Capital Empreendedor*, a partir época da tomada de decisão do investimento, exigem qualidades da empresa e do empreendedor. O processo de auto-seleção dos negócios requer: transparência, honestidade, profissionalismo, rentabilidade acima da média, organização e controle. Além disto, em todas as fases, há o suporte financeiro e de gestão administrativa.

Há diversas outras vantagens A urgência do aporte de capitais é um ponto negativo do *Capital Empreendedor*, uma vez sendo um tipo de ajuda de capital que é solicitado com urgência, é importante que o avaliador da proposta e projeto, seja aquele que decidirá sobre a aprovação do investimento, sendo que isto nem sempre é possível, principalmente quando se trata de organizações maiores, que normalmente têm rotinas e vários níveis de analistas, além de várias pessoas e investidores que opinam até chegar no tomador de decisões.

O mesmo autor explica que a cultura e as experiências com *Capital Empreendedor* nos países em desenvolvimento não são grandes. Assim, é oportuno todo trabalho que empenhe a constituição e a melhoria desta indústria. Estudos da *Internacional Finance Corporation* (IFC) apontaram as seguintes dificuldades:

- a) falta de uma tradição empresarial; ou seja, quando existe, esta é a origem familiar, caracterizada por profunda desconfiança em relação aos investimentos externos;
- b) carência de oportunidades atraentes aos investimentos, em decorrência da existência de poucos centros de inovação tecnológica;
- c) escassez de formas de desinvestimento, dado ao pequeno mercado de capitais, principalmente especializado no comércio de papéis de pequenas empresas que apresentem grande potencial de crescimento;
- d) mentalidade de investidores avessa ao risco em decorrência de tratamentos fiscais desfavoráveis, referente a rendimentos de investimentos acionários;
- e) altos custos dos fundos de investimento contra os atraentes rendimentos financeiros das demais opções do mercado, que oferece baixo risco, muitas vezes com garantia;
- f) falta de credibilidade das demonstrações financeiras das pequenas empresas, devido à baixa padronização contabilidade e pouca utilização de auditoria;
- g) pequeno costume na divulgação das demonstrações contábeis e demais informações, como o balanço social;
- h) pequena quantidade de investidores de *Capital Empreendedor*; e
- i) pouca aceitação cultural ou social para participação dos funcionários nos lucros.

A principiante experiência na atividade de *Capital Empreendedor* no Brasil provém, da existência de um ambiente macroeconômico desfavorável, caracterizado, dentre outros fatores, pela instabilidade e pelas elevadas remunerações financeiras sem risco. Para haver o desenvolvimento da atividade de *Capital Empreendedor* há poucas perspectivas concretas e positivas na economia, que demanda uma forma efetiva mudanças no ambiente macroeconômico como: maior estabilidade econômica a longo prazo; redução das taxas de juros; amplo e rápido desenvolvimento do mercado de capitais com acessos para as pequenas empresas; implementação de mecanismos fiscais e regulatórios que incentivem a atividade.

2.13 Fatores essenciais para Empresas Inovadoras

2.13.1 Fator educacional

Segundo Izique (2004), há uma relação direta entre o nível educacional de um local e sua capacidade inovativa, quanto maior o nível educacional das pessoas de uma região maior é o potencial inovativo daquele lugar. Isto ocorre principalmente nas universidades, onde realizam-se pesquisas científicas, as quais serão transformadas em patentes e servirão de base para as empresas gerarem produtos inovadores.

Nos últimos anos o Brasil tem evoluído muito na área de pesquisas, o número de publicações científicas, assim com sua qualidade, cresceu consideravelmente. Estudos recentes colocam o Brasil entre as maiores nações nesse setor, além de indicarem a presença de universidades brasileiras entre as quinhentas melhores do mundo.

Apesar da evolução na quantidade das publicações científicas brasileira, o sistema educacional brasileiro requer uma reforma. Conforme o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA, 2011), mostra que não houve mudanças na qualidade do ensino, e muitos acreditam que a educação piorou.

Percebeu-se que o crescimento do número de patentes não ocorre na mesma escala. De acordo com Schumpeter (1984, p. 118) “a patente é um importante mecanismo de proteção aos investimentos de longo prazo”, e Albuquerque (1998, p. 3) “a informação é uma mercadoria intangível que deve ser protegida pelas patentes”.

2.13.2 Política econômica

Algumas condições macroeconômicas são de grande importância para o sucesso dos empreendedores em uma nação. Um empreendimento depende de estabilidade econômica, inflação controlada, baixas taxas de juros e carga tributária favorável.

As nações desenvolvidas apresentam-se estáveis, com taxas de inflação sob controle, oscilando em torno de 4% ao ano.

A inflação brasileira foi “combatida” através do mecanismo que tem como principal fator a taxa de juros. Se considerarmos que o Brasil está “a um passo” de ser considerado *investment grade*, a manutenção de juros reais elevados torna os títulos brasileiros atraentes. Isso desmotiva os empreendimentos, uma vez que os investidores têm acesso a uma remuneração elevada com um baixo risco. Os investidores só terão estímulos empreendedores, quando a remuneração obtida com estes títulos seguros não for satisfatória, fazendo com que ele assuma riscos maiores com empreendimentos em busca de lucros elevados.

Além da questão dos juros, estabilidade econômica e inflação, os investidores observam a tendência de crescimento do país antes de realizarem o investimento.

2.13.3 Questão jurídica

O funcionamento inadequado do judiciário é prejudicial para a criação das empresas, realização de investimentos P&D. Segundo Pinheiro (2003), quatro dos canais pelos quais a ineficiência do judiciário impacta o desempenho econômico são o progresso tecnológico, a eficiência das firmas, o investimento e a qualidade da política econômica.

A incerteza jurídica ao afetar as patentes, influencia negativamente o progresso técnico e a geração dos produtos inovadores, uma vez que ataca a garantia à propriedade intelectual, base para a criação de produtos inovadores.

A questão contratual afeta diretamente os investimentos, principalmente os investimentos de longo prazo. Outro entrave para os investidores empreendedores é o tempo médio gasto para se abrir uma empresa no Brasil.

2.13.4 Fator cultural

A cultura empreendedora no Brasil é pouco disseminada. No Brasil, o número de empreendedores por oportunidade é semelhante ao de empreendedores por necessidade (sobrevivência).

Analistas do *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM) apontam uma série de fatores considerados essenciais para os empreendimentos, o que pode explicar a falta de estímulos a empreendimentos no Brasil.

2.14 Análise sistêmica da Inovação e seu funcionamento no Brasil

Segundo a teoria de Nelson e Winter (1982) percebia o lucro como motivador da própria atividade inovativa, justificando-a como endógena, mas ainda assim considerava as empresas como iguais, inclusive quanto ao estoque inicial de capital.

Portanto, além da análise sistêmica sobre a inovação, propõe-se o estudo combinado com a sistematização da realidade financeira a que tanto setor privado como público estão expostos (O'SULLIVAN, 2005).

A inovação, segundo Oliva, Sobral e Santos (2005), é caracterizada pela atividade de modificação de um elemento já criado em um elemento comercialmente útil, que venha ser aceito em um sistema social (a invenção se transforma em inovação se tiver sucesso comercial). Uma inovação pode ser um produto original ou um processo moderno, derivado do uso de matérias primas originais ou uma nova forma de organização. Empresas pequenas são mais capazes de se inserir em novos mercados do que as maiores, pois têm que adequar os custos a margens inferiores, além de seus processos de pesquisa e alocação de recursos possibilitarem mais criatividade.

Segundo Oliva, Sobral e Santos (2005), para conseguir sucesso no mercado global, as empresas necessitam desenvolver produtos inovadores e reagir com agilidade às necessidades dos consumidores. Organizações burocráticas no mercado competitivo são inaceitáveis com a natureza mutante dos negócios atuais. A diferença entre renovar ou melhorar um produto ou serviço existente, além de introduzir algo efetivamente novo no mercado é um dos debates na literatura sobre inovação. A inovação incremental explora o potencial dos padrões existentes e freqüentemente enfatiza a dominância das empresas estabelecidas. A inovação radical geralmente abre novos mercados e aplicações potenciais, habitualmente gera dificuldades às empresas já estabelecidas e pode ser a base do sucesso para as empresas emergentes.

2.15 Crescimento econômico, desenvolvimento e sistemas de inovação

A partir dos saltos de produtividade que decorrem de inovações e dos argumentos de Myrdal (1960) sobre o princípio da causação circular acumulativa, pelo qual se constata que os crescimentos da produtividade do trabalho mantêm

relação direta e circular com aumento da competitividade, resultando em crescimentos do produto como resultado econômico final em uma região, faz-se crer que iniciado o processo de inovação haveria tendência a maiores taxas de crescimento econômico.

A análise do desenvolvimento econômico adquire novo componente não econômico e que será insuficientemente incorporado pela abordagem microeconômica ou mesmo pela visão dos efeitos da inovação nos setores da economia conjunto (SBICCA & PELAEZ, 2006).

2.16 *Venture capital* para as medidas e pequenas empresas de alta tecnologia

É consensual o fato de que o desenvolvimento tecnológico, que estrutura o processo de inovação, deva ser institucionalmente promovido, pois só acontece a partir de atitude de vários agentes em torno do mesmo objetivo. Emrich (2005) diz que a inovação implica a conjugação de esforços de todos os chamados agentes de inovação. Destaca-se a palavra esforços, pela qual reafirma-se que na análise sistêmica é ainda mais relevante a iniciativa do planejamento das ações de cada agente inovativo e da interação entre eles para que um país ou região tenha sucesso na sustentação das forças que movem o capitalismo e permitem melhores condições. Porém, as ações destes agentes não adquirem forma rígida ou predeterminada e as discussões econômicas atuais apontam para as falhas na replicação de um modelo único de desenvolvimento.

Emrich (2005) destaca que a inovação, como força central no estabelecimento da competitividade das empresas, remete a sucesso ante as relações privadas capitalistas, exceto na ótica das organizações sociais sem fins lucrativos que apesar da atual expansão não são a fonte da reprodução do sistema. Se assim o for, empresas são peças chave do processo e suas atitudes tornam-se importante tema de análise. De acordo com as concepções teóricas apresentadas, é de grande interesse a discussão sobre estrutura de financiamento que viabiliza o surgimento das inovações, as novas combinações limitadas pelo “novo” poder de compra e, ao assumir que a concentração da capacidade de inovar em poucas grandes empresas não gera isoladamente a dinâmica inovativa, nem é suficiente para entendê-la, aponta-se a importância das tendências atuais de aproximação entre o ‘empresário’ e o ‘capitalista’ como definidos por Schumpeter.

Para Emrich (2005, p. 1048) “sem o constante surgimento de novas empresas de orientação inovativa, o sistema econômico vê-se privado do dinamismo tecnológico necessário ao processo de desenvolvimento”. Novas empresas de orientação inovativa remete a grupo bastante específico de empresas que dependem do conhecimento acumulado para produzir o que caracteriza as empresas de base tecnológica, aquelas com a necessidade de “conhecimento acumulado sobre tecnologia, processo, produto ou mercado, cujo resultado é a possibilidade de um rápido crescimento do seu faturamento”. (COSTA, 2005, p. 989).

2.17 Restrições do *venture capital* como fonte de financiamento

Embora o setor tenha crescido e os gestores estejam se adaptando ao ambiente de negócio vivido no Brasil, é importante lembrar que o país tem um ambiente hostil ao desenvolvimento do setor privado. Em estudo realizado por Porter *et al* (*apud* Neto, 2007), foram identificados as nove principais restrições à realização de negócios no Brasil. Seguem, em ordem de importância: dificuldade de acesso ao financiamento empresarial; corrupção; leis e os procedimentos fiscais ineficientes; burocracia; excessiva carga tributária; infra-estrutura inadequada; crime; instabilidade das políticas públicas; e, restrições impostas pelas leis trabalhistas.

O primeiro grande empecilho para o crescimento da economia brasileira, já percebido desde a reestruturação do Sistema Financeiro em 1964, foi e permanece, apesar do Plano Real, na incapacidade do Estado em manter uma estabilidade macroeconômica (SAGARI, 1992). Esta instabilidade acaba por elevar fortemente a taxa de juros, aumentando a remuneração das aplicações em títulos de renda fixa e, conseqüentemente, reduzindo os investimentos de risco.

Um segundo fator, também abordado neste trabalho, é a reduzida participação do mercado de capitais na economia brasileira; baixa liquidez do mercado ou falta de mecanismos de saída. No mercado brasileiro, com mais de 70 mil investidores registrados na Bolsa de Valores de São Paulo em 2011, o investidor fica muito limitado para resgatar o seu investimento.

Outro problema está na base jurídica, influenciada pelo Direito Romano, que dá todos os poderes aos códigos e leis e pouca importância aos contratos – exatamente o contrário do que acontece no mundo anglo-saxão (CABRAL, 2001).

Há uma certa facilidade da Justiça cancelar uma cláusula do contrato, prejudicando a credibilidade do investimento de risco.

É importante ressaltar que a dificuldade de acesso ao financiamento empresarial, principal restrição encontrada no estudo, é exatamente o foco de atuação da indústria de capital de risco.

Com base no conhecimento apresentado sobre a indústria de capital de risco e o seu funcionamento no Brasil e no estudo de caso de sucesso apresentado, foram elaboradas duas propostas para o estímulo dessa atividade e por consequência do crescimento econômico.

No mais, o cenário nesse campo ainda é marcado por: investidores com razoável soma de recursos comprometidos, mas em grande parte não investidos; baixo índice de investimentos de capital de risco, sobretudo, em empresas nos estágios iniciais (*seeds* ou *start-ups*); falta de canais de acesso entre empreendedores e investidores; insuficiente disseminação da cultura de capital de risco; pequena participação dos fundos de pensão em fundos de capital de risco; e fluxo de criação de empresas relativamente pequeno em comparação com as potencialidades do país em diversas áreas.

3. METODOLOGIA

A metodologia a ser utilizada será qualitativa/ quantitativa, estruturada através da realização de pesquisa bibliográfica e levantamento de dados quantitativos, além disso, será trabalho um estudo de caso de sucesso que foi investida pelos gestores do capital empreendedor. Por consequência farão parte do levantamento bibliográfico livros, acervos virtuais, artigos, teses, dissertações e monografias similares ao tema central.

O projeto será preliminarmente quantitativo e predominantemente qualitativo, já que em um primeiro momento obteremos as informações sobre o tema e, em seguida, aprofundaremos os conhecimentos referentes ao desenvolvimento da indústria de *Private Equity/Venture Capital* no Brasil.

No que se refere aos dados, serão utilizados dados secundários. Conforme Mattar (1999), os dados secundários são aqueles que já foram coletados, tabulados e analisados e que agora se encontram a disposição dos interessados, como, por

exemplo, os livros. Os dados secundários do projeto serão coletados em livros e em páginas da Internet citados nas referências bibliográficas deste projeto.

4. O SETOR DO VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY

Instrumento fundamental no desenvolvimento de mercados de capitais e economias emergentes, o *Venture Capital* e *Private Equity* tem se destacado de forma expressiva no Brasil. Trata-se de um tipo de investimento que envolve a participação em empresas com alto potencial de crescimento e rentabilidade, através da aquisição de ações ou de outros valores mobiliários (debênture conversíveis, bônus de subscrição, entre outros), com o objetivo de obter ganhos expressivos de capital a médio e longo prazo. Através do *VC/PE*, pequenas e médias empresas que pretendem transformar-se em grandes companhias, passam a dispor de oportunidades adequadas para financiar o seu crescimento, com apoio para a criação de estruturas adequadas de governança corporativa, foco no crescimento e lucratividade, bem como na sustentabilidade futura do negócio.

Ao contrário dos fundos de renda variável (ações) convencionais, os fundos de *venture capital* e *private equity* são normalmente estruturados através de “condomínios fechados”, ou seja, seus investidores subscrevem as quotas no início do fundo e não há possibilidade de resgate intermediário, pois os quotistas só recebem o capital na ocasião do desinvestimento/venda do fundo nas empresas da carteira, tipicamente de 5 a 10 anos após o início do fundo.

Enquanto o *venture capital* está relacionado a empreendimentos em fase inicial, o *private equity* está ligado a empresas mais maduras, em fase de reestruturação, consolidação e/ou expansão de seus negócios. A essência do investimento está em compartilhar os riscos do negócio, selando uma união de esforços entre gestores e investidores para agregar valor à empresa investida.

Os investimentos podem ser direcionados para qualquer setor que tenha perspectiva de grande crescimento e rentabilidade ao longo prazo, de acordo com o foco de investimentos definido pelos investidores ou fundos.

Venture Capital é a classificação que o capital de risco recebe. Para começar vamos entender capital de risco. Capital de risco é uma forma de investimento que

favorece um negócio através da compra de ações. As ações são compradas para que após a valorização dessas o comprador tenha lucros.

Nome capital de risco não usado apenas por se tratar do dinheiro que está em jogo, isso porque qualquer tipo de investimento tem, mesmo que uma poupança. O risco está em investir e apostar em empresas que especula-se ter grandes valorizações, entretanto não sabe-se quando haverá retorno. Normalmente, estas empresas estão iniciando, em fase de expansão ou até mesmo em mudança de direção. As Sociedades de Capital de Risco são entidades especializadas que realizam este tipo de investimento. Além de contribuir, essas sociedades são gestoras e conselheiras no assunto.

A atividade de Venture Capital surgiu nos Estados Unidos, chegou no Brasil em 1974 com a ajuda do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento) que criou três subsidiárias voltadas para esta atividade, que seriam fundidas em 1982, sob o nome BNDESPAR. Já em 1976, surgiu a primeira gestora privada a Brasilpar. O setor ficou estagnado por alguns anos. Entre 1981 e 1993 surgiram seis organizações, mas o grande ciclo deste setor, no Brasil, iniciou-se após a estabilização monetária, com forte expansão no período 1999-2001. O pico ocorreu em 2000, quando 13 organizações entraram no mercado.

Podemos visualizar na Tabela 04 os critérios para seleção de investimentos das Organizações de *Venture Capital*.

Tabela 04: Critérios para seleção de investimentos das Organizações de *Venture Capital*

Categorias	Critério de Seleção
Conceito	<ul style="list-style-type: none"> • Potencial de Crescimento • Crescimento do mercado • Aumento da participação no mercado • Redução significativa de custos • Inovação existente ou que possa ser trazida a mercado em até três anos • Vantagem competitiva • Necessidade de Capital
Gestão	<ul style="list-style-type: none"> • Integridade pessoal • Experiência anterior positiva • Habilidade para identificar riscos e mitigá-los • Vontade de trabalho

	<ul style="list-style-type: none">• Flexibilidade• Domínio no negócio• Liderança sob qualquer situação• Experiência de gestão
Retorno Financeiro	<ul style="list-style-type: none">• Expectativa de saída• Potencial para elevada taxa de retorno• Potencial para elevado retorno absoluto

Fonte: Ribeiro (2005)

O *venture capital* passa a ser possibilidade mais viável e adequada de financiamento das médias e pequenas empresas:

a) Substitui empréstimos bancários tradicionais, caracterizados por taxas de juros elevadas e prazos curtos; dispensa apresentação de garantias reais exigidas pelos bancos na contratação de financiamentos, geralmente inexistentes nos casos de empresas recém-criadas; e evitam saídas de caixa para pagamentos de juros, resgates e amortizações, que representam encargos onerosos para jovens empresas e dificultam bastante o reinvestimento do lucro (GORGULHO, 1997);

b) Nos casos das pequenas e médias empresas inovativas, não há a possibilidade de acesso ao mercado de capitais para financiar o seu processo de expansão. Além disso, os empreendedores geralmente necessitam de volume de recursos superior à sua capacidade de geração interna (SOLEDADE *et al*, 1996);

c) Possibilita o aproveitamento de projetos inovadores de empreendedores sem condições financeiras para concretizar o negócio (SANTOS *et al*, 1987; GUIMARÃES 1992), o que é comum nos casos de *spin-offs* universitários;

d) Propicia redução do risco das atividades inovativas pela diversificação, já que os investimentos são realizados numa carteira de empresas de alta tecnologia de tal forma que o possível fracasso de uma empresa seja mais do que compensado pelo sucesso de outras. O risco também pode ser reduzido pela seleção criteriosa de empresas (SANTOS *et al*, 1987; SOLEDADE *et al*, 1996).

Os processos fundamentais que originam o negócio do Capital de Risco ganham destaque na Figura 04.

Figura 04: Etapas de origem do Capital de Risco



Fonte: Adaptado de Pavani (2003)

Pavani (2003) relata que o ciclo do investimento de um gestor pode ser basicamente definido por: (a) Captação de recursos; (b) Originação e seleção de investimentos; (c) Análise e avaliação; (d) *Due Diligence*; (e) Negociação; (f) Aporte de capital (g) Monitoramento; (h) Saída.

a) Captação de recursos: Os gestores dos fundos saem em busca de investidores em todo o mundo, na maioria das vezes ainda sem destino específico para o dinheiro. Obviamente a credibilidade dos gestores é peça fundamental para a captação.

b) Originação e seleção de investimentos: Ocorre a seleção de empresas e projetos.

Além de trabalhar de forma ativa na procura por bons projetos, eles também recebem propostas de empresas e empreendedores buscando investimento. Porém, na grande maioria das vezes são escolhidas as propostas identificadas pelos próprios gestores ou por indicações. Afinal, as pessoas que indicam oportunidades

de investimento costumam ter uma reputação a ser preservada. Dificilmente indicariam um negócio se não confiassem no empreendedor. Nesta fase, as análises são ainda pouco profundas, sendo que as que forem selecionadas passarão por processo mais detalhado.

Para cada investimento realizado, gestores de *venture capital* chegam a avaliar uma centena de projetos e empresas, o histórico do empreendedor e das pessoas que compõem a administração da empresa, demonstrando a sua capacidade gerencial, o ramo de atividade, destacando e comparando o nível tecnológico do mercado com o da empresa, potencial de crescimento, projeções de venda e participação de mercado, principais produtos/serviços e vantagens competitivas destes, análise SWOT: pontos fortes e fracos, oportunidades e ameaças do negócio, demonstrativos financeiros e contábeis, as projeções financeiras realizadas pelos empreendedores, colocando-as à prova para verificar o entendimento que o empreendedor tem de seu próprio negócio.

c) *Análise e avaliação*: Como futuros sócios, os gestores vão esmiuçar o negócio no qual deverão investir seu dinheiro. Após analisar com cuidado o histórico da empresa, do próprio empreendedor e a integridade das informações prestadas no Plano de Negócio, o passo seguinte é avaliar o negócio sob a perspectiva de investidor. Para obter uma idéia clara do modelo de negócios e obter mais informações em relação às pessoas por trás do negócio, normalmente contatam clientes atuais e potenciais, fornecedores, especialistas no setor em que a empresa atua e até empreendedores que já fazem parte do portfólio do gestor para verificar a percepção de qualidade e de valor do produto/serviço. Baseado em Acordo de Confidencialidade, com dados obtidos na empresa e no próprio mercado, faz-se projeções do fluxo de caixa para um período de cinco a dez anos, estimando-se o valor presente da empresa, ajustado ao risco da operação. Para esta projeção, trabalha-se com diversos cenários, otimistas a pessimistas, analisando, entre outras variáveis, volume de vendas, participação de mercado, margens por produto, estrutura de custos e necessidade de investimento.

d) *Due Diligence*: Se o investimento fizer sentido e a empresa estiver de acordo, inicia-se um processo de avaliação extremamente cauteloso, geralmente executado por uma empresa de auditoria, à procura de possíveis problemas na

empresa, tais como passivos trabalhistas, ambientais, licenças e operações não contabilizadas. Este processo normalmente é executado antes mesmo das negociações de valor da empresa – chamado de *Valuation* – devido à extensa análise executada para tal e longa negociação entre o fundo e o empreendedor, de forma que se inverter-se o processo, o *Valuation* muitas vezes teria que ser refeito.

e) Negociação e estruturação do investimento: Essa etapa determina o valor atribuído à empresa e qual o valor do investimento a ser feito (mais sobre isto na seção *Valuation* de Ativos Intangíveis). Nas empresas nascentes é mais comum que os fundos fiquem com participação minoritária – devido ao empreendedor deter o conhecimento da tecnologia na qual o negócio está fundamentado. Já nas empresas em desenvolvimento, onde há necessidade de reestruturação ou mudanças de gestão, o fundo vai querer o controle ou pelo menos o poder de veto sobre decisões estratégicas. Nos estágios mais avançados de negociação ocorre o detalhamento da estrutura financeira e legal: constitui-se o acordo de acionistas e elabora-se a política de governança corporativa para que o fundo possa participar do desenvolvimento do projeto.

Dentre as cláusulas que definem os direitos, responsabilidades e deveres de cada parte, são comuns as que dão ao sócio investidor o direito de nomeação de cargos chaves na companhia, de nomeação de um auditor independente, de participação no Conselho de Administração. Comumente são inseridas cláusula de não-competição para os principais executivos da empresa, impedindo que estes venham a trabalhar para concorrentes ou iniciar empreendimento concorrente durante um determinado período de tempo.

f) Conclusão do negócio e aporte do capital: A entrada do capital dos fundos de PE/VC é feita sob forma de ações (ordinárias ou preferenciais), quotas de participação, debêntures conversíveis, opções, bônus de subscrição ou warrants (RIBEIRO, 2005). O capital utilizado na empresa depende de qual a sua maturidade e é normalmente utilizado para Pesquisa e Desenvolvimento de novos produtos e tecnologias, ampliação da capacidade produtiva e logística, contratação de profissionais e consultorias, implementação de sistemas de gestão, entre outros.

g) Monitoramento: Fase na qual o fundo monitorará – participando ativamente – a utilização do seu investimento para gerenciar o risco e obter o seu resultado financeiro. Uma das formas de promover a comunhão de interesses entre o fundo e os executivos da empresa é atrelar a remuneração deles ao desempenho dos negócios, oferecendo bônus e participação acionária. O gestor vai querer inocular uma nova cultura competitiva e potencializar ao máximo o seu retorno. Para isso, utilizará todo o arsenal disponível: experiência e rede de contatos, possibilidade de ganhos de escala – aproveitando outras empresas do portfólio do fundo, abertura para novas linhas de financiamento, profissionalização, entrada em novos mercados e, acima de tudo, inovação.

h) Saída: Após período de médio/longo prazo (que varia de 5 a 10 anos), algumas vezes já pré-definidos por contrato, ocorre a “saída” do investimento, que pode ser feita de diversas formas, dentre as quais: abertura do capital da empresa através da bolsa de valores, sendo esta considerada a melhor maneira para ambas as partes, inclusive para a sociedade em si que ganha mais opções de investimentos; entrada de investidores estratégicos, isto é, outras empresas que se beneficiam da sinergia entre seus ativos atuais e posicionamento estratégico com o da empresa adquirida, possivelmente tendo 100% das ações compradas por uma grande empresa do setor, ou ainda ocorrendo uma fusão em que as ações da incorporadora sejam líquidas, possibilitando a saída do fundo de investimentos; a venda para outros investidores institucionais financeiros que desejem diversificar seus investimentos; a recompra pelos acionistas originais.

5. ANÁLISE DOS DADOS: ESTUDO DE CASO: DASA

A empresa brasileira Diagnósticos da América S.A. (DASA) tornou-se a maior empresa de seu segmento na América Latina graças a uma arrojada combinação de empreendedorismo, investimento de capital e boas práticas de gestão.

O que a Lupatech, uma empresa do setor metal-mecânico, fabricante de válvulas industriais e produtos para a indústria de petróleo e gás, tem em comum com a Odontoprev, uma operadora de planos odontológicos, ou com a Marcopolo,

uma fabricante de carrocerias para ônibus? Ou ainda com a DASA, uma empresa de medicina diagnóstica? Além de ações negociadas no Novo Mercado da Bovespa, elas têm em comum o apoio recebido de fundos de private equity e venture capital (PE/VC). Esses fundos, mais do que proverem aportes de capital, auxiliam os gestores na profissionalização do negócio mediante a introdução de gestão estratégica, inovação e boas práticas de governança corporativa.

O número de empresas que recorrem a esses fundos cresceu nos últimos anos. O mercado brasileiro de PE/VC evoluiu de 0,6% do PIB em 1999 para 1,3% em 2007, quando atingiu a marca de US\$ 16,7 bilhões em capital comprometido total. O portfólio dos gestores fechou o ano de 2007 incluindo aproximadamente 400 empresas dos mais diversos setores da economia.

Além de incrementarem seu nível de gestão, as empresas que receberam investimentos de PE/VC foram responsáveis pela “reabertura” do mercado de ofertas públicas iniciais (IPOs) em 2004. Assim como por 39 das 109 IPOs na Bovespa, num montante de R\$ 27,2 bilhões, ou 33% do volume financeiro total de IPOs de 2004 a abril de 2008.

Antecedendo-se a esse contexto de crescimento do setor, surgiu o Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da FGV-EAESP (GVcepe). Fundado em julho de 2003, o centro publica relatórios originários de pesquisas rigorosas e relevantes para a compreensão desse segmento da indústria de investimentos e do mercado de capitais.

Além de realizar pesquisas, patrocinar disciplinas na graduação e pós-graduação, promover eventos profissionais e científicos, o GVcepe oferece suporte para a interação entre investidores, gestores, empreendedores e empresas com alto potencial de crescimento, o Brasil como no exterior.

Descrito mostra que esse nível de crescimento só ocorreu graças à parceria entre um médico visionário e uma organização de private equity que, mais do que simplesmente aportar capital, aproximou a DASA das melhores práticas de gestão. Origem e evolução. A empresa que originou o grupo DASA chamava-se MAP (Médicos Associados em Patologia Clínica) e foi fundada em 1961 por dois professores da Escola Paulista de Medicina, Humberto Delboni Filho e Raul Dias dos Santos. O professor Caio Roberto Chimenti Auriemo, atual presidente do Conselho de Administração, juntou-se à empresa em 1974, quando então o nome da empresa foi alterado para Delboni Auriemo.

Seguindo as tendências do mercado internacional, em 1985 a Delboni Dasa A empresa brasileira Diagnósticos da América S.A. (DASA) tornou-se a maior empresa de seu segmento na América Latina graças a uma arrojada combinação de empreendedorismo, investimento de capital e boas práticas de gestão A Diagnósticos da América S.A. (DASA) é a maior empresa de medicina diagnóstica da América Latina. Essa posição é sustentada por uma série de números expressivos, como a realização de mais de 3 mil tipos de exames de análises clínicas e de imagem; o atendimento, diário, de mais de 25 mil clientes; um faturamento, em 2007, de quase R\$ 1 bilhão; e um EBITDA ajustado de quase R\$ 200 milhões, representando algo ao redor de 21% de margem. Além disso, de 2001 a 2007, a empresa cresceu em média um pouco mais de 23% ao ano.

Na perspectiva internacional, a empresa ocupa a quinta posição no ranking de seu setor. À sua frente estão apenas as norte-americanas Quest e Labcorp, bem como a Sonic, que consolidou o mercado da Oceania. O caso aqui descrito mostra que esse nível de crescimento só ocorreu graças à parceria entre um médico visionário e uma organização de private equity que, mais do que simplesmente aportar capital, aproximou a DASA das melhores práticas de gestão.

Origem e evolução

A empresa que originou o grupo DASA chamava-se MAP (Médicos Associados em Patologia Clínica) e foi fundada em 1961 por dois professores da Escola Paulista de Medicina, Humberto Delboni Filho e Raul Dias dos Santos. O professor Caio Roberto Chimenti Auriemo, atual presidente do Conselho de Administração, juntou-se à empresa em 1974, quando então o nome da empresa foi alterado para Delboni Auriemo.

Seguindo as tendências do mercado internacional, em 1985 a Delboni Auriemo passou a realizar diagnósticos de imagens, além de suas atividades de análises clínicas. Em 1996, criou a central de análises clínicas e patológicas em Barueri, São Paulo, circunstância que trouxe ganhos expressivos de escala para a empresa. Um ano depois, lançou sua primeira megaunidade, baseada no princípio de integrar fisicamente os vários tipos de exames.

Houve um ponto na história da DASA em que, apesar de bem posicionada em seu mercado, era preciso uma espécie de guinada. De fato, o plano estratégico do

Dr. Auriemo previa uma expansão da empresa para que ela se transformasse em um dos maiores provedores de serviços de medicina diagnóstica do Brasil. Contudo, ele sabia que, semelhantemente à experiência internacional, a maior parte da expansão e crescimento teria de vir de aquisições de outras redes de laboratórios, tendo em vista, como já mencionado, a característica fragmentada desse mercado.

No entanto, para lançar-se em uma jornada de aquisições, seria necessário capital. Foi então que a DASA se aproximou do Pátria, um fundo de *private equity* cuja proposta se sobressaiu dentre muitas outras recebidas pela empresa. Esse fundo foi o escolhido porque, contrariamente aos de origem internacional, garantia a permanência do controle da empresa nas mãos do empreendedor, e maior agilidade na tomada de decisões corporativas.

Pátria

Pátria Investimentos é a empresa que sucedeu ao antigo Banco Patrimônio. Destacam-se entre suas atividades a gestão de fundos de *private equity*, no total de cinco. Liderada pelo sócio Alexandre Saigh, essa área provê capital, gestão e consultoria, que possibilitam a geração de valor e crescimento acelerado. Em 2004, o Banco Pátria firmou uma parceria estratégica com o Blackstone Group, uma das maiores organizações de *private equity* no mundo.

No início de sua atuação em *private equity* no Brasil, o banco captou recursos de investidores nacionais e internacionais com o intuito de investir em empresas brasileiras de serviços, voltadas ao consumidor final. A DASA foi uma delas.

Em 1999, o Pátria adquiriu 63% do capital total da DASA; o Dr. Auriemo manteve 51% das ações ordinárias. A tese de investimento era clara: consolidar o mercado de forma a obter maior escala e, conseqüentemente, menores custos. Com isso, a empresa poderia oferecer serviços a preços menores, barganhar melhor com fornecedores e conquistar mais clientes.

Adicionalmente, entre os objetivos do investimento figuravam a consolidação da DASA como uma empresa, ao mesmo tempo: multiproduto, com ênfase na centralização de serviços em um mesmo local; multimarca, mantendo diferentes marcas regionais para diferentes segmentos de mercado; multirregião, para garantir escala e volume; e multipagadora, com uma ampla base de pagadores, para se diluírem os riscos de negociação e inadimplência.

Para que essa tese de investimento pudesse ser executada, profissionais do Pátria, inclusive diretores e sócios, passaram a atuar como gestores internos na DASA. Ao longo dos anos, o Pátria também ajudou a recrutar para ocupar cargos executivos pessoas altamente qualificadas (o CEO e o CFO atuais entraram nesse processo), e também assistiu a empresa na implantação do Balance Scorecard e do Sistema Integrado de Gestão, entre outras ferramentas, como o orçamento base-zero e o Seis Sigma.

Alavanca nas aquisições Mas uma das principais alavancagens promovidas pela participação do Pátria ocorreu no campo das aquisições. Para isso, o fundo criou uma “equipe de expansão”, a qual se revelou fundamental na condução das mais de 14 aquisições realizadas nos últimos anos.

O processo de aquisições começou pelo Laboratório Lavoisier, de São Paulo, em 1999. Em seguida, foi a vez de duas empresas da cidade do Rio de Janeiro: incorporar uma nova empresa, com uma cultura diferente, iniciava-se nesse momento, tendo a empresa de lidar com demissão de funcionários, uniformização de procedimentos técnicos e administrativos, protocolos médicos, logística integrada, plataformas distintas de tecnologia da informação, equipamentos processadores de análises clínicas de marcas distintas e gestão de causas trabalhistas, tributárias e fiscais.

Nos anos de 2002 e 2003, a atuação da empresa caracterizou-se por grande expansão orgânica, com a abertura de 25 novas unidades. Para atender ao segmento premium de mercado, criou-se em São Paulo o Club DA, com oferta diferenciada de serviços. Depois, instalou-se uma pequena operação em Curitiba, dentro da Santa Casa, e, a seguir, adquiriu-se o Centro Radiológico da Lagoa (CRL), no Rio de Janeiro.

Após dois anos sem fatos relevantes, a empresa retomou suas aquisições, com a compra de 100% das cotas do Laboratório Elkis & Furlanetto, de São Paulo. Também considerou uma nova estratégia com foco no longo prazo: abrir seu capital no Novo Mercado da Bovespa, por meio de um IPO, e captar o volume de recursos necessários para acelerar a consolidação do setor.

O IPO não fazia parte dos planos da DASA, nem mesmo do Pátria, quando o investimento inicial foi realizado. A estratégia de saída sempre esteve voltada à preparação da empresa para venda a um grupo internacional. Acreditava-se que a

chamada “venda estratégica” poderia ser até mais rentável do que o IPO, tendo em vista as grandes sinergias que seriam obtidas pelo potencial comprador.

Mas 2004 mudou a percepção dos gestores e de seus investidores. Nesse ano, o mercado abriu uma “janela de oportunidades” para IPOs – que foi aproveitada pela DASA. Junto do Banco UBS, executivos da DASA e do Pátria realizaram aproximadamente 100 reuniões em todo o mundo, num período de três semanas.

Conquistaram 98% dos investidores visitados. A demanda pelos papéis foi de dez vezes o tamanho da oferta inicial, o que provocou um aumento do percentual a ser ofertado no IPO. Com essa operação, a empresa arrecadou aproximadamente R\$ 437 milhões, sendo 68% oriundos de investidores estrangeiros, e tornou-se a primeira empresa de saúde da América Latina com capital aberto em bolsa. Em 2005, a empresa utilizou esses recursos para ingressar em novos mercados por meio da aquisição dos laboratórios Pasteur, em Brasília (DF), Frischmann Aisengart, em Curitiba, Image Memorial, em Salvador, e Álvaro, em Cascavel. Em 2006, foi a vez de Fortaleza, com o LabPasteur; de Florianópolis, com o Vista; e de Goiânia, com o Atalaia. Em Brasília, a DASA adquiriu mais uma marca, a MedLabor.

Com o esgotamento dos recursos para novos investimentos, a DASA voltou ao mercado. Dessa vez, emitiu R\$ 203,8 milhões em debêntures e fez nova oferta de ações. Com esse feito, tornou-se a primeira empresa de saúde da América Latina com controle difuso em bolsa. Mais aquisições estão sendo realizadas com a nova captação.

Graças ao IPO, a DASA tornou-se o maior e o melhor investimento realizado pelo Pátria, sendo ainda o caso de melhor desempenho financeiro no conjunto de empresas em que os fundos do Pátria investiram. O investimento inicial de aproximadamente US\$ 60 milhões gerou o caso de maior sucesso do Pátria Investimentos. Sem dúvida, um exemplo de sucesso.

6. CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES

Com aspectos macroeconômicos favoráveis, mercado receptivo ao IPO, excelente histórico de saídas e presença considerável de investidores internacionais no setor, a indústria brasileira de VC/ PE, de maneira sustentável, atingiu a maturidade. Com a perspectiva de declínio da taxa básica de juros no Brasil, os

investimentos alternativos (*VC/ PE*) tornam-se atrativos para os investidores de longo prazo, dadas as rentabilidades diferenciadas que oferecem, bem como a necessidade de diversificação de carteira de tais investidores. Neste sentido, alguns dos maiores fundos de pensão brasileiros regressam/ingressam no mundo do *private equity/ venture capital*. São esperados aumentos nos volumes de recursos disponibilizados por esta categoria de investidor para o setor.

Também merece destaque a intensificação da atuação do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) e da FINEP (Financiadora de Estudos e Projetos) no *VC/ PE* brasileiro, ao estimular o empreendedorismo, o desenvolvimento de empresas inovadoras e a cultura de capital empreendedor no Brasil.

Pode-se apontar alguns pontos-chave da indústria de *private equity e venture capital* para os investidores institucionais, especialmente entidades de previdência complementar (EFPC). Inicialmente, esses investimentos apresentam, indubitavelmente, excelentes oportunidades de diversificação e conseqüente melhora no perfil risco/retorno dessas instituições. No entanto, a forma de alocar esses investimentos não pode ser a tradicional, baseada nos conceitos de análise de média-variância.

Adicionalmente, os investimentos devem sempre ser pautados por boas práticas de governança e gestão. Deve-se, sempre, lembrar que os investimentos em PE/VC possuem resultados potenciais justamente pela quebra de assimetria informacional realizada nos investimentos privados e no potencial de mitigar conflitos de agência importantes, ou seja, se a estrutura de PE/VC possuir conflitos de gestão muito sérios os mesmos problemas comuns em investimentos tradicionais voltarão a ocorrer. Assim, a *performance* do investimento deve sempre ser focada como principal critério de remuneração e gestão desses investimentos.

A potencial redução da atratividade dos investimentos em títulos públicos advinda das menores taxas reais de juros e mesmo a tendência a reduzir-se esse tipo de ativo no total da riqueza financeira do país, é tendência que leva os gestores a procurarem alternativas para melhorar a relação risco-retorno de suas Carteiras.

No que se refere aos critérios de seleção de investimentos das organizações de *venture capital*, Ribeiro (2005), identifica 15 critérios de seleção e os agruparam em três categorias: Conceito, Gestão e Retorno financeiro. Conceito refere-se à estratégia geral do negócio. Gestão é sinônimo de capital humano e baseia-se,

exclusivamente, nas características dos principais executivos do time empreendedor. Retorno financeiro: como o próprio nome diz, refere-se à possibilidade de realização de ganhos com o negócio, com ênfase para a possibilidade de saída.

Para delinear os atrativos de uma empresa para os investidores, Takahashi (2006), cita as seguintes características com base em informações do BNDES:

- a) Setor econômico em pleno crescimento ou com indícios fortes de crescimento futuro;
- b) Empresa entre as três primeiras do seu mercado ou com capacidade de atingir esta colocação num prazo relativamente curto;
- c) Empresa com equipe de gestão comprovadamente competente e podendo demonstrar um *track record* de sucesso conjunto;
- d) Rentabilidade atual ou potencial acima do normal;
- e) Empresa com potencial de beneficiar-se do valor adicionado que o fundo trará;
- f) Transparência contábil e administrativa e um alto nível de governança corporativa.

O processo operacional de elaboração de um projeto de captação de recursos providos dos fundos de *venture capital* definido pelas etapas: 1. Formulação de um plano operacional (*business plan*); 2. Elaboração da carta de confidencialidade e auditoria geral (*due diligence*); 3. *Term sheets/engagement letter* ou cartas de intenção; 4. Negociação e elaboração do contrato e acordo de acionistas; 5. Monitoramento da performance da empresa; 6. Estratégia de saída do fundo.

No sistema financeiro, a atividade de *venture capital* se apresenta como uma alternativa viável ao financiamento tradicional obtido por meio de bancos. Gestores de *venture capital* são agentes melhores adaptados para aceitar o risco associado ao investimento em empresas com pouco ou nenhum histórico financeiro ou ativos tangíveis que possam constituir uma garantia real para financiamentos. Ao mesmo tempo, tais empresas possuem projetos com elevada expectativa de risco e retorno. Tais projetos só podem ser realizados mediante injeção de novos recursos. Para

poderem financiar projetos com as características mencionadas, os gestores de *venture capital* utilizam práticas sofisticadas de seleção, governança e monitoramento.

Diferentemente de investidores típicos do mercado acionário, os gestores de *venture capital* costumam participar da gestão das empresas em que investem, influenciando decisões estratégicas e a própria governança corporativa. O capital de risco assume, portanto, as incertezas e os riscos destas empresas e contribui ao menos em tese, para o desenvolvimento de empresas mais competitivas por meio da seleção daquelas empresas com maiores chances de serem bem-sucedidas. (TAKAHASHI, 2006).

Os gestores podem ser entendidos dessa forma, como profissionais com poder de decisão em pelo menos uma das etapas do processo de *venture capital*, captação de recursos, originação de negócios, monitoramento e desinvestimento. Possuem experiência empreendedora e de gestão empresarial, o que lhes permite desenvolver seus próprios negócios, a partir do “zero”, para que sejam financiados com recursos do fundo. Como vantagem, o negócio já nasce com as características que o fundo procura. Entretanto, quando a figura do empreendedor precisa ser exercida por um dos gestores, existe um potencial conflito de interesses. O gestor-empendedor tenderá a dar mais atenção para o negócio que ajudou a fundar do que para os demais investimentos do portfólio, principalmente se o mesmo possui um número expressivo de ações da nova empresa. Para manter um atendimento homogêneo e contínuo do começo ao fim e propiciar o efeito aprendizagem, algumas organizações se estruturam de tal forma que o gestor responsável pela concepção do negócio é o mesmo que o acompanha durante todo o processo de seleção, negociação e estruturação, podendo até se responsabilizar pelo monitoramento.

Profissionais de apoio englobam analistas, *controllers*, estagiários e secretários, que auxiliam os gestores na administração dos investimentos. Devido às características de baixa liquidez, elevado risco e alta expectativa de retorno, os veículos de *venture capital* são especialmente atrativos para investidores com elevado nível de riqueza e horizontes longos de investimento, tais como pessoas físicas com grande potencial financeiro, fundos de pensão, seguradoras, *trusts*¹, *endowments*, etc. Dado o impacto econômico-social da atividade de *venture capital*, em termos da criação de empresas, geração de empregos e promoção da inovação,

é comum encontrar agências multilaterais e governos, por meio de bancos de desenvolvimento, empresas públicas e autarquias, entre os investidores deste setor.

Segundo Ribeiro (2005), no Brasil os fundos de pensão são os principais investidores, com 17% dos recursos. Entre eles, os fundos de pensão nacionais têm papel importante, contribuindo com 78% dos recursos investidos por esta categoria. Isso representa US\$ 535 milhões, o que os torna os grupo de investidores mais relevantes para o setor. A segunda grande fonte de recursos são os grupos empresariais, com 16% do capital. Mais uma vez, o capital nacional predominante (53%). Recursos de tesouraria de bancos, principalmente dos bancos de investimento internacionais, representam 10% do capital. Em seguida vêm os fundos de investimento, entre os quais os fundos de fundos internacionais são os mais importantes (9%). Os demais investidores, em ordem de importância, são: *trusts* e *endowments*, (9% do capital), pessoas físicas externas às organizações (8%) e outras organizações gestores de *venture capital* (7% do capital). Seguradoras, que são as instituições financeiras com funcionamento semelhante à de um fundo de pensão, representam 7% do capital.

Apesar da crescente importância da atividade de *venture capital* para a economia, o volume de informação sobre o perfil e as peculiaridades desta indústria no Brasil ainda é muito restrito.

A qualidade da pesquisa acadêmica publicada é irrelevante se comparado com o que já foi publicado em países da América do Norte, Europa, Ásia e Oceania. O Brasil possui um ambiente institucional peculiar, onde a volatilidade de mercado, custo de oportunidade, grau de informalidade dos negócios, eficiência do poder judiciário, cultura empreendedora, tradição de governança corporativa, entre outros, diferem de países onde a indústria de *venture capital* se originou e se desenvolveu. Entre as principais diferenças constata-se adaptações sofridas pelo modelo brasileiro para atuar em seu ambiente econômico-institucional caracterizado por: poder judiciário ineficiente, pouca proteção a investidores e credores, crédito empresarial escasso e caro, burocracia e corrupção no poder público, leis e procedimentos fiscais ineficientes, tributação excessiva sobre a pessoa jurídica, alto grau de informalidade das empresas, rigidez no mercado de mão-de-obra e baixa rentabilidade e acessibilidade do mercado acionário.

O desenvolvimento do setor de *venture capital* passa por questões tributárias, queda de juros, ambiente institucional e jurídico favorável, mercado de ações

desenvolvido e condições para que pequenas e médias empresas se constituam e invistam em inovação. Medidas têm sido tomadas para a melhoria desses fatores, tais como a redução do imposto sobre ganhos de capital para investimentos em *venture capital*, maior proteção para investidores trazida pela nova Lei das S.A., bem como um ambiente mais propício para investimentos em inovação, trazido pela Lei da Inovação.

Notamos que a empresa necessita de uma quantidade significativa de recursos durante cada um desses estágios de crescimento para atingir seu ponto de equilíbrio e assim obter o fluxo de caixa que cubra todos os prejuízos e investimentos realizados.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALBUQUERQUE, Eduardo da Motta E. Patentes segundo a abordagem neoschumpeteriana: uma discussão introdutória. *Revista de Economia Política*, vol. 18, n.4 (72), out/Nov. 1998.

ARTHUR, J. D; BUSENITZ, L. W. *The Boundaries and Limitations of Agency Theory and Stewardship Theory in the Venture Capitalist/ Entrepreneur Relationship*. Entrepreneurship: Theory & Practice. Vol. 28 n. 2, p145-163, 2003.

BAÊTA, A.M.C.; LEITE, J.D.B. Capital de risco e desenvolvimento tecnológico. *Revista RAE*, vol. 30, nº .02, 1990.

BALESTRIN, A.; & Vargas, L. M. *A dimensão estratégica das redes horizontais de PMEs: teorização e evidências*. Anais do Encontro de Estudos em Estratégia, Curitiba, PR, 2003.

_____. *Redes horizontais de cooperação como estrutura favorável ao desenvolvimento das PMEs*. Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Atibaia, SP, 2003.

_____. *A complementaridade de conhecimentos nos processos de inovação*. Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós- Graduação e Pesquisa em Administração, Curitiba, PR, 2004.

BARNEY, J. B, *et al*. New Venture Teams' Assessment of Learning Assistance From Venture Capital Firms. *Journal of Business Venturing*. Vol. 11; p. 257-272,1996.

BARROCA, Marialice Martins. *Diretrizes para normalização dos trabalhos acadêmicos apresentados na Face/UFMG*. 2011. Belo Horizonte: FACE/UFMG, 2011.

BAYSINGER, B. D, *et al*. A. Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy. *Academy of Management Journal*. Vol. 34, n. 1, p. 205-215, 1991.

BOTTAZZI, L., & Rin, M. (2002). Venture capital in Europe and the financing of innovative companies. *Economic Policy*, 17(34), 229-270.

BRANDER, J., Du, Q. e Hellmann, T. (2010) *Governments as Venture Capitalists: Striking the Right Balance*, Globalization of Alternative Investments, Working Papers v.3: The Global Economic Impact of *Private Equity* Report 2010, World Economic Forum, p.25-52.

CABRAL, Paulo. *Fundos de risco: Conjuntura Econômica*. Rio de Janeiro: FGV, v.55, n.3, mar. 2001.

CAMPOS, Symara Helena Penow; BARBIERI, José Carlos. *Capital de risco para empresas emergentes de base tecnológica: uma avaliação da atual legislação brasileira*. In: SIMPÓSIO DE GESTÃO DA INOVAÇÃO TECNOLÓGICA. 22., 2002, Salvador. Salvador: SGIT, CD-ROM.

CARLOS, Guilherme A. C. *Inserção do capital de risco no cálculo de portfolio eficiente no Brasil*. Trabalho de conclusão de curso. Curso de Administração. Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Rio de Janeiro, 2004.

CARVALHO, A. G; RIBEIRO, L. L; FURTADO, C. V. *A Indústria de private equity e venture capital: primeiro censo brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2006.

CARVALHO, Maria Bernadete. Workshop: *Projeto inovar: geração de políticas públicas voltadas para empresas nascentes e emergentes inovadoras*. FITI – Feira de Inovação Tecnológica de Londrina. Londrina, nov.2005.

COSTA, E. M. *Financiando a inovação nas empresas: inovando nas formas de financiamento*. Parcerias Estratégicas, Brasília-DF. nº 20 (pt. 3) jun 2005.

DEAKINS, D., et al. *The role and influence of external directors in small, entrepreneurial companies: some evidence on VC and non-VC appointed external directors*. *Venture Capital*. Vol. 2, n. 2, p111-128, 2000.

EMRICH, G. O financiamento de capital de risco para as pequenas e médias empresas (PMEs). *Parcerias Estratégicas*, Brasília-DF. Nº 20, (pt. 3) jun. 2005.

FACHINELLI, A. C., et al. A prática de gestão de redes: uma necessidade estratégica da sociedade da informação. Sociedade da informação: inclusão e exclusão. *Com Ciência Revista Eletrônica de Jornalismo Científico*. Disponível em: <<http://www.comciencia.br/reportagens/socinfo/info14.htm>> Acesso em: 04 jul. 2011.

FIGUEIREDO, P. N. Aprendizagem tecnológica e inovação Industrial em economias emergentes: uma breve contribuição para o desenho e implementação de estudos empíricos e estratégias no Brasil. In: *Revista Brasileira de Inovação*, v. 3, nº 2, Rio de Janeiro, RJ, 2004.

FRIED, V. H., *et al.* Strategy and the board of directors in venture capital-backed firms. *Journal of Business Venturing*. Vol. 13; p. 493-503,1998.

GEM: Global Entrepreneurship Monitor. *Empreendedorismo no Brasil*: Disponível em: <<http://gemconsortium.org>.> Acesso em: 05 out. 2011.

GOMPERS, P. A.; LERNER, J. *What drives venture capital fundraising?* Research & Ideas [Working papers Series]. Harvard Business School, 1998. Disponível em: <<http://www.hbs.edu/research/facpubs/workingpapers/papers2/9899/99-079.pdf>> Acesso em: 10 de out. 2011.

_____. The venture capital revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 154-168, 2001.

GORGULHO, Luciane. *O capital de risco como alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológica: O caso do CONTEC/BNDES*. Dissertação de conclusão de Mestrado. Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1996.

GORMAN, M.; SAHLMAN. W.A. What do venture capitalists do? *Journal of Business Venturing*. Vol. 4; p. 231-248,1989.

GUIMARÃES, F.C.M.S. *A interação entre pesquisa e desenvolvimento e produção industrial no Brasil*. Brasília, DF: Ministério da Ciência e Tecnologia, 1992.

HELLMAN, H.; PURI, M. *Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence*. Working Paper, Stanford University, 2000.

IZIQUE, Cláudia; OLIVEIRA, Marcos. *Onde está a inovação no Brasil: 2004*. Disponível em: <<http://www.venturecapital.gov.br>> Acesso em: 04 out. 2011.

JARILLO, J. C. On strategic networks. *Strategic Management Journal*, 9 (1), p. 31-41, 1988.

KAPLAN, S. N.; STRÖMBERG, P. Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring. *American Economic Review*. Vol. 91,n. 2, p. 426-431, 2001.

KENNY, M. *Note on venture capital*. Berkeley: University of California, 2000. (Working Paper).

MACMILLAN, I. C., *et al.* Venture capitalist's involvement in their venture: extent and performance. *Journal of Business Venturing*. Vol. 4, n. 1, p. 27-48. 1989.

MARCON, C., & MOINET, N. *Estratégia-rede*. Caxias do Sul: EDUCS, 2001.

MATTAR, Fauze Najib. *Pesquisa de marketing: metodologia e planejamento*. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 1999. v. 1.

_____. *Pesquisa de marketing: execução e análise*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 1998.

MYRDAL, G. *Teoria econômica e regiões subdesenvolvidas*. Rio de Janeiro: ISEB, 1960, cap. 2-4.

NELSON, Richard R.; WINTER, Sidney G. Economic change. *An evolutionary theory of economic change*. Cambridge, Mass: 1982.

NETO, Mario Casale. *Um estudo sobre a indústria de capital de risco com foco em pequenas e médias empresas brasileiras*. Trabalho de conclusão de curso. Curso de Engenharia de Produção Mecânica, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2007.

NEVES, M. S.; NEVES, C. *A Indústria de Capital de Risco no Brasil: Desafios e Tendências*. In: Anais do X SIMPEP - Simposio de Engenharia de Produção, São Paulo, 2003.

OLIVA, Fábio Lotti; SOBRAL, Maria Cecília; SANTOS, Silvio Aparecido dos. *Como aferir a probabilidade de inovação nas empresas de base tecnológica*. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO. 29, 2005, Brasília. Brasília: ANPAD, 2005, CD-ROM.

O'SULLIVAN, M. *Finance and Innovation*. In: Oxford Handbook of Innovation: Oxford, 2005, cap. 9.

PAIVA, F. G., *et al.* *Redes organizacionais no sistema de cluster: reflexões sobre sua posição estratégica na busca de oportunidades pelas pequenas e médias empresas*. Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Campinas, SP, Brasil, 25, 2001.

PANDEY, I. M., *et al.* Entrepreneurship and venture capital. *Vikalpa: The Journal of Decision Makers*, 28 (1), 99-112, 2003.

PAVANI, C. *O capital de risco no Brasil: conceito, evolução e perspectivas*. 1ª ed. Rio de Janeiro: E-papers serviços editoriais Ltda, 2003.

PELLÓN, J. M.; RAMÓN, M. B. *The Determinants of Private Equity Fundraising in Western Europe*. (April 2001). EFMA 2001 Lugano Meetings. <http://ssrn.com/abstract=269789>.

PORTER, M. E. *Estratégia competitiva: instrumentos para análise da indústria e da concorrência*, 7ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

_____. *Vantagem competitiva*. 13ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

PINHEIRO, Armando Castelar (2003). *Direito e Economia num mundo globalizado: Cooperação ou Confronto*. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br>> Acesso em: 02 nov. 2011.

RIBAUULT, M., *et al.* *A gestão das tecnologias* [Coleção gestão & inovação]. Lisboa: Publicações Dom Quixote, 1995.

RIBEIRO, Ana Maria; BADIN, Neiva Teresinha. *A participação do capital risco no desenvolvimento da pequena empresa no Brasil*. In: ENCONTRO DE ESTUDOS SOBRE EMPREENDEDORISMO E GESTÃO DE PEQUENAS EMPRESAS, 2.; 2001, Londrina. Londrina: UEL/UEM, 2001, CD-ROM.

RIBEIRO, Leonardo de Lima. *O modelo brasileiro de private equity e venture capital*. Dissertação de Mestrado. Programa de pós-graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

SAGARI, Silvia B.; GUIDOTTI, Grabiela. *Lessons from the developed world for the developing markets*. Washington: International Finance Corporation. Maio, 1992.

SANTOS, S.A. dos. *et al.* *Criação de empresas de alta tecnologia: capital de risco e os bancos de desenvolvimento*. São Paulo: Pioneira, 1987.

_____. *A criação de empresas de alta tecnologia*. São Paulo: Pioneira, 1995

SAPIENZA, H. J.; GUPTA, A. K. Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist- CEO interaction. *Academy of Management Journal*. Vol. 37, n. 6, p. 1618-1633. 1994.

SCHILITT, W. K. *Venture catalysts or vulture capitalist?* Reading in venture capital. Proceedings of the Association for Investment Management and Research, Charlottesville, VA, Canada, 4, 1997.

SCHUMPETER, J. A. *Teoria do desenvolvimento econômico*. São Paulo: Abril Cultural, 1982, v. 1.

_____. *Capitalismo, socialismo e democracia*. Rio de Janeiro: Zahar, 1984.

SBICCA E PELAEZ. *Sistemas de inovação: Economia da inovação tecnológica*. São Paulo: HUCITEC Ordem dos Economistas do Brasil, 2006.

SOLEDADE, D. *et al.* Fundos de empresas emergentes: novas perspectivas de capitalização para pequenas e médias empresas. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 6, p. 111-127, dez. 1996.

SORENSEN, O. S.; & TOBY, E. Syndication networks and the spatial distribution of venture capital investments. *American Journal of Sociology*, 106 (6), 1546–1588, 2001.

SOUSA, Sérgio Henrique Miranda de. *Capital empreendedor*. / Sérgio Henrique Miranda de Sousa. Curitiba: Juruá, 2008, 220 p.

TITERICZ, Ricardo. *Caracterização dos fundos de investimentos de capital de risco brasileiro*. 2003. 80f. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2003.

UZZI, B. *The sources and consequences of embeddedness for the economic performance of organizations: the network effect*. *American Sociological Review*, 61(4), 674-698, 1996

ZAHRA, S. A.; PEARCE II, J. A. Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management*, Vol. 15, n. 2, p291-235, 1989.

ANEXOS



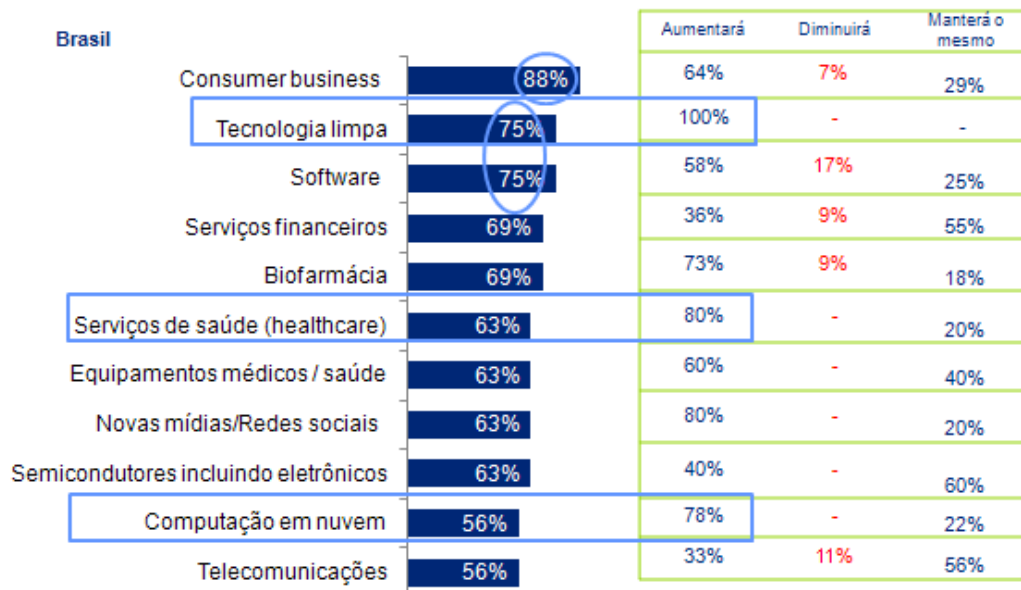
Mercado de *Venture Capital* aposta no crescimento do País

Edição 2011 da pesquisa "Tendências Globais em Venture Capital", da Deloitte, mostra que o foco dos investimentos se concentra em duas áreas: infraestrutura e consumo

A Deloitte, uma das maiores organizações de consultoria e auditoria do mundo, divulga a edição 2011 do estudo "Tendências Globais em Venture Capital" realizado em parceria com a Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP) no Brasil. A pesquisa detectou que o foco de investimentos desses fundos, no Brasil, está hoje na área de infraestrutura e consumo, devido ao crescimento econômico e aos investimentos previstos para a Copa do Mundo e Olimpíadas que ocorrerão nos próximos anos.

Para os próximos cinco anos, as áreas prioritárias para investimentos são produção de bens de consumo, tecnologias limpas, indústria de software, novos serviços em telecomunicações e serviços de saúde. "A *tendência converge para os setores tocados na produção de bens e prestação de serviços para o crescente mercado interno. Adicionalmente, com o aumento da renda e expectativa de vida da população, temos na área de serviços de saúde um mercado promissor*", revela José Paulo Rocha, sócio-líder da área de finanças corporativas da Deloitte.

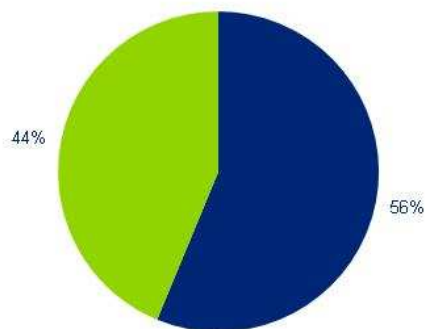
Expectativa de investimento para os próximos 5 anos:



©2011 Deloitte Touche Tohmatsu. Todos os direitos reservados.

Um total de 81% dos respondentes aplicam seus investimentos exclusivamente no país e 50% deles pretendem ampliar ainda mais essa participação nos próximos cinco anos. *“Os indicadores da indústria de PE/VC no Brasil vêm se destacando positivamente, e o país se apresenta para os investidores nacionais e estrangeiros como oportunidade real de investimentos para obter retornos diferenciados no longo prazo e na diversificação de seus aportes”*, afirma Sidney Chameh, presidente da ABVCAP.

Segundo dados levantados pela pesquisa 56% das empresas participantes têm foco primário de investimento em *Venture Capital* e 44% em *Venture Capital* e *Buyout*. *“Este é um fenômeno brasileiro. A economia familiar ainda é bastante forte aqui e existe um número muito grande de pequenas e médias empresas em crescimento, o que representa um cenário mais propício para operações de Buyout”*, destaca Rocha. Nos demais países participantes do estudo, os investimentos em *Buyout* são menores (média de 20%).



■ Somente Venture Capital ■ Venture Capital e Buyout

Em países, como Índia e China, com perfis econômicos semelhantes ao Brasil, as áreas de *consumer business* e prestação de serviços, como telecomunicações, novas mídias e serviços financeiros são os alvos do setor. Já nos Estados Unidos, Canadá e países da Europa os segmentos que despertam mais interesse são os ligados à indústria de software, computação em nuvem e equipamentos médicos.

IPO no Brasil

Quando questionados sobre os aspectos mais importantes que um mercado de IPO pode proporcionar à indústria de *Venture Capital*, 29% responderam que é oferecer melhores retornos aos sócios. Outros 29% destacaram o acesso de capital necessário para competitividade no mercado global.

"Além do capital, a gestão de um fundo de private equity e venture capital contribui na profissionalização da empresa, aplica estruturas de governança corporativa, aprimora a qualidade da gestão, tornando-a melhor preparada para acessar o mercado de capitais", destaca Chameh.

Sobre os principais fatores para se ter um mercado de IPO saudável e dinâmico, 94% apontaram para a estabilidade da economia e 69% ficaram com a necessidade de ter uma comunidade bancária competitiva para IPOs.

“O IPO é o caminho natural para o *venture capital* e *private equity* quando o mercado apresenta uma estrutura previsível, rentável e em crescimento, elementos hoje presentes no Brasil”, avalia Rocha.

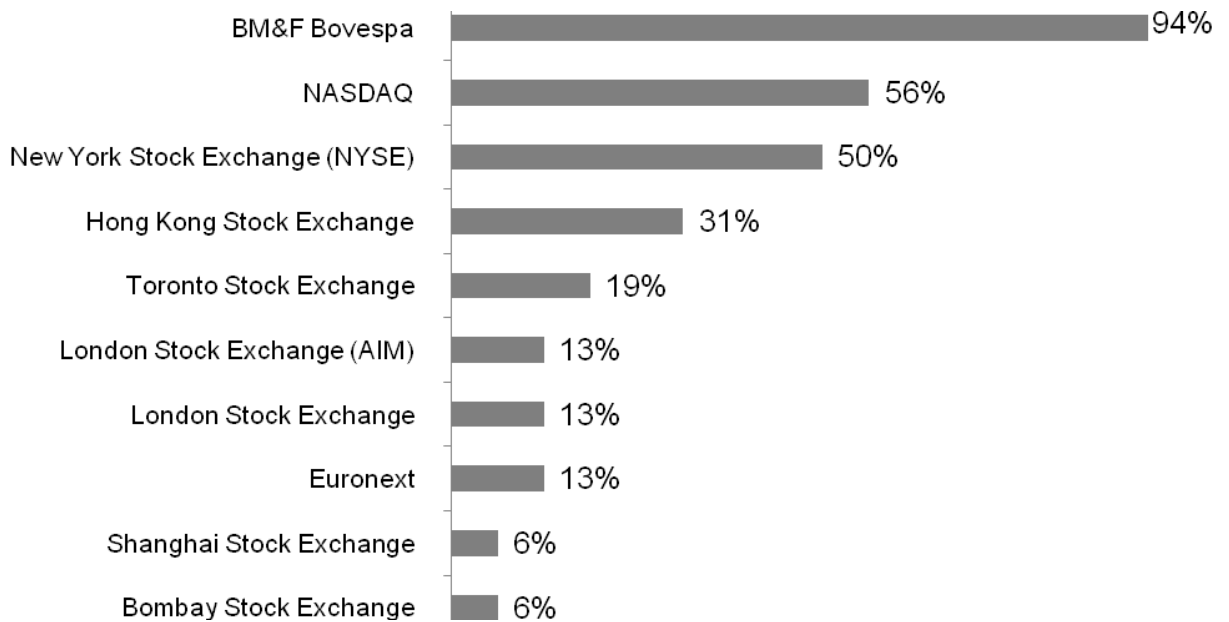
O Brasil é um mercado ativo e emergente de IPO, mas ainda tem muito espaço para exploração. Para 63% dos entrevistados o nível de atividade de IPO está abaixo do necessário no país; 31% afirmaram que está adequado. Apenas 6% acreditam que está superior ao necessário para dar suporte à saúde da indústria de *Venture Capital*.



A pesquisa apurou ainda quais serão as principais bolsas da indústria de *Venture Capital* no Brasil nos próximos cinco anos. As respostas foram: BM&F Bovespa (94%), Nasdaq (56%) e New York Stock Exchange (50%).

Ao considerar todos os países, esse quadro fica da seguinte forma: Nasdaq (87%), New York Stock Exchange (39%) e Shanghai Stock Exchange (33%). A BMF&Bovespa foi citada por 5% dos entrevistados. Isso mostra que as

peças votaram nas opções locais. Ainda não se trata de um mercado internacional aberto às empresas. "As pessoas investem naquilo que conhecem", resume Rocha.



Amostra do estudo

A pesquisa "Tendências Globais em Venture Capital" de 2011 contou com a participação de 347 empresas de todo o mundo – incluindo 16 companhias brasileiras, que operam em fundos ativos, em sua maior parte, entre US\$ 100 milhões e US\$ 500 milhões. O levantamento contou com o apoio da Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital (ABVCAP). Os países envolvidos foram EUA, Reino Unido, China, França, Canadá, Índia, Brasil, Alemanha e Israel.

Sobre Deloitte

A Deloitte completa, em 2011, 100 anos de atuação no Brasil. A instituição é responsável por disseminar novos conhecimentos para a sociedade e contribuir para o aprimoramento constante do ambiente de negócios do País, onde atua desde 1911.

Hoje, os seus cerca de 4.500 profissionais são reconhecidos pela integridade, competência e habilidade em transformar suas experiências em soluções para os clientes. Suas operações cobrem todo o território nacional, com escritórios em São Paulo, Belo Horizonte, Brasília, Campinas, Curitiba, Fortaleza, Joinville, Porto Alegre, Rio de Janeiro, Recife e Salvador.

A instituição oferece serviços nas áreas de Auditoria, Consultoria Tributária, Consultoria em Gestão de Riscos Empresariais, Corporate Finance, Consultoria Empresarial e Outsourcing para clientes dos mais diversos setores. Com uma rede global de firmas-membro em mais de 140 países, a Deloitte reúne habilidades excepcionais e um profundo conhecimento local para ajudar seus clientes a alcançar o melhor desempenho, qualquer que seja o seu segmento ou região de atuação.

Sobre a ABVCAP

Fundada em 2000, a **ABVCAP** é uma instituição sem fins lucrativos, que fomenta o investimento de longo prazo no Brasil. Durante os seus 10 anos de atuação, a ABVCAP tem ajudado a promover as melhores práticas que estão alinhadas com os padrões da indústria internacional, e tem atuado como facilitador no relacionamento entre os integrantes da comunidade de investimentos de longo prazo no Brasil.

A Associação possui 170 membros, que representam os principais players da indústria de private equity e venture capital, incluindo os maiores fundos de pensão brasileiros, gestores nacionais e internacionais, prestadores de serviços, entre outros.

© 2011 Deloitte Touche Tohmatsu Limited.

“Deloitte” refere-se à sociedade limitada estabelecida no Reino Unido “Deloitte Touche Tohmatsu Limited” e sua rede de firmas-membros, cada qual constituindo uma pessoa jurídica independente. Acesse www.deloitte.com/about para uma descrição detalhada da estrutura jurídica da Deloitte Touche Tohmatsu Limited e de suas firmas-membros.

Mais informações:

In Press Porter Novelli

Carla Marcondes

carla.marcondes@inpresspni.com.br

Tel: 11. 3323-1581

Renata Nichols

renata.nichols@inpresspni.com.br

Tel: 21. 3723-8173

Sandro Pontes

sandro.pontes@inpresspni.com.br

Assessoria de Imprensa ABVCAP

Monique Azeredo

mazeredo@abvcap.com.br

Tel: 21 3970-2432

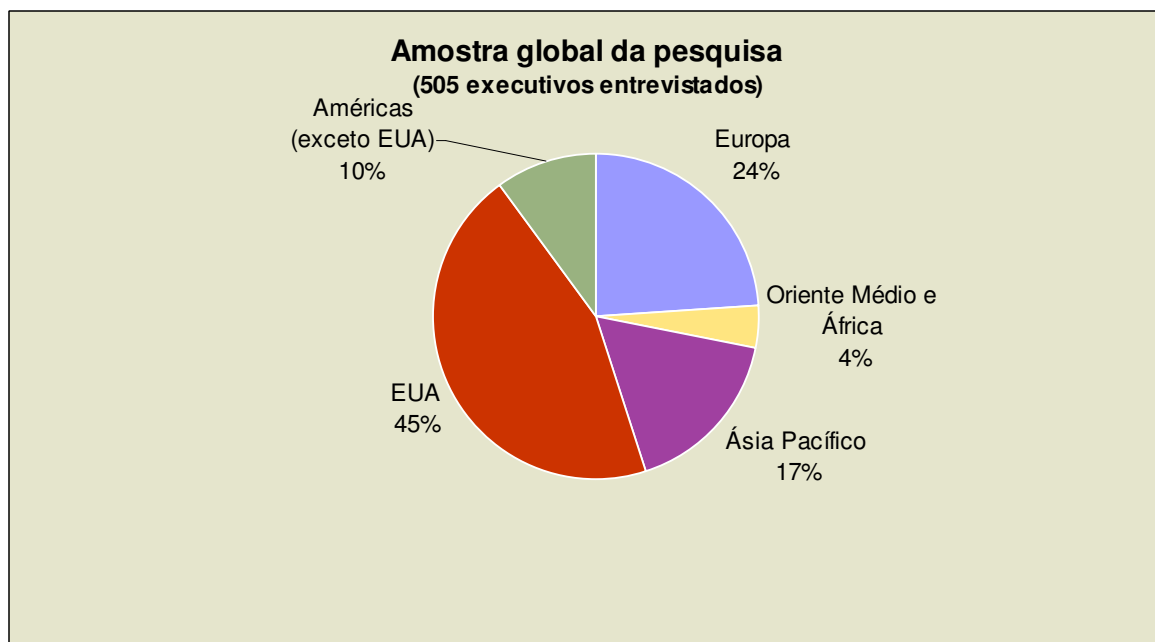
Tel: 11. 3323-1571

Mercado de private equity e venture capital vive movimento inédito de internacionalização das operações

Pesquisa “Tendências Globais em Venture Capital”, desenvolvida pela Deloitte com 505 executivos de todo o mundo, inclusive do Brasil, aponta as principais tendências nas práticas de negócios dos fundos de participação em empresas e de capital de risco

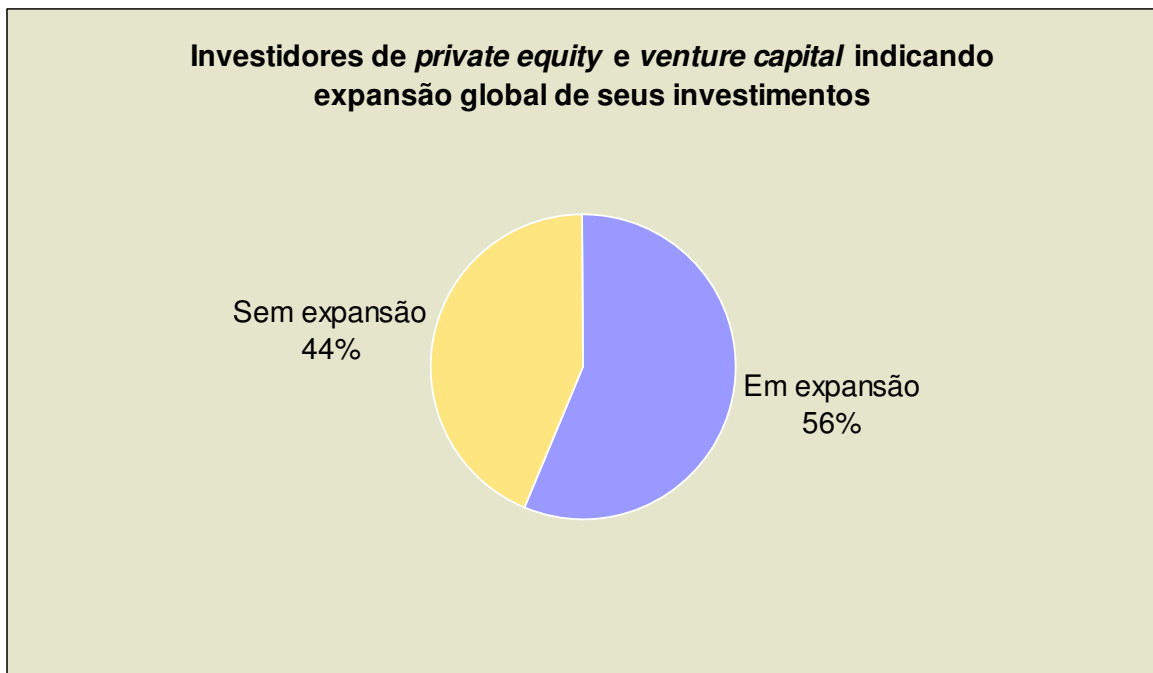
O empreendedorismo está se expandindo pelo mundo no mesmo ritmo do encurtamento das distâncias globais. O movimento hoje protagonizado pelos fundos de participação em empresas e de *venture capital* (VC) – o capital empreendedor aplicado em organizações nascentes e prósperas – não encontra fronteiras. A interdependência entre as comunidades de investidores já é um fato sem volta, ilustrado por um número sem precedentes de novas alianças estratégicas e redes informais de negócios, que operam cada vez mais focadas em mercados externos.

Esse é o cenário promissor retratado pela edição 2006 da pesquisa “Tendências Globais em Venture Capital”, desenvolvida em abril e maio pela Deloitte, uma das maiores organizações mundiais na prestação de serviços de consultoria e auditoria, em parceria com 11 entidades representativas, como a Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital (ABVCAP) e de países como os Estados Unidos, a China e do continente europeu. As respostas dos 505 executivos entrevistados expõem os desafios e os rumos dos fundos de investimento e *venture capital* de todos os continentes – incluindo 16 brasileiras –, que dispõem de ativos, em sua maior parte, entre US\$ 100 milhões e US\$ 1 bilhão.



O estudo detectou a intenção de 56% dos fundos de investimento e de VC do mundo em expandir negócios no exterior ao longo dos próximos cinco anos. Da amostra norte-americana, 53% estão ampliando, neste momento, suas ações para outros mercados do mundo. O percentual de fundos e VCs se internacionalizando é ainda maior fora dos EUA (58%).

Embora essa realidade pudesse ser presumida em um contexto de globalização econômica crescente, a velocidade com que ela vem se configurando a torna surpreendente. Tanto é que, na edição anterior da pesquisa, ainda era evidente a liderança dos VCs dos EUA – onde a indústria de *venture capital* nasceu, há cerca de 70 anos – na condução do movimento de internacionalização dos investimentos.



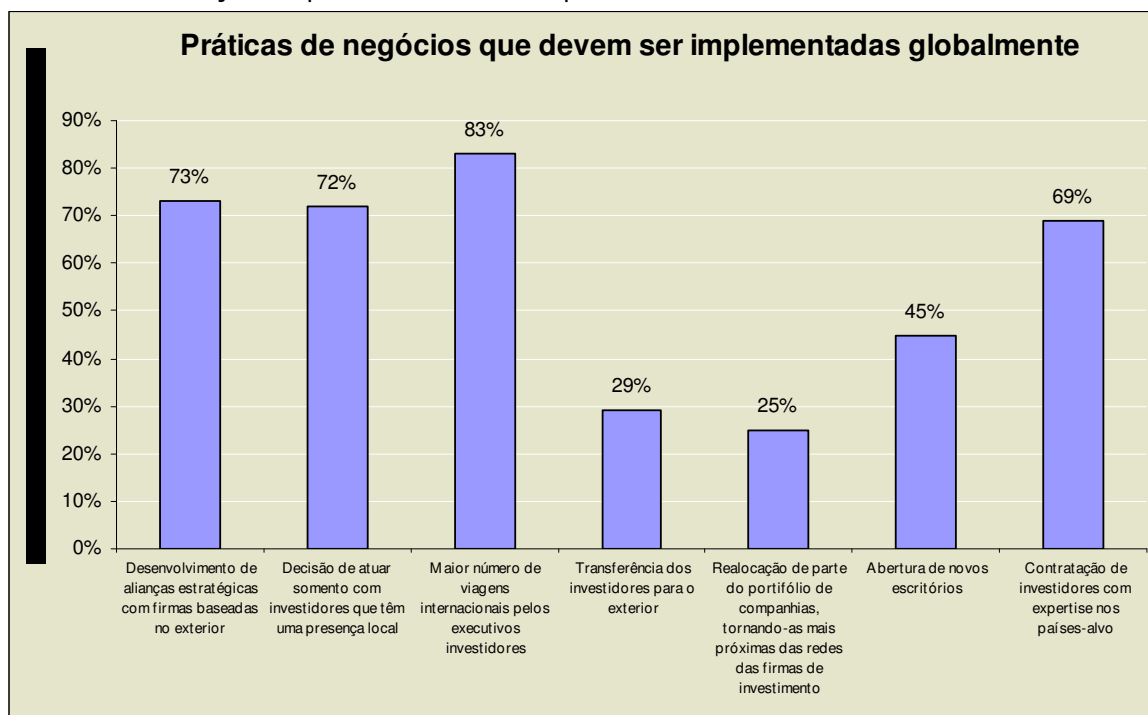
Em todo o mundo, esse mercado vive um momento de expansão inédita ou, pelo menos, do resgate de uma condição favorável experimentada em anos anteriores, como revelam alguns dados de mercado fornecidos pelas associações co-participantes do estudo da Deloitte. O caso do Reino Unido, segundo maior mercado mundial de VC, é exemplar. A Associação Britânica de Venture Capital registrou investimentos de US\$ 2,8 bilhões em 2005, mesmo patamar dos altos níveis de 2001 e 40% acima do alcançado em 2004.

No Canadá, que vem atraindo muitos empreendedores dos EUA e de outros países, US\$ 1,5 bilhão foram investidos em 590 companhias em 2005, um volume bastante alto e que repete o bom resultado do ano anterior. Na França, é significativa a atuação governamental no lançamento de fundos para apoiar encubadoras de empresas nascentes.

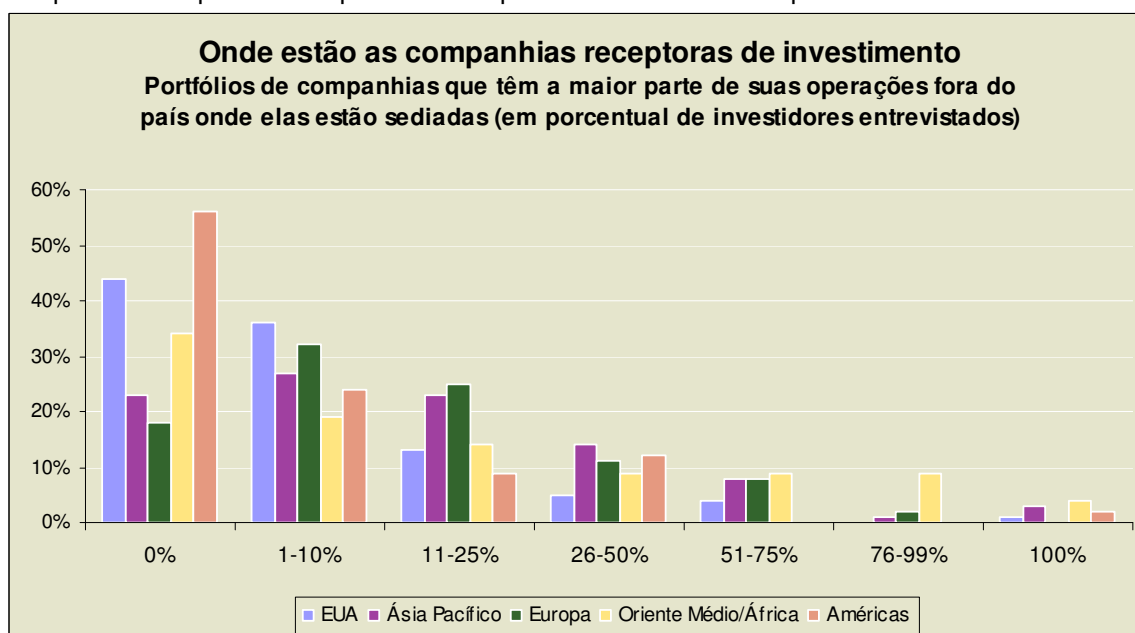
Já no Brasil, dados da ABVCAP apontam que os *private equities* e os VCs movimentarão cerca de US\$ 1 bilhão em 2006 e 2007, o dobro dos registros ao longo da última década. Em 2010, esse número pode chegar a US\$ 3 bilhões, conforme a entidade.

A edição 2006 da pesquisa da Deloitte sugere fortemente o crescimento da interdependência entre os agentes do mercado de *private equity* e VC de todo o mundo, resultando em um número sem precedentes de alianças estratégicas – iniciativa indicada por mais de 70% dos respondentes, contra 60% em 2005 –, redes globais informais e investimentos diretos em fundos de investimentos e de VC estrangeiras.

Em vez de estabelecer escritórios nos mercados externos – como era a tendência registrada pela pesquisa até sua edição anterior –, a maioria dos investidores busca expandir seus negócios por meio de parcerias, o que revela uma forte confiança nos agentes dos mercados locais. Quando perguntados sobre como suas práticas de negócios devem mudar, as respostas sugerem que os processos de expansão planejados se dêem muito mais por meio da contratação de profissionais com expertise nos mercados-alvo.



Outro dado da pesquisa que revela a tendência de globalização crescente das operações é o fato de que metade dos VCs do mundo tem hoje pelo menos 10% das companhias que compõem seus portfólios operando em países fora de suas respectivas sedes.



Deloitte.

À parte a liderança dos EUA, seguidos pelo bloco de países da Europa Ocidental (no qual 22% dos investidores internacionais demonstram interesse), o destino dos investimentos dos fundos de *private equities* e das *VC* é relativamente equilibrado entre as demais regiões: América Latina e Canadá (8%), Ásia Pacífico (9%), Europa Oriental (9%) e Europa Central (12%).

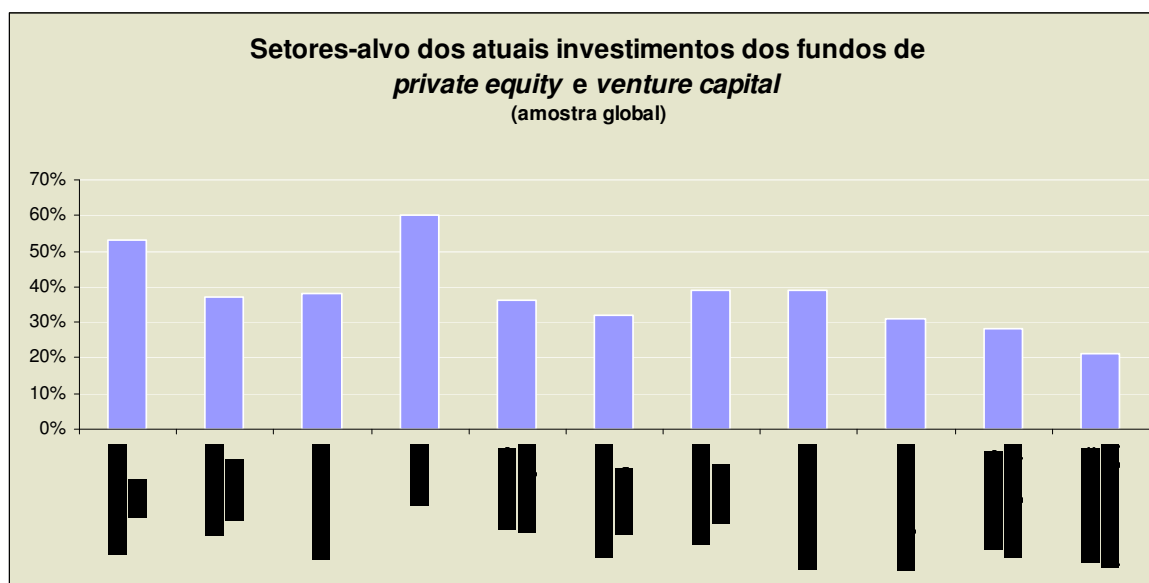
Os resultados da pesquisa indicam a internacionalização também da base de cotistas dos fundos de investimento e dos *VCs*, os chamados sócios-restritos (*limited partners* ou *LPs*). Atualmente 57% de todos os *LPs* do mundo estão baseados nos EUA. No caso do grupo de *VCs* norte-americanos entrevistados, o percentual de *LPs* baseados no próprio país fica em torno de 88%. O segundo maior *pool* de investidores do mundo está na Europa Ocidental Continental, seguida de Reino Unido e Canadá. Surpreendentemente China e Índia totalizam 7% e 4%, respectivamente, do total do *pool* de investidores do mundo.

Quando perguntados se as regiões de origem da base dos sócios-restritos deverá mudar nos próximos cinco anos, 17% dos respondentes dos EUA indicam uma expectativa de queda no número de *LPs* norte-americanos, concomitantemente a um aumento no número de investidores de outros países. Essa informação indica claramente a confiança dos *LPs* dos EUA no desenvolvimento do mercado de *venture capital* e *private equity* fora do seu país e sugere a busca de oportunidades em territórios além de suas fronteiras, confirmando a tendência de internacionalização da atividade.

Setores em alta

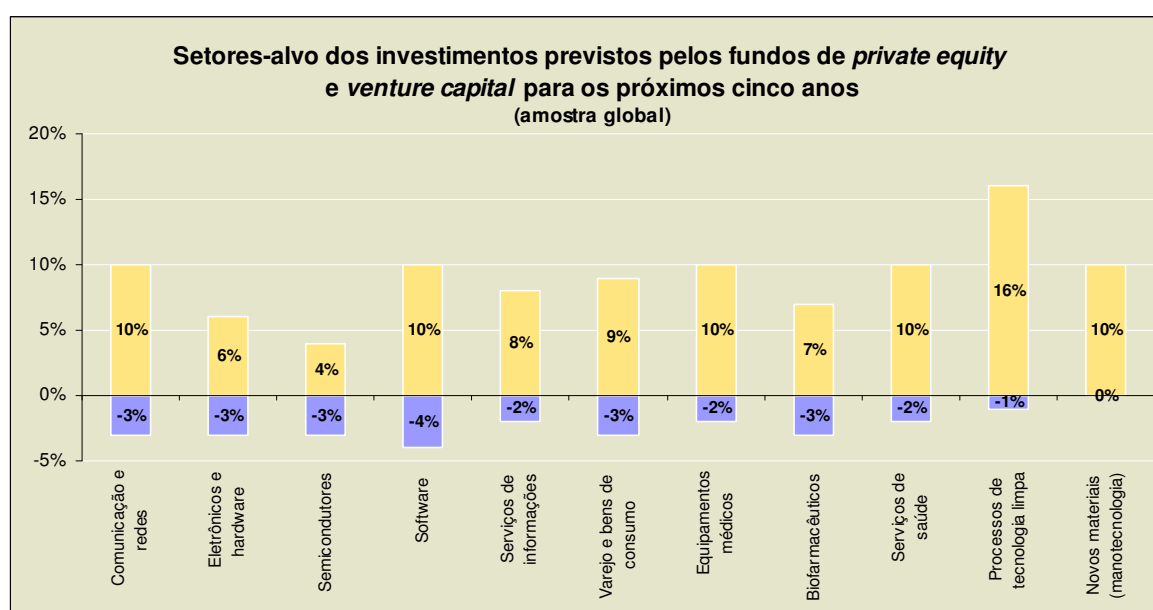
A internacionalização crescente das operações de *VCs* e *private equities* não está resultando, conforme a pesquisa, em uma mudança significativa na definição dos principais setores-alvo dos investimentos. A exemplo do que foi indicado na edição 2005 do estudo, a maioria dos investidores continua priorizando os segmentos de *software* (60%), redes de comunicação (53%), equipamentos médicos (38%), biofarmacêuticos (38%) e semicondutores (37%).

A amostra brasileira da pesquisa reproduz, de maneira geral, o cenário global – que confirma a vocação natural dos fundos de *VC* em negócios de tecnologia –, com três quartos dos investidores apostando em *softwares*, quase metade deles em redes de comunicação e quase um terço deles em serviços de informação, eletrônicos e *hardware*.



No entanto, pelo segundo ano consecutivo, os respondentes da amostra mundial selecionaram o setor de tecnologia limpa – processos produtivos e de geração de energia auto-sustentáveis, desenvolvidos com o objetivo de compatibilizar a atividade econômica com a preservação do meio-ambiente – como o mais atraente para a destinação de recursos nos próximos cinco anos. Na segunda posição, aparecem os segmentos de redes de comunicação, *softwares*, equipamentos médicos, serviços de saúde e nanotecnologia (técnica de construir novos materiais, como plásticos e borrachas ultra-resistentes, tendo os átomos como sua unidade básica).

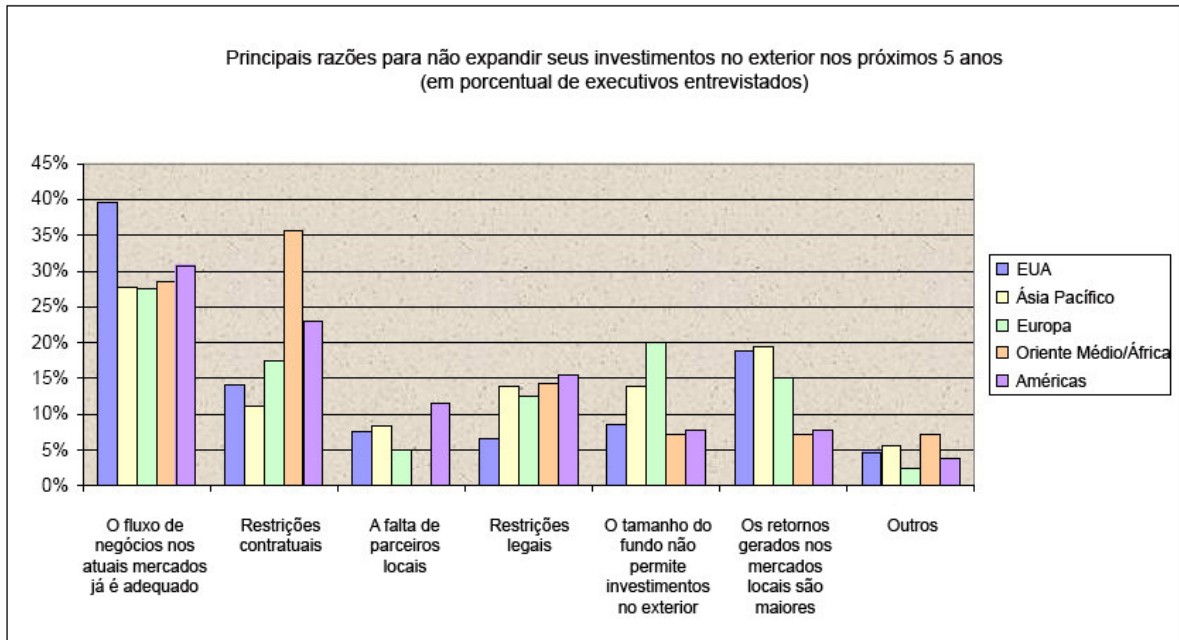
Na amostra brasileira, os setores que despontam como os mais promissores são os de *software*, serviços de informação, bens de consumo, equipamentos médicos, tecnologia limpa e nanotecnologia.



Razões para não globalizar

Ainda que a internacionalização seja a grande tendência, 47% dos executivos entrevistados de todo o mundo ainda não têm planos de expansão a outros países para os próximos cinco anos, alegando que seus mercados domésticos oferecem possibilidades de retorno superiores, uma justificativa adotada também por um terço dos fundos brasileiros que participaram da pesquisa.

Há de se considerar o predomínio histórico da atuação dos investidores nacionais no próprio mercado interno e os poucos casos concretos, registrados até hoje, de projetos voltados ao exterior. Do grupo de fundos de investimento do Brasil, praticamente todos informam que a maior parte das operações das companhias que compõem seu portfólio estão sediadas no País.



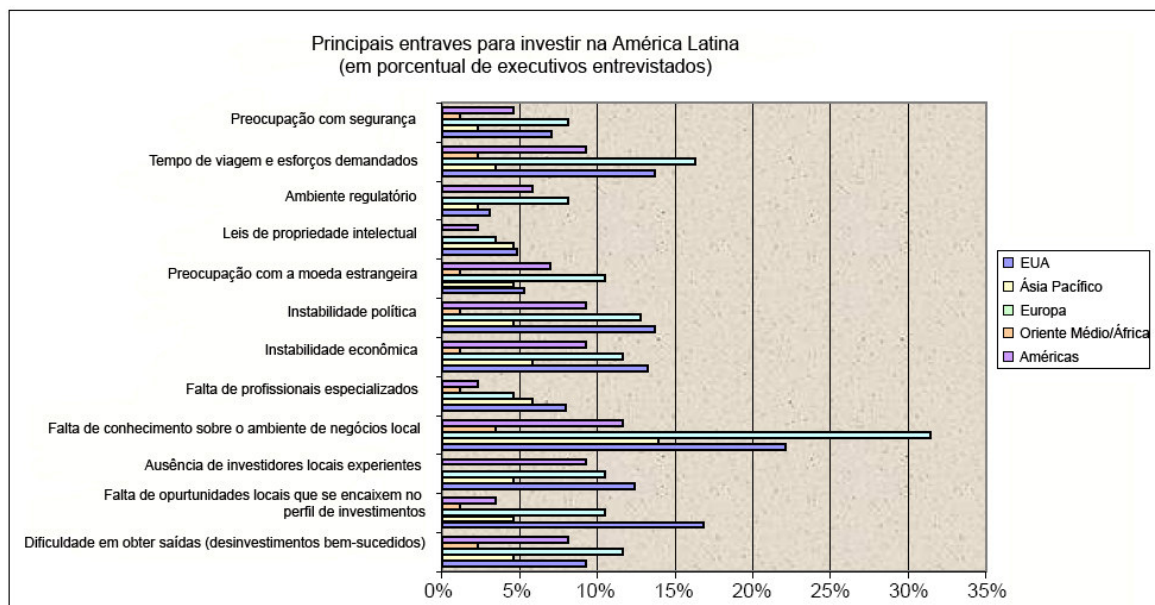
Entraves para investir

Apesar do cenário internacional positivo, uma série de fatores aparece como barreiras para a expansão do investimento em algumas regiões. Considerando o mercado global como um todo, o item mais assinalado pelos investidores como entrave para a realização de negócios em outros países é a falta de expertise nos mercados externos.

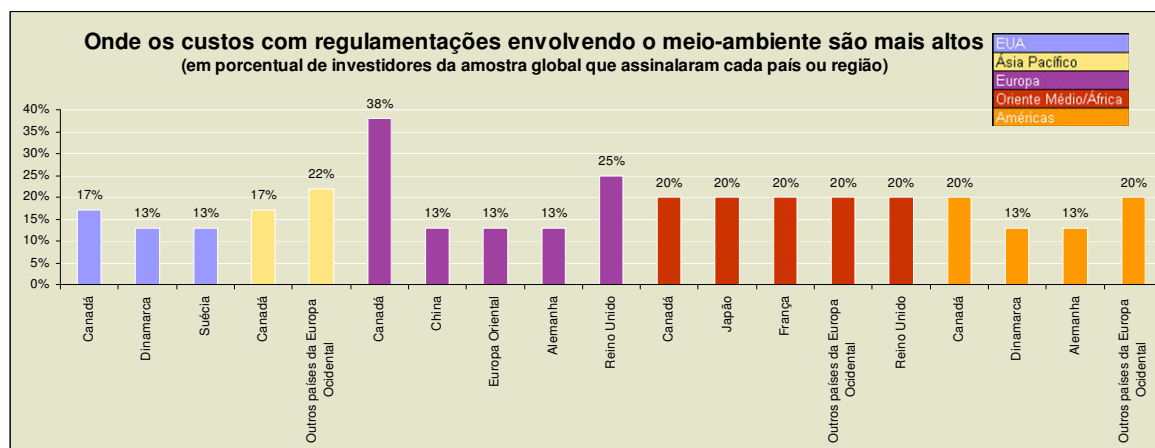
No caso da América Latina, a pesquisa identificou, por exemplo, que um terço dos investidores europeus justifica o desconhecimento sobre o ambiente de negócios da América Latina como razão para não investir na região. Essa opinião é compartilhada também por 22% dos investidores norte-americanos.

A instabilidade política e econômica em alguns países latino-americanos é outro item muito citado pelos investidores internacionais.

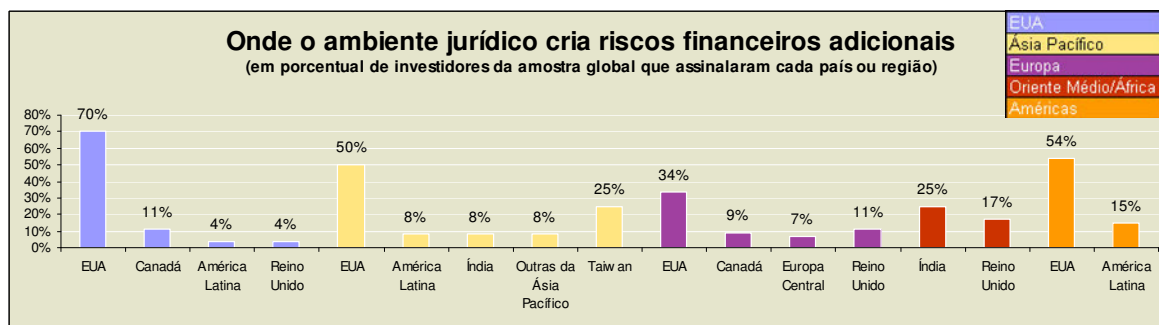
Os investidores brasileiros que participaram da pesquisa também indicam uma série de entraves para a ampliação de negócios no próprio país e na América Latina como um todo. Quase a totalidade dos fundos de *private equity* brasileiros se queixa do cenário tributário brasileiro e latino-americano, vendo nesse fator um inibidor de investimentos.



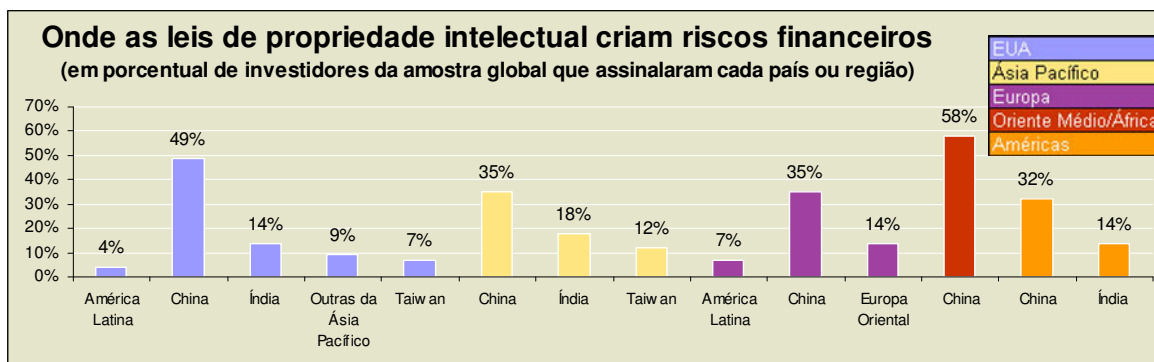
Os custos relacionados à regulamentação do uso do meio-ambiente são outro ponto problemático aos investimentos na América Latina, apontado por quase metade dos executivos brasileiros. Na amostra global, porém, este último fator é assinalado por investidores de todo o mundo em relação a vários mercados, com destaque para o Canadá, o Reino Unido e os países da Europa Continental.



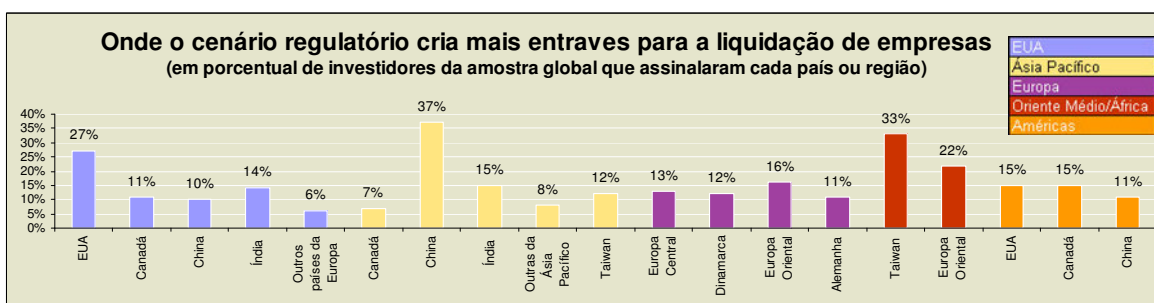
O apontamento de entraves locais expõe alguns paradoxos do desenvolvimento do mercado de *private equities* e *venture capital* em todo o mundo. Os EUA, país que concentra o interesse da maior parte dos investidores internacionais, é também assinalado como o mercado mais oneroso para se investir. Entre os respondentes da pesquisa sediados fora dos EUA, o país desponta como o principal alvo de reclamações envolvendo custos relacionados à alta incidência de litígios, aos requerimentos regulatórios de governança corporativa e encargos trabalhistas.



Já a China, embora seja o mercado mais atrativo entre os emergentes – citado por 10% dos investidores, mesmo percentual atribuído à Índia –, começa a ser alvo de forte desconfiança dos investidores devido à precariedade de seu ambiente de negócios. Ainda falta uma legislação que ofereça garantias à propriedade intelectual e continua tortuoso o processo de obtenção do aval governamental para as companhias domésticas que querem expandir negócios no exterior.



Além disso, o ambiente regulatório do país é identificado como um dos que mais dificultam a liquidação de negócios.



Conclusões

Os dados coletados pela pesquisa “Tendências Globais em Venture Capital” sugerem que a intersecção entre os mercados de *venture capital* e *private equity* já consolidados e emergentes é iminente, mas não impulsiva. Muitos observadores do setor acreditam que os investimentos globais estão se expandindo lentamente e que os VCs estão se movendo cautelosamente, à medida que exploram o modelo de negócios mais adequado para a obtenção de melhores retornos aos investidores.

O estudo demonstra claramente que esse mercado está evoluindo para um modelo global de negócios pelo qual a busca de oportunidades não ficará restrita por barreiras geográficas. Contudo, esse novo modelo de negócios será muito mais complexo e competitivo do que o atual, requerendo que os fundos de VCs desenvolvam amplas redes internacionais. A pesquisa indica que esse novo modelo já está em construção pela comunidade de investidores e novas alianças estão em estágios de planejamento.

De maneira geral, os empreendedores e as oportunidades de negócios envolvendo setores de tecnologia são os grandes vencedores dos movimentos em curso. Com os VCs e *private equities* operando de forma colaborativa e sob uma base global crescente, eles deverão continuar procurando por empreendedores de qualidade e por novas tecnologias promissoras em todas as partes do mundo.



Sobre a Deloitte

A Deloitte é uma das maiores empresas do mundo na prestação de serviços profissionais de auditoria, consultoria tributária, consultoria em gestão de riscos empresariais, *corporate finance*, consultoria empresarial, *outsourcing*, consultoria em capital humano e consultoria atuarial. Fundada em 1845, possui mais de 700 escritórios em quase 150 países, contando com cerca de 135.000 profissionais.

No Brasil, onde atua desde 1911, é uma das líderes de mercado e seus mais de 2.700 profissionais são reconhecidos pela integridade, competência e habilidade em transformar seus conhecimentos em soluções empresariais para seus clientes. A Deloitte opera em todo o País, contando com escritórios em São Paulo, Belo Horizonte, Brasília, Campinas, Curitiba, Fortaleza, Joinville, Porto Alegre, Rio de Janeiro, Recife e Salvador.

A Deloitte refere-se a uma ou mais Deloitte Touche Tohmatsu, uma vereïn (associação) estabelecida na Suíça, com suas firmas-membro e suas respectivas subsidiárias e afiliadas. Pelo fato de ser uma vereïn suíça, nem a Deloitte Touche Tohmatsu, nem suas firmas-membro, possuem quaisquer responsabilidades por atos ou omissões umas das outras. Cada uma das firmas-membro é uma entidade jurídica própria e independente, que opera sob os nomes "Deloitte", "Deloitte & Touche", "Deloitte Touche Tohmatsu" ou outras denominações relacionadas. Os serviços são prestados pelas firmas-membro ou suas subsidiárias ou afiliadas e não pela Deloitte Touche Tohmatsu Vereïn.