



Número:
UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE GEOCIÊNCIAS
PÓS-GRADUAÇÃO EM POLITICA CIENTÍFICA E
TECNOLÓGICA

LEIDE ALBERGONI

A Trajetória Recente da Institucionalização do Venture Capital no Brasil:
Implicações para o Futuro

Dissertação apresentada ao Instituto de Geociências
como parte dos requisitos para obtenção do título de
Mestre em Política Científica e Tecnológica.

Orientador: Prof. Dr. Sérgio Monteiro Salles-Filho

CAMPINAS - SÃO PAULO
Junho - 2006

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA
BIBLIOTECA do I.G - UNICAMP**

AL14t Albergoni, Leide
A trajetória recente da institucionalização do venture capital no Brasil: implicações para o futuro / Leide Albergoni.--
Campinas,SP.: [s.n.], 2006.

Orientador: Sergio Luiz Monteiro Salles Filho.
Dissertação (mestrado) Universidade Estadual de Campinas,
Instituto de Geociências.

1. Inovação tecnológica. 2. Financiamento. 3. Capital de risco - Brasil. I. Salles Filho, Sergio. II. Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Geociências. III. Título.

Título em inglês: Recent path of venture capital institutionalization in Brazil: implications for the future

Keywords: Technological innovation; Financing; Venture capital - Brazil.

Área de concentração: Política Científica e Tecnológica

Titulação: Mestre em Política Científica e Tecnológica

Banca examinadora: Sérgio Luiz Monteiro Salles Filho; Solange Corder; Jorge Ávila.

Data da defesa: 21/06/2006



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE GEOCIÊNCIAS
PÓS-GRADUAÇÃO EM POLÍTICA CIENTÍFICA E
TECNOLÓGICA

AUTORA: LEIDE ALBERGONI

**A TRAJETÓRIA RECENTE DA INSTITUCIONALIZAÇÃO DO VENTURE CAPITAL
NO BRASIL: IMPLICAÇÕES PARA O FUTURO**

ORIENTADOR: Prof. Dr. Sérgio Monteiro Salles-Filho

Aprovada em: ____ / ____ / ____

EXAMINADORES:

Prof. Dr. Sérgio Monteiro Salles-Filho _____ - **Presidente**

Prof. Dr. Jorge Ávila _____

Prof. Dra. Solange Corder _____

Campinas, 21 de junho de 2006

*Àqueles que acreditaram mais em mim do que eu mesma.
Dedicado especialmente a meu pai Onofre
e minha mãe Terezinha, da qual nem dormindo esqueço.*

Agradecimentos

As primeiras pessoas a agradecer são meus pais, Onofre e Terezinha, que, sem saber como, conseguiram despertar em mim o desejo de sempre saber mais e me deram liberdade para que eu me transformasse no que sou hoje. Não há formas de exprimir esse agradecimento a pessoas que mesmo não entendendo ou não concordando com minha maneira de pensar e agir, apoiaram qualquer projeto em minha vida. Esse agradecimento também deve ser estendido à minhas irmãs, Josiane, Seila e Lisaneas, que nunca questionaram minhas motivações.

Pela realização do trabalho, agradecimentos ao meu orientador, Sérgio Salles, que teve a paciência de tolerar minha distância e ausências, e deixou espaço para eu trabalhar à minha maneira.

Agradecimentos à Fapesp, pelo apoio financeiro concedido em uma parte importante de meu trabalho. E ao falar em Fapesp, não posso esquecer de agradecer à colega Vanderléia Radaelli, que sempre me ajudou nos trâmites burocráticos e procedimentos da instituição.

Agradecimentos aos pesquisadores do Centro de Estudos de Private Equity da Fundação Getúlio Vargas, pela cessão do livro que ainda nem foi lançado. Menção especial a Leonardo Ribeiro, sempre esclarecendo minhas dúvidas em relação ao livro e à sua própria dissertação.

Agradeço ao Sérgio Sampaio, que ao oferecer seu apoio em um momento de mudanças, presenteou-me com o bem mais precioso que possuo, a família Ketelhute Sampaio. A essa família, muito obrigada pelo apoio concedido em um período de dificuldades e pelo afeto me transmitido, especialmente D. Eda e S. Roberto, que me ensinaram muitas lições de vida. Dona Eda, minha mãe de outra vida. Obrigada a Francisca, pela acolhida e amizade, Fábio e Flávio que compartilharam sua mãe comigo.

Agradeço também aos amigos e colegas que fiz em Campinas, Simone, Ana Pina, André, Vanderléia, Ana Flávia, Muriel e Jaime (e Moleca), Eliane, Silvia, Neide, Pollyana, Rafael e Cristiane, Rachel. Obrigada pelo apoio.

Não posso esquecer minhas amigas da UFPR, Ruth e Joselis, que sempre acreditaram muito em minhas capacidades, mesmo quando eu própria duvidava. Agradeço aos amigos e colegas do Tecpar, especialmente Fayet e Kerlyng, que me permitiram trabalhar em horários diferenciados para cumprir meus compromissos acadêmicos. À turma do “câncer”, companheiros de almoços muito divertidos Esdras, Frederico, Fernando e, é, claro, a Karin, uma pessoa encantadora e cheia de contrastes, extrovertida e leve, qualidades que não devem

faltar a uma grande amiga. E por falar em Karin, não posso esquecer a alma gêmea dela, o impagável Doutor Fabio. Aos demais amigos e colegas do Tecpar: Ana Cristina, Camila, Felipe, Ivo, Ivone, Letícia, Lucimar, Mari, Marta, Rogério e Sônia, só para citar alguns nomes.

Agradecimentos aos colegas da Secretaria de Planejamento: Heloísa, Moises, César, Fábio, Bernardo, Jackson, Elyane, Adriana e demais, pela força no momento de finalização e defesa do trabalho.

Agradecimentos àqueles que ao tentar me derrubar, fizeram-me mais forte e resistente para superar as adversidades, e cujas pedras atiradas foram usadas para construir a escada que me trouxe até aqui.

*Não me vejo feito fera, muito menos anjo
Eu quem faço o meu destino, traço os meus planos
Sei que meu sexto sentido não vai me trair*

*Troco o riso pelo pranto em qualquer negócio
Sei que tenho olhos do medo no fundo do poço
Estou sempre maquiado quando vou sorrir*

*As leis dos meus olhos são feitas por mim
Até na mesma mão os dedos não são iguais
Tem loucos que se olham no espelho e se acham normais*

*Ninguém ganha o jogo sem ter ambição
Não se apaga o fogo com fogo na mão
Os gritos do silêncio não assustam corações animais*

*Eu me escondo num segredo sem qualquer mistério
Aqui se faz, aqui se paga pode acreditar*

(Zé Ramalho - Corações Animais)



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE GEOCIÊNCIAS
PÓS-GRADUAÇÃO EM POLITICA CIENTÍFICA E
TECNOLÓGICA

**A Trajetória Recente da Institucionalização do Venture Capital no Brasil:
Implicações para o Futuro**

RESUMO

Dissertação de Mestrado

Leide Albergoni

Venture capital representa uma alternativa de financiamento adequada a empresas de base tecnológica com grande potencial de crescimento. O estabelecimento de um mercado de venture capital, no entanto, depende da conformação de um ambiente econômico, institucional e legal adequado à atuação dos atores. A atividade formal de venture capital surgiu nos Estados Unidos na década de 1950, quando as primeiras medidas de estímulo e fomento ao desenvolvimento desse mercado começaram a ser adotadas. A difusão para os demais países envolveu a reprodução adaptada do modelo norte-americano de venture capital, com políticas e ações específicas à realidade de cada país. Os estudos realizados sobre o funcionamento da atividade de venture capital destacam alguns elementos que afetam o crescimento desse mercado, quais sejam eles: a) regulamentação adequada; b) mecanismos de saída; c) incentivos fiscais aos investidores; d) participação de fundos de pensão no mercado; e) ambiente empreendedor; f) mercado financeiro estabelecido; g) ambiente econômico favorável; entre outras. O estabelecimento desses elementos depende, no entanto, dos esforços das instituições envolvidas na promoção da atividade, denominado “arranjo institucional”. Esse trabalho tem como intenção analisar a constituição e atuação do arranjo institucional no Brasil, verificando os resultados alcançados e comparando as ações executadas com aquelas realizadas nos Estados Unidos e Israel. O mercado de venture capital brasileiro encontra-se em estágio inicial de desenvolvimento, mas os principais fundamentos de funcionamento foram estabelecidos. Os resultados mostram convergência de esforços com ambos países estudados e os limites de atuação do arranjo institucional no estabelecimento de elementos indiretamente ligados ao desenvolvimento do mercado. Apesar de ações importantes estarem em curso, seus impactos ainda não se refletiram no nível de investimentos e operações e alguns gargalos ainda precisam ser superados.



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE GEOCIÊNCIAS
PÓS-GRADUAÇÃO EM POLÍTICA CIENTÍFICA E
TECNOLÓGICA

Recent path of venture capital institutionalization in Brazil: implications for the future

ABSTRACT

Leide Albergoni

Venture capital is a funding alternative to technological-based enterprises which presents great growth potential. The emergence of a venture capital market depends on the arrangement of an appropriate economic, institutional and legal environment for agent's activities. Formal venture capital began in the United States during the 1950s, by way of adoption of foment measures devised for the development of this market. The spreading to other countries required the adjustments on the venture capital American model, defining specific policies and actions to each country. Researches about venture capital activities highlight some elements that affect this market growth: a) appropriate regulations; b) exit mechanisms; c) fiscal incentives to investors; d) pension funds as players; e) pro-entrepreneur environment; f) well established financial market; g) favorable economic environment; and others. The establishment of these elements depends on the efforts of institutions involved in the promotion of these activities, the so-called "institutional arrangement". This dissertation aims to analyze the creation and performance of this institutional arrangement in Brazil, by verifying the outcomes and comparing the carried out tasks to those accomplished in the United States and Israel. Although venture capital market in Brazil is in an incipient development level, the basic functioning structure has already been set. The results exhibit a convergence of efforts along with studied countries and also the limited scope of the institutional arrangement in setting the indirect elements of market development. Although important tasks are under way their impacts have not lead to the desired operations and investment level and some bottlenecks must be overcome.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1.1	ESTÁGIOS DE EVOLUÇÃO E FONTES DE FINANCIAMENTO	15
FIGURA 1.2	ATORES E RELAÇÕES NO MERCADO DE VENTURE CAPITAL	20
FIGURA 1.3	CICLO DO INVESTIMENTO DE VENTURE CAPITAL	24
FIGURA 1.4	CONDIÇÕES DE FUNCIONAMENTO E POLÍTICAS PÚBLICAS PARA O MERCADO DE VENTURE CAPITAL	35
FIGURA 3.1	VEÍCULOS DE INVESTIMENTO DE LONGO PRAZO E AMBIENTE REGULATÓRIO	67
GRÁFICO 2.1	-DISTRIBUIÇÃO DOS INVESTIMENTOS POR REGIÃO (MÉDIA ANUAL DE 1998 A 2002)	43
GRÁFICO 2.2	- INVESTIMENTOS DE <i>VENTURE CAPITAL</i> POR ESTÁGIO - EUA (1990-2002*)	47
GRÁFICO 2.3	- INVESTIMENTOS REALIZADOS POR SETOR DE ATIVIDADE – ISRAEL (1999-2004)	59
GRÁFICO 3.1	-EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE GESTORES DE FUNDOS E LANÇAMENTO DE VEÍCULOS NO BRASIL ^(*) (1982-2004).....	79
GRÁFICO 3.2	-EVOLUÇÃO DO CAPITAL COMPROMETIDO E NÚMERO DE VEÍCULOS DE INVESTIMENTO (1999-2004).....	81
GRÁFICO 3.3	- ESTRUTURA LEGAL DOS VEÍCULOS DE INVESTIMENTO - BRASIL (2004)	85
GRÁFICO 3.5	- SETORES INVESTIDOS - POSIÇÃO DO PORTFÓLIO DAS INSTITUIÇÕES EM 2004	87

QUADRO 1.1	FONTES DE RECURSOS DAS EMPRESAS.....	11
QUADRO 1.2	COMPARAÇÃO ENTRE FINANCIAMENTO DE VENTURE CAPITAL E EMPRÉSTIMO.....	18
QUADRO 2.1	FASES E FATORES FAVORÁVEIS AO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE VENTURE CAPITAL EM ISRAEL.....	53
QUADRO 2.2	DIFERENÇA ENTRE OS PROGRAMAS INBAL E YOZMA.....	56
QUADRO 3.1	CONDIÇÕES DO PROGRAMA DE PARTICIPAÇÃO EM FUNDOS DE INVESTIMENTOS.....	76
QUADRO 3.2	DIFERENÇAS ENTRE VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY NO BRASIL.....	78
QUADRO 3.3	ABERTURAS DE CAPITAL NA BOVESPA.....	90
QUADRO 3.4	EVOLUÇÃO DO ARCABOUÇO INSTITUCIONAL NO MERCADO DE VENTURE CAPITAL.....	93
TABELA 2.1	EVOLUÇÃO DA ATIVIDADE DE VENTURE CAPITAL EM ISRAEL (1980-2000).....	57
TABELA 3.1	REGISTROS DE FUNDOS MÚTUOS DE INVESTIMENTOS EM EMPRESAS EMERGENTES (1995-2003).....	65
TABELA 3.2	VOLUME ESTIMADO DE INVESTIMENTOS E NÚMERO DE TRANSAÇÕES - BRASIL (VENTURE CAPITAL + PRIVATE EQUITY).....	80
TABELA 3.3	CLASSE DE INVESTIDORES - 2004.....	83
TABELA 3.4	PAÍS DE CONSTITUIÇÃO DOS VEÍCULOS DE INVESTIMENTOS.....	84
TABELA 3.5	MECANISMOS DE SAÍDA UTILIZADOS (1999-2004).....	89

LISTA DE SIGLAS

ABCR	Associação Brasileira de Capital de Risco
ABVCAP	Associação Brasileira de Venture Capital e Private Equity
Adten	Apoio ao Desenvolvimento Técnico da Empresa Nacional
Anprotec	Associação Nacional de Entidades Promotoras de Empreendimentos Inovadores
Apimec	Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais
ARD	<i>American Research and Developmen</i>
Banrisul	Banco de Desenvolvimento do Rio Grande do Sul
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNDESPAR	BNDES Participações S/A
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BVCA	British Venture Capital Association
CEO	Chief Executive Officer
CEPE	Centro de Estudos em Private Equity
CMN	Conselho Monetário Nacional
Contec	Programa de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica
CRP	Companhia Riograndense de participações
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DCC	Departamento do Cientista Chefe
DEC	Digital Equipment Corporation
Embramec	Mecânica Brasileira S/A
ERISA	<i>Employment Retirement Income Security Act</i>
EUA	Estados Unidos da América
Europeanvc	<i>European Venture Capital</i>
FBAC	Fórum Brasil Abertura de Capital organizado pela Finep e Bovespa
FGV	Fundação Getúlio Vargas
Fibase	Insumos Básicos SA Financiamentos e Participações
Finep	Financiadora de Estudos e Projetos
FIP	Fundos de Investimentos em Participação
FMIEE	Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes
Fumin	Fundo Multilateral de Investimento
IBM	<i>International Business Machines</i>
Ibmec	Instituto Brasileiro do Mercado de Capitais
Ibrasa	Investimentos Brasileiros S.A.
IPO	<i>Inicial Public Offering</i>
IVA	<i>Israel Venture Capital Association</i>
IVC	<i>Israel Venture Capital Reseach Center</i>
KPMG	<i>Klynveld Peat Marwick Goerdeler</i>
LAVCA	<i>Latin America Venture capital Association</i>
LP	<i>Limited Partnership</i>
Mais	Mercado de Ações para o Ingresso de S/A
MIT	Massachusetts Institute of Technology
NASA	Agência Nacional Espacial e de Aeronáutica
Nasdaq	<i>National Association of Securities Dealers' Automated Quotation</i>
NSF	Fundação Nacional de Ciência

OCS	<i>Office Chef Scientist</i>
OECD	<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
PE	<i>Private Equity</i>
PEI	<i>Private Equity Intelligence</i>
PIB	Produto Interno Bruto
RFC	<i>Reconstructions Finance Corporation</i>
SA	Sociedades Anônimas
SAVCA	<i>South African Venture capital e Private Equity Associatio</i>
SBA	<i>Small Business Administratio</i>
SBIC	<i>Small Business Investment Companies</i>
Sebrae	Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
SNI	Sistema Nacional de Inovação
TASE	<i>Tel Aviv Stock Exchange</i>
TI	Tecnologias da Informação
TIC	Tecnologias da Informação e Comunicação
VC	Venture Capital

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
1 FINANCIAMENTO À INOVAÇÃO	7
1.1 A IMPORTÂNCIA DO FINANCIAMENTO PARA A INOVAÇÃO.....	7
1.2 FONTES DE RECURSOS E ADEQUAÇÃO AO FINANCIAMENTO DA EMPRESA EM SEUS DIVERSOS ESTÁGIOS	11
1.3 O PAPEL DO <i>VENTURE CAPITAL</i>	15
1.3.1 Conceitos e Definições.....	17
1.3.2 Atores.....	19
1.3.3 Ciclo do Investimento	23
1.4 O <i>VENTURE CAPITAL</i> E O CRESCIMENTO DE EMPRESAS EMERGENTES	27
1.5 <i>VENTURE CAPITAL</i> E POLÍTICAS PÚBLICAS.....	29
1.6 CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO.....	36
2 A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL EM <i>VENTURE CAPITAL</i>	39
2.1 O MERCADO GLOBAL DE <i>VENTURE CAPITAL</i>	39
2.2 ESTADOS UNIDOS: O BERÇO DO <i>VENTURE CAPITAL</i>	43
2.2.1 Evolução Histórica.....	44
2.2.3 Situação Atual	49
2.3 O MERCADO DE <i>VENTURE CAPITAL</i> EM ISRAEL.....	49
2.3.1 As Condições Favoráveis.....	51
2.3.2 As Iniciativas: os Programas Inbal e Yozma.....	54
2.3.3 Os Resultados.....	57
2.4 CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO.....	59
3 O <i>VENTURE CAPITAL</i> NO BRASIL	61
3.1 HISTÓRICO DA ATIVIDADE E MARCO LEGAL.....	61
3.2 O ARRANJO INSTITUCIONAL NA PROMOÇÃO DO <i>VENTURE CAPITAL</i>	70
3.3 RESULTADOS PRELIMINARES: EVOLUÇÃO E PERFIL DA ATIVIDADE NO BRASIL E PERSPECTIVAS.....	77
3.4 CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO.....	92
CONCLUSÃO: LIÇÕES PARA O BRASIL	97
REFERÊNCIAS	103

INTRODUÇÃO

Além das incertezas geralmente associadas a novos negócios, as empresas de base tecnológica deparam-se com incertezas inerentes ao processo inovativo, relacionadas ao risco técnico de desenvolvimento de novos produtos (processo de busca pelas firmas) e ao risco de mercado, associado ao sucesso ou insucesso de uma inovação (mecanismo de seleção pelo mercado). Além disso, por se tratar de um novo empreendimento, essas firmas têm dificuldades de levantar o montante necessário ao investimento inicial, uma vez que não possuem recursos próprios e não têm garantias reais a oferecer se recorrerem ao sistema de crédito tradicional.

Diante desses elementos, o venture capital é o financiamento que mais se adequa às necessidades das pequenas empresas de base tecnológica, tanto por prover recursos financeiros sem exigir garantias tangíveis, quanto por oferecer suporte gerencial ao longo das fases de desenvolvimento do negócio. Em suas diversas modalidades o venture capital pode cumprir, simultaneamente, as funções de *finance* e *fundings*. Nada mais apropriado para quem quer começar um novo e arriscado negócio, levando uma boa idéia da bancada ao mercado.

O funcionamento de um mercado de venture capital necessita, no entanto, de condições legais e institucionais adequadas às necessidades dos participantes desse mercado, formando um ambiente propício à atuação dos atores, conforme demonstram as experiências dos principais mercados de venture capital.

No Brasil as ações concretas de promoção da atividade são recentes, a partir da segunda metade da década de 1990 e intensificadas na década de 2000, quando o marco legal da atividade foi estabelecido e as instituições de fomento envolveram-se em ações direcionadas à promoção do mercado de venture capital.

Uma das iniciativas de fomento pioneiras nessa nova fase de crescimento da atividade no país é o Projeto Inovar da Finep, que despertou outras instituições de fomento empresarial para a necessidade de apoiar a atividade. Outras ações foram desenhadas depois disso por outras instituições, mas o elemento central das iniciativas é a sinergia gerada pelas ações conjuntas e complementares.

O mercado de venture capital ainda é pequeno no Brasil, comparado com o tamanho da economia brasileira. Enquanto que nos maiores mercados de venture o investimento de venture capital representa cerca de 1% do PIB, no Brasil o investimento médio realizado no

período de 1999 a 2004 foi de apenas 0,06% do PIB (RIBEIRO, 2006). As expectativas dos atores desse mercado, no entanto, são de crescimento da atividade nos próximos anos, uma vez que os fundamentos necessários ao funcionamento básico do mercado já estariam estabelecidos.

O objetivo do trabalho é entender o processo de institucionalização do mercado de *venture capital* no Brasil, analisando-se as iniciativas recentes de promoção e comparando-as com aquelas adotadas nos Estados Unidos e Israel.

Entende-se por institucionalização o estabelecimento de elementos institucionais ao funcionamento, tais como regras legais, mecanismos de saída e execução de programas de fomento à atividade, entre outros elementos diretamente ligados à atividade. O conjunto de instituições envolvidas na promoção do mercado de *venture capital* é denominado, nesse trabalho, “arranjo institucional”, a palavra arranjo aqui empregada no sentido de combinação de esforços para se atingir um determinado objetivo.

A realização do trabalho é pertinente no momento em que se discute instrumentos de financiamento à inovação no Brasil. A falta de conhecimento do tema por grande parte dos empreendedores e mesmo no meio acadêmico reforça a importância de se discutir *venture capital* e buscar entender o processo de desenvolvimento da atividade no Brasil.

Metodologia

O referencial de análise utilizado é de elaboração própria, baseado nos trabalhos que investigam os elementos fundamentais ao crescimento da atividade de *venture capital* em um país, quais sejam eles:

- Gompers & Lerner (1999), que destacam crescimento do PIB, a taxa de retorno no mercado de capitais e as despesas de P&D como condições para estimular a demanda de *venture capital* nos Estados Unidos no período de 1972 a 1994;
- Keuschnigg (2003) que analisa o papel das políticas públicas para o mercado de *venture capital*, considerando, em seu modelo, o ambiente empreendedor, entrada de novos fundos de *venture capital*, lucro extraordinário com a introdução de um novo produto no mercado, entre outros.

- As análises de Avnimelech & Teubal (2003) para o caso de Israel.
- Estudo de Megginson (2004), que analisa a convergência de um modelo de mercado de venture capital entre Eua, Canadá, Europa, Israel e parte da Ásia, considerando-se os elementos institucionais de cada mercado.
- Jeng & Wells (2001) que a partir de uma base de 21 países analisam os efeitos do IPO, crescimento do PIB, mercado de capitais, qualidade dos padrões contábeis, tamanho do mercado de previdência privada e mobilidade de mão-de-obra sobre o crescimento do mercado de venture capital.
- Mayer (2002) que ressalta o papel das estruturas legais e regulatórias no desenvolvimento do mercado de *venture capital*, por meio de proteção legal aos investidores e padrões de governança no ciclo do investimento.

O método utilizado é a análise comparativa, buscando identificar convergências e divergências das ações propostas entre os países selecionados. O trabalho tem caráter descritivo e exploratório, sem a pretensão de testar hipóteses.

A escolha de Estados Unidos e Israel como casos de sucesso está baseada no fato de ambos países serem os principais mercados de venture capital do mundo. Estados Unidos é o berço da atividade e sua estrutura institucional e legal vem servindo de modelo para promoção do mercado de venture capital em diversos países. Israel possui um mercado mais recente, mas a representatividade dos investimentos de venture capital em relação ao PIB é a maior do mundo. Além disso, nas primeiras leituras realizadas sobre Israel, verificou-se a semelhança de ações da Finep com o principal programa de fomento daquele país, o Yozma.

Naturalmente que a comparação da estrutura econômica entre os três países revela a distância entre as economias e o tamanho dos mercados de venture capital, mas o que foi considerado como critério de escolha é o sucesso das instituições em promover a atividade naqueles países.

Para atingir o objetivo proposto, combinou-se a revisão bibliográfica sobre o tema proposto a uma pesquisa de campo. O objetivo da revisão bibliográfica foi adquirir conhecimento sobre o assunto, identificar elementos necessários ao funcionamento da atividade e conhecer casos de sucesso na promoção da atividade, além de descrever o desenvolvimento no Brasil.

Como material bibliográfico, utilizou-se dissertações sobre a atividade de venture

capital, relatórios das instituições de venture capital, artigos acadêmicos e informações dos sites das instituições.

Os conceitos e definições foram extraídos de artigos e dissertações sobre o assunto, complementados pelas definições do Glossário de Venture Capital do Portal Capital de Risco. No trabalho, a expressão “capital de risco”, que é mais conhecida no Brasil, foi substituída apenas por “venture capital” uma vez que nas entrevistas realizadas verificou-se a relutância dos gestores de fundo em utilizar aquela expressão e os esforços realizados pela Associação Brasileira de Venture Capital e Private Equity e outras instituições em substituir a expressão “risco” por “empreendedor”. Segundo um dos entrevistados, a tradução do termo “venture” para o português escolheu o significado mais negativo para o verbete – o risco – desconsiderando que o principal diferencial desse tipo de investimento é a agregação de valor ao empreendimento¹. Nesse caso, a tradução mais correta seria “capital empreendedor”, mas como esse termo ainda não foi devidamente difundido, optou-se por utilizar o termo venture.

As informações disponíveis sobre o mercado de venture capital no Brasil são limitadas e imprecisas, tanto por se tratar de uma atividade recente e pequena – portanto sem uma estrutura de coleta sistemática de informações – quanto pela natureza da atividade. Uma vez que o mercado estudado é de participações privadas, as informações também acabam por ser de cunho privado. As empresas são geralmente de capital fechado e vários fundos são constituídos fora do país, o que os isenta de declarar publicamente informações relevantes.

Para traçar o perfil da atividade no país foram utilizados dados primários e secundários, quais sejam eles:

- Dados primários:
 - Dados da CVM sobre fundos registrados;
 - Dados das instituições envolvidas no mercado, Finep, Bndes e Endeavor sobre valores comprometidos disponíveis nos sites das instituições;
 - Entrevistas com os gestores de fundos e técnicos da Finep.
- Dados secundários:
 - Pesquisas da ABCR e Thomson Ventures para os anos de 2000, 2002 e 2003;

¹ Na entrevista com Álvaro Gonçalves realizada em 13/09/2005, gestor de fundo e presidente da ABVCAP, o primeiro pronunciamento foi em relação à contribuição que o trabalho faria se não utilizasse o termo “capital de risco”.

- Pesquisa realizada pelo Centro de Estudos de Private Equity e Venture capital da Fundação Getúlio Vargas sobre private equity e venture capital (CARVALHO, et al., 2006);
 - Guia endeavor de Fundos de Venture Capital e Private Equity no Brasil. Endeavor (2003);
 - Dissertações de Ribeiro (2006) e Pavani (2004).
- Outras fontes:
 - Notícias, sobretudo do Jornal Valor Econômico.

A pesquisa de campo constituiu-se de entrevistas com três administradores de fundos de venture capital e *private equity* que atuam no Brasil e com técnicos da Finep que participam do Programa Inovar. A pesquisa teve caráter exploratório qualitativo, com o objetivo de captar os acontecimentos não relatados em meios oficiais e impressões dos agentes sobre a estrutura e conjuntura da atividade.

As entrevistas seguiram um roteiro pré-elaborado com questões abertas, tanto com os gestores de fundo, quanto com os técnicos da Finep. A flexibilidade do roteiro das entrevistas permitiu conhecer e descobrir elementos não previstos na definição metodológica inicial da pesquisa de campo.

Em relação aos gestores de fundo, como a amostra não possui representatividade estatística (3 entre mais de 20 instituições gestoras de venture capital), o objetivo era ampliar o conhecimento sobre o funcionamento da atividade e identificar elementos críticos e positivos no mercado brasileiro de venture capital. A seleção dos gestores de fundos entrevistados foi baseada em critérios intencionais, em função de restrições como a localização geográfica (foram contatados apenas gestores localizados nas cidades de São Paulo e Rio de Janeiro, devido aos custos de deslocamento) e disponibilidade dos gestores de fundos para as entrevistas (dos 10 contatados, apenas 3 aceitaram ser entrevistados).

Na Finep, procurou-se entrevistar técnicos envolvidos em diferentes ações do Projeto Inovar, como a Incubadora de Fundos, os Venture Fóruns e os Inovar Semente, além de um técnico que participou da concepção do projeto desde o início. O objetivo ao entrevistar técnicos da Finep era entender melhor o Projeto Inovar, a principal iniciativa em termos de programas de subsídios e que teve como mérito congregar os esforços de outras instituições envolvidas na promoção da atividade.

A análise do perfil do mercado possui limitações, uma vez que as principais pesquisas realizadas para o setor – da ABCR e Thomson Venture e da CEPE/FGV – abrangem venture e private, sem distinção de segmentos. Na medida do possível, buscou-se incluir outros dados, informações e estimativas que complementem os dados das pesquisas para se chegar a uma aproximação do valor movimentado para venture capital.

1 FINANCIAMENTO À INOVAÇÃO

O objetivo desse capítulo é discutir a importância do financiamento externo à inovação em contraste com a lógica de concessão de recursos das instituições financeiras. Após apontar as dificuldades de se financiar o processo de desenvolvimento e crescimento de empresas emergentes com os instrumentos tradicionais de crédito, a intenção é mostrar a importância do *venture capital* para os novos negócios. Para tanto, o capítulo está dividido em cinco seções: na primeira discute-se a importância do financiamento para a inovação; na segunda são apresentadas as fontes de recursos e adequação para os diversos estágios de desenvolvimento e as dificuldades de captação de recursos externos para financiar o processo de desenvolvimento e difusão de um novo produto no mercado por uma empresa emergente; na terceira seção aponta-se o *venture capital* como alternativa de financiamento para empresas nascentes, apresentando os conceitos e definições, os atores envolvidos e o processo de investimento; na quarta seção apresenta-se a importância do *venture capital* para empresas emergentes; e finalmente, na quinta seção, discutem-se os elementos necessários ao desenvolvimento de um mercado de *venture capital* e o papel do governo na consolidação desses elementos.

1.1 A IMPORTÂNCIA DO FINANCIAMENTO PARA A INOVAÇÃO

Uma das condições institucionais mais importantes necessárias à concretização da inovação é a possibilidade de financiamento. A transformação de uma invenção em inovação depende de sua difusão no mercado. De acordo com o Livro Verde “Considera-se que uma inovação tecnológica de produto ou processo tenha sido implementada se tiver sido introduzida no mercado (inovação de produto) ou utilizada no processo de produção (inovação de processo)” (SILVA e MELO, 2001, p.16).

Produzir um novo produto em escala de mercado ou implantar um novo processo envolve investimentos pelas firmas. No caso de grandes empresas, o desenvolvimento de um novo produto pode ser financiado com recursos próprios, através da mobilização de capital para atividades de P&D e demais atividades relacionadas à finalização do produto. No caso de empresas iniciantes que ainda não dispõem de fluxo de caixa positivo, o financiamento de um novo produto necessita de recursos externos, isto é, de instrumentos de crédito e aporte de

capital. Para Schumpeter (1985, p.74) “o crédito é essencialmente a criação do poder de compra com o propósito de transferi-lo ao empresário”.

Na abordagem dos sistemas nacionais de inovação² (SNI) o sistema financeiro é visto como um entre os vários subsistemas. Para Carvalho (2000) as funções do sistema financeiro vão além da criação de moeda e da administração do sistema de pagamentos: o papel do sistema financeiro é sobretudo canalizar os recursos de agentes superavitários para os deficitários, aumentando a eficiência do uso dos recursos e garantindo a capacidade de crescimento da economia. Segundo o autor “Schumpeter (...) localiza no desenvolvimento de sistemas organizados de crédito a libertação do empreendedor da necessidade de nascer rico. Sistemas financeiros permitem que aqueles que acumulam ou herdaram recursos, mas que não têm capacidade ou desejo de empregá-lo produtivamente, possam transferi-los para atividades produtivas” (CARVALHO, 2000, p.237).

Albuquerque (1996), ao propor a discussão de um critério para analisar a dimensão financeira do processo de construção de um Sistema Nacional de Inovação, avalia o papel das instituições financeiras como decisivo no sentido de viabilizar a realização dos investimentos necessários ao crescimento em geral e à inovação. O autor cita o trabalho de Cameron (1967, apud Albuquerque, 1996) o qual mostra que as industrializações – momentos históricos de pulverização de inúmeras inovações e esboço da estrutura dos sistemas nacionais de inovação – foram antecedidas pela construção de uma solução para a questão financeira³, reforçando a hipótese teórica da articulação entre investimento e inovação.

O trabalho de Mayer (2002) covalida essa tese ao adotar como pressuposto básico a relação estreita entre mercados financeiros desenvolvidos e crescimento da indústria de alta tecnologia (*high technology*) no exame das precondições do setor financeiro para o sucesso do desenvolvimento desse setor.

² Sistema Nacional de Inovação é um conjunto institucional – produto de uma ação planejada e consciente ou de um somatório de decisões não planejadas e desarticuladas – que impulsiona o progresso tecnológico em economias capitalistas complexas. (SILVA e MELO, 2001, p.16).

³ Segundo Zysman (1983), os sistemas financeiros são construídos de forma a superar obstáculos existentes ao desenvolvimento industrial de cada país, dada as condições prévias acumuladas pelo país. Sobre as raízes históricas da diferença entre desenvolvimento econômico e industrial financiado por mercado de capitais ou mercado de crédito, ver Studart (1995).

Nas palavras de Albuquerque (1996, p.125) “Cada processo de industrialização, em especial cada processo de *catching up*, necessita de um arranjo específico que consiga resolver o gargalo das condições de financiamento em termos das condições concretas de cada país. Sem a obtenção de uma solução financeira estável em termos de longo prazo⁴, o crescimento econômico não pode ser alcançado e a dinâmica inovativa que o impulsiona está comprometida. De uma forma bastante simples, essa conexão existente entre sistemas de inovação e estruturas financeiras pode ser estabelecida”.

Segundo Carvalho (2000) a eficiência de um sistema financeiro em promover e apoiar o desenvolvimento econômico depende da forma como ele é organizado. O que diferencia um sistema de outro é o tipo de relação predominante entre tomadores e emprestadores, sendo que pode ser intermediada (baseadas em crédito) ou direta (baseadas em mercados financeiros).

Nos sistemas baseados em mercados financeiros a maior parte das necessidades de financiamento dos agentes é satisfeita com a colocação de papéis nos mercados monetários e de capitais. Nos sistemas baseados em crédito, o financiamento é intermediado por uma instituição bancária. A intermediação permite o estabelecimento de contratos personalizados de acordo com as condições, preferências e necessidades dos agentes envolvidos na operação. As relações diretas entre tomadores e emprestadores requerem padrões de contratos que possam ser negociados e comparados para efeitos de substituição de títulos, o que implica em agentes capazes de decifrar esses contratos bem como a existência de regras de interação e de solução de controvérsias. Os sistemas baseados em mercados de capitais dependem, portanto, de sistemas legais sofisticados bem como de mercados secundários que conferem grau de liquidez aos papéis (CARVALHO, 2000).

Por essas razões, a colocação direta de papéis junto ao público aplicador só se torna uma forma importante de captação de recursos em sociedades dotadas de sistemas financeiros mais sofisticados do ponto de vista legal, institucional e de capacitação dos próprios investidores. Por conseguinte, em sociedades menos avançadas do ponto de vista financeiro encontraremos o predomínio da intermediação financeira como canal de circulação, e, especialmente, do crédito bancário. (CARVALHO, 2000, p.297)

Estruturas financeiras alternativas podem ser funcionais em circunstâncias diferentes, dependendo da solidez da economia, de seu grau de desenvolvimento, da sofisticação de suas estruturas legais, etc. (CARVALHO, 2000, p.237)

⁴ Para os Economistas, longo prazo é definido como o período em que todos os fatores produtivos e os custos são variáveis. No curto prazo a produção é feita com um dado estoque de capital, sem que haja tempo de se incorporar novos equipamentos e máquinas no processo produtivo. Nesse caso, o aumento da produção no curto prazo ocorre apenas com o uso de mais mão-de-obra e mais matérias-primas (Dicionário Bovespa).

No caso dos Estados Unidos, o sistema financeiro é voltado para o financiamento direto, com canais importantes de colocação de papéis diretamente junto ao público não financeiro. A legislação bancária restringe a atuação dos bancos comerciais em operações de empréstimos de longo prazo, o que contribui para a utilização dos canais de financiamento direto (CARVALHO, 2000).

No Japão predomina a intermediação financeira. Existem bancos especializados em operações de longo prazo e para as pequenas empresas. A utilização do mercado de capitais é prejudicada pela rigidez da legislação financeira e a fraqueza dos mercados secundários, o que reduz a liquidez e aumenta o risco dos papéis (CARVALHO, 2002).

No sistema financeiro alemão também predominam as operações intermediadas e os empréstimos diretos são quase inexistentes. Nesse país, a disponibilidade de fundos de longo prazo depende da captação recursos também de longo prazo. O mercado financeiro é pouco sofisticado e o mercado de capitais é singularmente atrofiado, dificultando a realização de operações de empréstimo desintermediada (CARVALHO, 2002).

Apesar de desempenhar um papel importante no processo de inovação, a lógica de funcionamento do sistema financeiro limita a alocação de recursos nas atividades inovativas. Gorgulho (1996) comenta que o sistema financeiro é anti-inovador, uma vez que opera em um horizonte de curto prazo e evita riscos. Por isso o financiamento externo tende a se concentrar nas etapas mais avançadas do processo inovador, quando a incerteza atinge níveis aceitáveis pelos agentes.

O sistema financeiro atua como um dos mecanismos de seleção e restrição a inovações, ao utilizar seus procedimentos tradicionais de concessão de crédito para selecionar as empresas que receberão financiamento. Essa seleção é feita baseada no desempenho passado da firma e na capacidade de oferecer garantias reais, de forma que as empresas mais aptas para receber financiamento são as estabelecidas em setores industriais estáveis e maduros.

Os critérios convencionais de análise avaliam negativamente o processo inovativo porque eles levam em conta somente os resultados já alcançados e não os processos em andamento na firma para a realização de seus objetivos. Eles ignoram também os benefícios intangíveis do desenvolvimento de uma inovação, em termos do aprendizado incorporado nas pessoas e instituições envolvidas, que capacitam a empresa para futuros desenvolvimentos. As atividades de P&D são consideradas como sendo atividades que reduzem os lucros correntes, ao invés de aumentar os lucros futuros. (GORGULHO, 1996, p.37)

Christensen (1992) destaca que investimentos em inovação implicam em maiores incertezas que os demais tipos de inversões. Além da incerteza de mercado, há a incerteza técnica. Ao processo de pesquisa e desenvolvimento de um produto ou processo segue-se um processo de seleção pelo mercado, sendo que o sucesso da invenção só se completa após a adoção da novidade pelos agentes econômicos. Enquanto que a incerteza técnica pode ser minimizada nas etapas do desenvolvimento experimental, a incerteza de mercado permanece até que o produto seja definitivamente selecionado.

Em uma lógica de funcionamento que prioriza a liquidez, evita os riscos e valoriza o retorno no curto prazo, inversões em projetos tecnológicos com risco elevado e prazo de retorno longo tendem a ficar em segundo plano, mesmo que a magnitude do retorno seja superior a outras opções de investimentos.

Tendo em vista esses fatores, o financiamento tradicional oferece poucas possibilidades de captação de recursos para novos projetos e novos negócios. Os investimentos privados em inovação dependem, portanto, de um mecanismo diferenciado que atenda as características de incerteza e risco mais elevados que os empreendimentos tradicionais.

1.2 FONTES DE RECURSOS E ADEQUAÇÃO AO FINANCIAMENTO DA EMPRESA EM SEUS DIVERSOS ESTÁGIOS

Pavani (2002) ao relacionar as fontes de recursos e sua adequação às necessidades das empresas, apresenta o quadro 1.1 a seguir:

QUADRO 1.1 - FONTES DE RECURSOS DAS EMPRESAS

FONTE DE RECURSOS	DESCRIÇÃO
Lucros acumulados	Recursos gerados na operação e retidos pela empresa nos períodos anteriores
Clientes	O cliente adianta o valor contratado e a empresa utiliza os recursos para o desenvolvimento ou produção/prestação do serviço
Fornecedores	A empresa pode conseguir parcelamento ou desconto para pagamento de seus fornecedores
Parceiros	Interessados em estratégias comuns, produtos ou serviços complementares, atividades comuns podem financiar a empresa
Doações ou prêmios	Instituições de fomento do governo ou instituições promotoras de desenvolvimento financiam projetos a fundo perdido, quando os projetos apresentados têm as características que se quer fomentar
Incentivos fiscais	Incentivos fiscais, geralmente sob a forma de diminuição de alíquotas dos impostos. Os governos, nas diferentes esferas, podem criar incentivos fiscais visando atrair empresas para determinadas regiões ou fomentar o desenvolvimento de setores econômicos.
Sócios (atuais e novos)	Atuais sócios aportam mais recursos na empresa; ou venda de ações ou de outros tipos de valores mobiliários para terceiros.
Bancos	Financiamento de instituições bancárias.

FONTE: Pavani (2002)

A autora discute as vantagens e desvantagens de cada fonte, destacando o seguinte:

- Em relação aos Lucros, as novas empresas não terão tido tempo de operação para gerar os recursos necessários e mesmo que tivessem, podem não ter acumulado o montante necessário para financiar novos investimentos;
- financiamento através de Clientes indica que a proposta de negócios tem maiores chances de ser aceita pelo mercado, mas pode ser que não haja clientes dispostos a financiar seus fornecedores;
- crédito de Fornecedores cobre a necessidade de capital de giro, mas a empresa tem outras atividades que necessitam de financiamento;
- Recursos de Parceiros são destinados para atividades objeto da parceria, não cobrindo outras atividades;
- Recursos não reembolsáveis geralmente destinam-se à pesquisa e desenvolvimento (P&D), não podendo ser utilizados para atividades de comercialização, marketing ou administrativas, ou ainda, produtivas;
- No caso de Incentivos Fiscais, especialmente sob a forma de redução de impostos, a empresa geralmente precisa realizar a venda e gerar o lucro para usufruir o benefício;
- aporte de novo capital no negócio pode vir através dos sócios fundadores ou de sócios investidores. No primeiro caso o aporte é limitado pelo montante de recursos detidos pelos sócios e sua disposição em investi-los no empreendimento. Os sócios investidores podem ser os *business angels*, fundos de *venture capital* ou fundos de *private equity*, dependendo do grau de maturidade da empresa e da necessidade de recurso a ser captado (PAVANI, 2002).
- Em relação aos empréstimos bancários, estes são concedidos com base no desempenho passado da empresa – refletido em seus demonstrativos financeiros – bem como na apresentação de garantias reais. A nova empresa não possui um histórico e dificilmente ativos com liquidez a oferecer. Esse tipo de recurso acarreta pagamento de juros e amortizações, que exigem uma geração de caixa estável pela firma, o que é difícil para pequenas e médias empresas, especialmente as nascentes.

Alguns trabalhos indicam que as firmas possuem uma ordem de preferência sobre a fonte de recursos para os seus financiamentos. Na teoria da *pecking order of finance*⁵, as firmas sempre preferem os recursos próprios aos recursos de terceiros⁶, sendo que quando recorrem ao último a opção preferida geralmente é o endividamento e a emissão de ações ocupa uma posição secundária. “Em outras palavras, inicialmente os potenciais devedores (firmas) buscam financiamentos intensivos em informação, principalmente créditos bancários, para depois buscarem financiamentos em fontes menos intensivas em informação”.⁷ (LUCINDA e SAITO, 2001).

Trabalhos de Mayer (1988, 1990, apud Moreira & Puga 2000) sobre estrutura de capital nos países desenvolvidos no período de 1970-85 destacam que em todos os países analisados os recursos próprios eram a principal fonte de financiamento do crescimento das firmas, apesar de existirem diferenças marcantes entre os países em termos de graus de autofinanciamento.⁸

Moreira e Puga (2000) observam que o acesso das firmas a recursos externos estaria associado não a um padrão de financiamento específico, mas sim ao grau de desenvolvimento financeiro do país, que está estreitamente relacionado à capacidade do sistema legal do país de definir e implementar os direitos dos investidores.

Como colocam Corder e Salles Filho (2005) ao longo de suas fases de desenvolvimento, a empresa necessita de recursos com prazos que possibilitem o financiamento de suas necessidades momentâneas e permitam gerar receita para financiar o fluxo de caixa. Um

⁵ Ordem de captação de recursos. Segundo evidências empíricas mudanças na estrutura de capital das empresas podem afetar o seu valor de mercado. Os autores baseados na Teoria da Assimetria de Informações afirmam que “as empresas estão sub-avaliadas pelo mercado uma vez que os seus administradores têm informações que o mercado não possui sobre novos projetos e possíveis ganhos. Esta teoria é suportada por testes empíricos que mostram que a emissão de novas ações pelas empresas é em geral vista como uma má notícia pelo mercado. Para evitar a emissão de ações sub-avaliadas, os gestores preferem outras fontes de recursos. Esta teoria é conhecida como a Hipótese da Ordem de Captação (*Pecking Order Hypothesis*)” (EID JUNIOR, 1996, p.1)

⁶ Para o Brasil, dados da Anpei mostram que no período 1993-98 os investimentos em P&D foram financiados internamente nas empresas (mais de 90%) e somente uma reduzida parcela foi financiada por fontes externas (agências públicas como BNDES, Finep, Sebrae). (ALBUQUERQUE e SICSÚ, 2000)

⁷ As fontes menos intensivas em informações são mais utilizadas quando as empresas já possuem uma reputação no mercado.

⁸ Estudos de Corbett e Jenkinson (1994) para um período um pouco mais longo (1970-89) chegaram a conclusões semelhantes, em particular quanto à importância do autofinanciamento para os EUA e o Reino Unido e do crédito bancário para o Japão (apud LUCINDA e SAITO, 2001).

empréstimo bancário, no entanto, baseia-se no “adiantamento de crédito de curto prazo aos investidores para a viabilização dos projetos de investimento” (idem), ou seja, um fundo rotativo bancário onde os empréstimos retornam à rede bancária sob forma de novos depósitos (*finance*). Nesse caso, para não comprometer a sustentabilidade do sistema bancário, o retorno deve ocorrer em um curto período de tempo.

Uma vez que o investimento é um processo de longo prazo, a empresa pode não ser capaz, durante certo tempo, de gerar receitas suficientes para cobrir a dívida. Sendo assim,

As empresas sempre podem recorrer a novas fontes de curto-prazo para cumprirem com seus compromissos financeiros, mas os custos de operações desta natureza são bastante elevados e podem comprometer sua saúde financeira. Por isso, é importante que elas possam contar com fontes fornecedoras de recursos cujos custos e prazos sejam compatíveis com os níveis e prazos de retorno esperados. (CORDER e SALLES, 2005)

Nesse caso, a empresa necessita de mecanismos que possam substituir as dívidas de curto prazo por uma dívida de longo prazo (*funding*). Essa nova dívida não pode estar baseada em crédito, que é rotativo e de curto prazo. A empresa pode recorrer à venda de títulos de dívida ou de propriedade no mercado de capitais. Os títulos de dívida (notas promissórias, duplicatas, entre outros) transferem recursos para o empresário por um tempo determinado com remuneração realizada através de juros. No caso dos títulos de propriedade, o proprietário do recurso torna-se sócio do empreendedor, e como sócio sua remuneração realiza-se através do compartilhamento dos lucros do empreendimento (CARVALHO, 2000, p.241).

Além do curto prazo no cumprimento das obrigações, empresas emergentes possuem dificuldade em obter crédito tradicional. Em se tratando de novos empreendedores, a falta de garantias tangíveis a oferecer no momento de captar recursos financeiros no mercado de crédito formal limita a exploração do potencial de empresas nascentes ou emergentes. A inexistência de informações e a incerteza quanto ao sucesso do empreendimento dificultam a avaliação do novo negócio por parte dos investidores. A avaliação de uma proposta inovativa requer uma competência de prospecção tecnológica e de mercado que os bancos comerciais geralmente não possuem (CHRISTENSEN, 1992; MELO, 2003).

Como escreve Christensen (1992), devido ao risco elevado, os investimentos iniciais em inovações são geralmente financiados com recursos internos das firmas, mas pequenas e médias empresas têm mais dificuldades para se auto-financiar e precisam buscar recursos no mercado de crédito. Nesse caso, cria-se um círculo vicioso: a empresa não consegue captar

recursos no mercado de crédito tradicional porque não possui histórico de fluxo de caixa nem garantias reais a oferecer, mas devido a essa escassez de recursos não consegue atingir um nível de fluxo de caixa satisfatório para se auto-financiar.

1.3 O PAPEL DO VENTURE CAPITAL

De acordo com Pavani (2003) o desenvolvimento de um novo empreendimento de base tecnológica envolve diferentes estágios. Conforme a empresa se desenvolve, o fluxo de caixa vai se estabilizando, reduzindo os riscos e aumentando a rentabilidade esperada do negócio. A combinação de risco e retorno é cada vez mais atrativa ao longo dessas fases, abrindo cada vez mais o leque de fontes de financiamento. A figura 1.1 ilustra os estágios de evolução e as correspondentes fases de financiamento.

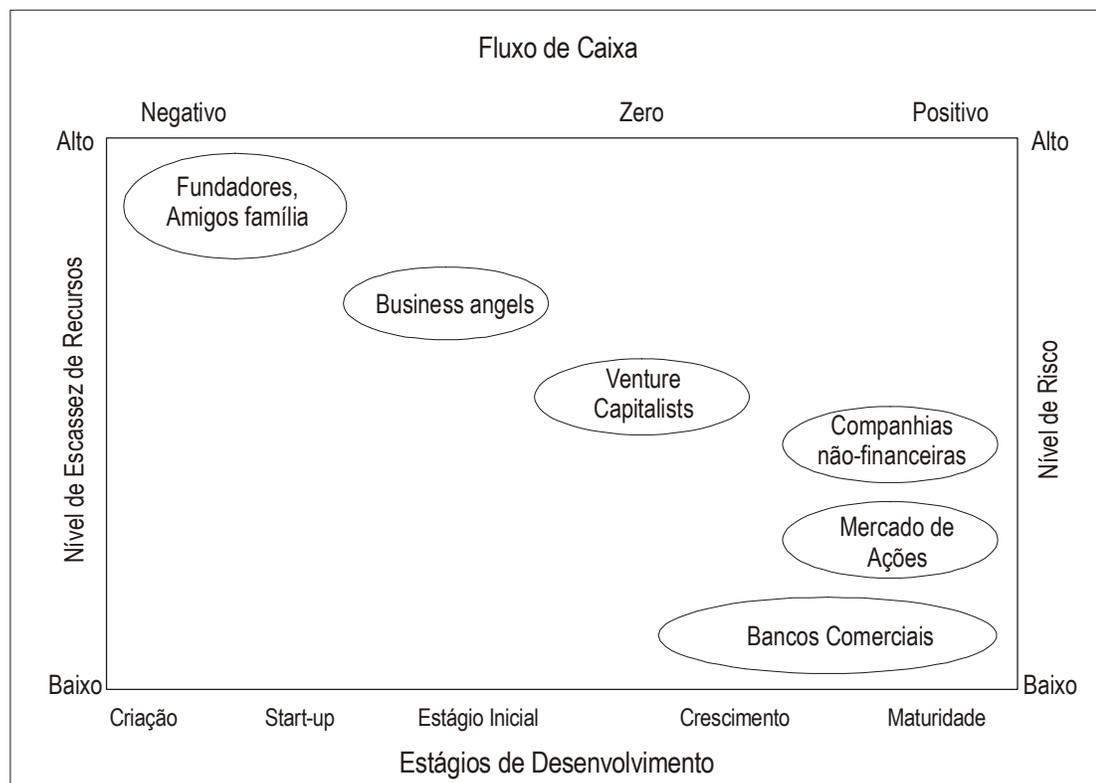


FIGURA 1.1 - ESTÁGIOS DE EVOLUÇÃO E FONTES DE FINANCIAMENTO
 FONTE: Elaboração própria baseada em Mayer (2001, p.7) e Pavani (2003, p.27)

Na fase de criação, o empreendedor necessita de capital para desenvolvimento do plano de negócios, aprofundamento de estudos técnicos, construção do protótipo e pesquisas de

mercado preliminares. A receita é zero e o fluxo de caixa é negativo. Como é uma fase com risco demasiado, é difícil encontrar investidor disposto a aportar capital no negócio. O investimento capital semente, como é chamado o investimento realizado nessa fase, possui volume pequeno e vem do próprio bolso do empreendedor, da família e amigos. Em alguns casos incubadoras tecnológicas dão o suporte necessário para a alavancagem do projeto nessa fase inicial.

Na fase *start-up* o investimento é requerido para custear o funcionamento de uma nova empresa, o desenvolvimento de produtos em larga escala, marketing, estudos de mercado e desenvolvimento do plano de negócio. Nessa fase em há o protótipo, os riscos técnicos são menores e a capacidade de atração de financiamento externo é maior. Os potenciais investidores são os *business angels*, indivíduos ricos que investem capital próprio em novos empreendimentos. A participação de sociedades de *venture capital* ainda é muito pequena nessa fase.

No estágio inicial o produto começa a ser produzido em escala de mercado e há necessidade de inversões para financiar a produção e demais atividades operacionais da empresa. Há geração de receitas, mas ainda não foi alcançado o ponto de equilíbrio financeiro⁹, portanto não há lucros.

Em algum momento entre o estágio inicial e a fase de crescimento a empresa atinge o *break-even point*. Na fase de crescimento a produção chega ao mercado gerando receitas e o fluxo de caixa começa a ser positivo, apresentando lucros. Os investimentos são necessários para expansão da capacidade produtiva, ampliação dos canais de distribuição, marketing e atividades de giro. Apesar de gerar fluxo de caixa suficiente para financiar pequenas inversões em expansão, a empresa pode recorrer a capital de terceiros para fortalecer rapidamente sua posição no mercado em caso de setores bastante dinâmicos.

Quando a empresa consegue conquistar uma posição relevante no mercado e gerar grandes volumes de vendas, ela atinge a fase de maturidade. A necessidade de investimentos em marketing e despesas operacionais pode demandar novos financiamentos. Nessa fase em que o negócio está consolidado, as opções de fontes de financiamento para expansão são maiores, sendo que a empresa pode recorrer a companhias não financeiras (fornecedores, por exemplo), empréstimos bancários ou abertura de capital no mercado. Em alguns casos, essa é a fase que a empresa começa a se preparar para abrir mercado no capital acionário através de uma oferta pública inicial (IPO – *Initial Public Offering*).

Como o objetivo dessa seção é apresentar o papel do *venture capital* no

⁹ “Ponto que define o volume exato de vendas em que uma empresa nem ganha nem perde dinheiro: acima desse ponto, a empresa começa a apresentar lucros; abaixo, sofre perdas.” SANDRONI (1999). Também conhecido como *Break-even Point*.

desenvolvimento de uma empresa, a seguir são abordados os conceitos e definições utilizados na indústria de *venture capital*, os atores envolvidos e as fases do processo de investimento. São priorizadas especialmente as definições utilizadas no Brasil.

1.3.1 Conceitos e Definições

Venture capital pode ser definido como o investimento em empresas nascentes e com alto potencial de crescimento sem exigência de garantias tangíveis, cujo investidor participa da administração da empresa como diretor ou conselheiro. Pressupõe a aceitação de um risco mais elevado que os demais investimentos em troca de um alto retorno em um prazo médio ou longo¹⁰ (GOMPERS e LERNER, 2001).

No Brasil é utilizada a tradução *capital de risco*, originada da expressão francesa *capital risque*, mas o vocábulo norte-americano *venture capital* aproxima-se muito mais do termo capital empreendedor, que a propósito vem sendo cada vez mais usado pelos agentes no Brasil como estratégia para atrair investidores¹¹. Dessa forma, a definição corrente hoje no mercado de *venture capital* brasileiro é a de aporte de capital em novos empreendimentos com propostas inovadoras no segmento em que atua, cujo retorno depende do sucesso do negócio e é obtido no momento da saída do negócio em um prazo longo¹². Por se tratar de empresas nascentes cujos proprietários possuem pouca ou nenhuma experiência gerencial e de mercado, o aporte de *venture capital* vem acompanhado de suporte administrativo e estratégico (SANTOS, 1987; GONÇALVES, 2005).

A principal vantagem do *venture capital* é a ausência de compromissos financeiros regulares. Em um financiamento tradicional o prestador tem direito a juros e reembolso do capital qualquer que seja a evolução do negócio. Com o *venture capital* há uma entrada em

¹⁰ As definições tradicionais incluem a característica de risco elevado, uma vez que ao risco de mercado adiciona-se o risco tecnológico do produto, mas atualmente os agentes tentam mudar essa definição justificando que as prospecções são feitas em níveis muito apurados, reduzindo consideravelmente esses riscos (GONÇALVES, 2005).

¹¹ Essa estratégia pode ser comprovada pela nova publicação do Sebrae “Capital Empreendedor” e pelo site da Associação Brasileira de *Venture capital e Private Equity* – ABVCAP.

¹² No glossário de termos do Portal Capital de Risco Brasil, existem duas definições para *venture capital*: “Financiamento de capitais próprios fornecido normalmente a empresas jovens e não cotadas para permitir que comecem a se desenvolver ou que expandam.” e “Investimento temporário em empresas emergentes com evidente potencial de crescimento. Participação direta no capital social da empresa por aquisição de ações ou debêntures conversíveis em ações visando rentabilidade acima das alternativas disponíveis no mercado financeiro.” Nenhuma delas usa o termo risco elevado.

dinheiro como contrapartida de uma participação minoritária no capital social da empresa, e o retorno dos investidores depende da rentabilidade e sucesso do negócio (GOMPERS e LERNER, 2001; BVCA, 2004).

Além do capital, o gestor dos recursos contribui com aconselhamento à gestão, auxiliando no planejamento financeiro, definição de estratégia comercial e de marketing, utilização de sua rede de conhecimento para contatos comerciais, transferência de tecnologia, criação de *joint-ventures*, entre outros (GOMPERS e LERNER, 2001).

Um empréstimo tradicional exige garantias pessoais dos empreendedores ou da empresa. No financiamento de *venture capital* a instituição que gerencia os recursos não exige qualquer garantia, assumindo os riscos que os sócios também estão sujeitos. Sua remuneração depende do sucesso do negócio e está associada, em grande parte, à valorização obtida até o momento da saída (GONÇALVES, 2002).

O quadro 1.2 sintetiza a comparação entre o financiamento de *venture capital* e o empréstimo tradicional:

QUADRO 1.2 - COMPARAÇÃO ENTRE FINANCIAMENTO DE *VENTURE CAPITAL* E EMPRÉSTIMO

VARIÁVEIS	<i>VENTURE CAPITAL</i>	EMPRÉSTIMO
Prazos	Médio e longo	Curto a médio
Geração de fluxo de caixa	Disponibiliza uma base de capital flexível que se adequa às necessidades de desenvolvimento e crescimento da empresa	A empresa precisa gerar fluxo de caixa que permita cumprir as obrigações da dívida e manter o equilíbrio financeiro
Pagamento de dividendos	Os pagamentos de dividendos e de amortizações de capital dependem do desempenho da empresa	O serviço da dívida deve ser coberto pelo fluxo de caixa de acordo com o plano de reembolso pré-definido no momento do empréstimo
Rentabilidade para o investidor	A rentabilidade dos investidores depende do sucesso e do crescimento do negócio. Quanto maior for o sucesso maior a rentabilidade de todos os investidores	Depende do cumprimento pela empresa do serviço da dívida (juros) e da manutenção do valor dos ativos que servem de garantia
Problemas de solvência	Se o negócio não se revelar viável, o investidor é co-devedor dos empreendedores e nem sempre recebem o valor investido	Se for verificados problemas a prioridade de recebimento é para os bancos e demais credores
Situações adversas	Se for verificado problema os gestores de <i>venture capital</i> reforçarão o seu apoio na busca por soluções	Se houver indicações de que algo vai mal os financiadores tradicionais poderão precipitar os acontecimentos através de pressões, já que procurarão salvar seus interesses
Apoio gerencial	Há aconselhamento e apoio administrativo visando à consolidação e crescimento do negócio	A disponibilidade de assistência varia consideravelmente com o tipo de emprestador, mas geralmente não existe

FONTE: Baseado em NVCA (2000)

O *venture capital* possui um prazo longo para o cumprimento das obrigações financeiras, permitindo que o fluxo de caixa gerado pela empresa seja utilizado para novas inversões em aumento da capacidade produtiva e desenvolvimento de mercado. Isso significa a eliminação do pagamento de juros e amortizações, deixando a receita obtida livre para ser investida na produção (KEUSCHNIGG e NIELSEN, 2004).

Outra característica importante desse tipo de investimento é que ao vincular o retorno dos investidores ao desempenho da empresa, os sócios empenham-se em fortalecer o crescimento no mercado, buscando soluções conjuntas para problemas financeiros que surgirem.

1.3.2 Atores

O investimento é realizado por meio de veículos de investimentos, administrados por companhias de participações privadas. Essas instituições gestoras realizam prospecções tecnológicas e de mercado para avaliar as trajetórias tecnológicas e mercadológicas a fim de selecionar os melhores projetos para investir. Geralmente o empreendedor envia o projeto à instituição, que faz uma análise para triagem das melhores propostas. Sendo selecionado é feita a *due dilligence* para verificar a veracidade das informações apresentadas. Realiza-se a negociação contratual, com valores a aportar, definição da sociedade, forma de saída e de participação administrativa, para então ser transferido o recurso ao empreendedor (PAVANI, 2002).

A figura 1.2 ilustra os atores presentes no mercado de *venture capital* bem como as relações existentes entre eles.

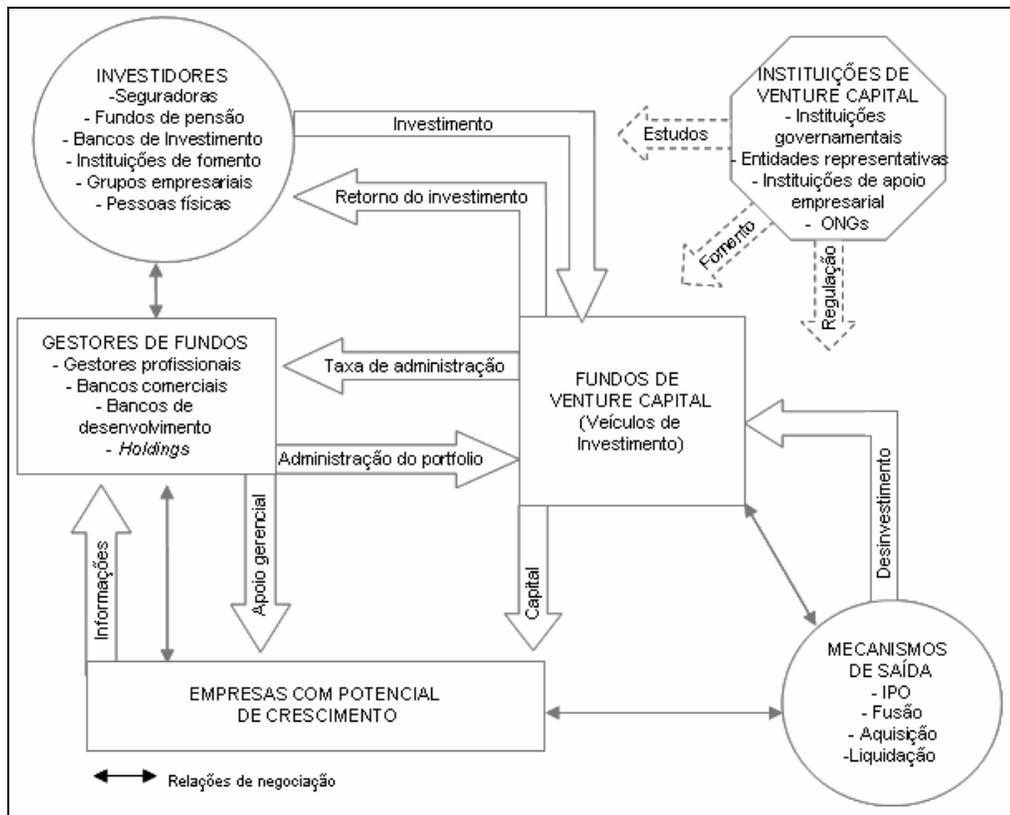


FIGURA 1.2 - ATORES E RELAÇÕES NO MERCADO DE VENTURE CAPITAL
 FONTE: Baseada em Ganzi et al. (1998)

Como pode ser verificado pela figura 1.2, os atores-chave atuantes no mercado de *venture capital* são:

Investidores/Provedores de Capital

Os investidores aplicam seus recursos nos veículos de investimentos administrados por uma companhia de participações. Esses provedores de capital podem ser instituições financeiras tradicionais (bancos de investimentos), fundos de pensão e seguradoras, bem como bancos e agências de desenvolvimento, além de pessoas físicas. Grandes empresas já estabelecidas no mercado por vezes aplicam recursos em *venture capital* de forma a diversificar seu *portfólio* de aplicações financeiras (PAVANI, 2002; BVCA, 2004).

Gestores de Fundo

Também denominados *venture capitalist*, esses gestores captam os recursos dos investidores, formando os fundos de investimento cujos recursos são aplicados em empresas com potencial de crescimento. São os atores centrais do mercado que detêm o poder de decisão dos investimentos. Apesar de em alguns casos os gestores dos recursos serem bancos comerciais e/ou de desenvolvimento, nos mercados mais avançados a tendência observada é a especialização na gestão de fundos por companhias profissionais de participação. O papel dessas companhias é captar os recursos junto aos detentores de recursos, prospectar o mercado para identificar novas tendências tecnológicas e novos projetos, avaliar os novos projetos submetidos, realizar o aporte nos novos empreendimentos e acompanhar o desempenho das empresas investidas via suporte gerencial aos empreendedores. A participação societária temporária no empreendimento é a forma jurídica que regula a relação de investimento. O período de participação é estabelecido no contrato de aporte de capital, sendo que varia entre 5 e 10 anos, dependendo do país e do tipo de contrato realizado. Durante o período de participação, a companhia oferece o suporte gerencial e estratégico ao empreendedor através de sua *expertise* e rede de negócios. Ao final do período, realiza-se a *saída* do empreendimento através dos instrumentos institucionais disponíveis no mercado, sendo que os mais comuns são IPO (*Initial Public Offering*), fusão, aquisição e liquidação¹³ (PAVANI, 2002; BANCE, 2004; BVCA, 2004).

Fundos de Venture Capital/Veículos de Investimento

Os veículos de investimento congregam recursos financeiros de diversos aplicadores destinados ao aporte em empreendimentos com grande potencial de crescimento. A constituição de um veículo implica em procedimentos jurídicos junto às entidades financeiras e esforços de captação de recursos pelas companhias de *venture capital*. Os veículos geralmente são criados com objetivos definidos, isto é, o perfil dos empreendimentos a ser selecionados é

¹³ Sobre formas de saída, ver a próxima seção.

definido no momento de captação dos recursos, e deve compor um portfólio que maximize o retorno e minimize os riscos. Um veículo possui um tempo de vida útil que varia entre 5 a 10 anos, dependendo do país e do setor de atividade investido, após o qual é restituído o capital investido e a remuneração obtida pela valorização dos empreendimentos. O formato jurídico dos veículos são definidos a partir das legislações tributárias e financeiras de cada país, e sua performance pode estar sustentada por políticas públicas de garantias de retorno, prática estabelecida em países europeus que garantem aos investidores pelo menos um valor parcial do montante investido em caso de falha dos empreendimentos investidos (CAPITAL DE RISCO BRASIL, 2002; Bance, 2004; BVCA, 2004).

Empresas com potencial de crescimento

São objeto de aporte de *venture capital*. Essas empresas precisam ter capital fechado, isto é, não listadas em bolsas de valores, com potencial de crescimento e valorização dos ativos. Esses empreendimentos submetem seus planos de negócio a uma companhia de *venture capital* que avalia o potencial de retorno e negocia o contrato de aporte. Além do recurso financeiro, recebem o suporte gerencial, mercadológico e estratégico da instituição gestora do fundo, de forma a garantir o sucesso do negócio. Após o período estabelecido no contrato quando das negociações para saída dos investidores, essas empresas podem abrir seu capital em bolsa de valores (IPO) ou recomprar a participação com o fluxo de caixa gerado durante o processo de crescimento (CAPITAL DE RISCO BRASIL, 2002; BVCA, 2004).

Instituições de Venture Capital

As instituições de venture capital são aquelas organizações envolvidas na promoção do mercado de venture capital, como instituições governamentais, instituições de fomento, entidades representativas do setor como as associações de gestores ou de investidores, organizações não governamentais de fomento, entre outras. Essas instituições realizam estudos sobre o setor, atuam em conjunto na definição de ações e programas de fomento bem como na regulamentação da atividade. A atuação conjunta dessas instituições forma um arranjo institucional cujo nível de alcance de estabelecimento de ações de fomento depende da quantidade e diversidade de instituições envolvidas.

As relações estabelecidas entre investidores-instituições gestoras-veículos de

investimentos-empresendedores estão sujeitas ao arcabouço legal de cada país e ao mesmo tempo sustentam-se nesse arcabouço. Regras legais bem estabelecidas definem o funcionamento pleno desse mercado que também depende de políticas públicas que subsidiem e estimulem a atividade, bem como de organizações de apoio que fortaleçam a relação entre os atores, isso é, do arranjo institucional (MAYER, 2002; KORTUM e LERNER, 2000).

Além desse ciclo formal de *venture capital*, existem as formas de *corporate venture* e *angel capital*. *Corporate venture* consiste em aporte de capital em empresas emergentes por grandes companhias não financeiras diversificadas já estabelecidas no mercado. Com o objetivo de diversificar seu portfólio de negócios, internalizar produtos já desenvolvidos por terceiros ou estimular o desenvolvimento de *spin-off* de suas próprias pesquisas, essas companhias aportam capital próprio em empresas emergentes e acompanham o desenvolvimento do negócio da mesma forma que as companhias de *venture capital* tradicionais (BVCA, 2004).

Os *business angels* são indivíduos ricos que aportam capital próprio em empresas nascentes, geralmente menos desenvolvidas que aquelas que recebem investimentos de *venture capitalist* formais. O financiamento também é acompanhado de suporte gerencial e os mecanismos de saída são diferentes dos utilizados pelas companhias de *venture capital* (BVCA, 2004).

1.3.3 Ciclo do Investimento

Os investimentos de *venture capital* possuem um ciclo composto por várias etapas. Primeiro os veículos são constituídos juridicamente para então iniciar a captação de recursos junto a investidores no mercado. Em seguida, inicia-se o processo de seleção dos planos de negócios e as fases de aporte.

A figura 1.3 ilustra o ciclo de investimento relacionando-o com os atores desse mercado:

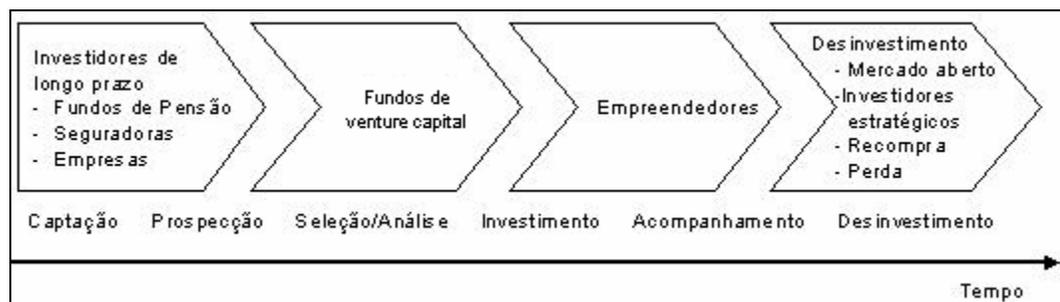


FIGURA 1.3 - CICLO DO INVESTIMENTO DE *VENTURE CAPITAL*
 FONTE: Pavani (2003)

Captação de recursos

Após constituir o veículo juridicamente, a instituição gestora inicia o processo de captação de recursos junto a potenciais investidores. A aplicação de recursos financeiros por investidores institucionais ou pessoa física em fundos de *venture capital* depende da reputação¹⁴ que a equipe gestora dos fundos possui, que por sua vez está baseada no histórico de retornos obtidos¹⁵ (BOCATTO, 2002).

Seleção de planos de negócios

A instituição gestora inicia a seleção dos planos de negócios na área em que o fundo foi constituído. O conhecimento das oportunidades de investimentos em novos negócios pode se dar de duas formas: ativa ou passiva. No primeiro caso, os administradores mantêm uma rede de informações e contatos de forma a tomar conhecimento previamente da existência de

¹⁴ Também conhecida como *track record*, expressão que pode ser definida como as ações e decisões que um indivíduo/organização tomou no passado e que demonstrem sua competência, sua qualificação para realizar seu trabalho, sua capacidade de lidar com problemas, etc (EID JUNIOR, 1996, p.1).

¹⁵ Estudos de Sahlman (1990), Lerner (1998) e Fenn, Liang e Prowse (1995) sobre a realidade norte-americana demonstram que entre os critérios utilizados pelos investidores na escolha dos fundos encontra-se a reputação da equipe de gestores do fundo, o histórico de retornos obtidos e a expectativa de que o desempenho passado se reproduza no futuro. Todos esses fatores estão intrinsecamente ligados, uma vez que a reputação do gestor de fundos se forma a partir dos bons negócios que ele realiza (BOCATTO, 2002).

novas oportunidades de negócios, propondo-lhes diretamente a aquisição de participação acionária. Na forma passiva os gestores de fundos são procurados por empreendedores que lhes oferecem oportunidades de negócio (CAPITAL DE RISCO BRASIL, 2002; BANCE, 2004; BVCA, 2004).

As propostas que passam pela triagem inicial são analisadas em maior profundidade através da verificação das informações fornecidas pela empresa, um estudo da viabilidade do negócio e sua proposta tecnológica dentro da indústria, assim como uma investigação acerca da situação legal e financeira da empresa, conhecida como *due dilligence*. São três tipos de *due dilligence*: do negócio, contábil e legal (PAVANI, 2002).

A *due dilligence* do negócio analisa o ambiente interno e externo da empresa de forma a refinar o plano de negócios apresentado ao fundo ao mesmo tempo em que avalia de forma mais realista a empresa em questão. A análise do ambiente externo compreende a avaliação do setor econômico no qual a proposta se situa, ou seja, acesso ao mercado, clientes, fornecedores, possíveis competidores, entre outros (PAVANI, 2003).

Em cada fundo, os gestores procuram diversificar o risco através da seleção dos ativos e da formação de carteiras, garantindo uma pulverização do risco e maximização do retorno.

A análise de cada empreendimento deve considerar todos os aspectos fundamentais e determinantes de seu desempenho, o que envolve a relevância e qualidade do produto, suas características tecnológicas, o campo de atuação da empresa, a localização geográfica do empreendimento, o potencial de mercado e a viabilidade do produto, as estratégias comerciais e mercadológicas, a composição societária, entre outros (BOCATTO, 2002, p.69).

Acompanhamento do desenvolvimento do negócio

Ainda que o sucesso e o crescimento dos novos empreendimentos dependa muito do financiamento inicial recebido sob a forma de *venture capital*, o envolvimento das instituições gestoras na definição de estratégia, aconselhamento financeiro e utilização da rede de conhecimentos contribuem muito para a alavancagem do negócio (KORTUM e LERNER, 2000).

O nível de envolvimento dessas instituições na gestão do empreendimento depende da estrutura organizacional de cada empresa, porém o objetivo nunca é o controle operacional

diário da nova empresa (KORTUM e LERNER, 2000).

Com um acompanhamento mais ativo (*hands-on*) o gestor oferece aconselhamento estratégico e atua como um parceiro, discutindo novas idéias e utilizando sua rede de contatos para desenvolvimento de parcerias, o que é fundamental para empresas em períodos de rápida expansão (BVCA, 2004).

Outros gestores preferem desempenhar um papel mais passivo no negócio (*hands-off*), deixando os empreendedores livres para definir as estratégias e administrar a empresa. Apesar disso, espera ter acesso regular a informações financeiras para acompanhar o desenvolvimento do negócio e envolver-se na gestão caso a empresa apresente dificuldades em atingir os objetivos acordados ou passar por outros problemas (BVCA, 2004).

Desinvestimento

O desinvestimento é o momento que os investidores recebem a remuneração pelo capital investido. Ocorre geralmente entre 3 a 10 anos após o aporte inicial e a forma de saída é estabelecida quando do contrato de aporte (BVCA, 2004).

A forma mais utilizada em países com mercado de *venture capital* mais desenvolvido é a venda da participação no mercado de capitais através da **oferta pública inicial** (*Initial Public Offering – IPO*), mas existem outras formas:

A **recompra** (*buy back*) ocorre quando o empreendedor prefere ter o controle do negócio e evitar a entrada de terceiros no capital da empresa e possui fonte de recursos suficientes para adquirir a parte que pertence à instituição gestora de fundos. Para utilizar esse mecanismo, o empreendedor precisa acumular capital, e se este provém da empresa, pode significar utilização de recursos que poderiam ser reinvestidos em atividades produtivas para alavancar o crescimento do negócio (BVCA, 2004).

A **venda a terceiros** é muito utilizada por ser um processo mais rápido e econômico que a oferta pública em mercado de valores. Outra empresa não financeira e geralmente do mesmo ramo compra o negócio e o incorpora em suas atividades. Permite uma valorização atrativa porque o comprador, ao contrário de um investidor comum de bolsa de valores, precisa da empresa em caso de eventuais sinergias, quota de mercado, acesso ao mercado (NVCA, 2004, BVCA, 2004).

O **refinanciamento** pode ser operado em qualquer momento se o gestor de *venture capital* deseja sair do negócio mas não deseja ou não pode recorrer ao mercado de capitais. Ele

então vende sua parte no capital da empresa para outra instituição financeira. Como é o tipo de operação que ocorre quando a empresa ainda não está pronta para abrir seu capital ou ser adquirida por terceiros, não é uma opção atrativa pois o negócio ainda não foi valorizado e podem surgir desconfianças quanto à capacidade do empreendedor de rentabilizar o investimento (BVCA, 2004).

1.4 O VENTURE CAPITAL E O CRESCIMENTO DE EMPRESAS EMERGENTES

Desde sua formalização institucional, o *venture capital* contribuiu para a emergência de importantes setores de alta tecnologia, como de computadores e biotecnologia. Bygrave et al (2001) apontam a importância do *venture capital* para a o surgimento e difusão do transistor, semicondutores, microcomputadores e computadores pessoais, mostrando o papel dessa forma de financiamento para o crescimento de empresas como a Digital Equipment Corporation (DEC), Intel, Apple e Microsoft. Os autores também lembram a importância do *venture capital* para empresas com outras atividades, como a FedEx, Cisco, Genentech, Amazon, e Bay e Google.

O *venture capital* teve grande importância para o desenvolvimento de regiões como o Vale do Silício e Boston em economias de alta tecnologia. Pavani (2002) cita o estudo publicado pela NVCA em 2001, o qual mostra que as empresas norte-americanas que receberam aporte de *venture capital* foram responsáveis pelos seguintes resultados nas últimas três décadas:

- Criação de 4,3 milhões de empregos (3,3% dos empregos da economia norte-americana);
- Geração de receitas de US\$ 736 bilhões;
- Geração de valor de 7,4% do PIB. (PAVANI, 2002, p.4).

Kortum e Lerner (2000) mostram que os gastos em P&D em empresas de base tecnológica financiadas pelo *venture capital* resultaram em um maior número de patentes que as inversões de outros tipos de firmas no período de 1990 a 1994. Esses autores também calculam que as empresas com suporte de *venture capital* eram responsáveis por cerca de 8% da inovação industrial nos EUA no período de 1983 a 1992, embora representassem somente 3% do total de gastos com P&D.

Em pesquisa realizada pela Venture Economics Inc. e Coopers & Lybrand, com 235 empresas financiadas por *venture capital* entre 1985 e 1989 nos EUA, concluiu-se que, em

apenas 1,9 anos de existência, em média, elas foram responsáveis pela criação de 36.000 novos empregos, exportaram US\$ 786 milhões, investiram US\$ 726 milhões em P&D e pagaram US\$ 170 milhões em impostos (GORGULHO, 1996). De acordo com Birch (1990, apud Denis, 2004), enquanto as 500 maiores firmas listadas pela Fortune dispensaram cerca de 4 milhões de trabalhadores durante a década de 1980, as empresas com menos de 100 empregados foram responsáveis pela criação de 16 milhões de postos de trabalhos no mesmo período.

Wang, Wang & Lu (2003), ao examinarem o efeito do aporte de *venture capital* em companhias listadas em Singapura, concluem que essas empresas realizam IPO mais jovens que outras empresas, além de obter melhores preços das ações quando de sua abertura devido à melhor performance operacional que as empresas que não recebem *venture capital*¹⁶.

Chang (2004) chega a resultados que corroboram essa conclusão no artigo que analisa a influencia do financiamento de *venture capital* e alianças estratégicas no crescimento de start-ups ligadas à Internet. O autor afirma que empresas com esses suportes apresentam crescimento mais rápido que as demais. Dentre os fatores que aceleram o IPO, Chang (2004) comprova os seguintes: a) a reputação das companhias de *venture capital* que investem nas empresas; b) o maior volume de recursos de *venture capital* aportado; c) a reputação dos parceiros de alianças; d) o tamanho da rede de alianças.

Segundo Chang (2004) o interesse dos *venture capitalists* é realizar o retorno de seu investimento o mais rápido possível, portanto aportar a quantidade de capital necessária ao crescimento da empresa para acelerar o crescimento da empresa de forma a alcançar o IPO o mais rápido possível é uma estratégia adotada. A rede de contatos e alianças construída por esses investidores possibilita o acesso das empresas a recursos sociais, culturais e comerciais que levariam anos para ser obtidos em outras condições, além de reduzir a desconfiança do mercado. Outrossim, ao receber recursos e apoio gerencial de companhias renomadas, as empresas conseguem melhor reputação perante os potenciais investidores em caso de abertura de capital, em um processo de transferência de reputação.

A comparação entre a representatividade das empresas que recebem *venture capital*

¹⁶ Os autores salientam que o desempenho no IPO é melhor para as empresas que receberam até dois anos de suporte de *venture capital*. Para as empresas que ficaram muito tempo com esse tipo de participação, o desempenho foi pior que para empresas que não receberam nenhum tipo de VC (WANG, WANG e LU, 2003).

na economia com a participação desse tipo de investimento no PIB dos países revela uma situação interessante. Estudos mostram que a participação do *venture capital* no PIB norte americano é de aproximadamente 1%¹⁷. O trabalho da NVCA anteriormente citado mostra que a participação da produção das empresas que recebem esse tipo de recursos representa mais de 7% do PIB. Relacionando as duas referências, pode-se concluir que o valor adicionado ao aporte de capital em uma start-up medido através da produção alcançada, é pelo menos sete vezes maior que o valor investido.

1.5 VENTURE CAPITAL E POLÍTICAS PÚBLICAS

O desenvolvimento de um mercado de *venture capital* requer condições macroeconômicas e institucionais bem estabelecidas e favoráveis à geração de demanda e oferta desse tipo de recurso, entendendo-se por demanda a disposição e solicitação de capital por parte dos empreendedores, e oferta o comprometimento de recursos por parte dos investidores.

Gompers e Lerner (1999) ao analisar a captação de recursos de *venture capital* no período de 1972 a 1994 nos Estados Unidos, destacam o crescimento do PIB, a taxa de retorno no mercado de capitais e as despesas de P&D como condições para estimular a demanda. O crescimento do PIB cria novas oportunidades de negócios para os empreendedores ainda empregados no mercado de trabalho, que sentem-se seguros para deixar seus postos e dedicar-se à atividade, aumentando a demanda por *venture capital*. As despesas de P&D, tanto públicas quanto privadas, contribuem para a criação de oportunidades tecnológicas que geram novos empreendimentos de alta tecnologia, demandantes potenciais de *venture capital*. As taxas de juros do mercado de capitais, por sua vez, afeta negativamente a demanda, uma vez que somente os empreendedores com projetos cuja taxa de retorno seja superior a dos títulos existentes no mercado sentem-se estimulados a oferecerem seu negócio como oportunidade de investimento.

Keuschnigg (2003) destaca o papel de programas de apoio nas fases iniciais dos empreendimentos para estimular a demanda potencial por *venture capital*. Nesse caso o papel de programas de financiamento ao desenvolvimento inovações, bem como o apoio das

¹⁷ Bygrave & Hunt (2005) apresentam a participação de aproximadamente 0,16% do VC no PIB norte-americano em 2003 com a metodologia de pesquisa do Global Entrepreneurship Monitor - GEM. Baygan (2003a) apresenta a participação de aproximadamente 0,6% no período de 1998-2001, enquanto que nos dados apresentados por Megginson (2004) para o período de 1999/2001 a participação chega a 1,3%.

incubadoras tecnológicas na estruturação dos empreendimentos, são essenciais para a geração de bons projetos de negócios passíveis de receber *venture capital*.

Quanto à oferta de capital, alguns elementos devem ser considerados. Seguindo o fluxo apresentado na figura 1.3 (ciclo do *venture capital*), pode-se encontrar problemas relacionados à oferta de *venture capital* de acordo com cada fase.

O processo de **captação de recursos**, que envolve a atração de investidores, está baseado em uma relação de confiança entre o provedor de recursos (investidor) e o captador (gestor de fundos) e fundamenta-se em um histórico de relacionamento entre os agentes ou na reputação do gestor de fundos no caso da primeira interação. Em se tratando de gestores entrantes no mercado, essa reputação não está formada e torna-se difícil estabelecer a relação de confiança (BOCATTO, 2002).

Outro elemento a ser considerado é a questão do risco do investimento. Os investimentos em empreendimentos emergentes envolvem mais riscos que aplicações tradicionais no mercado financeiro ou em empresas já estabelecidas no mercado. Além disso, o retorno do investimento ocorre no longo prazo. Desta forma, para atrair os investidores, as propostas de negócios precisam apresentar rentabilidade relativa substantivamente mais elevada que as aplicações tradicionais, em uma espécie de prêmio de risco.

A **prospecção** de novas oportunidades de negócios pelos gestores de fundos requer conhecimentos do estado da arte e da trajetória das tecnologias disponíveis no mercado. A **seleção** e **análise** demandam saber financeiro e de mercado pelo gestor de fundo, que permitam a avaliação da proposta e cálculo da rentabilidade. Para o **acompanhamento** do negócio investido não bastam os conhecimentos financeiros, é necessário entender os aspectos gerenciais, estratégicos e mercadológicos que contribuirão para agregar valor ao empreendimento.

A **saída** é o momento de realização do retorno do investimento e para tanto precisa apresentar mecanismos que valorizem o negócio. Segundo Jeng e Wells (2001) o lançamento em bolsa de valores (IPO) valoriza mais a empresa que a recompra ou a venda a terceiros e é a saída preferida pelos investidores. Além disso, oferece ao empreendedor a oportunidade de retomar o controle da empresa sem recomprar a parte do *venture capitalist*, uma vez que passa a ser o sócio majoritário do negócio. O porte dessas empresas, no entanto, não é adequado para os segmentos tradicionais de listagem, o que cria a necessidade de segmentos especiais de listagem, os mercados de acesso.

O funcionamento adequado da atividade de *venture capital* requer, portanto ambiente

empreendedor, experiência dos gestores de fundo, redução do risco e aumento da rentabilidade para os investidores bem como mecanismos de saída que valorizem o negócio. Além disso, todas as fases do processo de investimento precisam ter regras definidas, embasadas em leis e regulamentos específicos. A experiência internacional na promoção do *venture capital* envolve ações que supram essas necessidades.

Uma estratégia para aumentar a rentabilidade dos investimentos é a redução da tributação sobre os rendimentos de *venture capital*, utilizada em vários países. A redução das alíquotas de impostos sobre rendimentos provenientes de investimentos em *venture capital*, ao aumentar a rentabilidade relativa da transação, tem como consequência a canalização de recursos a esse mercado, aumentando a disponibilidade de capital para investimento em novos negócios. Nos Estados Unidos, por exemplo, quando da redução da alíquota sobre os ganhos de *venture capital* de 35% para 28% em 1977, o estoque de capital aumentou de US\$ 68,2 milhões naquele ano para US\$ 978,1 milhões em 1978. A segunda redução da alíquota em 1981 para 20% causou impactos mais impressionantes: o estoque de capital aumentou de US\$ 961,4 milhões em 1980 para US\$ 5,1 bilhões em 1983¹⁸ (MEGGINSON, 2004).

O risco dos investimentos é minimizado quando o gestor de fundos possui experiência no acompanhamento e agregação de valor às empresas do portfólio. Esse conhecimento depende tanto da experiência anterior do gestor, quanto da prática no negócio. No entanto, para adquirir prática de acompanhamento e aconselhamento, o gestor precisa atuar no mercado, isto é, no gerenciamento de fundos.

A decisão dos investidores de aplicar capital em um determinado fundo de *venture capital* está baseada na confiança estabelecida pelo relacionamento com o gestor de fundos ou na reputação adquirida nos casos de sucesso de negócios em caso de primeira interação. Ao entrar no mercado, um novo gestor não possui interação tampouco reputação. Além disso, nem sempre possui experiência na gestão de recursos e acompanhamento dos negócios. Nesse caso, programas governamentais de fundos subsidiados permitem a aquisição de *expertise* e construção da reputação do gestor do fundo, o que estimula a formação de novos fundos com recursos privados além daqueles subsidiados pelos programas.

Dentre as experiências executadas nos diversos países, pode-se destacar três tipos

¹⁸ Embora esse tipo de constatação seja embasada em instrumental econométrico, é necessário observar que outros fatores podem ter contribuído para essa liquidez do mercado, como reformas no mercado financeiro, taxas de juros na economia, entre outros.

de programas de subsídios:

- Programas de seguros ou garantias: o governo garante ao investidor a devolução de parte do capital principal investido em caso de insucesso dos empreendimentos investidos;
- Empréstimos a taxas favoráveis: o governo fornece capital ao gestor de fundos a uma taxa abaixo do mercado com prazo de retorno de acordo com a duração do fundo, o que exige um nível mínimo de desempenho para cobrir o principal e as obrigações;
- Participação do governo em fundos: nesse caso o governo limita sua participação a um percentual do fundo, exigindo a integralização do capital por investidores privados, o que alavanca a captação de recursos.

Dentre os três esquemas, os dois últimos são os mais eficientes, ao exigir um desempenho mínimo do portfólio. A participação do governo nos fundos tem a vantagem de estimular o aporte de investidores privados, enquanto que o esquema de empréstimo é limitado ao montante de recursos governamentais reservados a esse fim. Já os mecanismos de garantias podem ser válidos para mercados nascentes, mas atrai a entrada de gestores não profissionais no mercado e não estimula esforços de performance pelo gestor do fundo.

Além dos programas governamentais e mecanismos de saída do negócio, o trabalho de Jeng e Wells (2001) aponta como fatores que afetam o mercado de *venture capital* os padrões contábeis, a capitalização do mercado de capitais, crescimento do mercado de previdência privada, ambiente macroeconômico estável e flexibilidade no mercado de trabalho. O estudo foi realizado incluindo 21 países no mundo.

Os investidores precisam acompanhar o desempenho das firmas investidas para certificarem-se do andamento do negócio. A gestão de capital por terceiros resulta em assimetrias de informação, uma vez que o administrador do negócio possui mais conhecimento da situação da empresa que o investidor. Para reduzir essa assimetria de informação, o estabelecimento de padrões de prestação de contas é essencial e o papel das instituições governamentais é regulamentar as práticas de governança corporativa mais adequadas a esse fim (JENG e WELLS, 2001; BOCATTO, 2002).

O ambiente macroeconômico favorável, além de afetar a confiança dos investidores em aplicações com riscos mais elevados que os títulos tradicionais, permite a expansão da atividade econômica e a criação de inúmeras *startups*. Em um ambiente com muitas oportunidades de negócio demandando investimentos, a tendência é uma alavancagem no

mercado de *venture capital* com o aumento do número de fundos (JENG e WELLS, 2001).

Além disso, as condições macroeconômicas favoráveis refletem-se na dinâmica do mercado financeiro local, que, capitalizado, favorece a oferta de capital. Além disso, no processo de escolha do portfólio de aplicações, os investidores levam em consideração as opções de saída dos investimentos. No caso dos investimentos em *venture capital*, a saída preferida pelos investidores é a oferta pública inicial, cuja realização depende do grau de atividade das bolsas de valores. Como o funcionamento de bolsas de valores está diretamente relacionado com o nível de capitalização do mercado, a realização de IPO é favorecida em mercados financeiros dinâmicos.

Nos principais mercados de *venture capital*, os principais investidores dos veículos de investimento são os institucionais, sobretudo os fundos de pensão. A integralização de um veículo de investimento pode ser realizada com a participação de poucos fundos de pensão, o que é oportuno ao gestor do veículo, pois além de acelerar o processo de captação, economiza tempo e recursos na prestação de contas aos investidores. Mas nem todos os países possuem legislação que permita a diversificação do portfólio dos fundos de pensão em aplicações com retorno mais longo e riscos mais elevados. Nos Estados Unidos, a flexibilização das regras de aplicações dos fundos de pensão contribuiu para a alavancagem do mercado na década de 1980. Na última década a participação dos fundos de pensão nos mercado de *venture capital* norte americano foi em média de 40%, enquanto que no Canadá e na Europa essa participação foi de 25% (MEGGINSON, 2004; JENG e WELLS, 2001).

Romain e Van Pottelsberghe (2004) complementaram o estudo de Jeng & Wells (2001) incluindo variáveis como taxa de juros, o nível de empreendedorismo e a existência de oportunidades de inovação tecnológica, medida pelo estoque de conhecimento nas empresas, crescimento dos gastos em P&D empresarial e efetiva produção de inovação (número de patentes depositadas simultaneamente nos EUA, Europa e Japão). Em relação à taxa de juros, os autores mostram uma correlação positiva com a demanda e uma correlação negativa com a oferta. Com o aumento da taxa de juros, a utilização de financiamento de *venture capital* pelas empresas é uma opção mais atrativa que os demais instrumentos de financiamento existentes cujo retorno envolve o pagamento de juros. Para a oferta, no entanto, o aumento da taxa de juros de longo prazo tem como efeito uma redução no capital disponível para investimentos.

Mayer (2002) salienta a importância das estruturas legais e regulatórias no desenvolvimento institucional do *venture capital*. Segundo o autor, o mercado financeiro é fundamental para o financiamento de empresas de base tecnológica, mas o funcionamento adequado desse financiamento depende de mecanismos de proteção legal aos investidores e padrões de governança corporativa que fornecem uma base estável à atração de capital.

Um fator decisivo à realização do aporte de capital nas empresas é apropriação da propriedade intelectual. Ao analisar os empreendimentos, os gestores de fundo consideram a eficácia do instrumento de propriedade intelectual da inovação na empresa, de forma a garantir os ganhos advindos do monopólio da inovação.

O papel do governo, diante dessas condições, é executar programas de estímulo à criação de startups de forma a aumentar a demanda por *venture capital* e ao mesmo tempo providenciar a infraestrutura para os gestores de fundos. As políticas variam em cada país de acordo com as especificidades institucionais, mas de forma geral o papel do governo é definir as regras de governança corporativa, a base legal do mercado de *venture capital* e programas de estímulo à demanda e oferta de recursos como os que instigam atividade empreendedora e o investimento em fundos de *venture capital*, bem como a criação de programas de alavancagem de recursos.

A formulação das políticas depende de atores envolvidos na promoção do mercado, como instituições de apoio ao empreendedorismo ou ao desenvolvimento tecnológico do país. Uma instituição que desempenha um papel fundamental na construção do arcabouço legal e institucional de um mercado de *venture capital* é a associação de *venture capital*. Além de permitir a troca de experiências e informações sobre o mercado, essas associações congregam os interesses dos atores centrais – os gestores de fundos – que discutem as falhas e dificuldades do mercado e atuam junto ao governo na elaboração de regras legais da atividade. A criação de associação de *venture capital* em um país é essencial para o desenvolvimento do mercado e pode ser considerada a pedra fundamental do arcabouço institucional.

A figura 1.4 resume as políticas públicas necessárias ao desenvolvimento do mercado de *venture capital*.

Como pode ser visto na figura 1.4, a interação entre os atores para cumprir o ciclo de investimentos depende de elementos que sustentem o funcionamento de cada fase.

Na fase de captação, a atuação de investidores depende do grau de capitalização do mercado financeiro e da disponibilidade de investidores institucionais, cujos recursos serão direcionados à atividade de *venture capital* se a rentabilidade relativa do investimento apresentar-se atrativa e os gestores de recursos possuírem experiência estabelecida no mercado.

As fase de prospecção, seleção e análise das propostas de negócios requer experiência do gestor em avaliar propostas, que decidem investir considerando, entre outros fatores, as opções de saída do negócio e formas de relacionamento com o empreendedor (governança). Ambos atores (investidor e gestor) fundamentam sua atuação baseado em regras definidas legalmente, governança das relações e sob ambiente macroeconômico favorável à realização de investimentos de longo prazo.

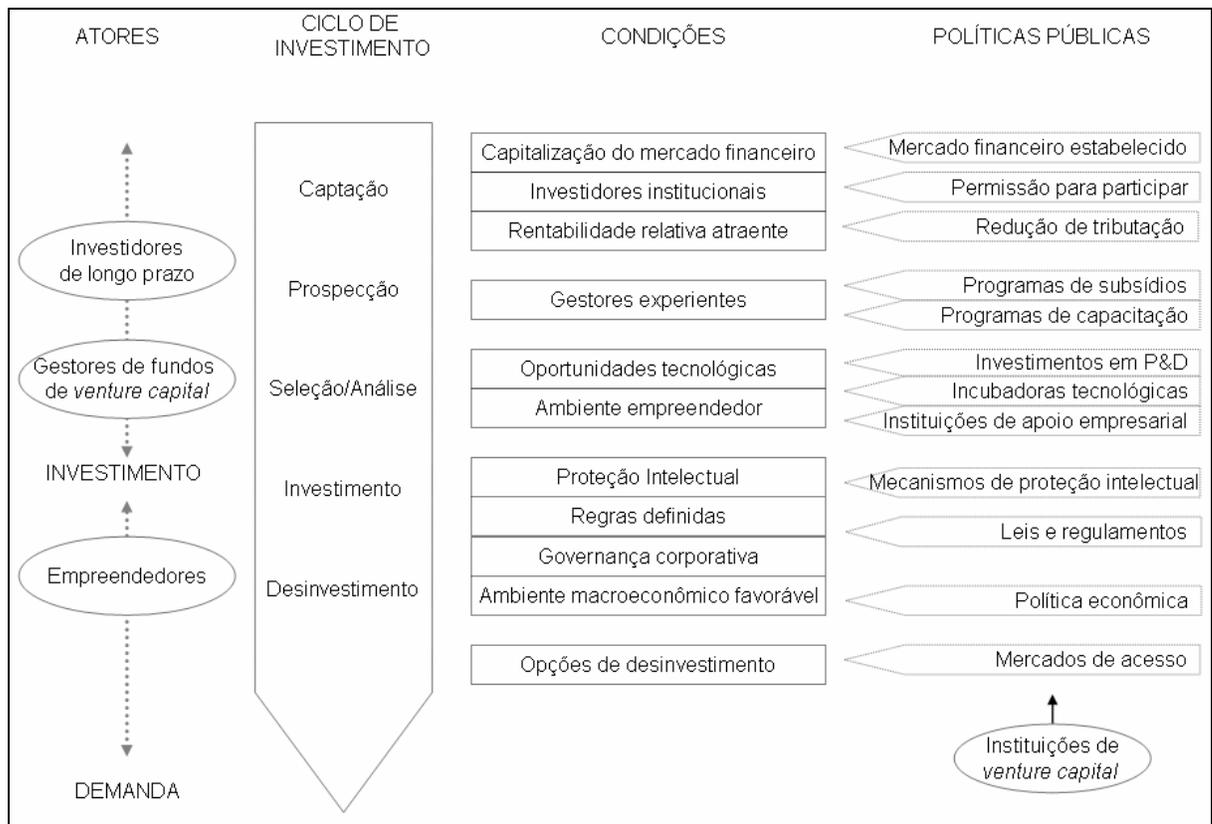


FIGURA 1.4 - CONDIÇÕES DE FUNCIONAMENTO E POLÍTICAS PÚBLICAS PARA O MERCADO DE *VENTURE CAPITAL*
 FONTE: Elaboração própria

A realização dos investimentos, por sua vez, ocorre se houver demanda por *venture capital*. Essa demanda é gerada a partir de oportunidades tecnológicas visualizadas pelos empreendedores, cuja disposição em criar um novo negócio depende de condições que conformem um ambiente empreendedor.

Para estabelecer essas condições, ações e políticas públicas devem ser executadas, tanto direcionadas à atividade de *venture capital*, como aquelas que abrangem elementos e instituições indiretamente ligadas ao mercado. Entre as ações indiretas, está o desenvolvimento do mercado financeiro, a condução de política macroeconômica favorável à mobilização de capital no longo prazo, os gastos em pesquisa e desenvolvimento no país, a atuação de instituições de desenvolvimento empresarial e de incubadoras tecnológicas, as quais podem ser consideradas pré-condições ao desenvolvimento do mercado de *venture capital*.

As ações direcionadas à promoção do mercado de *venture capital* são aquelas que:
 a) canalizam recursos à atividade, tais como permissão aos investidores institucionais para

aplicar parte de seu portfólio em fundos de *venture capital*, redução da tributação sobre os ganhos de capital da atividade; b) criam novos gestores, como os programas de subsídios aos fundos, que estimula o estabelecimento de novos gestores no mercado, bem como os programas de capacitação desses gestores, que adquirem conhecimentos para realizar seleção e acompanhamento dos negócios; c) estabelecem mecanismos de saída, como a criação de mercados de acesso; d) regulamentam o funcionamento do ciclo de investimento, por meio de leis e regulamentos; e) qualificam a demanda por *venture capital*, como as incubadoras tecnológicas, que apóiam os empreendedores na criação da empresa e auxilia na capacitação para o gerenciamento do negócio, assim como as instituições de apoio empresarial, que oferecem capacitação e informações aos empresários.

O estabelecimento dessas ações e políticas depende da atuação das instituições de *venture capital*, isto é, da articulação entre entidades representativas, instituições de fomento e instituições governamentais no desenho, elaboração, aprovação e execução de regulamentos e programas de fomento.

1.6 CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO

Nesse capítulo procurou-se discutir o papel do financiamento à inovação e como as empresas emergentes podem financiar suas atividades. Apesar de o sistema financeiro representar um papel decisivo no financiamento à atividade de inovação, a lógica na qual está fundamentado baseia-se em resultados passados e demonstrativos de resultados obtidos. Como a análise de um negócio inovador precisa avaliar seu potencial no mercado, os instrumentos utilizados pelas instituições financeiras não contempla as características desse tipo de negócio. Assim, as empresas inovadoras precisam utilizar recursos próprios para financiar suas atividades. As empresas emergentes, entretanto, nem sempre possuem recursos para financiar a fase inicial de estabelecimento no mercado. Ao recorrer ao mercado de crédito, as dificuldades dessas empresas em obter recursos acentuam-se, uma vez que não possuem histórico de desempenho.

Apesar de não ser o único instrumento de financiamento à empresas emergentes disponível, o *venture capital* é o que mais se adequa às necessidades negócios inovadores, por não exigir garantias, possuir métodos de avaliação baseado no potencial da atividade e oferecer suporte gerencial e estratégico que agrega valor ao negócio.

Estudos mostram o impacto desse tipo de investimento nas economias e nas empresas que receberam investimentos. As práticas adotadas no relacionamento com o investidor conduzem a empresa a práticas de governança corporativa que são fundamentais à captação de recursos em mercados financeiros. Além disso, essas empresas inovadoras geram grande impacto na economia, dinamizando o mercado de trabalho e definindo trajetórias tecnológicas.

O estabelecimento do mercado de *venture capital* em um país depende, no entanto, de um ambiente institucional favorável, com regras claras e atrativos financeiros. Por se tratar de investimentos de longo prazo e risco mais elevado que investimentos tradicionais, há necessidade de mecanismos que garantam a liquidez e a rentabilidade dos investimentos. Assim, o estabelecimento de mercados de acesso que otimize o processo de saída do negócio, bem como tributação diferenciada dos ganhos de capital, são fundamentais à atração de investidores.

Por outro lado, devido ao prazo de retorno do investimento, o perfil de investidores dispostos a mobilizar capital é diferenciado dos demais tipos de aplicação. Os investidores mais adequados ao *venture capital* são aqueles com grande volume de capital a ser utilizado em prazos longos, enquadrando-se nesse caso os investidores institucionais, sobretudo seguradoras e fundos de pensão. A alavancagem de recursos depende de permissões legais para esse tipo de investidor aplicar parte de seu portfólio em *venture capital*.

O processo de desenvolvimento do mercado necessita de ações fomentadoras que contribuam para a geração de demanda e oferta desse tipo de investimento. Nesse caso, proporcionar um ambiente favorável ao surgimento de inovações e boas oportunidades de negócios é fundamental à geração de demandas, enquanto que a oferta depende de ações voltadas ao estabelecimento de gestores e incentivo aos investidores a aportar recursos em *venture capital*.

As condições e ações necessárias ao desenvolvimento do mercado de *venture capital*, no entanto, nem sempre estão ao alcance das instituições envolvidas na atividade. Existem ações que as instituições fomentadoras possuem poder para elaborar/executar e outras que dependem e impactam em outros mercados, situadas no macroambiente. Quanto mais abrangente o arranjo institucional de *venture capital* em um país, isto é, quanto maior a diversificação de instituições envolvidas no arranjo, maior o nível de intervenção e efetividade das ações propostas.

O desenvolvimento dos maiores mercados de *venture capital* do mundo ocorreu graças à combinação dessas ações, fomentados por políticas públicas quando apresentavam deficiências.

2 A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL EM *VENTURE CAPITAL*

O objetivo desse capítulo é apresentar a experiência internacional da atividade de *venture capital*. Como introdução faz-se um panorama da atividade nas principais regiões do mundo, acompanhado de informações sobre o processo de institucionalização. Em seguida, relata-se a experiência norte-americana como precursora do processo de formalização do mercado, e a de Israel, um caso de sucesso entre os mercados recentes¹⁹.

2.1 O MERCADO GLOBAL DE *VENTURE CAPITAL*

Na última década, os investimentos em *venture capital* aumentaram significativamente no mundo. De 1995 a 2000 os investimentos globais realizados cresceram a uma taxa de 35% ao ano, enquanto que o valor dos fundos captados cresceram a uma taxa anual de 41% (MEGGINSON, 2004). Segundo a *Price WaterHouse Coopers* os investimentos em *venture capital* ultrapassaram os US\$ 200 bilhões em 2000 mas após a bolha da Internet caíram para cerca de US\$ 102 bilhões ao ano (EUROPEANVC, 2003).

Para a *National Venture capital Association* – NVCA (2004) o rápido avanço das tecnologias de computação, software e comunicação trouxeram grandes oportunidades de investimento que se refletiram no aumento das transações e volume disponível de *venture capital* no mundo.

Por outro lado, a difusão da atividade para países em desenvolvimento também contribuiu para sua ampliação. Mani & Bartzokas (2002) destacam o crescimento do *venture capital* em países em desenvolvimento da Ásia, América Latina e África. Segundo os autores, a maior parte desses mercados foi formada há pouco mais de dez anos, quando duas das pré-condições para um mercado de *venture capital* de sucesso estavam estabelecidas nesses países. É da década de 1990 a liberalização e fortalecimento dos mercados de capitais que permitiu mecanismos de saída para os investidores, definida por Jeng & Wells (2001) como fundamental para o crescimento da atividade. Na mesma década os fundos de pensão, principais investidores nos fundos de *venture capital*, cresceram significativamente e puderam diversificar seu portfólio para aplicações de maior risco.

¹⁹ A análise da experiência de Israel é feita de maneira mais detalhada nesse trabalho por ser inédita no Brasil.

Na América do Sul os mercados encontravam-se fechados a investimentos estrangeiros até final da década de 1980 e os países conviviam com regimes de alta inflação e incerteza macroeconômica. No início da década de 1990, com a abertura dos mercados e a regulamentação dos investimentos estrangeiros, a região tornou-se mais atrativa para investidores internacionais. O processo de privatização das empresas estatais gerou oportunidades de investimentos de *private equity*, o que conscientizou a região para a importância dos investimentos privados estrangeiros e até certo ponto contribuiu para a difusão do *venture capital*, pois após a finalização das privatizações os investidores estrangeiros continuaram investindo em empresas com grande potencial de crescimento.

O boom da Internet que aqueceu o mercado global de *venture capital* no final da década de 1990 foi responsável pelos primeiros investimentos relacionados a esse tipo de negócio na região. No final da década de 1990, os países da América do Sul aprofundaram seu processo de institucionalização, criando as associações de *venture capital* e solidificando a regulamentação da atividade (MARTIN e BELL, 2001).

Um marco para o processo de institucionalização dos mercados latino-americanos foi a criação da Associação Latino Americana de *Venture capital* (*Latin America Venture capital Association* – LAVCA) em 2002 com a missão de promover o crescimento do *venture capital* e *private equity* na região através de ações conjuntas com os fundos e associações dos países membros (LAVCA, 2002).

Na Ásia, o processo de regulamentação do mercado de *venture capital* também é recente. Os principais mercados (Coreia do Sul, Taiwan e Índia) foram regulamentados a partir de meados da década de 1990, com exceção de Singapura, cujas ações de estímulos ao desenvolvimento da atividade iniciaram-se uma década antes. Os principais mercados de *venture capital* (Hong Kong, Korea, Taiwan, Singapura, Índia) movimentaram em 2004 menos de US\$ 7 bilhões nas fases de crescimento e expansão, sobretudo em negócios de baixa e média tecnologia (mais de 70% dos investimentos). Singapura é novamente exceção pois pelo menos 40% das operações estão em estágios iniciais, uma participação superior à de Taiwan (25%), outro mercado relevante e de destaque (Koh & Koh, 2002; ASIAFN, 2005; Mani & Bartzokas, 2002).

A África do Sul também iniciou a institucionalização do mercado de *venture capital* e *private equity* ao final da década de 1990. Em 1999 foi criada a *South African Venture capital* e

Private Equity Association (SAVCA) e no período de 2001 a 2004 o estoque de capital cresceu 16% (de US\$ 4,7 bilhões para US\$ 5,5 bilhões em 2004) e o total captado foi cerca de US\$ 657 milhões ao ano no período²⁰. Assim como nos demais países menos desenvolvidos, a maior parte dos investimentos são realizados em estágios avançados de empresas de setores de média intensidade tecnológica (KPMG & SAVCA, 2005).

Mercados já estabelecidos também contribuíram para o crescimento da atividade na década de 1990. Na Europa, os investimentos realizados aumentaram de aproximadamente €5 bilhões ao ano no período de 1989-1996 para €25 bilhões em 1999 e €34,9 bilhões em 2000. Vale ressaltar que o perfil dos investimentos realizados na Europa é mais conservador que em outros mercados avançados, uma vez que as principais operações são de *private equity* (cerca de 40%) em estágios avançados de negócios de média intensidade tecnológica (cerca de 80% dos investimentos). Os investimentos concentram-se na Grã Bretanha (40%), França (15%), Alemanha (14%) e Itália (9%). Uma diferença importante da atividade na Europa em relação aos Eua é a pouca relevância dos fundos de pensão enquanto provedores de recurso. Bancos, companhias de seguro e investidores corporativos fornecem cerca de 45% do capital captado, enquanto que os fundos de pensão participam com menos de 25% do total e o governo com aproximadamente 6% (MEGGINSON, 2004).

A América do Norte apresenta um mercado com perfil mais arrojado em termos de setores e estágios investidos. Ao contrário da Europa, no Canadá os principais investimentos realizados²¹ são em empreendimentos em fase inicial (cerca de 45%) e de expansão (aproximadamente 48%). Operações em estágios avançados totalizam menos de 5% do total. Os principais setores investidos são os relacionados à computação e comunicação, mas a participação dos empreendimentos de biotecnologia tem sido crescente (de 10% das operações em 1999 para cerca de 18% em 2003). Acompanhando o movimento mundial, as operações relacionadas à Internet reduziram substancialmente, de aproximadamente US\$ 470 milhões em 1999 para US\$ 74 milhões em 2003 (MACDONALDS & ASSOCIATIONS, 2004). Os principais provedores de recursos para os fundos são os investidores estrangeiros (23% em média no período de 1999 a 2003), fundos de pensão (21%), investidores privados independentes (16%) e investidores institucionais

²⁰ Valores convertidos de Rande para dólar norte-americano com a cotação de 29/12/2000 através de ferramenta do Banco Central do Brasil.

²¹ No período de 1999 a 2003.

(12%), totalizando cerca de 72% do total investido. O principal mecanismo de saída em 2000 foi a recompra (53%) seguido de IPO e aquisição por outra empresa do setor (9% em ambos casos) (MACDONALDS e ASSOCIATIONS, 2004; CAYEN, 2001).²²

Atualmente mais de dois terços dos investimentos são realizados na América do Norte. Dados da Price WaterHouse Coopers para os anos de 1998 a 2002 revelam que a participação dessa região nos investimentos realizados foi de 70%, conforme pode ser visto no gráfico 2.1 abaixo. Trabalhos mais recentes da mesma consultoria mostram que a situação não se alterou para o ano de 2004.

As expectativas atuais para o mercado global são de novo recorde na captação de recursos. De acordo com a *Private Equity Intelligence* (PEI), até novembro de 2005, mais de US\$ 200 bilhões já haviam sido levantados e as estimativas indicam que até o final do ano o total captado poderá chegar a US\$ 250 bilhões, ultrapassando os US\$ 242 bilhões captados em 2000 (SMITH, 2005).

²² O perfil dos Estados Unidos não é comentado nesse momento uma vez que há uma seção específica para esse país.

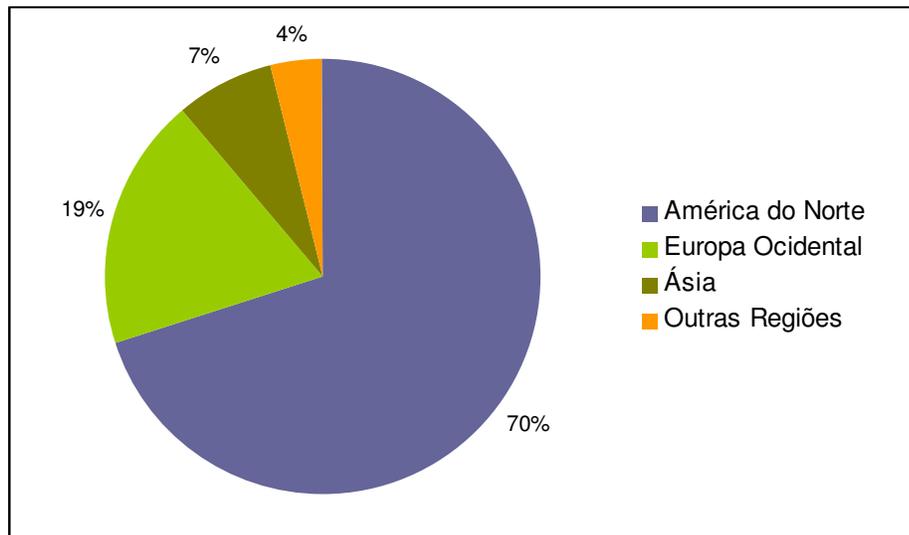


GRÁFICO 2.1 -DISTRIBUIÇÃO DOS INVESTIMENTOS POR REGIÃO (MÉDIA ANUAL DE 1998 A 2002)

FONTE: Price Waterhouse Coopers (2003). Extraído de Europeanvc (2003)

2.2 ESTADOS UNIDOS: O BERÇO DO *VENTURE CAPITAL*

O mercado de *venture capital* norte americano representa cerca de dois terços do volume total investido no mundo e movimenta cerca de 4-6 vezes mais que o volume movimentado na Europa Ocidental (MEGGINSON, 2004). A participação desse tipo de investimento no PIB foi de cerca de 0,55% no período de 1998 a 2001 (BAYGAN, 2003a). Na última década, o volume de investimentos realizados cresceu em média 30% ao ano, passando de 5 bilhões em 1990 para mais de US\$ 20 bilhões em 2002 (BAYGAN, 2003a). De 1970 a 2003 foram investidos US\$ 338,5 bilhões em 26.494 empresas que no período criaram mais de 10 milhões de pessoas e geraram mais de US\$ 1,8 trilhão em vendas em 2003, o que representa 9,4% e 9,6% respectivamente do total nacional dos EUA (NVCA, 2004). Desses investimentos, cerca de 85% foram realizados em setores de alta tecnologia (MANI e BARTZOKAS, 2002).

Segundo Baygan (2003a) um conjunto de fatores contribuiu para o sucesso do mercado de *venture capital* nos EUA, entre eles a cultura empreendedora e aventureira (*self made man*) do país, a flexibilização das regras institucionais para os fundos de pensão, a rede ativa de investidores anjos, os incentivos fiscais bem como a existência de mecanismos líquidos de desinvestimentos,

como a Nasdaq (*National Association of Securities Dealers' Automated Quotation*).

Essa seção tem como objetivo apresentar a evolução do mercado de *venture capital* nos Estados Unidos, cujo modelo estabelecido serviu de base para a adoção de políticas de fomento nos demais países. A seção divide-se em 2 subitens, sendo que o primeiro apresenta o processo de evolução histórica do mercado, enquanto que o segundo apresenta a situação atual da atividade.

2.2.1 Evolução Histórica

Os fatores culturais associados a fatores institucionais e econômicos na década de 1930 permitiram o surgimento da atividade formal nos Estados Unidos. Em 1932 o governo norte-americano criou a *Reconstructions Finance Corporation* (RFC) com o objetivo de estimular a criação e o desenvolvimento de novas empresas que contribuíssem para a recuperação da atividade econômica na Grande Depressão. Apesar de não ter apresentado desempenho satisfatório, a RFC contribuiu para a difusão da atividade como instrumento formal de apoio a *start-ups* de base tecnológica (GOMPERS e LERNER, 1999).

Após a Segunda Guerra iniciaram-se os debates relativos aos métodos desse tipo de apoio, culminando na criação da primeira firma de *venture capital*, a *American Research and Development* (ARD), em 1946 por iniciativa de Karl Compton (à época presidente do MIT), Georges F. Doriot (Professor da *Harvard Business School*), Ralf Flanders (presidente do *Federal Reserve Bank of Boston*) e mais alguns homens de negócio da região. O objetivo era aportar recursos em empresas emergentes baseadas na aplicação comercial de tecnologias desenvolvidas durante a Segunda Guerra Mundial. Além disso, a ARD visava fornecer não apenas recursos financeiros, mas também *expertise* gerencial a estas empresas²³. O levantamento dos recursos seria realizado através do lançamento de ações junto ao público, que deveriam ser subscritas por investidores institucionais e individuais de grande porte. O valor total aportado foi inicialmente de US\$ 3,5 milhões, bem abaixo dos US\$ 5 milhões pretendidos (GORGULHO, 1996; AVNIMELECH, KENNEY e TEUBAL, 2003b).

Foram priorizados investimentos através de participação acionária em empresas em

²³ O envolvimento de pessoas ligadas ao MIT e Harvard Business School na ARD não era por acaso, tinha por objetivo o uso do conhecimento sobre gerenciamento de negócios.

estágio inicial, sendo que das 8 empresas investidas no primeiro ano, 6 eram *start-ups*. A estratégia adotada fez com que os primeiros anos fossem caracterizados por fluxo de caixa negativos, ausência de rentabilidade e liquidez, levando à necessidade de captação de novos recursos através do lançamento de ações. Em 1951 o *portfólio* da ARD contava com 26 empresas, sendo que 10 delas já começavam a apresentar lucros em suas operações e a instituição ganhou liquidez para continuar investindo. O grande sucesso de investimento da ARD foi a aquisição da *Digital Equipment Company* (DEC) em 1957, cujo valor inicial de US\$ 70 mil dólares aumentou para US\$ 355 milhões após 14 anos²⁴ (GOMPERS e LERNER, 1999).

Na década de 1950 os investidores institucionais ainda relutavam em aplicar recursos em fundos de *venture capital*, sendo que as poucas organizações de risco que começaram a se formar na época foram estruturadas como fundos fechados (MEGGINSON, 2004). Em 1953 foi criada a *Small Business Administration* (SBA) para substituir a RFC, mas teve uma atuação muito fraca, o que levou à promulgação do *Small Business Act*, em 1958 pelo Congresso Americano, uma medida que tinha por objetivo viabilizar o surgimento de novas empresas de forma a auxiliar na superação do atraso tecnológico na área aeroespacial. Através das *Small Business Investment Companies* (SBIC), pequenas empresas de propriedade de americanos e/ou residentes no país que adquirissem insumos e equipamentos nacionais receberiam apoio financeiro via *venture capital* ou empréstimos com prazo superior a 20 anos para desenvolver seus produtos. Além do apoio financeiro, o papel das SBIC era prestar apoio gerencial às empresas nascentes, e esse apoio persiste até os dias atuais (DE PAULA, 2003b).

Nas décadas de 1960 e 1970 o número de fundos criados aumentou substancialmente com a proliferação das SBIC. No entanto, o nível médio anual de investimentos realizados durante as primeiras três décadas não ultrapassou US\$ 100 milhões de dólares, sendo que muitas vezes ficou bem abaixo disso. (GOMPERS e LERNER, 1999).

Apesar de terem chegado a dominar o mercado de *venture capital* nos EUA, o formato SBIC apresentou problemas após os primeiros anos de euforia²⁵. Muitas companhias foram liquidadas ou apresentaram prejuízos graves, sofrendo restrições governamentais que resultaram

²⁴ EM 1971 a ARD foi absorvida pela Textron, uma empresa de capital aberto.

²⁵ O aquecimento no preço das ações no mercado de balcão no biênio 1968-1969 levou à abertura de capital de mais de 1.000 novas empresas com a subscrição de cerca de US\$ 1,4 bilhões (BYGRAVE e TIMMONS, 1992, citado por GORGULHO, 1996)

na redução de sua participação no mercado para apenas 21% do *venture capital* disponível nos Estados Unidos. Não obstante, foram as SBIC que contribuíram para a difusão da prática de *venture capital*, formação da primeira geração de profissionais e desenvolvimento de diversos fundos que hoje figuram entre os maiores dos EUA (GORGULHO, 1996). Atualmente essas companhias continuam desempenhando um papel fundamental no mercado de *venture capital*, sobretudo em investimentos nos estágios iniciais (mais de 55% do total investido pelas SBIC são em empresas com menos de três anos no mercado), e representam em média 12-15% do volume total de *venture capital* investido nos EUA (BAYGAN, 2003a).

No final da década de 1970 diversas iniciativas regulatórias contribuíram para um período de desenvolvimento do *venture capital* naquele país. O *Revenue Act* de 1978 reduziu a alíquota sobre os ganhos de capital proveniente de aplicações em *venture capital* de 35% para 28%, estimulando a substituição de investimentos tradicionais por *venture capital* no portfólio dos investidores. Em 1979 o *Employment Retirement Income Security Act* (ERISA) do Departamento de Trabalho autorizou os fundos de pensão a realizar investimentos de riscos mais altos, incluindo as operações de *venture capital*. Foi autorizada a aplicação de mais de 5% do portfólio nesse tipo de investimentos, o que alavancou um volume significativo de capital no mercado, sendo que na década de 1990 a participação desses investidores no fluxo de capital foi em média de 40% do total de recursos captados (MEGGINSON, 2004; GOMPERS e LERNER, 1999).

Além desses pode-se citar a reclassificação das empresas de *venture capital* em 1980 como empresas de desenvolvimento de negócios, o que eliminou a necessidade de registro junto à *Securities and Exchange Commission* (SEC)²⁶ e deu mais flexibilidade aos investidores; e outra redução da alíquota dos impostos sobre os ganhos de capital para 20% em 1981 (GOMPERS e LERNER, 1999). Por outro lado, o estabelecimento da Nasdaq em 1971 como mercado de acesso, proporcionou uma opção de desinvestimento rentável e líquida para os investidores (BAYGAN, 2003a).

Essas medidas resultaram em um crescimento exponencial da atividade em menos de 10 anos. Os recursos captados por companhias privadas aumentaram de cerca de US\$ 100 milhões em 1977 para quase US\$ 4,7 bilhões em 1987 e a partir da década de 1980 os fundos privados de *venture capital* passaram a predominar no mercado (MEGGINSON, 2004).

²⁶ SEC – Securities and Exchange Commission é uma agência governamental americana fundada em 1934 que regula o mercado de capitais dos EUA. O órgão equivalente à SEC no Brasil é a CVM – Comissão de Valores Mobiliários.

No final da década de 1980 o mercado sofreu uma crise que foi explicada pela falta de experiência da maioria dos administradores de fundo que faziam análises apressadas dos negócios para acelerar o processo de investimento e retorno, bem como pelo crescimento acelerado do montante de recursos disponíveis a uma taxa superior ao crescimento das oportunidades de negócios. Essa crise resultou em uma reestruturação do mercado com alocação mais eficiente dos recursos e comportamento mais conservador por parte dos investidores. Além disso, o *Tax Reform Act* de 1986 eliminou o tratamento privilegiado dos ganhos de *venture capital*, aumentando a alíquota do imposto para 33%, o que afetou negativamente o mercado (BAYGAN, 2003a, GORGULHO, 1996).

Na década de 1990 o mercado de *venture capital* norte-americano voltou a crescer, ultrapassando os patamares atingidos em meados da década anterior. O crescimento do setor de tecnologias da informação e comunicação e o surgimento da Internet proporcionaram novas oportunidades de negócios para os investidores e o volume captado pelos fundos voltou a crescer. O volume de investimentos passou de menos de US\$ 5 bilhões em 1990 para mais de US\$ 100 bilhões em 2000, como pode ser visto no gráfico 2.2.

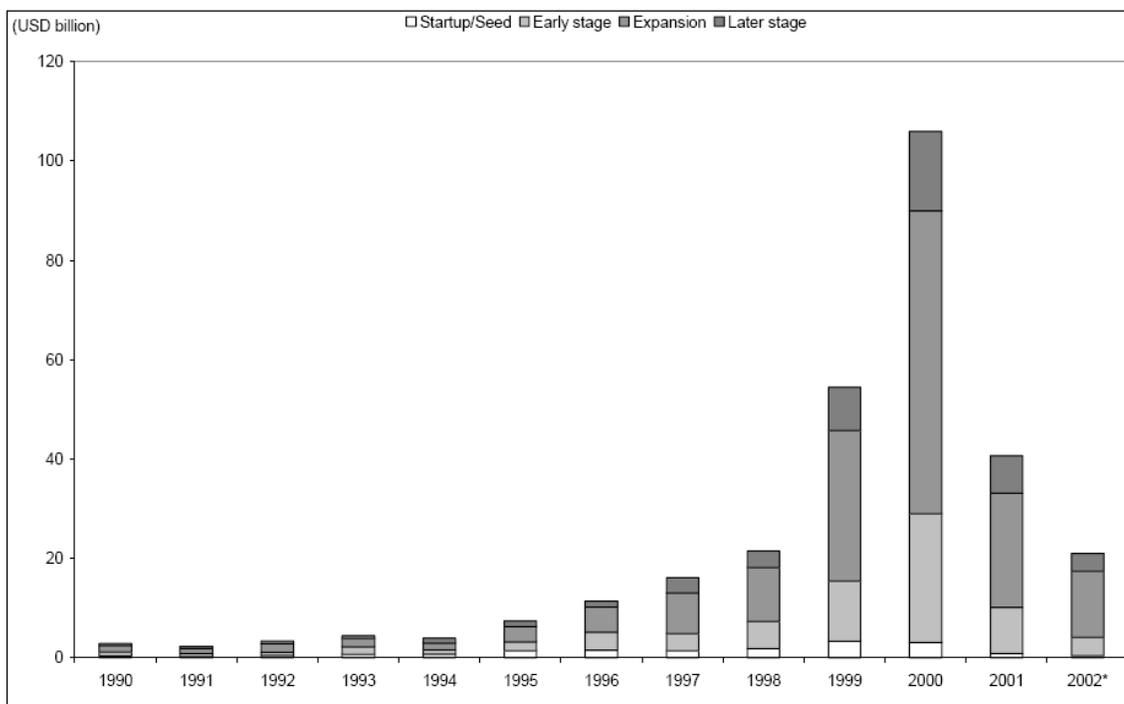


GRÁFICO 2.2 - INVESTIMENTOS DE VENTURE CAPITAL POR ESTÁGIO - EUA (1990-2002*)

FONTE: NVCA (2003). Extraído de Baygan (2003a)

(*) 2002 estimado.

O mercado de *venture capital* aqueceu-se no final da década de 1990 em função do entusiasmo provocado pelos negócios ligados à Internet. No período de 1999 a 2003 as vendas de *e-commerce* nos Eua triplicaram de US\$ 5,3 bilhões em 1999 para US\$ 17,5 bilhões em 2003, tendo crescido em média 36% ao ano (NVCA, 2004).

Bygrave e Hunt (2005) consideram o período de 1996 a 2000 a “era de ouro” do *venture capital*, no qual o investimento por empresa aumentou significativamente e o volume total investido cresceu de forma exponencial (de cerca de US\$ 15 bilhões em 1996 para mais de US\$ 100 bilhões em 2000) e a participação no PIB ultrapassou 1%. O fenômeno do estouro da bolha de investimento nas chamadas empresas “pontocom” em 2000 reduziu significativamente os investimentos em todos os países, mas segundo os autores a queda foi mais significativa nos EUA (82% comparado com 53% em 15 países da OECD).

2.2.3 Situação Atual

Atualmente o governo possui dois programas importantes de apoio às pequenas empresas, executados pela SBA. O Programa para as *Small Business Investment Company* (SBIC) criado em 1958 visa ampliar o volume de capital disponível para as pequenas empresas. As SBICs administram fundos de *venture capital* híbridos, isto é, formados com recursos do governo e captados no mercado e tem como público alvo empresas nascentes (BAYGAN, 2003a).

O *Small Business Investment Research* (SBIR) estabelecido em 1982 concede *seed money* a pequenas empresas. Coordenado pela SBA, o programa conta com a participação de várias entidades governamentais federais como os Departamentos de Agricultura, de Comércio, de Defesa, de Educação, de Energia, Transporte, Agência Nacional Espacial e de Aeronáutica (NASA), Fundação Nacional de Ciência (NSF) que destinam entre 2,5% a 3% dos seus orçamentos anuais de pesquisa e desenvolvimento (P&D) ao financiamento de projetos de inovação tecnológica de pequenas empresas já existentes ou em fase de constituição. O programa é dividido em três fases: na primeira é testada a viabilidade técnica e comercial em um prazo de seis meses. Na segunda fase o projeto é posto em prática por um período de dois anos. Na terceira fase o produto é levado ao mercado. O governo dispõe de recursos para as duas primeiras fases, onde o risco é maior. Para a terceira fase o empreendedor deve captar recursos junto ao mercado formal de *venture capital* (DE PAULA, 2003b).

Não obstante a queda brusca dos investimentos, as vendas de empresas com aporte de *venture capital* cresceram 6,5% de 2000 a 2003 nos Eua, passando de US\$ 1,6 trilhão a US\$ 1,8 trilhão, enquanto que o emprego formal nessas empresas cresceu 6,5%, de US\$ 9,5 para 10,1 milhões (NVCA, 2004).

A partir de 2004 o volume de investimentos voltou a ter um crescimento modesto, inspirado sobretudo no sucesso do IPO da Google. A expectativa para os próximos anos é de um novo ciclo de crescimento moderado, com aumento dos investimentos nos estágios *seed*, *start-up* e inicial (BYGRAVE e HUNT, 2005).

2.3 O MERCADO DE VENTURE CAPITAL EM ISRAEL

O mercado de *venture capital* de Israel possui atualmente mais de 100 companhias administradoras de fundos e movimenta mais de US\$ 2 bilhões por ano, ocupando a sexta posição no ranking de países. O levantamento de capital passou de menos de US\$ 50 milhões

em 1990 para cerca de US\$ 1,5 bilhão em 2004, sendo que em 2000 chegou a ultrapassar os US\$ 3 bilhões, conforme pode ser visto no Gráfico 2.3 (JEROZOLIMSKI, 2005; MAYER, 2000; IVC RESEARCH CENTER, 2005). Até 2000, mais de 130 empresas de base tecnológica haviam aberto ações em bolsa, sendo que destas cerca de 70 haviam recebido aporte de capital de risco (AVNIMELECH e TEUBAL, 2002b). A participação de investidores estrangeiros nos fundos de *venture capital* nos últimos 5 anos foi em média 50% do total de investimentos realizados (IVC, 2005).

Em uma economia cujo PIB foi de US\$ 121 bilhões em 2004 e exportações de US\$ 43 bilhões, o setor de alta tecnologia é responsável por cerca de 23% (US\$ 10bi) do total das exportações e os investimentos de *venture capital* representam cerca de 1,2% do PIB²⁷ (JEROZOLIMSKI, 2005; BAYGAN, 2003). A maior parte dos investimentos de *venture capital* (76,5%) é dirigida a setores de alta tecnologia (MANI e BARTZOKAS, 2002).

Israel é sem dúvida um exemplo de sucesso de desenvolvimento de mercado de *venture capital* induzido por políticas governamentais. O caminho percorrido para atingir os níveis atuais envolve programas eficazes na atração de parceiros internacionais que contribuíram para a criação de capacidade local de profissionais nesse tipo de atividade, além de políticas setoriais voltadas ao fortalecimento da indústria de alta tecnologia como um todo, paralelas às medidas específicas para *venture capital* (AVNIMELECH e TEUBAL, 2002a).

Segundo Avnimelech e Teubal (2002a), o sucesso de Israel ocorreu em um ambiente com uma série de condições favoráveis que permaneceram durante o processo de consolidação da atividade. Devido a isso, a experiência de Israel é dificilmente replicável em outros países com o mesmo grau de sucesso, mas as lições de políticas eficientes podem ser tomadas.

O item a seguir explora o desenvolvimento do mercado de *venture capital* em Israel, descrevendo as condições favoráveis que contribuíram para o sucesso das políticas implementadas e os programas voltados à criação desse mercado em Israel, finalizando a seção com um balanço da situação atual.

²⁷ Em 2000 a relação investimentos em *venture capital* / PIB chegou a 3,7%, a maior do mundo. Para se ter uma idéia, naquele mesmo ano a mesma relação para os países com os maiores mercados de capital de risco foram bem menores que 2%, sendo que para os EUA foi de 1,33%, Reino Unido de 0,85%, França 0,35%, Canadá 0,68%. Entre os países com maior relação estavam Singapura (1,41%) e Hong Kong (1,18%). (MEGGINSON, 2004).

2.3.1 As Condições Favoráveis

O desenvolvimento da indústria de alta tecnologia nos anos 70 e 80 acumulou considerável capacidade inovativa e uma base tecnológica que foram fundamentais para a alavancagem do *venture capital* na década de 1990. Dentre os fatores que contribuíram para essa formação tecnológica, destacam-se basicamente: 1) a indústria militar forte; 2) a existência de recursos humanos qualificados; 3) atuação do governo através do Departamento do Cientista Chefe (AVNIMELECH e TEUBAL, 2002b).

As situações de conflito que permearam o surgimento de Israel como Estado-Nação e os fatos que sucederam a esse evento fizeram com que o governo investisse em pesquisa e desenvolvimento de tecnologia militar doméstica. O estabelecimento de parcerias de P&D com EUA, França e Alemanha possibilitaram a transferência de tecnologia a Israel e a formação de recursos humanos qualificados. Na década de 1980, a reestruturação do setor militar e o conseqüente desemprego massivo de engenheiros geraram um excesso de mão de obra qualificada no mercado que procurou sobreviver através da criação de empreendimentos próprios (AVNIMELECH e TEUBAL, 2003).

Segundo Jerozolinski (2005) as condições geográficas de Israel foram decisivas na condução de políticas de valorização de recursos humanos. Por ser um país pequeno e árido, com carência de recursos naturais e difícil acesso aos mercados, a formação de mão-de-obra qualificada tornou-se condição imperativa ao crescimento e desenvolvimento econômico do país, transformando-se em vantagem comparativa na economia mundial. A disponibilidade de recursos humanos qualificados bem como o fortalecimento desses com a crescente imigração de cérebros oriundos sobretudo da URSS, atraíram empresas multinacionais de alta tecnologia como a DEC e IBM, que instalaram laboratórios de P&D no país, contribuindo para a geração de *spin-offs* de base tecnológica.

Visando a condução de políticas de ciência e tecnologia voltadas à aplicação do conhecimento tecnológico militar para fins civis, foi criado em 1969 o Departamento do Cientista Chefe – DCC (*Office Chef Scientist – OCS*) dentro do Ministério da Indústria e Comércio. O principal programa executado pelo DCC foi o Programa Horizontal²⁸ que apoiava a P&D de

²⁸ Até início da década de 1990, cerca de 90% dos dispêndios do DCC para o setor privado civil foi repassado através do Programa Horizontal (AVNIMELECH e TEUBAL, 2003c).

todas as empresas do setor privado. O objetivo era apoiar projetos individuais de P&D de produtos voltados à exportação. Através dessa ação, o governo conseguiu gerar capacidades inovativas no setor privado, dando início a uma indústria civil de alta tecnologia que estabeleceu ligações importantes com empresas multinacionais e mercados de capitais internacionais (bancos de investimentos, bolsas de valores norte-americana e européias) (AVNIMELECH e TEUBAL, 2002a, 2003c).

O DCC também foi responsável pela criação da Lei de P&D em 1984, cujo objetivo era o apoio às indústrias baseadas em conhecimento, através da expansão da infra-estrutura tecnológica e exploração dos recursos humanos, criação de empregos sobretudo para absorver cientistas e engenheiros imigrantes, entre outros (AVNIMELECH e TEUBAL, 2003c).

As capacidades acumuladas durante os anos 70 estimularam a emergência da indústria de software no final da década de 1980, o que contribuiu para a primeira onda de *start-ups*, algumas financiadas por investidores externos. A participação de investidores norte-americanos nessas companhias permitiu uma estreita ligação com o mercado financeiro dos EUA. Um número significativo de empresas de base tecnológica fez sua estréia na bolsa de valores dos EUA, sendo que no período de 1984 a 1988 essas empresas captaram cerca de \$300 milhões na Nasdaq²⁹ (AVNIMELECH e KENNEY, 2004).

Esses primeiros esforços inovativos resultaram no aumento da participação do setor de alta tecnologia na produção industrial de 6% em 1968 para 24% em 1983, e nas exportações industriais de 5% para 28% no mesmo período. Os gastos com P&D privada para fins civis aumentaram consideravelmente em termos reais: de US\$ 26³⁰ milhões em 1969-70 para US\$ 347 milhões em 1984-85 (AVNIMELECH e TEUBAL, 2002b).

Apesar do crescente investimento privado em empresas de base tecnológica, nesse período não havia companhias de *venture capital* no país, sendo que os aportes de capital eram realizados exclusivamente por *angels* ou investidores estrangeiros. Um marco importante para o mercado de *venture capital* foi o estabelecimento da primeira administradora de fundos em 1985, a *Athena Venture Partners*, uma parceria entre investidores locais e norte-americanos cuja primeira captação de recursos foi de US\$ 30 milhões de investidores privados com a finalidade de aplicá-los em *start-ups* de alta tecnologia israelenses (OECD, 2003).

²⁹ Para se ter uma idéia da magnitude do valor captado no mercado norte-americano, no mesmo período o valor captado na bolsa de valores de Tel Aviv foi de US\$500 milhões para todas as empresas listadas (alta tecnologia e demais setores).

³⁰ Valor constante 1984-85.

Avnimelech e Teubal (2002a, 2002b, 2003a, 2003b, 2004), principais pesquisadores do assunto em Israel, segmentam o período de desenvolvimento da atividade de *venture capital* em três fases com características específicas a cada uma, resumidas no quadro 2.1:

QUADRO 2.1 - FASES E FATORES FAVORÁVEIS AO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE VENTURE CAPITAL EM ISRAEL

<p>CONDIÇÕES ESTRUTURAIS FAVORÁVEIS (décadas de 60-70)</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Existência de muitos cientistas e engenheiros qualificados e investimentos expressivos no ensino universitário que aumentaram o nível; ▪ Desenvolvimento da indústria civil de alta tecnologia a partir de conhecimentos militares e experiência em projetos de P&D e inovação; ▪ Instalação de multinacionais em Israel (Motorola, Dec, Intel, entre outras) que incentivou a criação de empresas nacionais e gerou spin-offs importantes; ▪ Reestruturação do setor militar, que desempregou mão de obra qualificada; ▪ Arcabouço legal adequado para novas empresas; ▪ Instituições públicas de P&D, especialmente no setor militar; ▪ Liberalização econômica e financeira na década de 1980; ▪ Política de controle de inflação.
<p>CONDIÇÕES DE PRÉ-EMERGENCIA E ALAVANCAGEM (final 80-93)</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Globalização do mercado de capitais, oferecendo oportunidade para companhias start-ups de alta tecnologia fora dos EUA negociar na NASDAQ; ▪ Globalização dos bancos de investimentos norte-americanos, que buscaram novas oportunidades de negócios em Israel; ▪ Imigração e repatriação de pessoas procurando novas oportunidades de investimentos em alta tecnologia Israel; ▪ Elevada e crescente taxa de formação de empresas de base tecnológica (89-92); ▪ Vários programas governamentais voltados à alavancagem tecnológica (Inbal, Magnet, Incubadoras Tecnológicas e Yozma)
<p>CONDIÇÕES QUE ASSEGURARAM APRENDIZADO E CUMULATIVIDADE (93-96)</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Guerra do Golfo e início do processo de paz que contribuiram para reduzir o isolamento de Israel, que se tornou mais atrativo para negócios e investimentos; ▪ Implementação contínua de programas de suporte à P&D ao longo da década de 1990; ▪ Imigração de engenheiros, médicos e cientistas oriundos da União Soviética, que aumentou a disponibilidade de recursos humanos qualificados; ▪ Novas oportunidades de crescimento a nível mundial, particularmente nas comunicações devido ao progresso tecnológico no setor de TI e liberalização das comunicações; ▪ Mudanças culturais que favoreceram o empreendedorismo no país.

FONTE: Avnimelech e Teubal (2003)

Dentre os fatores listados por Avnimelech e Teubal (2002a), a estreita ligação de Israel com os EUA pode ser destacada como um elemento fundamental à realização de aportes estrangeiros, que movimentou volumes significativos de capital ao longo do desenvolvimento da atividade de *venture capital*.

2.3.2 As Iniciativas: os Programas Inbal e Yozma

Até 1992, a Athena foi a única empresa do setor com origem no próprio país, quando então foi lançado o Inbal, um programa promovido pelo Tesouro com objetivo de fortalecer o mercado de capitais através da *Tel Aviv Stock Exchange* (TASE) e ao mesmo tempo estimular a atividade de *venture capital* no país. O Programa Inbal consistia em uma companhia de seguro do governo (chamada Inbal) que garantia o retorno de 70% do capital investido em fundos locais de *venture capital* no caso de baixo desempenho do fundo. Através do Inbal foram levantados quatro fundos com capital de cerca de US\$ 15-20 milhões cada (BAYGAN, 2003b; AVNIMELECH e TEUBAL, 2002a).

Segundo Avnimelech e Teubal (2003b), o programa não trouxe os resultados esperados quando de sua concepção pelos seguintes fatores:

- a) a garantia de restituição de parte do capital favoreceu a entrada de administradores não-profissionais, resultando em baixo desempenho geral dos fundos;
- b) as intervenções freqüentes do Tesouro na condução dos negócios e imposição do cumprimento de uma série de obrigações burocráticas como condição de concessão da garantia, comprometiam a administração dos negócios;
- c) os limites à remuneração das pessoas envolvidas na administração dos fundos e falta de incentivos atrelados à boa performance do fundo desestimulavam boas práticas;
- d) o período de participação do governo era ilimitado e o caminho de saída do programa era complexo;
- e) o programa foi desenhado e implementado pelo Tesouro que não tinha conhecimento específico sobre o setor de alta tecnologia e enfatizou mais o aspecto financeiro do negócio que as competências de identificação de boas oportunidades tecnológicas;
- f) as limitações legais para cooperação entre os atores prejudicaram o aprendizado coletivo (AVNIMELECH e TEUBAL, 2002a).

Em 1993 o DCC estabeleceu o Programa Yozma³¹, concebido como um fundo de fundos e com o objetivo único de criar um mercado de *venture capital* sólido e sustentável, com a

³¹ Iniciativa em Hebreu.

profissionalização de administradores locais através do aprendizado com parceiros estrangeiros que fariam parte de uma rede de contatos importante (AVNIMELECH e TEUBAL, 2002b).

Com um orçamento de US\$ 100 milhões, o Yozma possuía duas ações básicas: 1) investimento direto em *start-ups* na ordem de US\$ 20 milhões através do *Yozma Venture Funds*, administrado pelo próprio DCC; 2) participação de 40% em fundos privados locais no montante total de US\$ 80 milhões a serem formados em cerca de 2 anos. Cada fundo administrado por uma companhia local em parceria com uma instituição profissional estrangeira receberia US\$ 8 milhões do próprio governo e levantaria o restante (60%) com investidores locais e estrangeiros (AVNIMELECH e TEUBAL, 2002b).

Dessa forma, com um investimento de US\$ 100 milhões, o governo alavancaria a captação de US\$ 150 milhões do setor privado. Além disso, os investidores estrangeiros participantes dos fundos contavam com a opção de compra da participação do governo nos fundos após 5 anos, um período após o qual o desempenho do fundo já podia ser avaliado (IVA, 2005).

Um dos aspectos mais importante do Yozma que resultou na efetiva profissionalização do mercado local, foi a exigência de estabelecimento de alianças de cada gestor de fundos com um parceiro estrangeiro de renome (AVNIMELECH e TEUBAL, 2003b).

Apesar do impacto positivo que o Yozma teve, não foi um programa com medidas institucionais arrojadas. Além de não oferecer garantias por desempenho negativo dos fundos, não foi acompanhado por novas regras de regulamentação, tampouco reduziu os impostos sobre ganhos de capital oriundos de investimentos em *venture capital*. O ponto forte do Yozma era a redução do risco para os investidores que aportavam capital nos fundos, através da garantia de profissionalização dos administradores dos fundos e avaliação pós-investimento do desempenho do fundo no caso de compra da participação do governo (AVNIMELECH e TEUBAL, 2002a, 2003b).

Além do *Yozma Fund* que investiu em 15 empresas e foi privatizado em 1997, o Programa alavancou diretamente a captação de 10 outros fundos em um total de US\$ 210 milhões, que investiram em mais de 200 companhias *start-ups* (IVA, 2005). Seis fundos começaram a operar em 1993 (GEMINI, STAR, CONCORD, PITANGO, WALDEN e INVENTEC), um em 1994 (JVP), dois em 1995 (MEDICA e EUROFUND) e um em 1997 (Vertex) (AVNIMELECH e TEUBAL, 2002a). O Yozma resultou em uma mudança na percepção de investidores estrangeiros sobre o mercado, cuja participação em fundos de investimento de *venture capital* foi crescente, atraindo os principais investidores mundiais como Advent, MVP, CMS e Walden dos EUA, Daimler-Benz, DEG, Van Leer

Group, TVM da Europa e Oxton, AVX, Kyocera e Vertex da Ásia (IVA, 2005). Um desdobramento indireto do Yozma foi a criação da *Israeli Venture capital Association* (IVA) em 1996.

Segundo Avnimelech e Teubal (2003c) o sucesso do Yozma deu-se em parte pelos processos co-evolucionários que alavancou, o qual envolve: 1) a co-evolução entre *venture capital* e start-ups; 2) interação entre o mercado de *venture capital* doméstico e o mercado de capitais global; 3) aprendizado coletivo e emergência de uma estrutura relativamente estável para o setor de alta tecnologia e a atividade de *venture capital*; 4) surgimento de um extenso conjunto de serviços auxiliares, tais como consultorias, especialistas legais, contadores, etc.

A emergência do mercado de *venture capital* israelense envolveu o surgimento de um conjunto de agentes especializados ligados à companhias norte-americanas e ao mercado global de capital para companhias tecnológicas, como Nasdaq (AVNIMELECH e TEUBAL, 2003c, p.10).

O quadro 2.2 compara os fatores levaram a resultados diferentes entre os programas Inbal e Yozma.

QUADRO 2.2 - DIFERENÇA ENTRE OS PROGRAMAS INBAL E YOZMA

YOZMA	INBAL
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Estimulou a captação de uma quantidade significativa de investimentos de <i>venture capital</i>; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Pouco impacto em termos de captação de recursos;
<ul style="list-style-type: none"> ▪ As maioria das companhias criadas com o Yozma tornaram-se as líderes no mercado local; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nenhuma companhia conseguiu atingir bom desempenho;
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Investimentos focados em estágios iniciais; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Investimentos principalmente em estágios avançados;
<ul style="list-style-type: none"> ▪ O Fundo Yozma serviu de modelo para o desenho de muitas administradoras de fundos; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Poucas companhias de <i>venture capital</i> estabeleceram-se com o Inbal;
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Atraiu investidores estrangeiros estratégicos a Israel; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Não atraiu nenhum investidor estrangeiro;
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Estimulou a criação da <i>Israel Venture capital Association</i> (IVA) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Não exerceu influência na criação da IVA;
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Alta performance dos fundos privados associados ao programa; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Baixa performance dos fundos criados;
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Desencadeou o surgimento de fundos não ligados ao Yozma, contribuindo para o crescimento do volume de investimentos; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Poucos efeitos secundários e crescimento de capital limitado;
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Investimentos imediatos realizado pelo Yozma Venture Funds encorajou os demais fundos a investir também; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nenhum mecanismo para estimular o investimento imediato dos fundos;
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Incentivos ao bom desempenho dos fundos, aumentando a rentabilidade dos investimentos. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ As garantias parciais não representavam desafio ao bom desempenho, tornando a rentabilidade baixa.

FONTE: Avnimelech e Teubal (2002a)

2.3.3 Os Resultados

As ações do Yozma trouxeram resultados significantes para a atividade de *venture capital* de Israel. A tabela 2.1 compara o desempenho de Israel em termos de empresas iniciadas, investimentos captados, aportes realizados e desempenho do setor de alta tecnologia nas exportações em três décadas.

TABELA 2.1 - EVOLUÇÃO DA ATIVIDADE DE *VENTURE CAPITAL* EM ISRAEL (1980-2000)

VARIÁVEIS	1980	1990	1999/2000
Número de start-ups	~150	~300	~3000
Número de companhias de <i>venture capital</i>	0	2	~100
Investimentos captados (MUS\$)	0	~49	3400
Número de IPO de alta tecnologia (acumulado)	1	9	~130
Número de IPO de empresas que receberam aporte de <i>venture capital</i>	1	3	~70
Participação de recursos estrangeiros no total de financiamento a <i>start-ups</i>	NA	NA	67%
Participação das exportações de TI no total de exportações industriais	~20%	~33%	45,7%
Fusões e Aquisições (B\$)	NA	NA	~10

FONTE: Avnimelech e Teubal (2002b)

Como pode ser visto na tabela 2.1, o número de companhias administradoras de fundos de *venture capital* passou de 2 no início da década de 90 para cerca de 100 no final da mesma década. O volume de investimentos captados passou de menos de 50 milhões para mais de 3 bilhões de dólares e o IPO de empresas que receberam aporte de VC ao longo dos 20 anos apresentados foi de 70. A crescente importância de produtos de tecnologia da informação (TI) na pauta de exportações industriais e o número de *start-ups* criadas nos períodos analisados, cristalizam o impacto das políticas voltadas ao setor.

O auge da atividade de *venture capital* em Israel foi em 2000, quando os investimentos de *venture capital* ultrapassaram os US\$ 3 bilhões, representando 2% do total do PIB (MAYER, 2000). Após o fenômeno da “Bolha da Internet” em 2000 que atingiu a atividade em todos os países, o volume de transações e investimentos diminuiu significativamente, mas Israel continuou com um dos maiores mercados de *venture capital* do mundo.

Ao se analisarem os investimentos por setor de atividade, percebem-se mudanças significativas no portfólio. Os investimentos em empresas ligadas à Internet, que em 1999 eram os mais substanciais e representavam 33% do total, decresceram em 2001 para 9%, permanecendo em 4% nos últimos 3 anos. Os setores que tiveram crescimento expressivo foram os de Ciências da Vida (de 13% em 1999 para 22% em 2004), Software (de 14% para

22%) e Semicondutores (de 2% para 10%).

Atualmente há cerca de 80 fundos de *venture capital* operando em Israel, com a captação total de US\$ 10 bilhões em 12 anos, aportados em mais de 1000 companhias *start-ups* no período. Desde 1993, o tamanho médio de fundos de *venture capital* captados aumentou de US\$ 20 milhões para mais de US\$ 250 milhões (IVC, 2005). Cerca de 70 de companhias realizaram IPO na Nasdaq³² e aproximadamente 30 negociaram em bolsas de valores Européias (IVA, 2005). Os valores apresentados tornam-se mais significativos ao se considerar que grande parte dos investimentos foram realizados em empresas no estágio inicial.

Relatório da OECD elaborado por Baygan (2003b) sobre a atividade de *venture capital* em Israel apresenta as principais dificuldades e limitações do mercado e propõe ações para fortalecer o mercado. O principal fator apresentado pelo autor como fragilidade do mercado de *venture capital* de Israel é a elevada dependência de investidores estrangeiros nos fundos, que representa mais da metade do capital captado, e que o autor atribui ao tamanho limitado do mercado doméstico. Segundo o autor, os incentivos oferecidos para investidores estrangeiros são bastante atrativos, enquanto que no mercado nacional existem restrições legais à aplicação em fundos de *venture capital* por administradoras de fundos de pensão e seguradoras domésticas, além de não receber a isenção de tributação financeira como no caso dos estrangeiros. Outra crítica feita pelo autor é em relação ao elevado número de IPOs realizados em bolsas estrangeiras, um indicador que mostra a fragilidade das instituições locais (sobretudo da TASE) enquanto mecanismo de negociação em bolsa. Essa fragilidade, no entanto, parece ser compensada pelas estreitas ligações com instituições e investidores norte-americano, que permitem dinamizar o mercado local.

³² Israel é o segundo país estrangeiro com maior número de empresas negociadas na Nasdaq. Canadá é o primeiro (IVA, 2005)

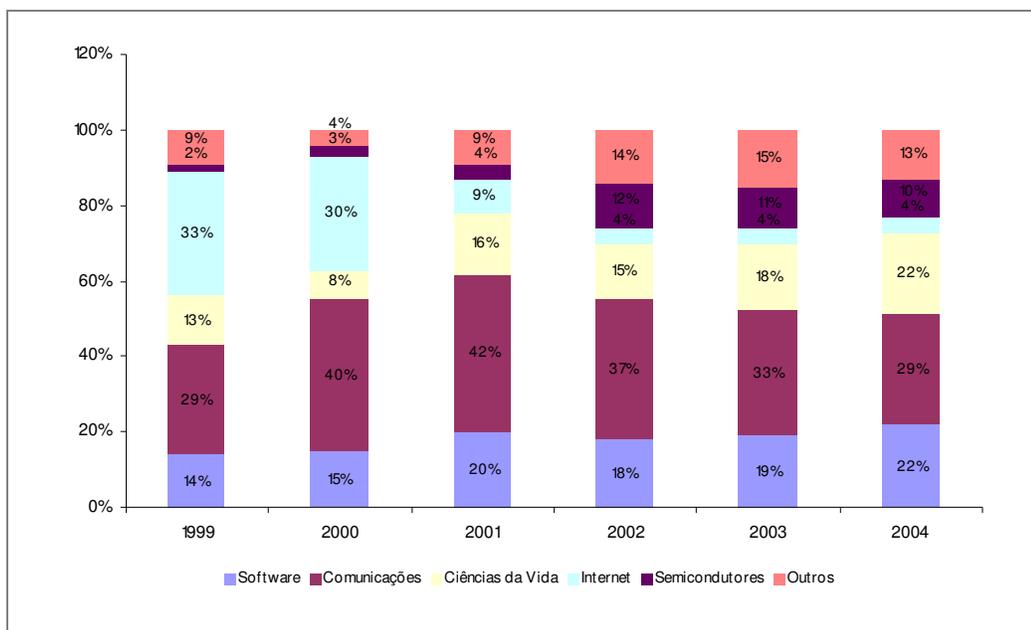


GRÁFICO 2.3 - INVESTIMENTOS REALIZADOS POR SETOR DE ATIVIDADE – ISRAEL (1999-2004)
 FONTE: IVC Reseach Center. Extraído de IVA (2005)

2.4 CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO

O desenvolvimento da atividade de *venture capital* como alternativa formal de financiamento a empresas emergentes surgiu nos Estados Unidos, na década de 1930. Nesse país, o modelo de atuação e regras legais e institucionais foram formados e difundidos para outros países.

O estabelecimento dos fundamentos para o desenvolvimento da atividade ocorreu de forma evolutiva, de acordo com as fragilidades observadas naquele mercado.

A difusão da atividade para outros países seguiu os padrões de funcionamento norte-americano, com algumas adaptações para sanar fragilidades locais. Em todos os países, a atuação do governo com programas para alavancar a atividade nos anos iniciais foi fundamental, inclusive nos Estados Unidos.

Vale destacar a pré-existência de fatores culturais, institucionais e econômicos em cada país que contribuíram para a difusão da atividade, entre eles o potencial empreendedor e o nível de atividade tecnológica. Sem tais fatores, a demanda por *venture capital* seria pequena e os mercados não se desenvolveriam.

No caso de Israel a forte ligação com os Estados Unidos e a importância da indústria de defesa foram fundamentais para o estabelecimento de um mercado de *venture capital*. Dentre as

iniciativas governamentais adotadas, vale destacar o papel do Yozma, que foi capaz de alavancar recursos privados e parcerias com instituições internacionais que profissionalizaram os gestores e dispensaram a presença do governo como investidor ao atrair recursos para os fundos.

A difusão da atividade em países em desenvolvimento contribuiu para alavancar o volume de investimentos realizados nos anos recentes. O envolvimento de instituições governamentais na definição de políticas de apoio em cada país foi um fator fundamental para esse crescimento. Não obstante as crises ocasionais no mercado global, a tendência tem sido de crescimento sustentado da atividade, sobretudo nos países em desenvolvimento que estão em processo de estabelecimento dos fundamentos necessários a expansão desse mercado.

No caso de Israel, os dois programas estruturados levaram a resultados diferentes. O Inbal, executado por órgão financeiro, tinha objetivos financeiros, enquanto que o Yozma ao ser elaborado por instituição de ciência e tecnologia tinha como objetivo o desenvolvimento de empresas de base tecnológica. A falta de incentivos aos gestores pelo desempenho dos fundos e a garantia de restituição de parte do capital aos investidores levaram à entrada de gestores experientes e à falta de interesse em qualificar-se, no caso do Inbal. O Yozma, por sua vez, ao estimular a interação entre gestores inexperientes e experientes levou ao surgimento e profissionalização de novos gestores no mercado, atraindo investidores internacionais. Além disso, os investimentos diretos realizados pelo Yozma aumentaram a confiança dos investidores no programa, resultando no alcance dos objetivos pretendidos.

O desenvolvimento do mercado de venture capital em Israel ocorreu graças ao desenho de uma política adequada à realidade local e consistente em seus objetivos e meios.

3 O VENTURE CAPITAL NO BRASIL

O presente capítulo tem como objetivo relatar a evolução da atividade de *venture capital* no Brasil e a situação atual do mercado. Para tanto, está dividido em 3 seções: a primeira seção relata a evolução histórica e do marco legal do mercado; a segunda seção tem como intenção apresentar as instituições envolvidas na promoção da atividade no país, no que foi denominado “arranjo institucional”; a seção 3 procura retratar o perfil do mercado nos anos recentes, quando a atividade apresentou maior crescimento.

3.1 HISTÓRICO DA ATIVIDADE E MARCO LEGAL

As primeiras iniciativas à difusão do financiamento de *venture capital* remontam à década de 1970, principalmente através da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Essas iniciativas eram voltadas para empresas de grande porte, com pouco apoio às pequenas e médias (PAVANI, 2003).

A atuação da Finep no financiamento a empresas de base tecnológicas iniciou-se em 1976 com a criação do Adten (Apoio ao Desenvolvimento Técnico da Empresa Nacional), cujas modalidades de financiamento eram sobretudo através de debêntures, ações, empréstimos amortizáveis por meio de *royalties* e empréstimos com amortizações condicionadas ao sucesso do empreendimento³³. A principal forma de atuação foi através de financiamentos recuperáveis com pagamentos proporcionais às vendas do projeto financiado e créditos passíveis de conversão em participação acionária. O Adten foi encerrado em 1991 por apresentar déficit crescente em seu *portfólio*, quando possuía cerca de 60 operações com poucos projetos de participação acionária (GORGULHO, 1996).

A atuação do BNDES iniciou-se em 1974 com a criação de três subsidiárias voltadas para *venture capital*: A FIBASE (Insumos Básico S.A.), a EMBRAMEC (Mecânica Brasileira S.A) e a IBRASA (Investimentos Brasileiros S.A.). Entre as três, a que mais se aproximava das características da atividade de *venture capital* era a IBRASA, que estava voltada ao setor de bens de consumo e apresentava disposição explícita de participar temporariamente das

³³ O Adten não era um programa de *venture capital*, embora tenha sido a primeira iniciativa de instituição pública de participação privada em empreendimentos de base tecnológica.

empresas investidas e promover uma maior aproximação do mercado de capitais. A FIBASE e a EMBRAMEC estavam voltadas para projetos de grande porte, média e longa maturação do setor de bens de capital e com necessidade de significativos volumes de recursos, enquanto que a IBRASA atuava no setor de bens de consumo, mais segmentado e com respostas mais rápidas aos investimentos (GORGULHO, 1996).

Em 1982 o BNDES unificou as três subsidiárias, formando o BNDESPar que passou a atuar tanto como investidor de fundos para desenvolver as companhias regionais de *venture capital*, quanto como investidor direto através do Contec³⁴ (PAVANI, 2003).

No setor privado, uma iniciativa interessante foi a criação da BrasilPar em 1972 sob a forma de empresa de participação em uma época que inexistia institucionalização do segmento. Sob controle do Unibanco, tinha como sócios um consórcio de empresários brasileiros e franceses. Em 1981 foi criada a Companhia Riograndense de participações (CRP), com investimentos em grupos privados do Rio Grande do Sul através do Banco de Desenvolvimento do Rio Grande do Sul (Barrisul) (GORGULHO, 1996).

Apesar de atuar nos moldes dos fundos norte-americanos, essas e outras companhias criadas na época tinham formato de *holdings* e suas operações eram registradas como transações comerciais normais de compra e venda, fora dos registros na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), portanto sem tratamento fiscal diferenciado. Os fundos adotavam a figura jurídica de sociedades comerciais ou de empresas de participação constituídas no Brasil ou em paraísos fiscais, sendo que os recursos entravam no país sob a forma de investimento estrangeiro³⁵.

A institucionalização das sociedades de *venture capital* no Brasil só foi formalizada a partir de 1986, pelo Decreto-Lei n.º 2287 de 23/07/1986, quando surgiram os primeiros dispositivos jurídicos e fiscais específicos para este tipo de empresa. As Resoluções 1.184 de setembro de 1986 e 1.346 de junho de 1987 do Conselho Monetário Nacional conceituaram a atividade de *venture capital* e concederam tratamento fiscal específico para as sociedades de *venture capital* e as empresas investidas. Apesar de alguns problemas conceituais, essas medidas marcaram a possibilidade de existência de empresas voltadas para o financiamento via *venture capital* no país (DE PAULA, 2003b).

³⁴ Outras companhias foram criadas na época. Para maior detalhamento do surgimento das companhias de *venture capital* no Brasil, ver Pavani (2002). Sobre o Contec, ver Gorgulho (1996)

³⁵ A entrada de capital estrangeiro no país é regulamentada pela Lei 4.131, de setembro de 1.962.

No entanto, as falhas da legislação, aliadas a outros fatores de natureza conjuntural, fizeram com que o desenvolvimento do mercado de *venture capital* fosse inexpressivo nesse período. Contribuíram para o tímido desempenho a descontinuidade das raras iniciativas e a extinção do Decreto Lei 2287/86 e dos benefícios por ela concedidos. Gorgulho (1996) salienta que o desenvolvimento lento do mercado de *venture capital* pode ser justificado pelo mercado de capitais pouco desenvolvido que comprometia as alternativas de liquidez existentes para os investimentos, bem como pelo baixo dinamismo da indústria brasileira que resultava em uma baixa oferta de empresas demandantes desse tipo de recurso.

Segundo Gorgulho (1996) em meados da década de 1980 o BNDES visualizou a necessidade de criar um programa de investimentos em empresas de base tecnológica de pequeno e médio porte, devido a demandas desse tipo de empresa. Assim, em 1991 foi aprovada a constituição do CONTEC, inaugurado com 4 empresas em carteira que haviam procurado apoio nos anos anteriores. O Contec foi constituído sob a forma de condomínio sem personalidade jurídica e de natureza escritural, sob administração da BNDESPAR. Os recursos a serem investidos deveriam originar da venda de cotas a terceiros, mas o BNDESPAR³⁶ permaneceu como único cotista até 1995, quando foi transformado no Programa de Capitalização de Empresas de Base Tecnológica.

Na década de 1990, com a abertura do mercado e a regulamentação dos investimentos estrangeiros, os gestores de fundo internacionais começaram a demonstrar interesse em operar no Brasil, atraídos ao país sobretudo pelo processo de privatização das empresas estatais, que gerou oportunidade de investimentos de *private equity*. Na obstante a diferença entre os dois segmentos, essas operações contribuíram com a difusão do *venture capital* no país, uma vez que os gestores que aqui se instalaram no início do processo de privatização permaneceram investindo em empresas com potencial de crescimento, contribuindo para a atração de outros gestores e a formação profissional de alguns (LAVCA, 2002).

A preocupação com a regulamentação dos fundos de investimentos resultou na Instrução CVM 209/1994 que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração

³⁶ Em 1998 o BNDESPAR transformou-se em sociedade de capital aberto e participa atualmente como sócia minoritária em mais de 200 empresas (PECCI, 2000).

dos Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE). Foi a primeira medida do conjunto que constituiu a institucionalização do mercado de *venture capital* no país, uma vez que criou as bases legais para o segmento e o tratamento fiscal de fundos³⁷ (DE PAULA, 2003b).

A Instrução CVM 209/94 define os Fundos Mútuos de investimentos em Empresas Emergentes como condomínios fechados com prazo máximo de funcionamento de 10 anos desde a autorização, com prorrogação por mais 5 anos desde que aprovado por Assembléia. Empresas emergentes são definidas como aquelas com faturamento inferior a R\$ 100 milhões e patrimônio líquido consolidado inferior a R\$ 200 milhões³⁸. Exige que no mínimo setenta e cinco por cento do portfólio do fundo seja mantido em títulos de empresas emergentes³⁹. Embora as cotas dos fundos de investimentos não sejam resgatáveis, a negociação de cotas no mercado secundário durante o tempo de duração do fundo garante a liquidez desse tipo de investimento⁴⁰.

A partir dessa regulamentação, o mercado iniciou fase de crescimento da atividade. O primeiro fundo para empresas emergentes foi registrado em 1995 pelo Banco Santander Brasil. Nos anos seguintes a utilização da instrução CVM 209 para a constituição de fundos de investimentos foi pouco utilizada, sendo que a década de 2000 iniciou com apenas 4 FMIEE. No quadriênio 2000-2004 16 novos FMIEE foram criados, conforme pode ser visto na tabela 3.1.

³⁷ O tratamento fiscal dos FMIEE segue as regras de tributação de outros fundos de renda variável (imposto de renda sobre ganhos de capital), na qual a tributação ocorre no resultado financeiro do seu portfólio, ou seja, no resultado financeiro do conjunto das operações realizadas. Antes da CVM 209/94 os fundos de *venture capital* constituídos recebiam tratamento de sociedade comercial, que é tributada e deve recolher o imposto de renda no exercício em que o fato gerador acontece.

³⁸ Alterado posteriormente pela Instrução CVM 253/96 e 363/02. Outras alterações foram incluídas na Instrução CVM 209/94, quase todas modificando a definição de valores máximos e mínimos, como as instruções CVM n. 225/94, 236/95, 246/96, 253/96, 363/02 E 368/02.

³⁹ A parcela de suas aplicações que não estiver aplicada em valores mobiliários de empresas emergentes deverá, obrigatoriamente, estar investida em quotas de fundos de renda fixa, e/ou em títulos de renda fixa de livre escolha do administrador, ou valores mobiliários de companhias abertas adquiridas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

⁴⁰ Embora as características desses fundos lembrem as limited partnerships norte-americanas, a forma de integralização os diferencia. Nos FMIEE o aporte é feito quando da constituição do fundo, enquanto que nas limited partnerships os aportes são escalonados, conforme as oportunidades de negócio surgem e vão sendo fechadas (BOCATTO, 2002).

TABELA 3.1 - REGISTROS DE FUNDOS MÚTUOS DE INVESTIMENTOS EM EMPRESAS EMERGENTES (1995-2003)

ANO	FUNDOS REGISTRADOS	INSTITUIÇÕES GESTORAS
1995	1	Banco Santander Brasil SA
1996	1	Santa Catarina Adm Fundos Ltda.
1997	0	
1998	1	Banco Fator SA
1999	1	CRP Companhia de Participacoes
2000	2	Brasilprivate Cons.e Part.Ltda; Dynamo V. C . Administradora de Recursos Ltda
2001	4	CRP Companhia de Participações; Rio Bravo Investimentos S.A. DTVM; FIR Capital Partners Ltda; Mellon Servicos Financeiros DTVM S.A.
2002	6	DGF Gestão de Fundos Ltda; GP Administração de Recursos S/A; Stratus Investimentos Ltda; SP Administracao de Fundos Ltda; Mercatto Venture Partners S/C Ltda; Rio Bravo Investimentos S.A. DTVM
2003	4	Oliveira Trust Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliarios S.A.; Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.; Pactual Asset Manag. S/A DTVM; Rio Bravo Investimentos S.A. DTVM;
2004	1	Rio Bravo Investimentos S.A. DTVM
2005	1	CRP Companhia de Participações
TOTAL	22	

FONTE: CVM (www.cvm.gov.br)

A tabela 3.1 permite visualizar um crescimento da atividade no início da década de 2000 em relação ao número de novos fundos registrados. Em dois anos (2000-2002) 12 novos fundos foram registrados na CVM. Parte desse crescimento pode ser atribuída ao *boom* da internet ocorrido no período que provocou aumento de investimentos no setor em todos os mercados de *venture capital*. Outro fator importante é a estabilidade macroeconômica que estimulou aplicações em investimentos de longo prazo de maturação, muito embora as taxas de juros praticadas nesse período pelo governo tenham absorvido grande parte dos investimentos realizados na época, sobretudo de investidores estrangeiros.

A intensificação do debate sobre política científica tecnológica e os rumos das iniciativas na área em países em desenvolvimento no final da década de 1990 culminaram na definição de um programa de promoção do mercado de *venture capital* no Brasil por parte dos organismos de ciência e tecnologia.

A conjunção de esforços da Finep e outras instituições de apoio empresarial e tecnológico resultou no desenho do Projeto Inovar, que teve início a partir de 2000. Esse projeto tem como objetivo congrega os esforços das instituições que já possuíam ações de *venture capital*, criando um arranjo institucional. As ações do projeto envolviam capacitação de agentes, formação de uma rede de instituições, aporte de capital em fundos selecionados e promoção de eventos para propiciar um ambiente de encontro e negociação entre empreendedores e investidores de *venture capital*.

Segundo Ávila (2002), quando da concepção do Projeto Inovar, além de existir poucos investidores em *venture capital* no país, a participação de investidores institucionais era baixa em comparação com o seu potencial e com o observado em outros países. Além disso, poucos investimentos se destinavam a negócios na área de tecnologia, especialmente em empresas em estágios iniciais. Por outro lado, apesar nível relativamente alto de atividade científica e tecnológica no meio acadêmico, o fluxo de criação de novas empresas de tecnologia era pequeno. Também foi observado que a alternativa de financiamento através de *venture capital* era pouco conhecida, e as informações sobre novas oportunidades de investimento pouco difundidas. Junte-se a isso a carência de capacitação gerencial para o desenvolvimento dos negócios nas empresas de tecnologia.

Mais ainda: apesar de a política macroeconômica recente ter propiciado um ambiente favorável ao investimento em *venture capital*, a organização desse mercado era incipiente, com ausência de mecanismos de liquidez e saída de investidores e carência de instituições e profissionais especializados nessa atividade.

Com o apoio da Finep, foi fundada em 2000 a Associação Brasileira de Capital de Risco - ABCR, com 26 sócios fundadores, com o objetivo de disseminar, discutir e representar a atividade perante as diversas esferas públicas e privadas.

A experiência de outros países que fomentaram o desenvolvimento do mercado de *venture capital* mostra que as medidas de incentivo não podem ser concebidas de maneira isolada, mas acompanhadas de outras reformas e medidas institucionais. Entre as medidas adotadas recentemente destacam-se a Resolução CMN n.º 2829 de 2001, a qual permite a inclusão de carteiras de renda variável no portfólio dos fundos de pensão, entre elas carteiras de participações que inclui quotas de fundos de investimento em empresas emergentes e as quotas de fundos de investimento em participações, no limite de 20% dos recursos do portfólio do fundo (CMN, 2001).

Um marco legal que contribuiu para o estabelecimento de fundamentos da atividade foi a aprovação da Nova Lei das Sociedades Anônimas em 2001 – Lei 10.303 – atualizando a legislação de 1976. Práticas que haviam sido abandonadas ao longo do tempo voltaram a ser adotadas com a nova Lei, juntamente com outras que melhoram o processo de fiscalização e informação aos acionistas minoritários. Um dos avanços da nova Lei é a inclusão do direito de *tag along*⁴¹ para ações ordinárias e a definição da regra de fechamento de capital na qual este só pode ser realizado se o controlador oferecer um preço justo aos proprietários de ações

⁴¹ *Tag along* é uma espécie de cláusula de acordo de acionistas, pela qual o acionista minoritário tem o direito de vender sua participação sob as mesmas condições e preço que o acionista majoritário (RIBEIRO, 2006).

preferenciais (DYNAMO, 2001). Essas alterações afetam o mercado de *venture capital* na medida em que melhoram as regras de governança e desinvestimento das empresas que receberam aporte, bem como alavancam a captação de recursos em mercados de acesso ao estimular a participação de pequenos acionistas nesses mercados.

Em 2003 a CVM aprovou a instrução CVM 391/03, que regulamenta os Fundos de Investimentos em Participação de forma geral, independente do porte da empresa, com disposições mais atualizadas que a CVM 209/94. Ela permite, por exemplo, o aporte em companhias abertas ou fechadas, enquanto que a 209/94 não tratava disso. Não obstante o enquadramento dessa Instrução no regulamento dos fundos emergentes, a Instrução CVM 391/03 é mais voltada aos investimentos de *private equity* (CVM, 2005).

Por outro lado, a aprovação da Lei da Inovação, a Lei n.º 10.973/2004, autorizou a instituição de novos fundos mútuos de investimentos em empresas inovadoras, visando o estímulo aos investimentos em empresas em fases iniciais de desenvolvimento (BRASIL, 2004). Para regulamentar o disposto, a CVM aprovou a Instrução 415, que cria os Fundos de Investimentos em Empresas Emergentes Inovadoras por meio do acréscimo de dois novos artigos à CVM 209 (CVM, 2005).

Em um esforço para sintetizar o alcance e adequação dos veículos de investimento aos estágios de desenvolvimento das empresas, Castro Filho (2005) apresenta a seguinte figura 3.1:

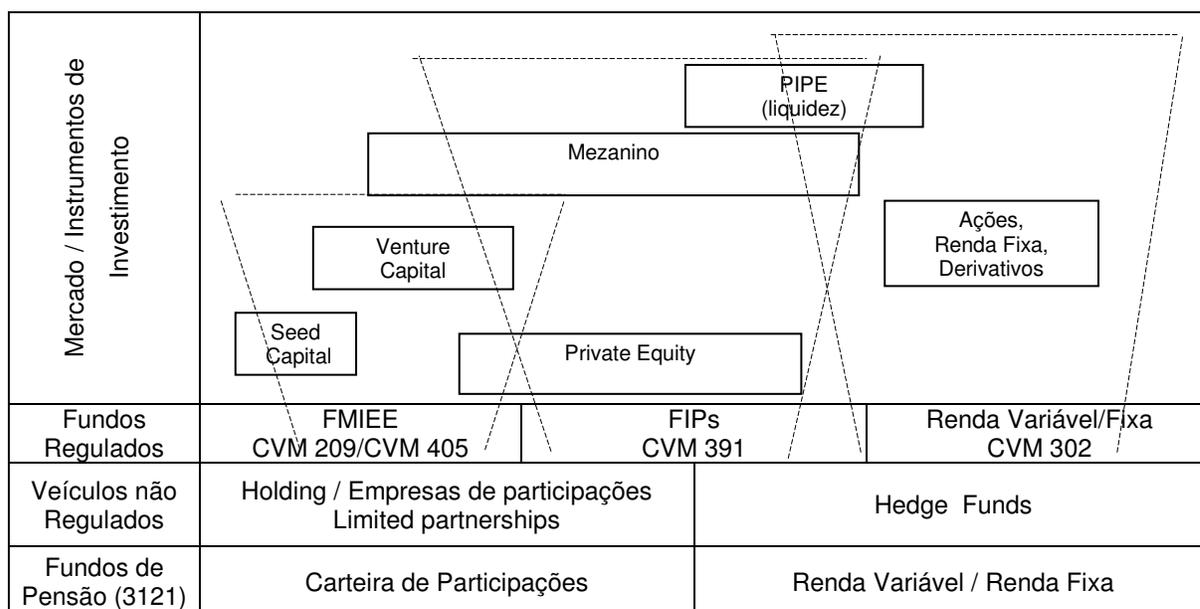


FIGURA 3.1 - VEÍCULOS DE INVESTIMENTO DE LONGO PRAZO E AMBIENTE REGULATÓRIO
 FONTE: Castro Filho (2005)

Como pode ser visto na figura 3.1, atualmente todos os estágios de financiamento de empresas estão regulamentados. Os investimentos nas fases iniciais – *seed* e *venture* – são regulamentados pelas instruções CVM 209 e 405. Os investimentos de maior porte – como *private*, mezanino e PIPE – são regulamentados pela Instrução CVM 391, que define os fundos de investimentos em participações. Empresas em estágios mais avançados, listadas em bolsas contam com veículos regulados pela CVM 302 destinados a fundos de renda variável e fixa. Estão presentes nesse mercado veículos não regulados, como as *holdings*⁴² e as *limited partnerships*⁴³ (LPs) para as empresas de capital fechado, bem como os *hedge funds*⁴⁴ para empresas de maior porte, listadas ou não. Os fundos de pensão participam no mercado como investidores dos veículos de investimentos ou acionistas de empresas listadas.

A partir de 2004, mais ações foram anunciadas para fortalecer o ambiente institucional e estimular a oferta e demanda por esse tipo de recurso. Dentre elas, pode-se destacar a estruturação de um programa de capital semente pela Finep – o Inovar Semente – com o objetivo de financiar empresas nos estágios iniciais não alcançadas pelos fundos atuais, cobrindo uma parte importante do estágio de desenvolvimento das empresas de base tecnológica e aumentando a demanda por financiamento de *venture capital*.

⁴² Holdings são empresas de participação em empresas menores. Os investidores de uma *holding* tornam-se acionistas das empresas investidas, e portanto sujeitos às leis e regulamentos aplicáveis às sociedades anônimas. As *holdings* não possuem duração limitada, como os demais veículos de investimento, além de possuir desvantagens tributárias em relação às *limited partnerships* e fundos regulados pela CVM. Para receber investimentos estrangeiros deve ser uma empresa de capital aberto, incorrendo em todos os custos de manutenção de uma companhia aberta (CARVALHO, et al., 2006).

⁴³ *Limited partnership* é um veículo de investimento original dos Eua, utilizado nos demais países. Os investidores (*limited partners*) são distantes da gestão cotidiana dos recursos e a responsabilidade legal sobre os passivos é limitada ao montante do capital investido, mas participam dos conselhos de investimentos e administração. Os gestores (*general partners*) assumem toda a responsabilidade legal advinda do gerenciamento do fundo e são remunerados de acordo com a performance dos investimentos realizados. A principal vantagem das LPs é o tratamento fiscal, uma vez que os ganhos são tributados apenas no momento do resgate das cotas e definido de acordo com a cota de cada investidor. No Brasil não há legislação que trate das LPs, e as existentes no país foram constituídas em outros países, sobretudo paraísos fiscais (CARVALHO, et al., 2006).

⁴⁴ Fundos de investimento de administração ativa, geralmente operados com agressividade, em busca de prêmio de risco elevado. A administração ativa normalmente tem como objetivo um desempenho superior ao de uma determinada carteira de referência ou índice, sem necessariamente perseguir a lucratividade do mercado (Dicionário de Investimentos da Bovespa, 2006).

Os esforços para atração de investimentos estrangeiros culminaram na aprovação da Medida Provisória 281 em 2006⁴⁵, que isentou de imposto de renda os rendimentos provenientes de investimentos em FMIEE e FIPs de investidores estrangeiros, juntamente com outras modalidades (BRASIL, 2006). A reivindicação era antiga pelos atores do mercado, uma vez que esse tipo de tratamento já era concedido às aplicações realizadas na Bolsa. Com a equidade de tratamento aos investidores estrangeiros, a expectativa é canalizar mais esse tipo de recursos aos fundos de *venture capital* e *private equity*.

Uma ação fundamental para estimular a oferta por recursos é a criação do Bovespa Mais – Mercado de Ações para o Ingresso de S.As – um segmento de mercado de balcão organizado que tem como objetivo acolher companhias com estratégia gradual de acesso ao mercado de capitais, estimulando a adesão à práticas avançadas de Governança Corporativa de forma gradual, até atingir regras similares às do Novo Mercado. A Bovespa Mais foi concebida sob regulamentação da Instrução CVM 243 e serve para companhias registradas na CVM.

As ações recentes na regulamentação do mercado fazem parte do conjunto de medidas adotadas pelo Plano Diretor do Mercado de Capitais coordenado pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais – Apimec e pelo Instituto Brasileiro do Mercado de Capitais – Ibmecc, apoiado por 85 entidades e discutido com os demais participantes do mercado. A elaboração do Plano Diretor do Mercado de Capitais faz parte das reações à crise do mercado financeiro no período de 1997 a 2002 e tem como filosofia a importância deste para a promoção do desenvolvimento econômico e social por meio da alocação eficiente da poupança resultando em aumento da produtividade dos fatores.

Uma das metas prioritárias do Plano Diretor para 2005 foi a ampliação do número de companhias abertas, estimulando a realização de IPOs. Entre as ações de grande impacto relacionadas ao mercado de PE/VC está a volta do BNDES ao mercado, o apoio ao anteprojeto da Lei Geral da Micro e Pequena Empresa e a revisão da Lei de Demonstrativos

⁴⁵ A MP nº 281/2006 reduziu de 15% para zero a alíquota do imposto de renda retido na fonte sobre fonte sobre “os rendimentos auferidos no resgate de cotas dos Fundos de Investimento em Participações, Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações e Fundos de Investimento em Empresas Emergentes”. O tratamento vale para os rendimentos “pagos, creditados, entregues ou remetidos a beneficiário residente ou domiciliado no exterior, individual ou coletivo, que realizar operações financeiras no País de acordo com as normas e condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional.” (BRASIL, 2006 MP281, art.3º). A tributação sobre os rendimentos de domiciliados no país permanece em 15%, criando uma diferença de tratamento entre os investidores.

Contábeis aprovada em 2000 (Lei 3741) para estabelecimento de novas práticas que facilitem o relacionamento com os investidores. Outra reivindicação definida pelo Plano é a redução da tributação dos FIPs e FMIEE para os investidores nacionais, com igualdade de tratamento tributário para o investidor estrangeiro (SÁ, 2005).

A expectativa de Castro Filho (2005) é que a consolidação dos instrumentos legais estimule a entrada de novos investidores no mercado, sobretudo os investidores internacionais que confiem na consolidação das instituições democráticas e estabilização macroeconômica do país para manter os fundamentos necessários à manutenção dos negócios definidos pelo setor já estruturado.

A posição dos gestores de fundos entrevistados na pesquisa de campo é a de que os fundamentos necessários ao desenvolvimento do mercado de *venture capital* estão bem consolidados. O ambiente macroeconômico está favorável à expansão dos investimentos, os instrumentos de fomento geram resultados e a legislação atende às necessidades da estruturação dos fundos, embora a legislação para *private equity* seja mais completa que para *venture capital* (FIGUEIREDO, 2005).

Outro gestor salientou que países com bases legais menos definidas possuem maior capacidade de atração de capitais que o Brasil, como a China, que não possui padrões contábeis definidos e atrai um volume considerável de recursos para *venture capital*. O que diferencia ambos países aos olhos dos investidores são as oportunidades de negócios muito mais visíveis e presentes na China que no Brasil, bem como as taxas de juros ainda elevadas no país que direcionam os investimentos para títulos públicos (GONÇALVES, 2005).

3.2 O ARRANJO INSTITUCIONAL NA PROMOÇÃO DO *VENTURE CAPITAL*

As ações recentes no mercado de *venture capital* envolvem o engajamento de várias instituições, que trabalham conjuntamente e em complementaridade, resultando em sinergias e estruturação de ações cada vez mais decisivas ao desenvolvimento da atividade. Essa seção tem como intenção apresentar as instituições envolvidas e seu papel no fomento ao mercado de *venture capital*.

O trabalho considera a centralidade do Projeto Inovar, que teve como mérito despertar e envolver outras instituições para o tema ao estruturar um programa que trabalha

com a difusão do conhecimento desse tipo de atividade e propõe o envolvimento dos atores em redes de prospecção. Por se tratar do primeiro esforço de fomento da atividade envolvendo outros atores e recursos não apenas próprios utilizados com a intenção de alavancar o mercado, o projeto teve a capacidade de mobilizar a atuação em parcerias com outros atores.

Entre as instituições parceiras encontram-se o BID/FUMIN, o SEBRAE, o BNDES, a PETROS, a ABVCAP e a BOVESPA, mas outras instituições também contribuem para o desenvolvimento da atividade.

O Inovar foi desenhado com seis ações que envolvem essas instituições:

- **Venture Fórum da Finep:**⁴⁶ baseado em metodologia norte-americana, o Fórum constitui-se de rodas de negócios organizadas para viabilizar o encontro entre empreendedores em busca de *venture capital* e investidores interessados em boas oportunidades de investimento. Participam dessas rodas de negócios gestores de fundos de *venture capital*, investidores corporativos, *angels*, bancos de investimentos, fundos de pensão, além de representantes dos patrocinadores. As empresas são pré-selecionadas pela Finep a partir do cadastro no Portal e depois apresentam-se a uma banca composta por analistas da Finep e participantes do mercado, inclusive gestores de fundo. As empresas selecionadas apresentam-se no evento e montam estandes de exposição, e caso algum gestor de fundo interesse-se pela proposta, iniciam-se as negociações para aporte.
- **Rede de Prospecção de Novos Negócios:** trata-se de ações de prospecção e desenvolvimento de novas oportunidades de negócios, através de identificação de empresas e tecnologias potenciais, além de auxílio na elaboração de propostas de financiamento e de planos de negócios. Além disso a Rede faz acompanhamento de projetos apoiados por instrumentos de financiamento não reembolsável, presta serviços de acompanhamento dos projetos aos gestores de fundo, e apóia as empresas emergentes em questões legais e burocráticas;
- **Capacitação em *Venture capital*:** é um programa de capacitação de diversos tipos de profissionais envolvidos na indústria de *venture capital*, através da promoção de cursos em parceria com instituições de ensino e com a participação de

⁴⁶ O Venture Fórum da Finep foi lançado como Fórum Brasil de Capital de Risco, mas mudou sua denominação em 2006.

especialistas em *venture capital*. São cursos de curta duração por meio de palestras e aulas com especialistas, que capacitam Agentes Inovar da Rede para prospecção e avaliação de empresas inovadoras com potencial de mercado e ajuda os gestores a lidar melhor com a natureza dos negócios de tecnologia.

- **Incubadora de Fundos Inovar:** com o objetivo de desenvolver formas de atrair e facilitar o investimento em fundos de *venture capital* por outros agentes, a Incubadora tem como função reunir investidores para seleção e análise conjunta de fundos de *venture capital*. São organizadas bancas periódicas para a apresentação dos Fundos a investidores potenciais, como Finep, BID/Fumin, Sebrae e Petros, além de outros investidores que tenham interesse. Além da sinergia do compartilhamento das análises, a ação busca atrair novos investidores à atividade que beneficiam-se da experiência de análise dos participantes da Rede. A Incubadora realiza editais de chamadas para apresentação de propostas para os parceiros e investidores convidados. Os parâmetros da Finep na avaliação dos fundos levam em conta o patrimônio superior a R\$ 20 milhões, o formato legal das instruções CVM 209 ou 391, o prazo de duração de 6 a 10 anos, entre outros. A Finep compromete recursos no valor de 5-30% das quotas emitidas pelo fundo e exige a captação de recursos privados na proporção de 1 para 1 com o capital da Finep.
- **Portal *Venture capital* Brasil:** o objetivo do Portal é a disseminação de informações sobre *venture capital* e a promoção de associação entre empreendedores e investidores. O Portal conta com artigos e notícias sobre *venture capital* e facilita o acesso aos instrumentos do Inovar. Também permite o cadastro de empresas, fundos e investidores que gostariam de participar de ações do Inovar.

Dentre os resultados do Inovar, cabe destacar os alcançados pela Incubadora de Fundos e pelo Venture Fórum.

Até setembro de 2005 a Finep tinha comprometido cerca de R\$ 80 milhões em 6 fundos de *venture capital*, por meio da Incubadora de Fundos. Juntos, esses 6 fundos já aportaram recursos em 21 empresas. Outros 3 fundos estavam aprovados em fase de captação⁴⁷ (PROJETO INOVAR, 2005).

Em relação ao Venture Fórum, até setembro de 2005 haviam sido realizadas 12 edições, com mais de 2 mil empresas candidatas. Foram selecionadas para participar dos

⁴⁷ Fundos investidos: GP Tecnologia, Stratus VC, SPTec, Rio Bravo Investech II, Novarum e CRP Venture VI. Fundos em fase de captação: JBVC I, Stratus VC III e Fundotech II (PROJETO INOVAR, 2005).

Venture Fóruns 137 empresas, isto é, em cada evento cerca de 11 empresas se apresentaram a cerca de 50 investidores. Dessas empresas, cerca de 24 receberam investimentos, cujo valor total ultrapassa os R\$ 145 milhões (PROJETO INOVAR, 2005).

Em 2005 a Finep lançou uma nova ação visando cobrir o *gap* de instrumentos de financiamento a empresas nascentes. O Programa Inovar Semente, um braço do Projeto Inovar, estimula a criação de fundos locais com patrimônio entre R\$ 10-12 milhões destinados a investir em empresas inovadoras de pequeno porte. O objetivo é alavancar R\$ 300 milhões em cerca de 300 empresas nascentes, com aportes que variam entre R\$ 500 mil a R\$ 1 milhão, por meio de fundos compostos com recursos da Finep e recursos locais⁴⁸. Para estimular a participação dos investidores privados nos fundos, a FINEP garante o retorno de 20% do capital nominal investido (FINEP, 2005).

Entre as instituições parceiras do Inovar, vale destacar a ação do BID/Fumin, ABVCAP, Sebrae, Anprotec e Bovespa.

O Banco Interamericano de Desenvolvimento, através do Fundo Multilateral de Investimento, fomenta o desenvolvimento do mercado de *venture capital* em diversos países da América Latina, como México, Brasil e Chile. O apoio é concedido a projetos de instituições de fomento, como o Inovar. Nesse caso específico, o BID apóia financeiramente a realização dos Fóruns e faz parte da banca de avaliação e investimento dos fundos da Incubadora. Pelas informações obtidas por meio de entrevistas realizadas com técnicos da Finep, o apoio do BID ao Projeto traduziu-se, inclusive, na recomendação da metodologia dos Fóruns e Incubadora a outros países da América Latina para o desenvolvimento da atividade (GONÇALVES, 2005b)

O Sebrae também atua como investidor dos fundos da Incubadora, mas seu papel vai além disso. Os critérios do Sebrae ao avaliar um fundo inclui aqueles direcionados para empresas exportadoras. Concomitantemente com os investimentos, o Sebrae atua na divulgação do instrumento por meio de suas unidades estaduais e oferece capacitação tecnológica e gerencial às empresas investidas além do apoio oferecido pelos gestores do fundo (SEBRAE, 2006).

⁴⁸ A Finep lançou Chamada para capitalização de fundos locais em dezembro de 2005 para apresentação de propostas até julho de 2006. Esses fundos devem ter patrimônio composto de investidores privados (>20%), agentes institucionais locais (<40%) e recursos da Finep destinados ao programa (40%). Cada fundo deverá ter prazo de duração de 7 anos, com no máximo 15% comprometido por empresa. A seleção das propostas avalia a experiência do gestor do fundo em todo o ciclo da atividade (prospecção-investimento-acompanhamento-desinvestimento). No caso de o proponente não possuir essa experiência, a Finep exige a associação desse gestor com um gestor experiente no mercado, que possua todos esses pré-requisitos (FINEP, 2005).

Em 2003 o Sebrae participava de 8 dos 22 FMIEE aprovados pela CVM em conjunto com outros investidores institucionais privados e internacionais como o BID. O montante aplicado pelo Sebrae nesses fundos era de R\$ 39,5 milhões, alavancando R\$ 160,5 milhões de terceiros. A instituição possui um orçamento anual de R\$ 15 milhões para aplicações em fundos de *venture capital* com no máximo um terço do patrimônio desses fundos, estimulando a alavancagem de pelo menos R\$ 30 milhões por ano (SEBRAE, 2006).

Segundo Ada Gonçalves da Finep, a atuação da Anprotec na atividade de *venture capital* tem sido o apoio à criação de público alvo ao aporte de recursos, por meio do apoio às incubadoras de base tecnológica associadas. Participa como Agente Inovar, prospectando propostas passíveis de investimentos a serem apresentadas a investidores. Além disso, dissemina a cultura de *venture capital* para as empresas incubadas e outras com potencial tecnológico (GONÇALVES, 2005). Pelos dados da Anprotec em 2005 havia 339 incubadoras, sendo que 40% eram voltadas a empreendimentos tecnológicos. O total de incubadoras apoiou, naquele ano, 5.618 empresas, sendo que 1.678 foram graduadas (ANPROTEC, 2005).

A Associação Brasileira de *Venture capital* e Private Equity⁴⁹ foi fundada em junho de 2002 por 26 sócios e apoiada pela Finep, com a missão de fomentar o mercado de *venture capital* no Brasil⁵⁰. Atuando como entidade de classe do setor, a ABVCAP patrocina e apóia a realização de pesquisas do setor, sendo as mais importantes os levantamentos realizados para a atividade em 2001 e 2002 em parceria com a *Thomson Venture Economics*, o apoio à pesquisa do Centro de Estudos em Private Equity da Fundação Getúlio Vargas a ser publicado em 2006, bem como a presença nos Venture Fóruns. Hoje a instituição conta com 80 membros associados (ABVCAP, 2005).

A atuação da CVM na indústria de *venture capital* ocorre via regulamentação e fiscalização dos Fundos Mútuos de Empresas Emergentes e Fundos de Participação. A CVM

⁴⁹ A denominação inicial da instituição era Associação Brasileira de Capital de Risco – ABCR. Porém, devido à coincidência da sigla com outra instituição mais antiga bem como as implicações da expressão “capital de risco”, a instituição alterou o nome para Associação Brasileira de *Venture capital* e Private Equity – ABVCAP (Gonçalves, 2005a).

⁵⁰ São objetivos da ABVCAP: a) Promover a compreensão da importância do capital de risco para a economia brasileira e mundial; b) Facilitar o acesso de empresas nascentes e emergentes às fontes de capital de risco; c) Representar os interesses públicos da indústria de capital de risco em todos os níveis do governo; d) Manter o elevado padrão profissional na atividade; e) Facilitar o estabelecimento de redes produtivas no capital de risco (networking); f) Fornecer dados e pesquisas para os participantes (benchmarking). Promover o desenvolvimento profissional de seus associados (ABCR, 2002).

autoriza a operação dos fundos e fiscaliza o cumprimento das obrigações dos administradores perante os investidores. A CVM atua na elaboração de normas e regulamentos que regem as operações de ingresso, gerenciamento e saída dos fundos de investimentos por meio das Instruções CVM. O processo de elaboração das normas envolve a participação dos atores do mercado, com a colocação do assunto a ser regulado em consulta pública, de forma a atender os interesses envolvidos (CVM, 2005).

A Bovespa atua na criação de mecanismos de saída dos investimentos. Além do Novo Mercado – um segmento de listagem para negociação de ações ordinárias emitidas por empresas que aderem ao Regulamento de Listagem – a Bovespa atua em conjunto com a Finep no Fórum Brasil Abertura de Capital, evento no qual empresas emergentes se apresentam a um público formado por representantes de corretoras de valores, bancos de investimento, gestores de fundos de investimentos (*private equity e asset managements*) e fundos de pensão⁵¹. A mais nova ação da Bovespa é a criação da Bovespa Mais, com o objetivo de facilitar o acesso de empresas de menor porte que as tradicionalmente listadas, viabilizando a realização de IPO como saída de investimento de *venture capital*. O segmento Mais possuirá um nível de governança mais flexível que os segmentos existentes, estimulando a adoção progressiva de práticas de governança mais elevadas até atingir o nível mais do Novo Mercado.

O BNDES tem um papel histórico no investimento de empresas de base tecnológica por meio do Contec. A participação do BNDES no apoio à estruturação de fundos de investimentos iniciou-se em 1995 e desde então a instituição aprovou 18 fundos, sendo que 5 (entre eles 2 de *private equity*) já foram desinvestidos e tiveram bons resultados financeiros (BNDES, 2005a).

Em 2005 o Banco criou o Programa de Participação em Fundos de Investimento que conta com orçamento de R\$ 260 milhões a serem aplicados em fundos de *private equity* e de empresas emergentes. No caso de fundos de empresas emergentes, o Banco pretende participar, por meio da BNDESPAR, em 7 fundos com aporte de até 30% do patrimônio comprometido, totalizando R\$ 140 milhões para essa modalidade.

O quadro 3.1 resume as condições de participação do BNDES no Programa:

⁵¹ De 2002 a 2005 11 empresas apresentaram propostas a investidores, com alguns casos de sucesso de ingresso e captação de recursos (Finep,2006).

QUADRO 3.1 - CONDIÇÕES DO PROGRAMA DE PARTICIPAÇÃO EM FUNDOS DE INVESTIMENTOS

TIPO DE FUNDO	PARTICIPAÇÃO DO BNDES	NÚMERO DE FUNDOS	RECURSOS DESTINADOS
Private Equity	até 20% do patrimônio comprometido, limitada a R\$ 60 milhões	2	R\$ 120 milhões
Empresas Emergentes	até 30% do patrimônio comprometido, limitada a R\$ 20 milhões	7	R\$ 140 milhões

FONTE: BNDES (www.bndes.gov.br)

O objetivo da participação é alavancar aproximadamente R\$ 466 milhões para *venture capital* e R\$ 600 milhões para private equity, totalizando mais de 1 bilhão de recursos nesse mercado até final de 2006 (BNDES, 2005b).

Além dessas instituições, cabe mencionar a atuação do Instituto Empreender Endeavor e da Gávea Angels.

Instalado no Brasil desde 2000, o Endeavor fornece informações⁵², guias, cursos e workshops gratuitos aos empreendedores em geral, bem como com um suporte exclusivo a empreendedores selecionados, que recebem orientação na captação de recursos por meio de apresentação aos investidores mais adequados ao perfil e necessidades do negócio, acompanhada de auxílio no processo de negociação do investimento. Entre os critérios para seleção das empresas a serem apoiadas está o faturamento – entre US\$ 1 e US\$ 15 milhões –, o potencial de crescimento e a possibilidade de agregação de valor pelo Instituto (ENDEAVOR, 2006).

Uma das ações do Instituto são as rodadas de negócios, eventos especialmente criados para apresentação de projetos dos empreendedores selecionados a grupos de investidores e parceiros estratégicos potenciais no Brasil e no Exterior. Outras ações incluem programas educacionais, palestras, workshops direcionados, rede de contatos⁵³, além do suporte à formação de investidores anjos (ENDEAVOR, 2006).

⁵² Entre as informações disponibilizadas pelo Endeavor para os empreendedores está o Guia de Capital de Risco que traz informações detalhadas sobre as principais fontes de capital para alavancar o crescimento das empresas. O Guia detalha o perfil de 45 fundos de *venture capital*, private equity e capital semente, com informações sobre os setores que atuam, o investimento mínimo, vendas mínimas, empresas investidas e dados para contato (ENDEAVOR, 2006).

⁵³ Fazem parte dessa rede de contratos gestores de fundos de *venture capital* – como Rio Bravo, Stratus Investimentos e Eccelera – e investidores anjos (ENDEAVOR, 2006)

A Gávea Angels é uma associação privada de investidores anjos, isto é investidores físicos independentes. Atua na promoção do desenvolvimento de empresas nascentes em um raio de 200 km ao entorno do Rio de Janeiro. O apoio é concedido por meio de ações educacionais orientadas para preparação de potenciais investidores, bem como a apresentação de investidores potenciais e associados aos empreendedores. Para os associados, as ações são de troca de experiências, prospecção de novos negócios e representação dos interesses junto aos órgãos do governo e outras entidades⁵⁴ (GÁVEA ANGELS, 2006).

Segundo Castro Filho (2005) uma instituição que entrou recentemente no arranjo institucional foi o Ministério da Fazenda por meio da criação de um grupo de trabalho com o objetivo de estruturar um programa de apoio ao desenvolvimento do mercado de *venture capital* e *private equity*.

3.3 RESULTADOS PRELIMINARES: EVOLUÇÃO E PERFIL DA ATIVIDADE NO BRASIL E PERSPECTIVAS

Essa sessão tem a intenção de apresentar a evolução da atividade de *venture capital* no Brasil, sobretudo na década de 2000.

Os dados divulgados pelas pesquisas utilizadas como referência para este estudo, abrangem o conjunto de operações de *venture capital* e *private equity*. Como os investimentos nesses dois segmentos possuem formatos legais próprios, porte, perfis de investidores, empresas investidas e estratégias de atuação distintos, é necessário alguma cautela ao tirar implicações para o segmento de *venture*. O quadro 3.2 procura caracterizar os dois segmentos:

Os dados disponíveis sobre a atividade de *venture capital* no Brasil são escassos e recentes. Um dos dados mais remotos disponíveis é o início de atividades de instituições gestoras instaladas no Brasil. Esses dados mostram que a primeira instituição instalou-se em 1981 e até meados da década de 1990 o movimento foi tímido, quando então houve um boom de novas organizações em decorrência tanto do movimento de privatizações, mas principalmente da bolha da internet ocorrida no final da década. Traçando-se um gráfico com o ano de início de operação dos gestores de fundos atuantes no Brasil, pode-se visualizar a evolução da atividade no país, bem como a trajetória de lançamento de novos veículos de investimentos:

⁵⁴ A Gávea Angels atua apenas como entidade de classe, apresentando as propostas aos associados mas sem aportar recursos próprios.

QUADRO 3.2 - DIFERENÇAS ENTRE VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY NO BRASIL

CARACTERÍSTICAS	VENTURE	PRIVATE
Principais veículos legais de investimento	▪ FMIEE	▪ FIP; CVM 409
Porte	▪ Geralmente não ultrapassam R\$ 30 milhões	▪ Chegam a atingir R\$ 200 milhões ou mais
Volume médio das transações	▪ < R\$ 10 milhões	▪ > 10 milhões
Características das operações	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Grande número de empresas no portfólio com valor médio de operação baixo ▪ Baixo retorno absoluto ▪ Elevado retorno relativo 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Portfólio reduzido, com alto valor médio de operação ▪ Elevado retorno absoluto ▪ Baixo retorno relativo
Perfil das empresas	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Receita anual < R\$ 100 milhões ▪ Patrimônio Líquido < R\$ 200 milhões ▪ Empresas emergentes de base tecnológica 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Sem limite de porte ▪ Companhias abertas ou fechadas ▪ Empresas com potencial de crescimento, independente do setor
Estágios de investimento	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Capital semente ▪ Estruturação Inicial ▪ Expansão 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Estágio avançado ▪ Aquisição ▪ Management buyout Capita pré-emissão ▪ Turnaround ▪ Mezanino
Estratégia de investimento	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Criação/desenvolvimento de negócio ▪ <i>Spin-off</i> de grupos empresariais 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Consolidação industrial ▪ Privatização ▪ Sucessão familiar ▪ Reestruturação
Investidores	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Investidores institucionais; ▪ Bancos e instituições financeiras; ▪ Grupos empresariais interessados em diversificar suas atividades; ▪ Pessoas físicas; ▪ Instituições de desenvolvimento empresarial; ▪ Instituições públicas de fomento e desenvolvimento; ▪ Outros 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Investidores institucionais; ▪ Bancos e instituições financeiras; ▪ Grupos empresariais interessados em diversificar suas atividades; ▪ Pessoas físicas; ▪ Outros
Principais setores investidos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Eletrônica e informática ▪ Telecomunicações ▪ Biotecnologia ▪ Química 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Setores tradicionais como: ▪ Siderurgia ▪ Automação ▪ Máquinas e equipamentos ▪ Serviços financeiros ▪ Energia
Exemplos de Empresas investidas	▪ Submarino, UOL	▪ CPFL; Natura; Gol
Organizações que utilizam	▪ Dynamo; CRP; Rio Bravo; FIR Capital; Stratus; Mercatto, DGF	▪ GP Investimentos; Dynamo, Mellon, Bradesco; Banif; Pactual; Credit Suisse

FONTE: Elaboração própria a partir das entrevistas realizadas com Figueiredo (2005), Gonçalves (2005b) e Rozental (2005); Carvalho, et al. (2006); De Paula (2003b); Fundos Registrados na CVM; Informações obtidas nos sites das instituições gestoras de fundos

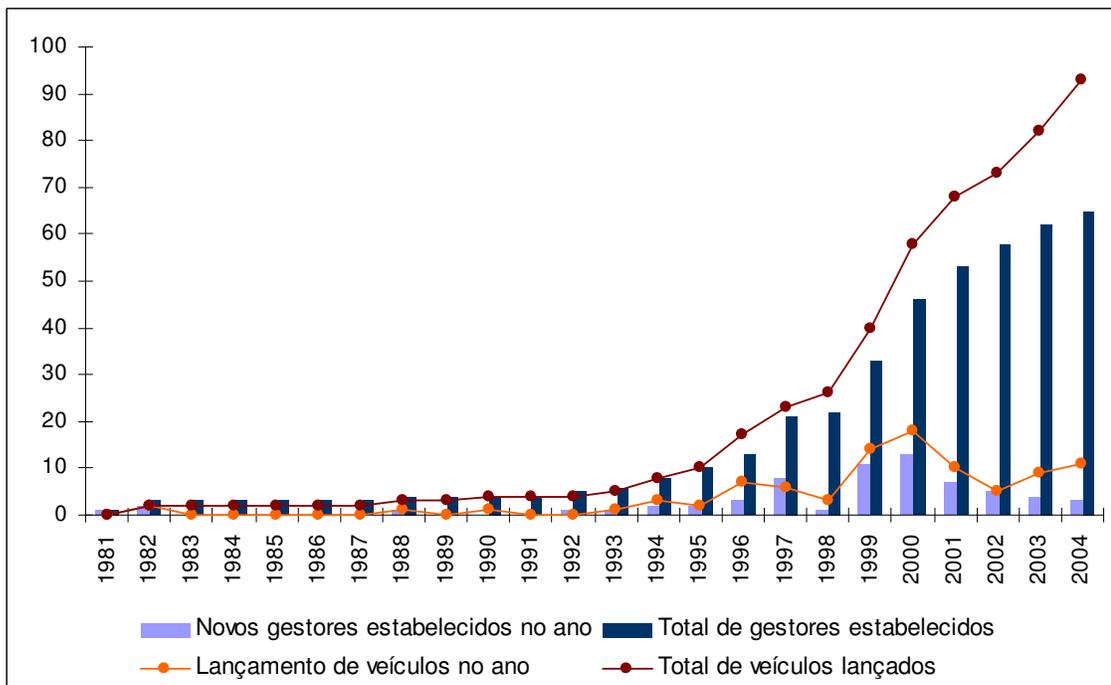


GRÁFICO 3.1 - EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE GESTORES DE FUNDOS E LANÇAMENTO DE VEÍCULOS NO BRASIL^(*) (1982-2004)

FONTE: Elaboração própria a partir de dados do Carvalho, et al. (2006)

(*) Inclui instituições de *private equity* e *venture capital*. Estão registrados somente as instituições que atuavam em dezembro de 2004, desconsiderando-se aquelas que encerraram suas atividades antes dessa data.

É possível perceber que a atividade era pouco ativa até final da década de 1990 quando o número de instituições gestoras chegou a 22 e os veículos lançados totalizaram 26. Dados citados por Pavani (2003) corroboram o fraco desempenho no período anterior ao mencionado, pois demonstram que no período de 1982 a 1997 cerca de 50 empresas receberam investimentos⁵⁵, ou seja, em média 3 empresas por ano. As trajetórias de lançamento de veículos e estabelecimento de novos gestores seguem o mesmo padrão de comportamento, uma vez que o lançamento de novos fundos depende do número de instituições presentes no mercado. Ao se comparar o total de gestores estabelecidos no mercado com o total de veículos lançados, observa-se um crescimento do número de fundos por gestores (de 0,6 em 1982 para 1 em 1995 e 1,4 em 2004). Esse indicador pode ser utilizado para medir o grau de maturidade das instituições que, ao adquirir experiência, passam a administrar mais de um veículo simultaneamente.

⁵⁵ Baseado em diversos números de Venture News, uma publicação que era realizada de forma independente pela Stratus Investimentos (PAVANI, 2003)

A primeira pesquisa abrangente realizada no Brasil sobre a atividade de *venture capital* foi conduzida pela *Thomson Venture Economics*, em parceria com a então ABCR em 2002, para o período de 2000-2002. A amostra da pesquisa conseguiu abranger cerca de 54% do mercado brasileiro de *venture capital* na época (27 instituições). Não obstante as limitações de análise por se tratar de dados de investimentos em participação que abrange *venture* e *private*, a pesquisa permite algumas constatações. Os resultados mostraram que os investimentos realizados concentravam-se na fase de expansão (58%) e fusões/aquisições (cerca de 13%), principalmente em setores não tecnológicos. Quanto aos setores tecnológicos, as principais empresas que receberam capital eram aquelas “relacionadas a computador”, incluindo software e hardware. As empresas do setor de saúde e biotecnologia recebiam em 2000 menos de 1% dos investimentos mas devido ao crescimento das inovações nessa área, a parcela destinada a esse tipo de negócios apresentou aumento para quase 1,5% dos investimentos em 2002.

A tabela 3.2 apresenta o volume estimado de investimentos realizados no período:

TABELA 3.2 - VOLUME ESTIMADO DE INVESTIMENTOS E NÚMERO DE TRANSAÇÕES - BRASIL (*VENTURE CAPITAL* + *PRIVATE EQUITY*)

	2000	2001	2002
Volume (R\$ milhões)	2.887	2.228	1.211
Número de Empresas	72	86	77
Valor médio de transação (R\$ mil)	4.010	2.590	1.573

FONTE: ABCR e Thomson Venture (2003)

Os números da tabela 3.2 mostram uma queda significativa do volume de investimentos. Segundo De Paula (2003a) uma parcela disto deve-se ao fenômeno de saída de recursos estrangeiros no país, decorrido da retração dos investimentos nos próprios mercados de origem após o estouro da “bolha da internet”. A pesquisa compara o declínio no Brasil com os Eua, verificando que no segundo país a queda foi proporcionalmente maior. Outro fator que também contribuiu para essa queda foi a crise na Bovespa, que abalou a confiança dos investidores em aplicações em títulos privados. Como a variação no número de transações realizadas não acompanhou a queda do volume de investimentos, o valor dos investimentos médios também caiu. Esse último movimento poderia indicar uma mudança de foco de investimentos, de operações de maior valor (*private equity*) para aporte em empresas menores

(*venture capital*), o que faz sentido quando se verifica o decréscimo da participação de investimentos em setores não tecnológicos (de 37% para 15% no período). O alvo dos investimentos passaria a ser empresas de menor porte, voltadas para setores tecnológicos.

Dados coletados pela Stratus Investimentos citado por Pavani (2003) apresentam o volume dos investimentos em dólar e mostram uma pequena discrepância de valores e número de transações em relação à tabela acima, porém mostram o mesmo comportamento. Como abrangem um período maior (1998-2002) permitem corroborar a trajetória de redução das operações médias, que em 1998 era de US\$ 74,1 milhões e em 2002 ficou em US\$ 4,7 milhões.

O Centro de Estudos de Private Equity e *Venture capital* da Fundação Getúlio Vargas (CEPE FGV) realizou um Censo que caracteriza o perfil do mercado atualmente, porém sem distinção entre *private equity* e *venture capital*.

Segundo o Censo, em 2004 havia 71 organizações gestoras administrando 82 veículos de investimentos de *private equity* e *venture capital*, com 306 empresas investidas e cerca de R\$ 5,5 bilhões de capital comprometido, como pode ser observado no gráfico 3.2:

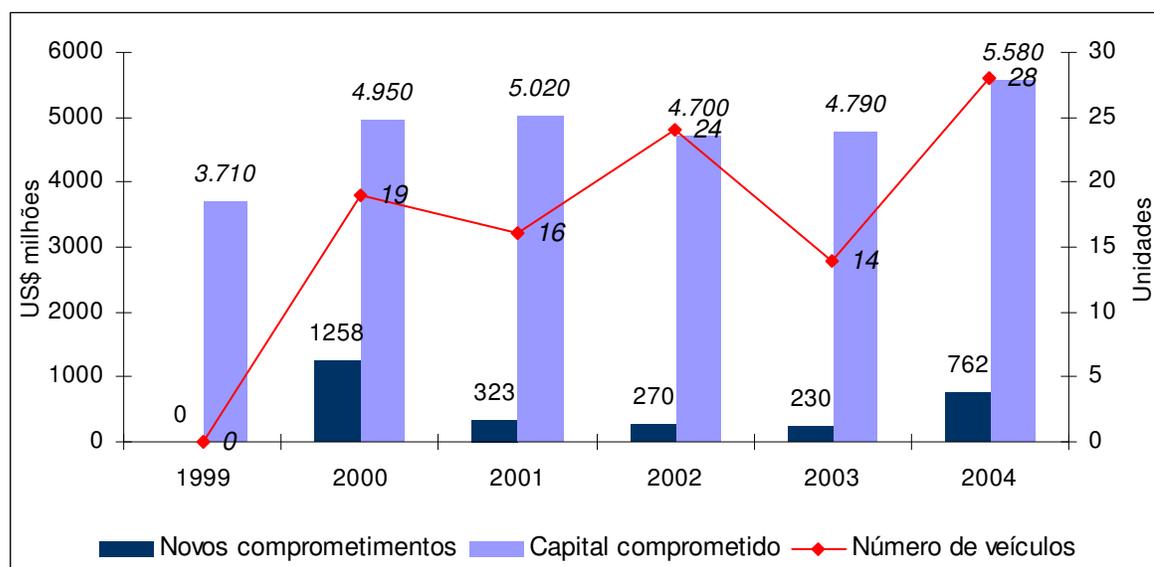


GRÁFICO 3.2 - EVOLUÇÃO DO CAPITAL COMPROMETIDO E NÚMERO DE VEÍCULOS DE INVESTIMENTO (1999-2004)

FONTE: Carvalho, et al. (2006)

O gráfico 3.2 mostra a variação no estoque de capital comprometido. Além disso, observa-se uma instabilidade no número de veículos lançados anualmente. Enquanto que em 2000 o tamanho médio dos veículos lançados era de US\$ 66,21 milhões, em 2001 reduziu-se para US\$ 20,18 milhões e em 2004 os 28 veículos lançados possuíam capital médio de R\$ 27,21 milhões.

As organizações que atuam são predominantemente independentes, totalizando 45 organizações que administravam 53,4% do capital comprometido. As 20 instituições financeiras presentes administram cerca de 37,9% do capital e o setor público é responsável pela gestão de menos de 3% dos recursos.

Os gestores possuem elevado nível de instrução, sendo que 73% deles possuem pelo menos 17 anos de estudos, formados nas áreas de administração, economia e engenharia (91,4%). A experiência anterior desses profissionais era sobretudo como executivos de empresas não financeiras (CEOs, empreendedores, consultores e *business angels*), mas uma parcela significativa atuava no setor financeiro (36,4%). Grande parte dos gestores que atuavam no governo (7%) fazia parte do BNDES, e os autores consideram que essa atuação gerou externalidades positivas ao formar gestores para as organizações privadas (CARVALHO, et al., 2006, p.36).

O Censo permite verificar a alta concentração da atividade em regiões e instituições. As organizações estão concentradas em 10 cidades, sendo que 66 das 71 organizações identificadas estão sediadas nas cidades de Rio de Janeiro e São Paulo. A região das avenidas Faria Lima-Berrini e adjacências concentra 41% das organizações do país, e dois terços das 47 presentes na cidade de São Paulo. Os investimentos realizados são pouco mais desconcentrados que a sede das instituições, sendo que 64% das empresas investidas situam-se na região Sudeste e 27% na região Sul. Em relação à concentração por instituição, as 5 maiores organizações administram quase metade do capital comprometido e a parcela de 76,2% desse capital concentra-se em 15 organizações (CARVALHO, et al., 2006).

Essas organizações administram recursos provenientes principalmente de investidores institucionais, que possuíam em 2004 R\$ 960 milhões comprometidos em 39 veículos (22% do capital comprometido). Recursos provenientes do governo e empresas públicas representavam cerca de 7% do capital comprometido em 27 veículos, enquanto que recursos dos sócios das organizações somavam menos de 5% em 37 veículos. Segundo De Paula (2003a), o elevado risco dos investimentos em *venture capital* define naturalmente um perfil de investidores de maior porte. A metodologia de classificação dos investidores não permite identificar agências de fomento, tais como Finep, BNDES, Sebrae e BID/FUmin, que participam de vários FMIEE.

A tabulação de RIBEIRO (2006)⁵⁶ para a mesma pesquisa permite diferenciar melhor os investidores, como pode ser visto na tabela 3.3:

⁵⁶ O autor é pesquisador do Centro de Estudos em Private Equity da FGV e integrava a equipe de pesquisa do Censo. O trabalho mencionado foi defendido como dissertação de mestrado na Universidade de São Paulo.

TABELA 3.3 - CLASSE DE INVESTIDORES - 2004

CLASSE	COMPROMETIMENTOS (US\$ milhões)	PORCENTAGEM VÁLIDA	ORIGEM INTERNACIONAL
Fundos de Pensão	686	17,2	24
Empresas privadas	634	15,9	43
Bancos	413	10,3	78
Fundos de Investimento	362	9,1	94
<i>Trust e endowments</i> ⁽¹⁾	353	8,9	100
Pessoas físicas externas à organização	334	8,4	82
Outras organizações de PE/VC	291	7,3	96
Seguradoras	290	7,3	99
Governo e empresas públicas	255	6,4	0
Sócios de organizações gestoras	198	4,9	48
Instituições multilaterais	131	3,3	100
ONGs	41	1	100
Sem informação	1080	0	91
TOTAL	⁽²⁾ 5.068	100	70

FONTE: Ribeiro (2006)

(1) *Trust* é uma espécie de fundo onde o *trustee*, proprietário dos recursos financeiros, designa um gestor, o *trustee*, para representa-lo em seus interesses. *Endowment* é uma espécie de fundo de pensão de instituições acadêmicas dos EUA (Ribeiro, 2006).

(2) A diferença de US\$ 500 milhões no capital comprometido apresentado por Ribeiro (2006) e Carvalho, et al. (2006) é explicada pelo fato de o Censo incluir os veículos PIPEs, enquanto que Ribeiro apresenta apenas para PE/VC.

Os fundos de pensão são os principais investidores no país, com 17,2% dos recursos, sendo que apenas 24% desse montante têm origem no exterior. Empresas privadas também possuem presença relevante (16%), em uma estratégia de diversificação dos ativos financeiros do grupo. Recursos oriundos de instituições financeiras, tais como bancos, fundos de investimentos, *trust* e *endowments* representam cerca de 22% dos recursos, sendo que 90% desses recursos tem origem estrangeira. Vale destacar a participação de instituições de fomento, nas classes governo e empresas públicas, instituições multilaterais e ONGs, que chega a atingir quase 11% dos recursos comprometidos. Desses recursos, em média 66% são oriundos de instituições internacionais, exceto governo e empresas públicas que são integralmente nacional. Os recursos ONGs e instituições multilaterais são apenas estrangeiros.

No agregado, cerca de 70% são reputados como internacionais, mas os dados do CENSO identificam apenas 46% dos recursos como de origem estrangeira e 31% nacional⁵⁷. A

⁵⁷ A origem de cerca de 23% dos recursos não foi informada.

participação de investidores estrangeiros era maior antes do estouro da bolha da internet, cujo efeito de fuga de capital levou à liquidação ou pelo menos redução do patrimônio de vários fundos iniciados antes do evento com recursos predominantemente estrangeiros.

A forte presença de investidores estrangeiros explica a utilização dos veículos de investimento, uma vez que uma parcela considerável é constituída fora do Brasil, não se enquadrando portanto nos formatos legais definidos pela CVM. Desses, pelo menos 31% foram constituídos fora do país e administram 60% dos recursos comprometidos, como pode ser observado na tabela 3.4:

TABELA 3.4 - PAÍS DE CONSTITUIÇÃO DOS VEÍCULOS DE INVESTIMENTOS

PAÍS DE CONSTITUIÇÃO	NÚMERO DE VEÍCULOS	COMPROMETIMENTOS (US\$ bilhões)
Ilhas Cayman	13	2,65
Estados Unidos	9	0,34
Brasil	63	2,11
Demais países	8	0,36
Sem informação	4	0,12
TOTAL	97	5,58

FONTE: Carvalho, et al. (2006)

A tabela 3.4 mostra que apesar de a maior parte dos veículos serem constituídos no Brasil, quase metade do capital comprometido tem como origem as Ilhas Cayman que com 13 veículos é responsável pela origem de cerca de 48% do capital comprometido. No Brasil, 63 veículos são responsáveis por cerca de 38% do capital comprometido. No total, cerca de 30% dos veículos constituídos fora do Brasil são responsáveis por cerca de 60% do capital comprometido (30 veículos com US\$ 3,45 bilhões).

A origem da constituição dos veículos reflete-se na sua estrutura legal, uma vez que grande parte é constituída como Limited Partnerships e Holdings (71% dos recursos comprometidos em 51% dos veículos). Dentre os veículos constituídos sob formato legal do Brasil, os principais são os FMIEE, que representam cerca de 21 veículos (22%) mas englobam apenas US\$ 170 milhões (3%) do capital comprometido, como pode ser visto no gráfico a seguir:

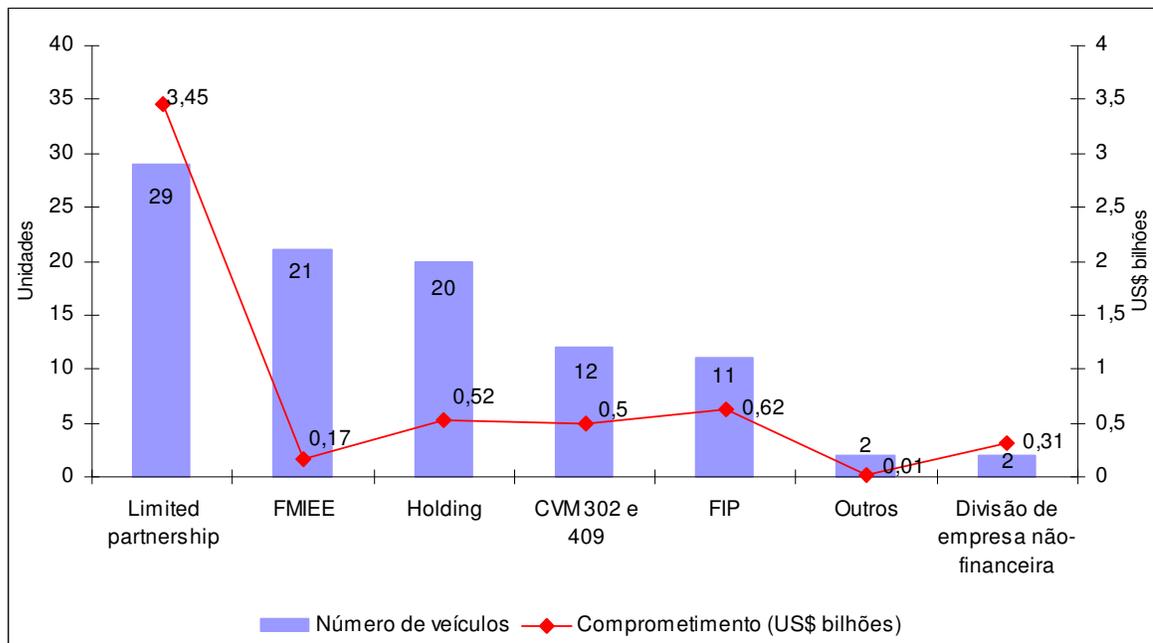


GRÁFICO 3.3 - ESTRUTURA LEGAL DOS VEÍCULOS DE INVESTIMENTO - BRASIL (2004)
 FONTE: elaborado a partir de dados do Carvalho, et al. (2006)

A distribuição do capital comprometido por veículo de investimento permite deduzir o porte dos fundos constituídos e, portanto, a orientação das operações. O tamanho médio dos fundos constituídos como Limited Partnership é de US\$ 118 milhões e de Holdings de US\$ 26 milhões. Esse porte permite deduzir que as operações desses veículos são predominantemente de private equity, assim como dos FIPs, constituídos no Brasil com porte médio de US\$ 56 milhões e os criados pelas ICVM 30 e 409 (US\$ 42 milhões). Já os FMIEE, que são orientados exclusivamente para investimentos de *venture capital*, possuem tamanho médio de US\$ 8 milhões. Não se trata de excluir investimentos de *venture capital* realizados pelos demais veículos, apenas comparar o veículo exclusivo com aqueles predominantemente voltados para *private equity*.

A partir dos dados dos fundos registrados na CVM como FMIEE, foi possível elaborar o gráfico 3.4, que mostra a evolução da utilização dos FMIEE:

Pelo valor do patrimônio previsto pelos gestores de fundo, o capital levantado pelos 22 FMIEE registrados na CVM pode chegar a R\$ 686 milhões. Em relação à tendência observada nos dados apresentados, percebe-se que o grande pico de utilização dos FMIEE ocorreu em 2002, quando 6 fundos foram registrados. Em 2004 e 2005, apenas 1 fundo foi

registrado por ano, o que pode ser atribuído ao estágio dos fundos registrados nos anos anteriores, isto é, vários fundos em fase de prospecção de negócios e investimentos limita a criação de novos fundos pelos gestores. A coincidência de trajetórias observada entre o patrimônio previsto e o número de fundos revela uma certa homogeneidade do porte dos fundos registrados, que variou entre R\$ 29 e R\$ 40 milhões, embora a tendência seja de redução ao longo do tempo⁵⁸.

As operações de *venture capital* representam dois terços das 306 empresas investidas, das quais 96 em estágio de expansão (31%). Empresas nascentes representam menos de 20% entre as 204 que receberam *venture capital*, enquanto que aquelas em fase de estruturação chegam a 35%. A alta representatividade de operações de *venture capital* tem em vista o objetivo da criação e desenvolvimento de negócios, principalmente em setores de eletrônica e telecomunicações, que juntos representam quase 40% dos setores investidos, como pode ser visto no gráfico 3.5.

A distribuição dos investimentos por setores segue o padrão internacional verificado nos demais países, nos quais os gestores estão focados em investimentos ligados às tecnologias da informação e comunicação (TIC), principalmente Internet, e os negócios ligados à biotecnologia apresentam crescimento constante. Não obstante a diferença de metodologia e amostra entre as pesquisas, quando se compara a participação do setor de biotecnologia nos investimentos de *private equity* e *venture capital* no Brasil nos resultados obtidos na pesquisa da *Thomson Venture* e ABCR em 2003 e no Censo de 2004, esse crescimento é notável. Enquanto que em 2000 esse setor representava menos de 1% do portfólio de investimentos e em 2002 chegou a 1,5%, os dados de 2004 mostram que essa participação dobrou em 2 anos, atingindo 3% dos negócios realizados. As indústrias diversas, responsáveis por cerca de 13% do portfólio de investimentos, agregam empresas de siderurgia, máquinas e equipamentos, indústria de base, automação industrial, química, automotiva, móveis, embalagens entre outros segmentos tradicionais.

⁵⁸ Dividindo-se o valor do patrimônio previsto total pelo número de fundos total ao longo dos anos, percebe-se uma tendência de redução da média do patrimônio previsto dos fundos registrados em cada ano. Em 1995 o patrimônio previsto médio era de R\$ 40 milhões e em 2005 foi de R\$ 31,3. A média para todos os anos foi de R\$ 33,5 milhões, e a partir de 2002 o patrimônio previsto médio ficou abaixo da média geral.

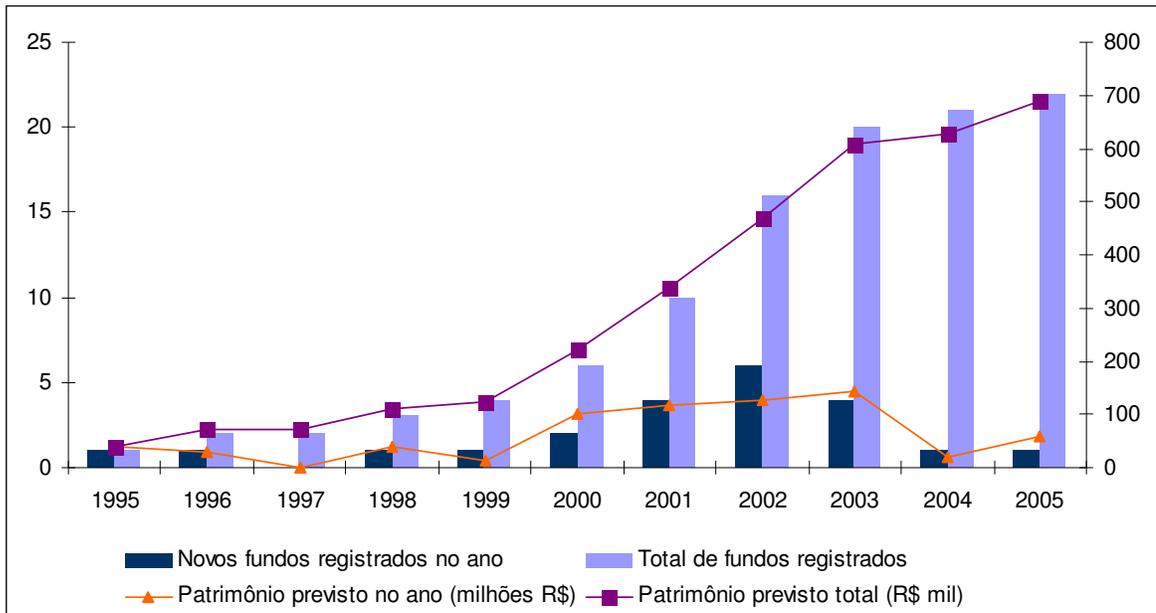


GRÁFICO 3.4 - Evolução dos FMIEE registrados (1994-2005)

FONTE: Elaboração própria a partir dos fundos registrados na CVM e Botelho (2005)

NOTA: O valor de Patrimônio Previsto foi extraído de Botelho (2005) e confirmado no site dos gestores dos fundos. Optou-se por utilizar esse indicador uma vez que o patrimônio previsto reflete a expectativa dos gestores em relação ao mercado. Além disso, pela instrução CVM 209 o fundo deve ter suas quotas constitutivas do patrimônio inicial (portanto previsto) integralizadas em 180 dias a partir da data de concessão do registro de distribuição pela CVM

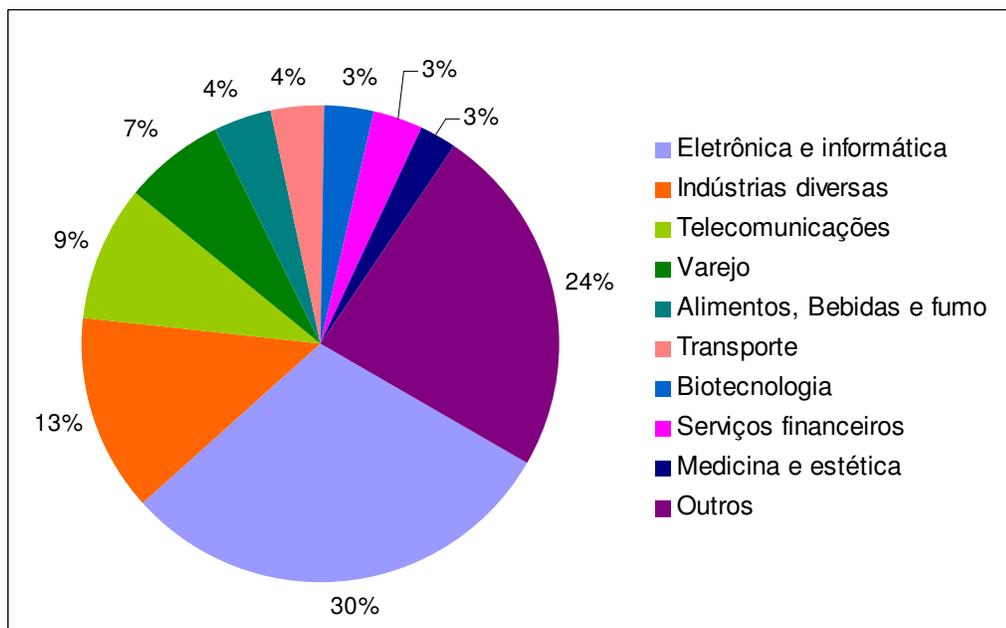


GRÁFICO 3.5 - SETORES INVESTIDOS - POSIÇÃO DO PORTFÓLIO DAS INSTITUIÇÕES EM 2004

FONTE: Elaborado a partir dos dados de Carvalho, et al. (2006)

As mudanças ocorridas entre o período de 2000 e 2004, que podem ser observadas na comparação entre as duas pesquisas, ocorrem fundamentalmente como fruto das transformações recentes do mercado. Castro Filho (2005) considera que desde aquele período o mercado passou por 3 das 4 fases recentes na atividade:

- Primeira fase: ocorrido entre 1996 e 1998, esse período foi predominantemente para a constituição de fundos de investimentos voltados para operações de aquisição de estatais privatizadas e fundos regionais de maioria *offshore*⁵⁹.
- Segunda fase: iniciado em 2000 com as iniciativas de fomento desencadeadas pelo Projeto Inovar, os investimentos foram focados em negócios de tecnologia/ inovação, sobretudo na área de tecnologias da informação.
- Terceira fase: abrangendo os anos de 2002 e 2003, o mercado sofreu forte retração com as incertezas macroeconômicas tanto em nível nacional quanto internacional, aliadas à fase de investimento dos fundos iniciados em 2000.
- Quarta fase: Desencadeado a partir de 2004 com a estabilização macroeconômica, a finalização dos investimentos com recursos dos fundos das fases anteriores, bem como a empolgação causada pelo sucesso de saídas via IPO, o ciclo promete a retomada do crescimento do mercado e efetivação de importantes saídas (CASTRO FILHO, 2005).

Na quarta fase, o mais importante evento é a realização de saídas via IPO de investimentos de *private equity* e *venture capital*, viabilizados pela nova onda de listagem do mercado acionário a partir do desenvolvimento do Novo Mercado. Como a entrada dos fundos de investimentos em projetos ou empresas leva em consideração, desde o início, a forma de saída, a utilização de listagem em bolsa como forma de saída é um passo importante para a consolidação do mercado.

Os dados de Carvalho, et al. (2006) revelam que essa forma de saída é recente e só ocorreu a partir de 2004, como pode ser verificado na tabela 3.5:

⁵⁹ Fundos offshore são fundos de investimentos com sede fora do Brasil que aplica recursos disponíveis no Exterior em ativos brasileiros.

TABELA 3.5 - MECANISMOS DE SAÍDA UTILIZADOS (1999-2004)

MECANISMOS	1999	2000	2001	2002	2003	2004	TOTAL	(%)
Saídas Totais de Negócios ⁽¹⁾								
<i>IPO</i>	-	-	-	-	-	2	2	1,1
<i>Trade Sales</i>	4	13	8	6	6	15	52	28,4
<i>Secondary-sale</i>	-	16	1	1	4	2	24	13,1
<i>Buy-back</i>	3	1	8	3	9	8	32	17,5
<i>Write-off/down</i>	-	3	20	15	3	4	45	24,6
TOTAL	7	33	37	25	22	31	155	84,7
Saídas Parciais								
<i>IPO</i>						7	7	3,8
<i>Secondary-sale</i>	1	2	4	3	1	2	13	7,1
<i>Buyback/Amortização</i>	-	1	2	2	1	2	8	4,4
TOTAL	1	3	6	5	2	11	28	15,3
TOTAL GERAL	8	36	43	30	24	42	183	100,0

FONTE: Carvalho, et al. (2006)

NOTA: *IPO* – *initial public offering*: emissão pública inicial; *Trade sale*: venda estratégica ou venda da totalidade da participação para um comprador estratégico geralmente um grupo industrial interessado em integrar a empresa vertical ou horizontalmente; *secondary sale*: venda para outro investidor temporário; *Buyback*: recompra de participação pelo empreendedor; *Write-off*: liquidação dos ativos da empresa, significando descontinuidade total das operações.

(1) Número de negócios é diferente do número de empresas: uma empresa com dois investimentos PE/VC foi computada como dois negócios.

A tabela 3.5 mostra que entre os mecanismos de saída utilizados, a venda estratégica (*trade sale*) a é o mais importante, representando aproximadamente 28% das saídas realizadas no período. Cerca de 25% dos negócios foram totalmente liquidados (*write-off/down*), um indicativo de insucesso dos investimentos. A recompra da participação pelos empreendedores (*buyback*) representa 17% das saídas e significa, de certa forma, a resistência dos empreendedores em abrir o negócio para terceiros, isto é, compartilhar a sociedade. As saídas via IPO realizadas em 2004 podem ser vistas no quadro 3.3:

O quadro mostra as empresas listadas na Bovespa no triênio 2004-2006, apresentando o segmento de listagem que a empresa abriu capital, o valor captado com a abertura do capital e os investidores do tipo PE/VC que participavam dessas empresas e realizaram saídas totais ou parciais dos negócios. Em 2004 foram realizadas 7 aberturas de capital, levantando um total de R\$ 4,486 bilhões. Desse montante a parcela de 77,8% foi destinada a 5 empresas investidas por PE/VC, que realizaram saídas parciais ou totais dos negócios. Em 2005 o volume captado superou 2004, mas a participação de empresas que receberam investimento PE/VC foi de 4 em 8 listadas, captando cerca de 35% dos recursos. A

expectativa para 2006 é de superar os lançamentos de 2005, sendo que os lançamentos realizados no primeiro trimestre representaram metade dos realizados em 2005 e há pelo menos nove empresas candidatas à abertura ainda em 2006.

QUADRO 3.3 - ABERTURAS DE CAPITAL NA BOVESPA

ANO	EMPRESA	SEGMENTO DE LISTAGEM	VOLUME CAPTADO (R\$ MM) ⁽¹⁾	OBSERVAÇÕES
2004	Porto Seguro	Novo Mercado	377	
	DASA	Novo Mercado	437	IPO de investimentos realizados por Pátria; JP Morgan e Flatiron
	Grendene	Novo Mercado	617	
	CPFL Energia	Novo Mercado	821	IPO de investimentos realizados por Bradespar
	ALL	Nível 2	588	IPO de investimentos realizados por GP Invest; CSFB; Electra e GEF
	Gol	Nível 2	878	IPO de investimentos realizados por AIG Capital
	Natura	Novo Mercado	768	IPO de investimentos realizados por BNDESPar
	Total Captado: R\$ 4,486 bilhões		Recursos destinados a IPO PE/VC: R\$ 3,492 bilhões	
2005	UOL	Nível 2	625	IPO de investimentos realizados por Latintech
	Cosan	Novo Mercado	886	
	Banco Nossa Caixa	Novo Mercado	954	
	OHL Brasil	Novo Mercado	496	
	Energias BR	Novo Mercado	1.185	
	TAM	Nível 2	548	IPO de investimentos realizados por CSFB e Bassini, Playfair e Wright
	Localiza	Novo Mercado	265	IPO de investimentos realizados por CSFB PE
	Submarino	Novo Mercado	473	IPO de investimentos realizados por GP Invest.; Warburg Dillon; TH Lee Putnam/Santander; JP Morgan e Flatiron
	Renar Maçãs	Novo Mercado	16	
	Total Captado: R\$ 5,432 bilhões		Recursos destinados a IPO PE/VC: R\$ 1,911 bilhões	
2006 ⁽²⁾	Totvs	Novo Mercado	460	
	Company	Novo Mercado	282	Participante do FBAC ⁽³⁾
	Gafisa	Novo Mercado	927	
	Copasa	Novo Mercado	282	
	Vivax	Nível 2	529	
	Total Captado: R\$ 2,48 bilhões			

FONTE: BOVESPA (www.bovespa.com.br), complementada por Carvalho, et al. (2006)

(1) Volume financeiro total da operação.

(2) Inclui empresas que abriram capital até março/2006. Outras empresas candidatas à abertura em 2006: Brasil & Movimento, American Banknote, CSU CardSystem, Datasul, Lupatech, Brasil Agro, Multiplan, Klabin Segall, Odontoprev.

(3) FBAC: Fórum Brasil Abertura de Capital organizado pela Finep e Bovespa.

Uma peculiaridade deve ser observada nas aberturas: 3 das empresas listadas são de menor porte e pouco conhecidas, com faturamento abaixo dos observados nas aberturas tradicionais. A Renar Maçãs inaugurou essa tendência em 2004, seguida pela empresa de

software Totvs e a construtora Company em 2006. Outras empresas candidatas, (Klabin Seggal e Odontoprev) possuem faturamento inferior a R\$ 150 milhões por ano. Outra observação que deve ser feita é que essas empresas mencionadas foram listadas no segmento Novo Mercado, o nível máximo de governança (MANDL, 2006).

Dentre as empresas que receberam investimento PE/VC, o principal segmento de listagem utilizado foi o Nível 2, com nível de governança moderada. Além disso, essas empresas possuíam porte e faturamento que as enquadravam nas regras existentes. Nas entrevistas realizadas com os gestores de fundos constatou-se que as práticas de governança adotadas desde o momento do aporte dos recursos visam à estruturação da empresa para abertura em bolsa, porém um dos fatores que limitam esse tipo de saída é o valor mínimo exigido para abertura. O mais novo canal de listagem criado pela Bovespa – o Mais – além de possuir nível de governança abaixo do Nível 2, reduz o piso de faturamento e ofertas de ações, facilitando a listagem de empresas que receberam investimentos de *venture*.

Não obstante a reduzida participação de investimentos em *venture capital* entre os instrumentos de financiamento a empresas de base tecnológica, as perspectivas são de crescimento do mercado, com a consolidação de canais importantes de saída, a estruturação de veículos de investimentos mais adequados à operações e à entrada de agências de fomento para alavancar os recursos.

Segundo Ribeiro (2006), cerca de 90% dos gestores pretendem continuar investindo em PE/VC no Brasil, o que demonstra a existência de condições necessárias ao desenvolvimento da atividade no país, sendo as principais:

- a) saídas realizadas por IPO em 2004-2005;
- b) participação crescente dos fundos de previdência privada nos fundos de PE/VC;
- c) regulamentação dos fundos de pensão favorável aos investimentos em ativos de PE/VC;
- d) regulamentação dos veículos adequada à participação de investidores institucional e pessoas físicas;
- e) o reconhecimento pelo poder judiciário da mediação e arbitragem como formas de solução de conflitos entre investidores, gestores e empreendedores;

- f) o novo segmento do mercado de capitais desenhado especialmente para saídas via IPO.

3.4 CONSIDERAÇÕES DO CAPÍTULO

As discussões acerca da importância do desenvolvimento do mercado de *venture capital* no Brasil iniciaram-se na década de 1970. No entanto, poucas iniciativas foram adotadas para o desenvolvimento de um ambiente institucional adequado a esse crescimento.

As iniciativas governamentais ao longo do tempo foram escassas e descontinuadas, além de não figurarem ações com perfil de *venture capital*. O estabelecimento das primeiras regras legais da atividade só ocorreu na década de 1980, porém não eram adequadas às necessidades do mercado.

A instabilidade econômica verificada até metade da década de 1990 inibiu o desenvolvimento do mercado, inviabilizando a mobilização dos atores para a definição de regras mais adequadas. Com a estabilização conquistada a partir de meados da década de 1990, a abertura financeira e as privatizações das estatais de infra-estrutura, o país conseguiu atrair investidores de *private equity*, cujo estabelecimento das atividades foi fundamental para o desencadeamento do mercado de *venture capital*. A contribuição foi decisiva na medida em que, além de aproximar essas instituições das oportunidades de novos negócios no país, vários funcionários contratados por essas instituições fundaram sua própria instituição de *venture capital*, formando novos gestores no mercado.

Com o crescimento do número de participantes no mercado, definir regras de funcionamento da atividade foi um processo que contou com a participação ativa dos interessados. A adoção de medidas legais baseadas na realidade de outros mercados formou um arcabouço institucional favorável ao crescimento da atividade. As regras atuais contemplam as necessidades básicas ao funcionamento da atividade, cuja evolução é apresentada no quadro 3.4:

QUADRO 3.4 - EVOLUÇÃO DO ARCABOUÇO INSTITUCIONAL NO MERCADO DE VENTURE CAPITAL

ASSUNTO	LEGISLAÇÃO	ANO
Tratamento fiscal e conceituação de sociedade de capital de risco	DL 2287	1986
Considerações e tratamento fiscal de sociedades de capital de risco	Res 1184	1986
	Res 1346	1987
Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes	CVM 209	1994
Participação de fundos de pensão em investimentos de venture capital	CMN 2829	2001
Relacionamento entre sociedades anônimas e investidores	Lei 10.303	2001
Fundos de Investimentos em Participação	CVM 391	2003
Fundos de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras	CVM 415	2005
Isenção de tributação aos investidores estrangeiros	MP 281	2006

FONTE: Elaboração própria

Aliado a essas novas regras, a atuação de instituições de fomento por meio da elaboração de programas de apoio ao desenvolvimento do mercado tem fomentado a captação de recursos e o crescimento dos investimentos.

Ao se analisar as ações em andamento de acordo com as pré-condições elencadas no item sobre venture capital e políticas públicas, percebe-se os avanços e as fragilidades do marco institucional-legal.

As regras de funcionamento e relacionamento do mercado estão bem estabelecidas e são adequadas às necessidades dos atores, uma vez que foram constituídas com a participação ativa desses atores, por meio de consultas públicas das instituições reguladoras e envolvimento das entidades representativas do setor. A instrução CVM 209 que regulamenta os fundos mútuos de investimentos em empresas emergentes é um pouco desatualizada em relação à instrução CVM 391 (FIP), mas o assunto está em consulta pública para alteração na CVM.

Existem programas de subsídios voltados à alavancagem de recursos privados no mercado. Eles são recentes, mas alguns resultados já são conhecidos. É o caso da Incubadora de Fundos da Finep cuja participação já alavancou mais de R\$250 milhões de capital em 6 fundos de venture capital. O Inovar Semente, cujo objetivo é atingir empresas em estágio embrionário, ainda não possui fundos registrados, assim como o Programa de Participação em Fundos de Investimentos do BNDES.

Uma tentativa de capacitação dos gestores de investimento foi adotada pela Finep dentro do Inovar, mas essa iniciativa foi descontinuada e o alcance no mercado foi limitado. Por

outro lado, o Programa Inovar Semente, ao obrigar os novos gestores candidatos a realizar parceria com gestores já estabelecidos no mercado, em uma espécie de apadrinhamento, contribui para a qualificação e experiência desses novos gestores.

A redução de tributação de rendimentos provenientes de venture capital para estrangeiros representa um grande avanço para direcionar capital estrangeiro à atividade. No entanto, o tratamento dos investidores nacionais ainda é igual ao das demais opções de investimentos, inexistindo incentivos para direcionar recursos nacionais à atividade de venture capital.

Em relação às instituições de venture capital, verifica-se que há um envolvimento de instituições diversificadas, isto é, de apoio às empresas (Sebrae, Endeavor, Anprotec), representação dos gestores de fundo (Abvcap), instrumentos de desinvestimento (Bovespa), elaboração de normas e regulamentos (CVM), instituições governamentais de fomento (Bndes, Finep), entre outras não representadas na Figura 3.2.

O canal de desinvestimento mais desejado pelos investidores, o IPO, apresenta evoluções com o sucesso de aberturas iniciadas em 2004 de empresas de porte menor que aquelas participantes tradicionais da bolsa de valores. Além disso, o desenho de um segmento de listagem voltado exclusivamente a empresas menores facilitará o acesso dessas empresas a abertura do capital, como é o caso do Bovespa Mais cuja previsão de inauguração é meados de 2006.

A necessidade de mercado financeiro capitalizado, por outro lado, possui avanços e limitações. O avanço no estabelecimento do mercado financeiro é a recuperação da Bovespa a partir de 2004, cujo índice de negociação tem batido recordes sucessivos. No entanto, essa recuperação pode não ser sustentável, uma vez que o mercado financeiro brasileiro possui fragilidades estruturais que o torna altamente suscetível à influências externas.

No caso da existência de incubadoras tecnológicas, que qualifica empreendimentos a receber investimento de venture capital, há no Brasil mais de 135 incubadoras tecnológicas, representando 40% do total de instituições de incubação no país. Apesar de grande parte dos empreendimentos graduados nessas incubadoras não conformar público direto ao investimento de venture capital devido ao estágio de desenvolvimento, as incubadoras difundem a opção de investimento e formam o embrião cujo desenvolvimento pode depender de investimentos de

venture capital. Existe uma falha na disponibilidade de instrumentos de financiamento às empresas recém graduadas em incubadoras, que o Inovar Semente pretende cobrir.

A proteção intelectual é garantida pela atuação do Instituto Nacional da Propriedade Industrial, da regulamentação que atende às normas dos Tratados Internacionais, mas as dificuldades estruturais da instituição tornam o processo de registro de patente moroso e burocrático. Além disso, a complexidade de descrição do objeto de registro fragiliza o sistema de proteção, não assegurando o monopólio desejado.

O ambiente econômico estável propicia investimentos de longo prazo e risco mais elevado que os tradicionais, mas as altas taxas de juros ainda inibem a alocação de portfólio em investimentos de rendimentos variáveis ou incertos.

O consenso hoje do mercado de venture capital é de que os elementos fundamentais ao funcionamento da atividade estão estabelecidos, como as regras de funcionamento, os mecanismos de saída, a atratividade para investidores internacionais e a permissão para participação de fundos de pensão nos veículos de investimento.

O nível atual de atividade ainda é incipiente, mas as pesquisas realizadas mostram uma tendência de crescimento do mercado. Vários fatores ainda limitam o crescimento do nível da atividade, sobretudo aqueles relacionados ao ambiente macroeconômico como a taxa de juros, mas as expectativas dos atores do mercado revelam uma perspectiva de crescimento nos próximos anos.

CONCLUSÃO: LIÇÕES PARA O BRASIL

As primeiras iniciativas de promoção da atividade no país remontam à década de 1970, mas as ações estruturadas não possuíam perfil de *venture capital* como nos demais países. Além disso, foram descontinuadas ao longo do tempo, extintas ou com mudanças no foco de atuação.

Como os investimentos são de longo prazo, sofreram a instabilidade econômica vivenciada pelo Brasil até meados da década de 1990, inviabilizando o desenvolvimento do mercado. Um dos elementos que contribuiu para o estabelecimento de instituições privadas no país foi o processo de privatização desencadeado na década de 1990, que atraiu investidores de *private equity* que vislumbraram oportunidades de investimentos em negócios emergentes.

A primeira regulamentação ativa da atividade foi adotada em 1994, com a criação dos fundos mútuos de investimentos em empresas emergentes pela CVM. A existência do instrumento não significou, a princípio, crescimento da atividade, porém ajudou a focá-la um pouco mais em *venture capital*.

Ao final da década de 1990, o crescimento dos investimentos de *venture capital* no mundo desencadeado pelos negócios ligados à internet refletiram-se no Brasil, resultando em estabelecimento de novos gestores de fundos no mercado e criação de novos veículos de investimentos.

O mercado potencial visualizado nessa época teve como efeito a conjunção de esforços no sentido de aprimorar as regras legais e desenhar programas de fomento ao desenvolvimento da atividade, conformando um arcabouço institucional adequado ao crescimento da atividade.

Em geral, as medidas adotadas pelo Brasil procuraram reproduzir aquelas responsáveis pelo desenvolvimento da atividade em outros países.

A permissão de participação dos fundos de previdência privada em fundos de *venture capital* está baseada na medida adotada na década de 70 nos Estados Unidos. Por outro lado, a redução da alíquota de imposto sobre os rendimentos desse segmento realizada recentemente contemplou apenas os investidores estrangeiros, a exemplo da medida adotada em Israel. Não obstante o mérito de tornar a atividade mais atraente, ao elevar a participação dos investidores estrangeiros, a medida torna o mercado local dependente desses investidores e portanto mais suscetível a crises de volatilidade de capital. Exemplo desse risco foi a fuga de

capitais após a bolha da Internet, que teve um efeito negativo no Brasil superior a outros países menos dependentes de capital estrangeiro.

A estruturação dos veículos de investimentos, sobretudo os FMIEE e os FIPs está baseada no modelo norte-americano de *Limited Partnership*, salvo algumas características não incorporadas pela legislação brasileira.

Por outro lado, as ações da Finep e BNDES possuem características de ambos modelos. No caso da Finep, a Incubadora de Fundos reproduz o modelo do programa Yozma de Israel, que também é verificado no Programa de Participação em Fundos de Investimento do BNDES. No caso da Finep o objetivo e o modo de atuação são os mesmos, diferenciando-se apenas pelo fato de não haver limite de orçamento e número de fundos a serem investidos, constituindo uma ação constante da instituição. Já a atuação do BNDES é mais semelhante ao Yozma, ao definir o volume de recursos previsto e o número de fundos a serem investidos. A iniciativa é bastante adequada à alavancagem de recursos e estímulo à profissionalização dos gestores dos fundos, ao selecionar as melhores propostas e cobrar desempenho por meio da taxa de performance prevista no regulamento. Os resultados ainda não podem ser comparados, pois os programas foram lançados recentemente e não houve seleção de fundos para participação.

A atuação do Sebrae e do BID/Fumin também contribui para a alavancagem de recursos, uma vez que participam de fundos de investimentos da mesma forma que a Finep e o BNDES. Além disso, a metodologia de análise de fundos compartilhada com as demais instituições fortalece o conhecimento de seleção de investimentos pelos atores brasileiros e legitima as escolhas realizadas pela Incubadora de Fundos.

Os Fóruns de Capital de Risco são baseados no modelo norte americano de rodadas de negócios e demonstram resultados efetivos, não tanto pela aproximação dos empreendedores dos gestores de fundo – uma vez que a parcela de negócios fechados com propostas oriundas desse meio é pouco representativa entre as organizações que participam – mas pela mobilização de instituições em uma Rede de Prospecção de novas empresas a serem apresentadas que eventualmente resultam em negócios, independente da participação nos Fóruns pelos empreendedores. Essa rede também contribui para a disseminação da atividade como fonte de recurso entre os empreendedores de contato.

Em relação ao Inovar Semente, o sistema de garantias oferecido pelo programa não chega a comprometer o desempenho dos fundos, a exemplo do Inbal de Israel, uma vez que a Finep oferece mecanismo de liquidez limitado a 20% do patrimônio do fundo. Para evitar a entrada de gestores não profissionais no mercado, o Programa exige experiência, ou no caso

de novos gestores, a associação a um Gestor Master que atenda os requisitos. Esse mecanismo contribui para a entrada de novos gestores no mercado que adquirem experiência e qualificação por meio da troca de experiência com o “padrinho”.

As ações executadas atualmente procuram atender, até certo ponto, os elementos apontados na literatura como fundamentais ao desenvolvimento da atividade. Essas ações possuem limites definidos pelo nível de intervenção das instituições de venture capital atuantes hoje no mercado, bem como pelo grau de sustentabilidade das ações definidas pelas instituições. O arranjo institucional formado para a promoção do mercado de venture capital envolve organizações de diferentes segmentos, as quais atuam na regulamentação, representação dos atores, qualificação de empreendimentos demandantes de recursos, bem como instituições governamentais de fomento que desenham políticas públicas para o mercado.

Apesar das limitações em mensurar o nível de atividade de venture capital, alguns resultados já podem ser vislumbrados com a atuação das instituições, como o aumento do número de gestores de fundos no mercado e o crescimento dos fundos criados. Os efeitos, no entanto, ainda não foram completamente refletidos no mercado, uma vez que, dado o número reduzido de gestores, a atividade passa por picos de captação de recursos, que levam alguns meses para serem investidos e dar lugar a um novo ciclo de captação.

O mercado de *venture capital* brasileiro ainda é bastante reduzido, sobretudo se comparado ao dos Estados Unidos e Israel. Enquanto que nos demais países a participação desse tipo de financiamento no PIB é, em média, de 1%, no Brasil essa representação ficou em 0,06% do PIB no período de 1999 a 2004.

Os investimentos são realizados sobretudo nas fases de expansão, não contemplando os estágios iniciais das empresas. Os setores mais investidos são de eletrônica e informática e telecomunicações, com poucos negócios realizados com empresas de biotecnologia, mas cuja participação nos investimentos tem sido crescente, a exemplo do que ocorre nos demais países.

Os eventos ocorridos no último biênio, no entanto, refletiram-se positivamente nas expectativas dos gestores de fundos. Entre esses eventos, a nova onda de abertura de capital na Bolsa de Valores e a estruturação de um segmento de acesso à abertura – o Bovespa Mais – merecem destaque, uma vez que significam a possibilidade de utilização de IPO como mecanismo de desinvestimento. Além disso, a redução da tributação sobre os rendimentos de

venture capital dos investidores estrangeiros pode alavancar recursos, uma vez aumenta os atrativos dos investimentos realizados no país, atrativos esses também relacionados à estruturação do mercado de venture capital e estabilização econômica.

Esse crescimento, no entanto, possui alguns limitadores. A falta de instrumentos de investimentos nas fases iniciais dos empreendimentos (capital semente) pode representar um gap na cadeia de investimentos, limitando a oferta de empreendimentos qualificados para obtenção de venture capital. O Inovar Semente tenta cobrir esse elo, mas ainda está em fase inicial e os resultados devem levar algum tempo para serem avaliados.

Outro limitador é o nível das taxas de juros, que apesar de não ser um elemento excludente dos investimentos, reduz o potencial de captação, mas o nível de intervenção das instituições de venture capital nesse item é nulo.

Como observado nos demais países, o desenvolvimento do mercado de venture capital depende, sobretudo de: a) regulamentação adequada; b) mecanismos de saída; c) incentivos fiscais aos investidores; d) participação de fundos de pensão no mercado; e) ambiente empreendedor; f) mercado financeiro estabelecido; g) ambiente econômico favorável; entre outras.

A regulamentação estabelecida é apontada pelos gestores de fundo como adequadas ao pleno funcionamento do mercado. O mecanismo de saída preferido, o IPO, está aos poucos sendo estabelecido com a retomada dos negócios na Bovespa e a previsão de criação do Bovespa Mais. A isenção da tributação aos investidores estrangeiros foi estabelecida recentemente, mas os impactos ainda não se refletiram na atividade. A permissão para participação dos fundos de pensão no mercado existe desde 2001, porém a alocação de recursos dessas instituições em fundos de venture capital ainda é pequena. O nível de empreendedorismo no Brasil é bastante significativo, mas predomina o empreendedorismo por necessidade. Além disso, apesar de haver instituições de apoio à constituição de novas empresas, a burocracia existente no país dificulta o estabelecimento dessas empresas. A estabilidade macroeconômica, por sua vez, propicia um ambiente adequado à realização de negócios de longo prazo, embora a taxa de juros básica elevada restrinja, até certo ponto, a alocação de recursos em venture capital.

Diante do quadro atual, a perspectiva para o mercado de venture capital é de crescimento, sobretudo com as novas oportunidades de negócios nas áreas portadoras de futuro como biotecnologia, nanotecnologia e energias renováveis. O arcabouço legal está estabelecido, as

políticas de promoção ao mercado foram desenhadas e estão sendo executadas. A continuidade das ações de fomento é vital para a concretização de tal perspectiva.

A difusão do venture capital no Brasil como modelo de financiamento de empresas de base tecnológica, poderia significar a alavancagem de novos empreendimentos de tecnologias emergentes com grande potencial de crescimento. No entanto uma questão se coloca: com a estruturação da atividade, o venture capital poderá ser uma fonte de recursos importantes para o financiamento de empresas de base tecnológica no Brasil?

A resposta a tal questão pode ser objeto de outro estudo, na medida em que neste trabalho o foco abordado era a análise das condições legais e institucionais da atividade. Como sugestão de estudo, coloca-se a necessidade de análise do investimento de venture capital para empresas de base tecnológicas, isto é, uma análise da demanda.

REFERÊNCIAS

ABCR - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE CAPITAL DE RISCO; THOMSON VENTURE ECONOMICS. **Segunda pesquisa ABCR/Thomson Venture Economics sobre Capital de Risco no Brasil:** anos 2000/2001/2002. ABCR/Thomson Venture, 2003. Disponível em: <http://www.capitalderisco.gov.br/vcn/abcr/pesquisa_03.pdf>. Acesso em: 22 abr. 2004.

ABVCAP - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY. **Quem somos.** Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Telas/Associacao/Default.asp>>. Acesso em: 12 nov. 2005.

ALBUQUERQUE, E. M. Estruturas financeiras, funcionalidade e sistemas nacionais de inovação: notas introdutórias sobre uma articulação necessária. **Nova Economia**, v.6, n.2, p. 113-253, 1996.

ALBUQUERQUE, E. M.; SICSÚ, João; Inovação institucional e estímulo ao investimento privado. **São Paulo em Perspectiva**, v.14, n.3, jul./set. 2000.

ANPROTEC - ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES. **Panorama 2005.** Anprotec, 2005. Disponível em: <<http://www.anprotec.org.br/pesquisas/panorama2005.pdf>>. Acesso em: 02 abr. 2006.

ASIAFN – ASIAN FINANCIAL. **Asian private equity 2004-2005.** 2005 Disponível em: <<http://www.asianfn.com/vcguide/Home.asp>>. Acesso em: 05 dez. 2005.

AVILA, J. P. C. **Projeto Inovar:** uma experiência de desenvolvimento institucional para fomento à criação e ao desenvolvimento de empresas de base tecnológica através do capital de risco. Rio de Janeiro: Finep, 2002. Disponível em: <<http://www.venturecapital.com.br/vcn/pdf/JorgeAvila.pdf>> Acesso em: 20 mar. 2004.

AVNIMELECH, G.; KENEY, M. **A life cycle model for the creation of national venture capital industries:** the US and Israeli experiences. 2004.

AVNIMELECH, G.; TEUBAL, M. **Evaluating venture capital policies:** methodological lessons from the israeli experience. DRUID SUMMER CONFERENCE 2003. Creating, Sharing and transferring knowledge. Copenhagen, 12-14/jun, 2003.

AVNIMELECH, G.; TEUBAL, M. **Evolutionary venture capital policies:** insights from a product life cycle analysis of Israel's venture capital industry. 2003

AVNIMELECH, G.; TEUBAL, M. **Venture capital policy in Israel:** a comparative analysis & lessons for other countries. 2002a.

AVNIMELECH, G.; TEUBAL, M. Venture capita/start up co-evolution and the emergence of Israel's new high tech cluster. DRUID SUMMER CONFERENCE ON "INDUSTRIAL DYNAMICS OF THE NEW AND OLD ECONOMY - WHO IS EMBRACING WHOM?" Copenhagen/Ellsinore 6-8 June 2002b.

BALTIN, M.; BELL, P. **Venture capital in South America:** unlocking the potential for venture creation in an emerging market. 2001.

BANCE, A. **Why and how to invest in private equity.** Londres: EVCA, 2004 (Special Paper).

- BARBOSA, C. **Entrevista concedida a Leide Albergoni**. São Paulo, 14 set. 2005.
- BAYGAN, G. **Venture capital policy review**: Israel, Research Document DSTI/DOC, OECD, 2003b.
- BAYGAN, G. **Venture capital policy review**: United States, Research Document DSTI/DOC, OECD, 2003a.
- BAYGAN, G.; M. FREUDENBERG. **The internationalization of venture capital activity in OECD Countries**: implications for measurement and policy, Research Document DSTI/DOC 2000/7. OECD, 54 pages
- BNDES - BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **BNDES destina R\$ 260 milhões para Fundos de Investimento**. 2005a. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/noticias/2005/not211_05.asp> Acesso em: 15 jan. 2006
- BNDES - BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Fundos de Investimento Mútuos Fechados**. 2005b. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/mercado/fundos_investimento.asp>. Acesso em: 15 jan. 2006.
- BOCATTO, E. P. G. **Fundos de private equity no Brasil**: análise do modelo de governança e impacto na estratégia das empresas investidas. São Paulo: EAESP-FGV, 2002, 183p. Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Pós-Graduação da EAESP-FGV. Área de Concentração: Organizações, Planejamento e Recursos Humanos.)
- BOTELHO, A. J.J. Nurturing Technology-based startup in Brazil. CONFERENCE CREATING ENTERPRISES IN LATIN AMERICA AND THE CARIBBEAN: THE MICRO, SMALL AND MEDIUM ENTERPRISE DIVISION AT IADB AND FUNDES INTERNATIONAL, 24 JUN 2004.
- BOVESPA - BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Informações para empresas**: abertura de capital – IPOs recentes. 2006 Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 30 mar. 2006.
- BRASIL. Lei n.o. 10.973, de 2 de dezembro de 2004. Dispõe sobre incentivos à inovação e à pesquisa científica e tecnológica no ambiente produtivo e dá outras providências. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, 03/12/2004. Disponível em: <http://www.presidencia.gov.br/ccivil/_Ato2004-2006/2004/Lei/L10.973.htm>. Acesso em: 12 dez. 2005.
- BVCA. **A guide to venture capital term sheets**. Londres: BVCA, 2004.
- BYGRAVE, W.; HUNT, S. **Global entrepreneurship monitor**: 2004 Financing Report. Wellesley, MA: Babson College, 2005.
- BYGRAVE, W.D.; LANGE, J.E.; KOTHA, R.R.; STOCK, W. **Venture capital investments and the growth of revolutionary new industries**. Massachusets: Babson College, 2001. (Frontiers of Entrepreneurship Research).
- CAPITAL DE RISCO BRASIL. **Glossário**. 2002. Disponível em: <http://www.capitalderisco.gov.br/vcn/glossario_CR.asp>. Acesso em: 12 mar 2005.
- CARVALHO, A.; RIBEIRO, L.; FURTADO, C. **A indústria de private equity e venture capital**: primeiro censo brasileiro. FGV Editora: Rio de Janeiro, 2006.
- Carvalho, C. et al. **Economia Monetária e Financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CASTRO FILHO, J. Panorama atual da indústria de venture capital no Brasil. FÓRUM BRASIL CAPITAL DE RISCO, 12. São Paulo, 23 a 25 jun. 2005.

CAYEN, J.P. **Venture capital in Canada**. Toronto: Bank of Canada, 2001.

CHANG, S. J. Venture capital financing, strategic alliances and the initial public offerings of Internet startups. **Journal of Business Venturing**, v.19, p.721-741, 2004.

CHRISTENSEN, J. L. The role of finance in National System Innovation. In: LINDVALL, B. ed). **National System of Innovation: toward a theory of innovation and interactive learning**. London and New York: Printer, 1992.

CMN - CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução 2829 de 02 de abril de 2001. Aprova regulamento estabelecendo as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos das entidades fechadas de previdência privada. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 05 set 2005.

CORDER, S.; SALLES-FILHO, S. Aspectos Conceituais do Financiamento à Ciência, Tecnologia e Inovação. **Revista Brasileira de Inovação**, 2005.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Comunicado CVM**: alteração da Instrução CVM n. 209 de 25 de março de 1994. Rio de Janeiro: CVM, 23 de fev 2005. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 12 nov. 2005.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Fundos de investimentos**: dados cadastrais - Fundos Mútuos de Empresas Emergentes. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 01 out. 2004.

DE PAULA, T. B. et al. **Capital de risco e desenvolvimento tecnológico no Brasil**: experiência recente e perspectivas. Brasília: CGEE, 2003a. Disponível em: <http://www.venturecapital.com.br/vcn/pdf/estudo013_1.pdf>. Acesso em: 15 mar 2004.

DE PAULA, T. B. et al.. **Capital de risco no Brasil**: marco legal e experiência internacional. CGEE, 2003b. Disponível em: <http://www.venturecapital.com.br/vcn/pdf/estudo014_1.pdf>, Acesso em: 15 mar 2004.

DENIS, D. J. Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 2, p. 301-326, 2004.

DYNAMO. A nova Lei das S/A: avanços, ausências e problemas. **Carta Dynamo**, 32, 2001, São Paulo.

EID JUNIOR, W. Custo de capital: o comportamento das empresas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v.36, n.4, 1996.

ENDEAVOR - INSTITUTO EMPREENDER ENDEAVOR. **Quem somos/Apoio aos empreendedores**. Disponível em: <<http://www.endeavor.org.br>>. Acesso em: 15 mar. 2006.

ENDEAVOR. Guia endeavor de Fundos de Venture Capital e Private Equity no Brasil. Endeavor: 2003. Disponível em: <<http://www.venturecapital.com.br/vcn/pdf/Guia%20de%20Investidores%20Endeavor.pdf>>. Acesso em: 10 abr. 2004.

EUROPEANVC - EUROPEAN VENTURE CAPITAL. **Overview 2003**. Londres, 2003. Disponível em: <www.europenavc.com>. Acesso em: 28 nov. 2005.

- FIGUEIREDO, L. E. **Entrevista concedida a Leide Albergoni**. São Paulo, 13 set. 2005.
- FINEP - FINANCIADORA DE ESTUDOS E PROJETOS. **Programa Finep Inovar Semente: 1ª** chamada para capitalização de fundos locais de capital semente. Rio de Janeiro: Finep, dez 2005.
- FLORIN, J. Is venture capital worth it? Effects on firm performance and founder returns. **Journal of Business Venturing**, 2004 Article in press).
- FREITAS, P. **Entrevista concedida a Leide Albergoni**. São Paulo, 14 set. 2005.
- GANZI, J.; SEYMOUR, F. BUFFETT, S. DUBASH, N. K. **Leverage for the environment: a guide to the private financial services industry**. Washington, DC: World Resources Institute, 1998
- GAVEA ANGELS. **Quem somos**. Disponível em: <<http://www.gaveaangels.org.br/>>. Acesso em: 08 mar. 2006.
- GOMPERS, P. A.; LERNER, J. **What drives venture capital fundraising?** Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1999 NBER Working Paper Series, 6906).
- GOMPERS, P.; LERNER, J. The venture capital revolution. **Journal of Economic Perspectives**, v.15, n.2, p.145-168, 2001.
- GONÇALVES, ADA. **Entrevista concedida a Leide Albergoni**. São Paulo, 14 set. 2005.
- GONÇALVES, ALVARO. **Entrevista concedida a Leide Albergoni**. São Paulo, 13 set. 2005.
- GORGULHO, L. F. **O capital de risco como alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológica: o caso Contec/BNDES**. 181p. Dissertação (Mestrado em Economia) - UFRJ. Rio de Janeiro, 1996.
- IVA - ISRAEL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. **Venture capital in Israel**. Disponível em: <<http://www.iva.co.il/>>. Acesso em: 30 set. 2005
- IVC ISRAEL VENTURE CAPITAL RESEARCH CENTER. **IVC Survey Q3 2005**. 2005. Disponível em: <<http://www.ivic-online.com/>>. Acesso em: 01 nov. 2005.
- JENG, L. A; WELLS, P. C. The determinants of venture capital funding: evidence across countries. **Journal of Corporate Finance**, v. 6, p. 241-289, 2000.
- JEROZOLIMSKI, S. Financiamento de empresas tecnológicas em Israel: a política de suporte governamental. WORKSHOP DE EMPRESAS DE BASE TECNOLÓGICA DE CAMPINAS, 3. Campinas 13 e 14 de abril de 2004.
- KEUSCHNIGG, C. **Optimal public policy for venture capital backed innovation**. Discussion paper no. 2003-09, Department of Economics University of St. Gallen. St. Gallen, 2003. Disponível em: <www.fgn.unisg.ch/public/public.htm>.
- KEUSCHNIGG, C.; NIELSEN, S. start-ups, venture capitalist, and the capital gains tax. **Journal of Public Economics**, v. 88, n. 5, p. 1011-1042, 2004.
- KOH, F.; KOH, W. Venture capital and economic growth: an industry overview and Singapore's experience. **Singapore Economic Review**, v.47, n.2, p.243-267.

KORTUM, S.; LERNER, J. Assessing the contribution of venture capital to innovation. **Rand Journal of Economics**, v.31, n.4, p.674-692, 2000.

KORTUM, S.; LERNER, J. Assessing the contribution of venture capital to innovation. **The RAND Journal of Economics**, v.31, n.4, p.674-692, 2000.

KPMG; SAVCA. **Venture capital and private equity industry performance**: survey of South Africa 2004. South Africa: SAVCA, 2005. Disponível em: <www.savca.com>. Acesso em: 28 nov. 2005.

LAVCA – LATIN AMERICAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. **History**. 2002. Disponível em: <www.lavca.org> Acesso em: 05 dez. 2005.

LUCINDA, C. R.; SAITO, R. O problema de informação entre credores e devedores e o papel dos bancos. II SEMINÁRIO BRASILEIRO DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL. Campinas: Unicamp, mar/2001. CDROM.

MACDONALDS & ASSOCIATIONS **Canada's venture capital industry in 2003**: An Overview. Toronto, CVCA, 2004.

MANDL, C. Cresce fila de candidatas para abrir capital. **Valor On Line**, São Paulo, 03 abr. 2006. Ed. 1482. Disponível em: <http://www.valoronline.com.br>. Acesso em: 03 abr. 2006.

MANI, S.; BARTZOKAS, A. **Institutional support for investment in new technologies: the role of venture capital institutions in developing countries**. The United Nations University, Institute for New Technologies - Intech. Discussions Paper Series 4/2002.

MARTIN, B.; BELL, P. **Venture capital in South America**: unlocking the potential for venture creation in an emerging market. 2001.

MAYER, C. Financing the new economy: financial institutions and corporate governance. **Information Economics and Policy**, v.14, n.1, p.311-326, 2002.

MEGGINSON, W. Towards a Global Model of Venture Capital? **Journal of Applied Corporate**, v.6, n.1, 2004.

MELO, L. M. Inovação, financiamento e sistemas locais de produção. CONFERÊNCIA INTERNACIONAL SOBRE SISTEMAS DE INOVAÇÃO E ESTRATÉGIAS DE DESENVOLVIMENTO PARA O TERCEIRO MILÊNIO. Globalics, nov. 2003.

MOREIRA, M. M.; PUGA, F. P. **Como a indústria financia o seu crescimento**: uma análise do Brasil pós-Plano Real. Rio de Janeiro: BNDES, 2000. (Texto para discussão, n.84.).

MOREIRA, M. M.; PUGA, F. P. Como a indústria financia o seu crescimento: uma análise do Brasil pós Real. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, n.5, p.35-67, 2001. (Especial).

NVCA. **Venture impact 2004**: Venture capital benefits to the U.S. economy. NVCA, Global Insight, 2004.

PAVANI, C. **Condições para a estruturação de uma indústria de capital de risco no Brasil**. 2002. 108p. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) - COPPE/UFRJ. Rio de Janeiro, 2002.

PAVANI, C. **O capital de risco no Brasil**: conceito, evolução perspectivas. Rio de Janeiro: *E-papers*, 2003.

PRICE WATERHOUSE COOPERS. **Global private equity 2004**: charts for press release Disponível em: <www.pwcglobal.com> Acesso em: 25 nov. 2005

PRICEWATERHOSECOOPERS. **Money tree**: definitions and methodology. [s.l.], 2003. Disponível em: <<http://www.Pwcmoneytree.com/Definitons.asp>> Acesso em: 25 fev. 2004.

PROJETO INOVAR. **Resultados 2005**. Disponível em: <http://www.capitalderisco.gov.br/vcn/resultados_PI.asp>. Acesso em: 12 abr 2006.

RIBEIRO, L. R. (2006). **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. São Paulo, 2005. Dissertação (mestrado). Universidade de São Paulo, 2006.

ROMAIN, A.; VAN POTTELSBERGHE, B. **The determinants of venture capital**: additional evidence. Deutsche Bundesbank, Discussion Paper Series 1: Studies of the Economic Research Centre, n.19, 2004.

ROZENTAL, N. **Entrevista concedida a Leide Albergoni**. São Paulo, 13 set. 2005.

SÁ, T. T. O Plano Diretor do mercado de capitais e seu impacto na indústria de venture capital (VC) e private equity (PE). FÓRUM BRASIL DE CAPITAL DE RISCO, 12. São Paulo, 23-25 jun. 2005.

SANTOS, S. A. **Criação de empresas de alta tecnologia**. São Paulo: Pioneira, 1987.

SCHERTLER, A. **The impact of public subsidies on venture capital investments in start-up enterprises**. (Kiel Working Paper n. 1018. Kiel Germany): Kiel Institute of World Economics, 2000

SCHUMPETER, Joseph Alois. **Teoria do desenvolvimento econômico**. São Paulo: Nova Cultural, 1985 (Coleção Os Economistas).

SEBRAE. **Como obter crédito e capital**: capital de risco – o que é e a quem se destina. SEBRAE, 2006. Disponível em: <<http://www.sebrae.com.br>> . Acesso em: 12 fev. 2006.

SILVA, C. e MELO, L. orgs.). **Livro verde** - Ciência, tecnologia e inovação: desafios para a sociedade brasileira. Brasília, MCT/Academia Brasileira de Ciências, 2001.

SMITH, P. capital de risco projeta novo recorde em 2005. **Valor Econômico**, 28 nov. 2005. Disponível em: <www.valoronline.com.br> Acesso em: 01 dez. 2005.

WANG, C. K. WANG, K.; LU, Q. Effects of venture capitalist's participation in listed companies. **Journal of Banking & Finance**, v.27, p.2015-2034, 2003.