


PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – PPA		
	UNIVERSIDADE ESTADUAL DE LONDRINA – UEL UNIVERSIDADE ESTADUAL DE MARINGÁ – UEM MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO	

SERGIO HENRIQUE MIRANDA DE SOUSA

**O PROCESSO DE TOMADA DE DECISÃO DO CAPITAL
EMPREENDEDOR E O FINANCIAMENTO DE EMPRESAS
DE BASE DE INOVAÇÃO TECNOLÓGICA**

Maringá
2006

SERGIO HENRIQUE MIRANDA DE SOUSA

**O PROCESSO DE TOMADA DE DECISÃO DO CAPITAL
EMPREENDEDOR E O FINANCIAMENTO DE EMPRESAS
DE BASE DE INOVAÇÃO TECNOLÓGICA**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado em Administração da Universidade Estadual de Maringá e da Universidade Estadual de Londrina, com área de concentração em Empreendedorismo.

Orientadora: Prof^ª Dr^ª Marcia Regina Gabardo da Camara.

Maringá
2006

FICHA CATALOGRÁFICA

M672p Miranda de Sousa, Sergio Henrique.

O processo de tomada de decisão do capital empreendedor e o financiamento de empresas de base de inovação tecnológica / Sergio Henrique Miranda de Sousa Maringá, 2006. 209f.

Orientadora: Marcia Regina Gabardo da Câmara.
Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Estadual de Maringá. Universidade Estadual de Londrina, 2006.
Bibliografia: f. 166-174

1. Capital empreendedor – Teses. 2. Capital de risco – Teses.
3. Venture Capital – Teses. 4. Empresas – Inovações tecnológicas – Teses. 5. Recursos financeiros – Teses. I. Câmara, Marcia Regina Gabardo da. II. Universidade Estadual de Maringá. III. Universidade Estadual de Londrina. IV. Título.

CDU 658.15

SERGIO HENRIQUE MIRANDA DE SOUSA

**O PROCESSO DE TOMADA DE DECISÃO DO CAPITAL
EMPREENDEDOR E O FINANCIAMENTO DE EMPRESAS DE BASE
DE INOVAÇÃO TECNOLÓGICA**

Dissertação apresentada para qualificação no Departamento de Administração da Universidade Estadual de Maringá e Universidade Estadual de Londrina, Pós-Graduação em Administração.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof^a. Dr^a. Marcia Regina Gabardo da Camara
Orientadora - Universidade Estadual de Londrina

Prof. Dr. Paulo da Costa Lopes
Membro do Corpo Docente
Universidade Estadual de Londrina

Prof. Dr. Eduardo Moreira da Costa
Membro Convidado
Financiadora de Estudos e Projetos - FINEP

Londrina, 07 de dezembro de 2006

A Deus que me concedeu todas as vitórias.

AGRADECIMENTOS

Principalmente a minha família: Esposa, Cristiane Garcia Grande, que desde a seleção do mestrado ajudou-me em vários momentos e aos meus pequeninos filhos alegres e amáveis.

Aos meus pais, pelo incentivo na fase inicial de meu ensino que bancaram meus estudos numa ótima escola. Ambos valorizaram minha formação nos momentos mais oportunos.

A minha orientadora, Marcia Regina Gabardo da Camara, que além de incentivar e motivar este trabalho, sempre demonstrou com competência a arte de ensinar.

Aos professores e à minha turma do mestrado pela interação do conhecimento, principalmente aos Drs. Paulo Lopes e Hilka Vier Machado.

As amigas mestras, Tatiana, Desiree e Cintia, pelas sugestões e dicas.

Aos meus colegas da CALC, Lara, Cássia, Tatiane, Rafael, Cris, Jack e Edna.

Aos poucos autores de livros brasileiros do tema pesquisado, Prof. Cláudio Furtado, Antonio Gledson de Carvalho, Leonardo Ribeiro, Claudia Pavani e Thomas Tosta de Sá.

Ao primo e amigo Boanerges de Oliveira.

A Bernadete de Carvalho e Eduardo da Costa da FINEP, pelos incentivos na participação dos 13º e 14º Venture Fórum Brasil.

“Feliz aquele que transfere o que sabe e aprende o que ensina.”

Cora Coralina

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

Leonardo da Vinci

MIRANDA SOUSA, Sergio Henrique. **O processo de tomada de decisão do Capital Empreendedor e o Financiamento de Empresas de Base de Inovação Tecnológica**. 2006. 209fl. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Estadual de Maringá e Universidade Estadual de Londrina, 2006.

RESUMO

O Capital Empreendedor é uma alternativa de fonte de recursos financeiros aos empreendimentos que precisam de investimentos. A pesquisa analisa as características das empresas investidas e os requisitos impostos pelos investidores de Capital Empreendedor para a escolha das empresas nas quais se efetuam o aporte de capital. Os procedimentos metodológicos envolvem a crítica da literatura sobre o tema e pesquisa de campo através de entrevistas em oito fundos e doze questionários respondidos, para identificar e analisar as rotinas e procedimentos envolvidos na seleção dos investimentos de fundos de risco brasileiros. Através da pesquisa bibliográfica pode-se verificar que o cenário nacional da indústria de Capital Empreendedor demonstra fortalecimento e desenvolvimento principalmente após 2000, há atração de novos investidores e carência de legislação incentivadora. Os resultados da pesquisa de campo permitiram identificar os requisitos que as empresas de base de inovação tecnológica (EBIT) precisam preencher para captar recursos financeiros, são os mesmos que os das demais empresas e através das entrevistas houve a preferência de 62,5% em aporte em empresas deste tipo. Os critérios de seleção dos veículos de investimentos e as rotinas são diversos, sendo que além dos dados financeiros são estudadas analiticamente vários outros atributos das empresas, do empreendedor e sua equipe, para que haja o menor risco possível na escolha da empresa investida com alta rentabilidade futura. O critério de seleção rigoroso permite escolher os empreendimentos que apresentem melhores possibilidades de retorno, com um nível de risco aceitável. Esta opção de recursos financeiros também agrega profissionalismo à empresa investida, demonstra ter benefícios e ser um propulsor ao empreendedorismo. No entanto, Capital Empreendedor não é solução para todas as necessidades financeiras ou para qualquer empresa, representa uma parcela muito pequena de recursos para o financiamento dos investimentos das firmas e dada a existência da assimetria informacional e incerteza dos resultados, as rotinas propostas não garantem 100%, embora assegurem um retorno médio considerável ao *venture capitalist*, dado o portfólio diversificado de aplicações.

Palavras-chave: Capital Empreendedor. Capital de Risco. *Venture Capital*. Empresas de base inovação tecnológica. Recursos financeiros.

MIRANDA DE SOUSA, Sergio Henrique. **The venture capital decision process and the technological innovation base enterprise funding**. 2006. 209p. Master Thesis (MA in Business Administration) – University of Maringá and University of Londrina, 2006.

ABSTRACT

The Venture Capital and Private Equity (VC/PE) are alternatives source of financial resources to the enterprises that need investments. The research analyzes the characteristics from the invested companies and the requirements imposed by the investors of VC/PE to choose the companies to invest in which occur the capital contribution. The methodological procedures involve the a critic literature about the theme and a research based in interviews in eight funds and twelve answered questionnaires, to identify and to analyze the routines and procedures involved in the selection of the investments of Brazilian risk funds. Through the research bibliographical it can be verified that the national scenery of VC/PE industry demonstrates empowerment and development mainly after 2000, there are new investors' attraction and lack of legislation motivate. The results of the field research allowed to identify the requirements that the enterprises of base of technological innovation need to fill out to capture financial resources, they are the same that the one of the other companies and the interviews showed a preference of 62,5% in contribution in enterprise of this type. The criteria of the investments vehicles selection and the routines are several, and besides the data financiers, several other attributes of the companies are analytically studied as well as the entrepreneur and him team, so there is the smallest possible risk in the choice of the company invested with high future profitability. The rigorous selection criterion allows to choose the enterprises that present better return possibilities, with a level of acceptable risk. This option of financial resources also agregates professionalism to the invested company, it demonstrates to have benefits and to be a promoter to the entrepreneurship . However, VC/PE is not solution for all the financial needs or for any company, it represents a very small portion of resources for the financing of the investments of the firms and given the existence the asymmetry of information and uncertainty of the results, the proposed routines don't guarantee 100%, although they assure a considerable medium return to the venture capitalist, given the diversified portfolio.

Keys-word: Venture Capital. Technological innovation based companies. Financial resources.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 -	Condicionantes da Estrutura para Existência, Desenvolvimento ou Renovação Econômica	52
Figura 2 -	Fases de investimentos	70
Figura 3 -	Níveis dos critérios de avaliação dos investidores	76
Figura 4 -	Etapas do processo decisório dos gestores	86
Figura 5 -	Principais áreas de interesse dos investidores de Capital Empreendedor	94
Figura 6 -	Evolução de veículos de investimentos de VC/PE no Brasil	107
Figura 7 -	Estágios dos veículos de investimentos	121
Figura 8 -	Quantidade média anual de planos de negócio (PN) ou propostas recebidas	122
Figura 9 -	Idade das empresas investidas	123
Figura 10 -	Regiões que ocorrem investimentos	123
Figura 11 -	Tempo mínimo de faturamento das empresas investidas	124
Figura 12 -	Preferência de investimentos em EBIT	125
Figura 13 -	Percentual de participação acionária com preferência em investir	126
Figura 14 -	Retornos nas empresas investidas	127
Figura 15 -	Taxa de retorno mínima ao ano esperada do negócio investido	128
Figura 16 -	Principais áreas de interesse para investimentos	129
Figura 17 -	Importância das atividades administrativas nas empresas investidas ..	129
Figura 18 -	O empreendimento perante o veículo de investimento	130
Figura 19 -	Quanto ao mercado e produtos/serviços	131
Figura 20 -	Contabilidade, dados e indicadores econômicos financeiros	132
Figura 21 -	Questões legais e normativas	132
Figura 22 -	Características principais do empreendedor / CEO	133
Figura 23 -	Características principais da equipe diretora, gestão e administração	134
Figura 24 -	Preferência de investimentos em empresas de base de inovação tecnológica (EBIT)	146
Figura 25 -	Etapas dos critérios aplicados pelos investidores para avaliação	147
Figura 26 -	Taxa de retorno mínima ao ano esperada do negócio investido	150
Figura 27 -	Custeamento das despesas do processo seletivo	152
Figura 28 -	Valor mínimo de faturamento anual	154
Figura 29 -	Tempo mínimo de faturamento	154

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 -	Estrutura dos capítulos da dissertação	25
Quadro 2 -	Articulação entre questões de pesquisa, objetivos específicos, conceitos-chave e resultados esperados	33
Quadro 3 -	Descrição das fontes de recursos financeiros	61
Quadro 4 -	Comparativo entre investidores <i>Business Angels</i> e os <i>Venture Capitalists</i>	66
Quadro 5 -	Fases de investimentos e as características da empresa investida	71
Quadro 6 -	Características, qualificações e competências que os investidores requisitam das empresas financiadas	81
Quadro 7 -	Expectativas de empreendedores e <i>venture capitalists</i>	84
Quadro 8 -	Questões freqüentes no relacionamento VC - empresa emergente ...	84
Quadro 9 -	Tópicos de plano de negócios	96
Quadro 10 -	Diferenças entre plano de trabalho e plano de investimento	98
Quadro 11 -	Critérios de seleção do gestor H de fundos de investimentos	144
Quadro 12 -	Estágios de desenvolvimento investidos	146
Quadro 13 -	Ramos de atividades mais investidas	147
Quadro 14 -	Critérios descritivos das etapas de seleção praticados no processo seletivo de empresas	148
Quadro 15 -	Critérios financeiros e temporais praticados na seleção de empresas .	149
Quadro 16 -	Informações e documentos fornecidos no processo seletivo	151
Quadro 17 -	Pontos mais importantes analisados no plano de negócio e durante todo o processo seletivo	151
Quadro 18 -	Projetos, analistas, custo e tempo do processo seletivo	153
Quadro 19 -	Características do empreendedor, diretoria e funcionários das empresas selecionadas	153

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABCR	Associação Brasileira de Capital de Risco
ABVCAP	Associação Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>
ACCESS	Banco de Dados da Microsoft <i>Corporation</i>
ADETEC	Associação do Desenvolvimento Tecnológico de Londrina e Região
ALL	América Latina Logística
APL	Arranjo Produtivo Local
B:B	<i>Business to Business</i>
B:C	<i>Business to Consumer</i>
BACEN	Banco Central do Brasil
BEMATECH	Bematech Indústria e Comércio de Equipamentos Eletrônicos S/A
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
BIT	Base de Inovação Tecnológica
BM&F	Bolsa Mercantil & Futuros
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOTICÁRIO	O Boticário
BOVESPA	Bolsa de Valores do Estado de São Paulo
CDI	Certificados de Depósito Interbancário
CR	Capital de Risco
CRP	Companhia Riograndense de Participações
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
C&T&I	Ciência, tecnologia e inovação
EAESP	Escola de Administração de Empresas de São Paulo da FGV
EBIT	Empresas de Base de Inovação Tecnológica
EBT	Empresas de Base Tecnológica
FAPESB	Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado da Bahia
FDA	<i>Food and Drug Administration</i>
FINEP	Financiadora de Estudos e Projetos
FMIEE	Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes
FGV	Fundação Getulio Vargas
GOL	GOL Transportes Aéreos S.A.
GVCEPE	Centro de Estudos em <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> da FGV-EAESP
IEL	Instituto Euvaldo Lodi
INOVAR	Projeto da FINEP para Desenvolvimento de Estrutura Institucional para a Criação e o Desenvolvimento de Empresas de Base Tecnológica no Brasil
INTEL	Intel <i>Corporation</i>
INTUEL	Incubadora Internacional de Empresas de Base Tecnológica da Universidade Estadual de Londrina

IPO	<i>Initial public offering</i> - Oferta pública inicial de ações em bolsa de valores
LAVCA	<i>Latin-American Venture Capital Association</i>
MCT	Ministério de Ciência, Tecnologia e Inovação
MICROSIGA	Microsig Intelligence
MICROSOFT ou MS	Microsoft Corporation
MPE	Micro e Pequena Empresa
NASDAQ	<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotation System</i>
NI	Não informado
PE	Private Equity
PETROS	Fundação Petrobrás de Seguridade Social
PREVI	Fundo de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil
PME	Pequena e Média Empresa
PN	Plano de Negócios
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
SBIC	<i>Small Business Investment Company</i>
SCR	Sociedade de Capital de Risco
SEBRAE	Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas
SFI	<i>Sociétés d'innovations</i>
UEL	Universidade Estadual de Londrina
UEM	Universidade Estadual de Maringá
VC	<i>Venture Capital</i>
VCs	<i>Venture Capitalist</i>
USA	Estados Unidos da América
3M	<i>3M Corporation</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	14
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO	19
1.2	PROBLEMA DE PESQUISA	22
1.3	OBJETIVOS	23
1.4	JUSTIFICATIVA, CONTRIBUIÇÃO E RELEVÂNCIA	23
1.5	ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	25
2	METODOLOGIA	26
2.1	TIPO DE ESTUDO	26
2.2	FORMA DE PESQUISA	27
2.3	COLETA DE DADOS	28
2.4	TIPO DE ANÁLISE	32
3	EMPREENDEDORISMO, INOVAÇÃO E CAPITAL EMPREENDEDOR	35
3.1	EMPREENDEDORISMO	35
3.2	FINANCIAMENTO: O PAPEL DO CAPITAL EMPREENDEDOR	40
3.2.1	Escolha sob Incerteza.....	41
3.2.2	Assimetria Informacional	43
3.3	INOVAÇÃO E EMPRESA DE BASE DE INOVAÇÃO TECNOLÓGICA	45
4	CAPITAL EMPREENDEDOR	52
4.1	HISTÓRICO	53
4.2	RECURSOS FINANCEIROS	59
4.2.1	Fontes de Recursos: Características e Natureza	59
4.2.2	Fases de Investimentos	69
4.2.3	Oferta e Demanda de Recursos Financeiros na Presença de Assimetria Informacional.....	73
4.2.4	Critérios e rotinas na escolha do negócio a ser investido	75
4.2.5	Características das fontes de recursos, preferências dos investidores e critérios para concessão de Capital Empreendedor	79
4.2.6	Gestão e Realização	83

4.3	AVALIAÇÃO DE INVESTIMENTO	87
4.3.1	Estágios do Processo Decisório	87
4.3.2	Plano de Negócios	95
4.3.3	Instrumentos de Planejamento.....	97
4.4	VANTAGENS E DESVANTAGENS DO CAPITAL EMPREENDEDOR	100
4.4.1	Vantagens	100
4.4.2	Desvantagens	102
4.5	EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DO CAPITAL EMPREENDEDOR NO BRASIL	106
5	O PROCESSO DE TOMADA DE DECISÃO DO CAPITAL EMPREENDEDOR: ANÁLISE DOS RESULTADOS	120
5.1	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS OBTIDOS COM OS QUESTIONÁRIOS	120
5.2	ANÁLISE DAS ENTREVISTAS	135
6	CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES	156
6.1	CONCLUSÃO	156
6.2	RECOMENDAÇÕES	159
	REFERÊNCIAS	161
	GLOSSÁRIO	168
	APÊNDICES	
	Apêndice A – Questionário	175
	Apêndice B – Roteiro de Entrevista	182
	Apêndice C – Entrevista Preliminar	185
	Apêndice D – Tabelas dos Dados Coletados	188
	Apêndice E – Entidades vinculadas ao Capital Empreendedor	193
	Apêndice F – Cadastro de Investidores	195
	ANEXOS	
	Anexo A – Reportagens	198
	Anexo B – FINEP – Financiadora de Estudos e Projetos	204

O PROCESSO DE TOMADA DE DECISÃO DO CAPITAL EMPREENDEDOR E O FINANCIAMENTO DE EMPRESAS DE BASE DE INOVAÇÃO TECNOLÓGICA

1 INTRODUÇÃO

Os estudos científicos no campo de empreendedorismo almejam investigar o processo de criação, evolução e consolidação de empresas emergentes. A presente dissertação analisa uma das fontes de financiamento de investimento, o “*Venture Capital*” (VC), conhecido no Brasil como “Capital de Risco”, modalidade de “*Capital Empreendedor*”. O estudo analisa o processo de financiamento de empresas de base de inovação tecnológica (EBIT), um dos principais campos para a aplicação de recursos dos investidores participantes da Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP).

À luz das transformações e da evolução do “*Capital Empreendedor*” após 1990, procura-se analisar as rotinas e os procedimentos envolvidos na concessão de capital para empresas de base tecnológica, conforme as recomendações e sugestões de Goldenberg (2003), Minayo (1994) e Richardson (1989).

A importância da atividade do *Capital Empreendedor* cresceu nos últimos dez anos. Os negócios deste segmento nos anos de 2004 e 2005 tiveram direta relação com a abertura de capital de várias empresas no mercado acionário brasileiro¹. O aumento na atividade chamou a atenção do mercado de capitais brasileiro; o incremento dos IPOs² realizados nos dois últimos anos ocorreu em empreendimentos que receberam financiamento do *Capital Empreendedor*. Tais empresas foram responsáveis por grande parte do valor obtido pelo total das emissões primárias. Ribeiro (2006) apontou diversos estudos que analisaram o desempenho dos papéis dessas empresas no mercado acionário americano e constatou: menor

¹ Entre dezesseis empresas que realizaram oferta pública inicial de ação (IPO) na BOVESPA nos anos de 2004 e 2005, oito foram financiadas anteriormente por organizações do *Capital Empreendedor*: Natura, Gol, ALL, DASA, CPFL, TAM, Submarino e Localiza.

² A oferta pública de ações (*Initial Public Offering* - IPO) é uma das oportunidades de retirada (saída) do capital dos investidores de risco, pois pretendem permanecer temporariamente no empreendimento, seja três, cinco ou dez anos. Desta forma, menciona Barbierato (2000) que a efetivação do IPO é o clímax do processo de *Venture Capital*, pois a alternativa é quando os fundos do investimento têm a confirmação da expectativa de que tais quotas tenham atingido a valorização consideravelmente relevante, por ser o momento de abertura do capital da empresa investida.

*underpricing*³; menor volatilidade e risco; início de atividade na bolsa de valores de forma precoce; presença de *underwriters*⁴ de melhor reputação.

O impacto econômico da atividade do *Capital Empreendedor* é significativo em vários aspectos. Nos EUA, empresas movidas por esta indústria foram responsáveis por 5,9% dos empregos e por 13,1% da produção do PIB americano em 2000. Comparadas com as demais empresas, apresentaram o dobro da receita, pagavam três vezes mais impostos, exportavam o dobro, investiram o triplo em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), além de serem organizações realmente mais inovadoras. Entretanto, os investimentos do *Capital Empreendedor* consumiram apenas 0,6% do PIB naquele país (RIBEIRO, 2006).

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

Venture Capital ou Capital de Risco, modalidade do *Capital Empreendedor* é um termo comumente utilizado para definir o financiamento de novos negócios em transações que envolvam diretamente um grupo empreendedor, detentor de um projeto ou idéia, e um grupo provedor de capital. As PMEs⁵ de base tecnológica são atrativas a este tipo de investidores do ramo, pois há perspectivas de retorno elevadas, embora esta indústria possa abranger empresas de todos os tamanhos e de qualquer setor industrial.

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

Segundo Campos e Barbieri (2002), o *Capital Empreendedor* é um investimento a longo prazo (de sete a dez anos), normalmente recuperado após a empresa

³ Desconto para colocação.

⁴ Instituições financeiras líderes no lançamento de ações no mercado, aconselham o melhor momento para lançamento de ações, preço da emissão e público-alvo.

⁵ Pequenas e médias empresas.

alcançar o ponto de equilíbrio e a rentabilidade estimada. Quando a empresa investida alcança certo estágio de amadurecimento, o investidor sai do negócio, pois nessa fase os ganhos significativos decorrentes da novidade já foram obtidos e começa uma trajetória diferente. As regras de saída são fundamentais para o investidor, pois é quando finaliza sua participação temporária e libera recursos para novas aplicações de risco.

Uma das modalidades de saída dos investidores de risco ocorre através da primeira emissão pública de ações ordinárias, conhecida como IPO, ou outro tipo de oferta de papéis que serão negociados no mercado. As regras de saídas constituem um elemento fundamental das aplicações do *Capital Empreendedor* e das leis pertinentes, face aos impactos que geram sobre a liquidez das aplicações. Se o risco é elevado, por definição, é preciso compensar com rentabilidade para poder atrair investidores interessados nessa modalidade.

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

Para Ribeiro e Badin (2001), o *Capital Empreendedor* pode envolver:

- Financiamento inicial de empresas novas, que pretendem crescer rapidamente e ocorre a aquisição de ações ou outros instrumentos, sem garantias, com a intenção de posterior revenda e a realização de lucros expressivos a médio e longo prazo; e
- Diferenciação entre empresas de *Venture Capital* e demais empresas investidoras de capital, considerando a grande contribuição à continuidade do negócio e a participação na gestão. As empresas investidoras de *Capital Empreendedor* assumem uma postura participativa, procurando adicionar valor à organização através do envolvimento a longo prazo com o desenvolvimento do negócio da empresa.

A modalidade de financiamento tem sido muito utilizada nos EUA. No início da década de 90, os recursos do setor totalizaram US\$ 7,8 bilhões, mas em 1999, o montante alcançou US\$ 93,5 bilhões, equivalente a um aumento de 1.100%. As empresas que compunham o setor compreendiam grupos de famílias ricas e tradicionais, sociedades limitadas e por ações constituídas para esse fim, organizações industriais ou financeiras, e por participantes no mercado informal de *Venture Capital*.

O *Capital Empreendedor* - Capital de Risco (ou *Venture Capital*) e *Private Equity* - consiste em investimento na forma de aquisição de ações, debêntures ou ativos patrimoniais de participação acionária relevante, por investidores individuais ou

institucionais, para empresas emergentes de pequeno, médio e grande porte, que possuem um produto, processo ou serviço inovador, de grande potencial de crescimento e rentabilidade, com nível de risco aceitável, com prazos de duração de cinco a dez anos, no qual os investidores esperam obter os seus lucros na forma de ganho de capital investido. Logo, proporciona o desenvolvimento de jovens empresas pequenas que no futuro irão realizar a abertura de capital em bolsa (SANTOS; CUNHA, 2004).

Uma outra forma de investimento, porém com distintas características, conhecida como *Private Equity*, consiste na aquisição acionária acima de 50% de empresas de maior porte, com participação de gestão, com retorno no curto e no médio prazo. Os fundos de *Private Equity* na maioria são constituídos em acordos contratuais privados entre investidores e gestores, não sendo oferecidos abertamente ao mercado. Além disso, empresas receptoras desse tipo de investimento não estão no mercado de capitais - há limite na oferta de ações ao público. Estes fundos tendem a investir em empresas e negócios mais maduros, normalmente para consolidação e reestruturação (SANTOS; CUNHA, 2004).

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

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

Segundo Pavani (2003) os "Fundos" são empreendimentos organizados para a realização de investimentos em outras empresas, através da compra de valores mobiliários. Podem ser de diferentes formas jurídicas, como *holding*, empresa comercial, empresa de participação ou fundos de investimento propriamente dito. O investidor além de simplesmente tornar-se o “empreendedor investidor” será o novo sócio da empresa e deverá aportar muito mais do que dinheiro, obrigando-se a investir subsídios necessários (para levar a empresa a um patamar melhor) e trazer competências inexistentes ou incompletas à empresa.

Os investidores profissionalizados participam de redes cujo alcance envolve outros⁶ especialistas em diversos ramos, ao nível regional, nacional e até internacional, cujo suporte financeiro pode ser fundamental no momento de expansão do negócio. Para facilitar a compreensão todos os atores que investem e motivam o *Capital Empreendedor* são denominados nesta pesquisa como “investidores”.

Santos (2005) define o *Capital Empreendedor* como a atividade que reúne investidores e empresários, mas ela é uma atividade na qual o investidor se expõe ao risco para poder auferir lucros ou prejuízos na empresa, no longo prazo, sem garantias concretas. É por esse motivo que os investidores selecionam criteriosamente e procuram um projeto atraente e com boas perspectivas.

⁶ *Network*.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

O tema fonte de recursos financeiros é de interesse de toda comunidade empreendedora, pois a escassez de recursos para capital de giro, pesquisa e desenvolvimento (P&D) e investimento (tanto para renovação ou ampliação dos ativos) é motivo de crescimento ou estagnação de empresas e conseqüentemente das economias setoriais. O *Capital Empreendedor* é uma das fontes de recursos financeiros que, além de contribuir com o empreendimento através de um aporte de capital a médio e longo prazo, coopera com a administração do empreendimento.

Segundo Titericz (2003), todo empreendimento inovador deve ser explorado de forma comercial para o crescimento do potencial econômico do mercado. Modernas empresas (com idéias rentáveis e estrutura maleável) são mais adaptáveis às preocupações dos *stakeholders*⁷ e às transformações econômicas, caso comparadas aos empreendimentos conservadores.

A harmonização dos objetivos dos empreendedores e dos investidores é o grande desafio em toda tomada de capital. O relacionamento destes estes atores é elemento primordial para alavancagem financeira e para o desenvolvimento econômico de países como o Brasil; nos Estados Unidos, é uma das mais importantes fontes de fomento do empreendedorismo. O incremento de negócios alavancados, via inovação tecnológica, é possível a partir das atividades com *Capital Empreendedor*, pois a concessão de recursos financeiros de longo prazo acelera o desenvolvimento.

Neste presente estudo abordam-se os processos decisórios e as características dos critérios exigidos pelos veículos⁸ de investimentos de *Capital Empreendedor* para concessão de créditos⁹. Para Titericz (2003), a atividade profissional de investidores de risco é um fenômeno contemporâneo que envolve a modificação do quadro societário. O *Capital Empreendedor* é uma fonte de recursos financeiros, pois o empreendimento recebe investimento para desenvolver-se em troca de parte das ações. Também agrega a experiência do novo sócio e permite dividir os riscos da empresa. Por outro

⁷ Organizações ou indivíduos que interagem e tem interesse na organização.

⁸ Entidades, organizações, grupo de *Angels*, corporações que representam os investidores.

⁹ De acordo com Ribeiro e Badin (2001) os investimentos a partir do *Venture Capital* (VC) aumentaram a partir da Revolução Industrial, pois foi uma alternativa de fonte de financiamento aos empreendimentos que os bancos não concediam créditos. Inicialmente foi praticado de forma amadora por famílias muito ricas ou investidores que financiavam amigos empreendedores. Em decorrência do processo de globalização e do desenvolvimento da base de inovação tecnológica, o VC tem demonstrado nos últimos anos um incremento da sua participação no capital societário de empresas, principalmente naquelas de base de inovação tecnológica.

lado, afasta o empreendimento das exigências das elevadas garantias exigidas e das altas taxas de juros dos bancos brasileiros. Novos negócios não apresentam histórico para análise e estudos, logo possuem uma desvantagem quando comparadas com as empresas tradicionais.

De acordo com Carvalho, M. (2005), o debate no país sobre o funcionamento de empresas de tecnologia intensificou-se a partir de meados da década de 90; o motivo foi a crescente sensibilidade de alguns setores do governo e da sociedade acerca da existência da competitividade empresarial houve o reconhecimento que a adoção de inovação geraria maior competitividade, crescimento econômico e emprego. Várias entidades que incentivavam o empreendedorismo perceberam e refletiram sobre as ações de diversas instituições para o seu apoio ao empreendedorismo e à geração de ferramentas de financiamento adequadas, devido às distintas fases de evolução das empresas. Foram criados instrumentos para a atração de *Capital Empreendedor*, via as iniciativas do Projeto INOVAR/FINEP¹⁰, com o auxílio do SEBRAE, por meio de redes de investidores de Anjos.¹¹

Titericz (2003) identifica e analisa as características dos fundos brasileiros de investidores de *Venture Capital*. Barbierato (2000) aborda as fases e os fatores determinantes na triagem dos investidores de risco. McMillian *et al.* (1985) levantam os principais critérios de seleção dos investidores. Os estudos de Fried e Hisrich (1994a), Kaplan e Stromberg (2000a e b) e Gompers (1995) buscam entender como os investidores adicionam valor ao empreendimento. As pesquisas de Fried e Hisrich (1994b), Sahlman (1990), Barry *et al.* (1990), Gorman e Sahlman (1989), Hellman e Puri (1998 e 2000), Lerner (1995) avaliam o valor de *Venture Capital* após a realização dos investimentos nas empresas. Mas todos os autores destacam que: os negócios que recebem investimentos de *Venture Capital* são criteriosamente selecionados; através de contratos societários ocorre, temporariamente, a cessão de recursos financeiros, divisão da gestão administrativa, das responsabilidades, dos direitos societários e também dos lucros ou prejuízos; apenas 2,5% das empresas interessadas em *Venture Capital* conseguem recursos.

Keynes (1982), em seu clássico Teoria Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro, definiu como “*Animal Spirits*” o arrojo por trás de algumas decisões humanas, que envolvem os investimentos, em um quadro de incerteza - sem o completo conhecimento das

¹⁰ Explicações sobre o Projeto INOVAR constam no Anexo B - Desenvolvimento de Estrutura Institucional para a criação e o desenvolvimento de Empresas de Base Tecnológica no Brasil

¹¹ Mundialmente, esta fonte alavancadora de recursos financeiros - *Venture Capital* (VC) - foi propulsora de importantes empresas que iniciaram pequenas, tais como: MICROSOFT, INTEL, SUN, ORACLE, COMPAQ, MCAFEE, APPLE, DIGITAL, FAIRCHILD, FEDERAL EXPRESS, HOME DEPOT, LOTUS DEVELOPMENT e muitas outras, as quais possibilitaram um salto de desenvolvimento tecnológico das últimas duas décadas, conforme explicado por Pavani (2003) e Santos e Cunha (2004).

reais probabilidades de sucesso. É neste contexto que atuam as companhias de *Capital Empreendedor*. Na busca de ganhos significativos, os investidores fazem criteriosa seleção para escolher em qual empreendimento aplicar. Esse quadro de investimentos em condições de incerteza, requer a definição de rotinas, escolha de inovações e seleção dos resultados econômicos das inovações pelo mercado e pelas instituições (DOSI, 1984; DOSI, 1988; DOSI; EGIDI, 1991).

Segundo Pavani (2003) os benefícios do *Capital Empreendedor* podem ser percebidos pela sociedade, mas é necessário previamente criar um círculo virtuoso nesta atividade. O *Capital Empreendedor* trata de investimentos “economicamente significativos”, os quais são importantes na geração e agregação de valor nos negócios. A ação do *Capital Empreendedor* dura normalmente de cinco a sete anos, passa pelo estágio de apreciação por volta dos três anos, mas apresenta liquidez normalmente após cinco anos (SANTOS, 1987). O *Capital Empreendedor* é uma fonte de recurso financeiro de risco, que permite um pequeno negócio crescer e prosperar (GLADSTONE, 2001).

Nesta pesquisa são discutidos os requisitos necessários que o empreendedor brasileiro deve preencher para captar os recursos financeiros de *Venture Capital*. Para o empreendedor conquistar os créditos financeiros, precisa decifrar o segredo das condições impostas pelos investidores de risco, ter ciência dos principais elementos que o investidor analisa previamente. O tipo das empresas que pretende estudar são as de base de inovação tecnológica (EBIT), beneficiadas pelos veículos de investimentos de *Capital Empreendedor*.

Segundo Santos (1987), a história do *Capital Empreendedor* é antiga. Alguns destacam que Colombo foi pioneiro e realizou a maior operação de *Capital Empreendedor* da história em termo de desenvolvimento econômico, mas contou com o aporte de *Capital Empreendedor* de sócios investidores, os reis da Espanha (PAVANI, 2003; SANTOS, 2005).

1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

A indústria de *Capital Empreendedor* está em ascensão no Brasil e no mundo, nos últimos cinco anos (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006, TITERICZ, 2003). O aporte de recursos financeiros na maioria dos empreendimentos ocorre na fase inicial de seu ciclo de crescimento. Além dos exigentes critérios de seleção dos investidores de risco, os empreendedores interessados em créditos podem melhor preparar seus empreendimentos para obter recursos financeiros deste setor. Somado ao aporte de recursos financeiros, os investidores do *Capital Empreendedor* adentram na administração do empreendimento com contribuições nas áreas de finanças, contratação de executivos, *marketing*, comercial e logística (CAMPOS; BARBIERI, 2002).

Dadas as baixas taxas de crescimento da economia no Brasil nos últimos quinze anos, há escassez de recursos e elevados encargos para a realização da atividade produtiva. A falta dos recursos para o financiamento da atividade inovadora e as condições impostas para se obter o *Venture Capital*, fundamentam o problema de pesquisa.

Quais os critérios, o processo decisório e os requisitos exigidos pelo Capital Empreendedor para o financiamento de empresas de base de inovação tecnológica?

Os demais quesitos que norteiam a presente dissertação são:

- a) Qual o cenário nacional atual da indústria do Capital Empreendedor e sua evolução recente?
- b) São as empresas de base de inovação tecnológica (EBIT) os empreendimentos que mais recebem aporte de investimentos do Capital Empreendedor?
- c) Quais os critérios de seleção dos fundos de investimento de Capital Empreendedor e as rotinas utilizadas para selecionar as empresas interessadas no aporte de capital no País?

1.3 OBJETIVOS

O objetivo geral na dissertação é *discutir o processo decisório e os requisitos que o Capital Empreendedor¹² impõe para o financiamento das Empresas de Base de Inovação Tecnológica (EBIT).*

Os objetivos específicos são:

- a) Descrever o cenário nacional atual da indústria do Capital Empreendedor e sua evolução recente no País;**
- b) Identificar as atividades que são financiadas pelo capital empreendedor e verificar se há preferência por investimentos nas EBIT;**
- c) Identificar e discutir os critérios de seleção dos fundos de investimento de Capital Empreendedor e as principais rotinas empregadas na seleção das empresas interessadas no aporte de capital no Brasil.**

1.4 JUSTIFICATIVA, CONTRIBUIÇÃO E RELEVÂNCIA

A escassez de capital para a constituição e desenvolvimento dos empreendimentos brasileiros demanda atenção. Para o empreendedor é difícil depender dos recursos financeiros das instituições bancárias, as quais impõem elevadas taxas de juros, tarifas e demais encargos financeiros, além de requererem garantia com importância muito superior ao valor dos empréstimos.

Birley e Muzyka (2004) estimam que EBIT brasileiras possam se beneficiar dos investimentos de *Venture Capital*. A literatura recente sobre *Capital Empreendedor* no Brasil retrata um quadro positivo do desenvolvimento dos negócios e desta fonte de recursos

¹² Através das organizações gestoras dos veículos de investimentos

financeiros. Este estudo contribuirá para esclarecer quais são os principais critérios de seleção e analisar as características que as empresas e seus projetos devem possuir para conseguirem captar recursos de *Capital Empreendedor*.

As contribuições do presente estudo são de natureza: a) teórica: discutir a importância do *Capital Empreendedor* para novos empreendimentos de base inovação tecnológica e sistematizar as principais contribuições teóricas no Brasil sobre o tema; e b) prática administrativa: identificar os métodos adotados pelos veículos de investimentos na seleção e pelas empresas para conseguirem captar recursos financeiros, assim como discutir os procedimentos necessários para acessar essa importante fonte de recurso financeiro, contribuindo para a ampliação desse processo e conseqüentemente, para a geração de produção, renda e emprego nacional.

Titericz (2003) sugeriu a realização de pesquisas que analisassem as dificuldades dos empreendedores na obtenção de *Venture Capital*. Em sua percepção, há baixa captação de recursos nessa fonte devido ao desconhecimento do correto uso desta modalidade de investimento. Assim, pretende-se estudar como o empreendedor deve preparar o seu negócio para conseguir receber tais recursos financeiros, pois é vital ao crescimento desta modalidade de financiamento no Brasil, da mesma forma como é importante ao investidor ter conhecimento e comparar os demais critérios de seleção praticados por outros veículos de investimentos.

As instituições da região de Londrina que estudam o desenvolvimento de EBIT - como a Associação do Desenvolvimento Tecnológico de Londrina e Região (ADETEC) - destacam que o tema deste estudo contribuirá para o preparo dos empreendedores interessados em *Capital Empreendedor* e para o incremento do desenvolvimento regional. A Incubadora Internacional de Empresas de Base Tecnológica da Universidade Estadual de Londrina (INTUEL) sinaliza que o estudo sobre o tema pode auxiliar as empresas incubadas na elaboração de projeto para captação de recursos financeiros. Além destas entidades, a Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) aponta que a melhor forma de captar recursos de *Venture Capital* é por meio de mobilização de entidades locais para constituírem fundo de investimentos da própria região.

1.5 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

O capítulo um apresenta a introdução e procura contextualizar o problema e discutir o tema. É apresentado o problema de pesquisa, os objetivos, a justificativa, a contribuição e a relevância do estudo. O segundo capítulo apresenta a metodologia, caracteriza o estudo, os procedimentos teóricos e práticos para a coleta e a interpretação dos dados. O capítulo terceiro aborda a revisão de literatura sobre empreendedorismo e financiamento, o papel do *Capital Empreendedor*, da inovação e da empresa de base de inovação tecnológica.

O quarto capítulo analisa o *Capital Empreendedor*, sua evolução histórica, os recursos financeiros, a avaliação de investimento, as vantagens e desvantagens, as evidências empíricas da existência no país. O capítulo cinco apresenta a discussão dos resultados da pesquisa de campo através dos questionários e entrevistas. Para finalizar, o sexto capítulo apresenta as notas conclusivas da pesquisa, respostas as questões do estudo e as recomendações de estudos futuros.

O quadro 1 a seguir detalha a estrutura dos capítulos desta dissertação.

Capítulos	TÍTULO E DESCRIÇÃO DO CONTEÚDO
1. Introdução	Contextualização do trabalho, problema da pesquisa, objetivos, justificativa, contribuição e relevância, assim como a estrutura dos capítulos.
2. Metodologia	Tipo do estudo, forma de pesquisa, coleta de dados através do questionário e entrevista, tipo de análise e limitações do trabalho.
3. Empreendedorismo, Inovação e Capital Empreendedor	Detalhamento da revisão literária, dividido nos tópicos: 3.1 Empreendedorismo. 3.2 Financiamento: o papel do Capital Empreendedor. 3.3 Inovação e empresa de base de inovação tecnológica.
4. Capital Empreendedor	Segundo detalhamento da revisão literária, dividido nos tópicos: 4.1 Histórico. 4.2 Recursos financeiros. 4.3 Avaliação de investimento. 4.4 Vantagens e desvantagens do Capital Empreendedor. 4.5 Evidências empíricas do Capital Empreendedor no Brasil.
5. Análise dos Resultados	5.1 Apresentação e análise dos resultados obtidos com os questionários 5.2 Análises dos Dados das Entrevistas.
6 Conclusões e Recomendações	6.1 Conclusão. 6.2 Recomendações.

Quadro 1 - Estrutura dos Capítulos da Dissertação

Fonte: Elaborado pelo autor.

2 METODOLOGIA

Neste estudo espera-se compreender a dinâmica do *Capital Empreendedor* e sistematizar os critérios de seleção e exigências dos veículos de investimentos de *Capital Empreendedor*. Para o desenvolvimento das pesquisas utilizou-se uma amostra de conveniência, ou seja, não-aleatória.

A pesquisa de campo ocorreu por meio de entrevista e questionário aplicados junto a empresas gestoras de veículos de investimentos de *Capital Empreendedor* e foi útil para obter demais dados de mercado, além do levantamento bibliográfico.

2.1 TIPO DE ESTUDO

Segundo Gil (1987), pode-se classificar em três grupos, a partir dos objetivos gerais de pesquisa:

- a) Pesquisa Exploratória: proporciona maior familiaridade com o problema e define hipóteses;
- b) Pesquisa Descritiva: apresenta as características de uma população e estabelece relações entre variáveis;
- c) Pesquisa Explicativa: identifica os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos estudados.

Esta classificação é importante para análise do arcabouço teórico e o estabelecimento da natureza do problema de pesquisa. Quanto à dimensão empírica da pesquisa, a articulação entre teoria e os dados será suportada por um modelo operativo que detalhe os procedimentos e regras para coleta de dados, interpretação dos dados e análise dos resultados.

Os procedimentos metodológicos envolvem pesquisa bibliográfica e levantamento de dados. Em particular, o levantamento caracteriza-se pela interrogação direta dos elementos da população a ser consultada por meio de questionário e entrevista, para obtenção de dados que mediante análise qualitativa e quantitativa subsidiarão as conclusões da pesquisa.

A pesquisa é de natureza descritiva quanto aos objetivos gerais e utiliza o levantamento de dados por meio de questionário como técnica para obtenção dos dados e análise qualitativa e quantitativa dos resultados. Uma segunda característica é sua natureza transversal, porque a informação é coletada em um ponto no tempo. As informações foram coletadas mediante a realização de entrevista com perguntas fechadas e abertas, elaboradas a partir da revisão de literatura. Assim, concentra-se na identificação e descrição dos critérios e exigências de seleção dos veículos de investimentos de *Capital Empreendedor* no Brasil.

2.2 FORMA DE PESQUISA

Segundo Richardson (1989), a determinação do método de pesquisa está diretamente relacionada à natureza do problema e aos objetivos que o estudo pretende alcançar. Os estudos descritivos podem ser abordados via métodos quantitativos e qualitativos, pois ambos podem completar os métodos no planejamento da pesquisa, na coleta e na análise dos dados.

Goldenberg (2003) comenta que os métodos qualitativos e quantitativos podem ser complementares. A integração da pesquisa quantitativa e qualitativa permite o cruzamento das conclusões, com maior confiança, pois não se limita ao que pode ser coletado em uma entrevista repetidamente, permitindo investigar diferentes questões em distintas ocasiões, utilizando fontes documentais e dados estatísticos, sob diversos ângulos.

Os estudos que empregam uma metodologia qualitativa podem descrever as complexidades de determinado problema, analisar a influência mútua de certas variáveis, além de permitir em maior profundidade o conhecimento das peculiaridades do fenômeno. Assim, por meio do método qualitativo, busca-se conhecer os meandros das exigências nos processos seletivos dos veículos de investimento de *Capital Empreendedor* no Brasil.

2.3 COLETA DE DADOS

A coleta de informações referentes ao processo decisório envolveu a identificação, o contato e a seleção não-aleatória de empresas - ou seja, por conveniência. A amostra foi extraída de população de 73 (setenta e três) entidades gestoras de fundos de investimentos vinculadas à Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP¹³), antiga Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR), excluídas da população as entidades associativas e membros institucionais, pois na pesquisa pretende-se somente os fundos de investimento.

A localização do público pesquisado é principalmente com endereço em São Paulo, Rio de Janeiro e Porto Alegre. Segundo Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006) e Titericz (2003), 79% dos fundos de investimento de risco encontram-se situados principalmente nas regiões sudeste e sul. Apenas na cidade de São Paulo, nas avenidas Luís Carlos Berrini e Brigadeiro Faria Lima, reúnem-se 29% das instituições desse setor. Desta população, foram realizadas 8 (oito) entrevistas em gestoras de fundos de investimentos de *Venture Capital* e aplicados 12 (doze) questionários.

O tamanho da amostra foi escolhido pelos seguintes motivos:

- a) Estudos de Titericz (2003), Judice (2004) e Ribeiro (2006) partiram do universo de empresas e entidades vinculadas à ABVCAP; e
- b) Acessibilidade das empresas gestoras de fundos de investimentos da amostra.

Além do questionário, a entrevista permitiu completar a coleta de informações. Após a aplicação das entrevistas no pré-teste, houve reformulação das questões, para a realização da coleta oficial de dados. Os questionários e o roteiro das entrevistas encontram-se nos apêndices A e B, sendo que o primeiro utiliza a escala Likert.

A coleta de dados não é um processo cumulativo e linear cuja frequência, controlada e mensurada, permite ao pesquisador expor a realidade estudada, para estabelecer leis e prever fatos como se fossem únicos. Os dados são coletados, interativamente, com as diversas etapas da pesquisa e nos relacionamentos com seus sujeitos. A parte qualitativa da pesquisa utilizará entrevista com questões abertas e fechadas, assim como parte quantitativa usará questionário com questões fechadas e abertas para coletar as informações.

¹³ Associação de VC/PE que agrega mais de 110 associados, sendo 50 gestores que administram mais de 70 veículos de investimentos. Os demais associados são advogados, auditores e entidades vinculadas.

- **Questionário**

Existem diversos instrumentos de coleta de dados que pode ser utilizados para obter informações acerca de grupos sociais. O mais comum entre esses instrumentos talvez seja o questionário. [...] Geralmente, os questionários (o qual é realmente uma entrevista estruturada) cumprem pelo menos duas funções: descrever as características e medir determinadas variáveis de um grupo social (RICHARDSON, 1989, p.160).

Para Richardson (1989), o uso do pré-teste, ferramenta prévia, permite rever e direcionar aspectos de investigação. Na fase de pré-teste, foram realizados contatos com a FINEP e os investidores durante o 13º. Fórum de Brasil de Capital de Risco (em Curitiba nos dias 14 e 15 de dezembro de 2005) e foi possível identificar os prováveis respondentes dos questionários. O questionário foi composto por perguntas mistas a maioria fechadas que constam detalhadas no apêndice A.

Através da aplicação do pré-teste constatou-se a necessidade de digitalizar o questionário, pois a população de entrevistados demonstrou ter preferência por este tipo de instrumento¹⁴. O questionário foi digitalizado e tornou-se um aplicativo de coleta de dados prático, atendendo à necessidade de garantia da confidencialidade dos dados informados pelos gestores de fundos de investimentos. Por meio do sistema eletrônico, as informações individuais foram transferidas diretamente para a base de dados, por meio de comunicação criptografada. Isso evitou qualquer trânsito de papel com informação potencialmente confidencial.

Foram enviados 65 (sessenta e cinco) questionários dirigidos a diretores, executivos, gerentes das empresas administradoras de fundos de investimento de *Venture Capital*. A seguir destacam-se as etapas de envio e acompanhamento das respostas dos questionários; elas foram monitoradas através de banco de dados:

- a) Inicialmente através de correio eletrônico (*e-mail*), com a opção de confirmação de recebimento, foi encaminhada carta de apresentação e o endereço eletrônico do *site* que se encontrava o questionário digitalizado, nome do usuário e senha;
- b) Nos casos sem retorno, após 7 (sete) dias, foi telefonado para confirmação do recebimento e situação do preenchimento do questionário. Nesta fase foram constatadas necessidades de reenvio a determinadas pessoas responsáveis por fornecimento dos dados específicos;

¹⁴ O questionário eletrônico se encontra disponível no site “www.zoomerang.com”

- c) Após 14 (quatorze) dias do item “a”, quando não obtida uma resposta, foi enviado um *e-mail* sucinto, buscando esclarecer a importância da disponibilidade dos dados;
- d) Mesmo assim, nos casos de ausência de resposta, após 21 (vinte e um) dias, foi enviado novo *e-mail* às empresas que não responderam e repetidas algumas das etapas acima, na busca do número mínimo de respostas.

Em todos os contatos, sejam formais ou verbais, foi informada a disponibilidade para solucionar dúvidas da pesquisa e a importância com a contribuição. As respostas dos questionários foram remetidas a maioria dos entrevistados através de *e-mail*, que assinalaram receber as respostas.

Após todos os esforços na busca de uma número maior de respostas, decorrido 50 (cinquenta) dias após o despacho inicial dos questionários, foram obtidas respostas de 12 (doze) questionários, equivalente à 18,5% da população consultada.

Todos estes procedimentos foram necessários para assegurar o número de respostas seguras, pois, conforme explicado por Barros e Lehfeld (1986), a principal limitação do questionário é quanto à sua devolução; adicionalmente o grau de confiabilidade das respostas obtidas pode diminuir em razão de que nem sempre é possível confiar na veracidade das informações. Outra limitação foi a elaboração de questionários específicos por segmentos de população, por exemplo, um específico aos fundos de investimentos de *Venture Capital* ou outro apenas de *Private Equity*, a fim de se ter melhores resultados.

Ofícios pelos Correios não foram remetidos, uma vez que através de todos os contatos com o público pesquisado, a maioria sempre solicitou contatos por meio eletrônico (*e-mail*, mensagens instantâneas) ou telefone e evitou inclusive informar o endereço postal.

- **Entrevista**

A melhor situação para participar na mente de outro ser humano é a interação face a face, pois o caráter, inquestionável, de proximidade entre as pessoas, que proporciona as melhores possibilidades de penetrar na mente, vida e definição dos indivíduos. Esse tipo de interação entre pessoas é um elemento fundamental na pesquisa em Ciências Sociais, [...]. A entrevista é uma técnica importante que permite o desenvolvimento de uma estreita relação entre as pessoas. [...] O termo entrevista é construído a partir de duas palavras, entre e vista. Vista refere-se ao ato de ver, ter preocupação de algo. Entre indica a relação de lugar ou estado no espaço que separa duas pessoas ou coisas. Portanto, o termo entrevista refere-se ao ato de perceber realizado entre duas pessoas (RICHARDSON, 1989, p.160).

A escolha da entrevista estruturada, como ferramenta alternativa, é devido à maior flexibilidade que apresenta para a coleta de informações. Além disto, ela oportuniza a identificação de percepções diferenciadas no nível de exigências do critério seletivo dos investidores de risco. Tais entrevistas definitivas foram dirigidas, pessoalmente, com questões mistas. As entrevistas preliminares foram realizadas na seguinte ordem:

1ª. Aplicada a Sra. Maria Bernadete de Carvalho, palestrante¹⁵ durante a Feira de Inovação Tecnológica de Londrina (FITI), em 22/11/2005.

2ª. Durante o 13º Fórum Brasil de Capital de Risco¹⁶, nos dias 14 e 15 de dezembro de 2005, em Curitiba (PR). O pesquisador manteve contato com os fundos de investidores situados nos estados do Paraná, São Paulo e Santa Catarina, para a aplicação de pré-testes de entrevistas e de questionários.

A entrevista preliminar realizada com a Sra. Maria Bernadete Carvalho - gerente de seleção de projetos da FINEP/INOVAR (ver Apêndice C) - disponibilizou informações importantes que fundamentaram a fase inicial e a estruturação da pesquisa.

As entrevistas definitivas foram 8 (oito) entrevistas, realizadas pessoalmente, junto aos administradores dos fundos de *Capital Empreendedor*, localizados na cidade de São Paulo. Elas foram acompanhadas de roteiro semi-estruturado com perguntas mistas (abertas e fechadas). Estas entrevistas foram agendadas previamente e tiveram a duração média de 40 minutos, tempo que permitiu ao entrevistado responder verbalmente a todas as questões. O roteiro da entrevista consta no apêndice B e o diálogo foi registrado através de gravação, exceto de um que não autorizou.

Segundo Chizzotti (1998), o entrevistador deve estar atento às comunicações verbais e gestuais, tais como gestos, olhares, expressões, contudo, sem qualificar os atos do informante, exortá-lo, aconselhá-lo ou discordar das suas interpretações, muito menos referir-se a questões particulares. O pesquisador, nas interações verbais e não-verbais e na compreensão do contexto das ações do informante, recolhe os dados que conduzem à progressiva elucidação do problema, à formulação e à confirmação de suas

¹⁵ Palestra: Projeto Inovar: Geração de políticas públicas voltadas para empresas nascentes e emergentes inovadoras. Feira de Inovação Tecnológica de Londrina. 22/11/2005.

¹⁶ 13º Fórum Brasil Capital de Risco (www.capitalderisco.com.br): Exposição de planos de negócios de 11 empresas inovadoras, além de palestras sobre estratégias de inovação tecnológica a investidores e marcos regulatórios para pequenas empresas inovadoras. O Programa Inovar Semente pretende, em seis anos, investir R\$300 milhões em cerca de 340 empresas inovadoras. Seleccionadas entre 152 candidatas cadastradas no Portal Capital de Risco Brasil, as empresas participantes estão distribuídas nas áreas de software, biotecnologia, tecnologia Industrial, telecomunicações e equipamentos médicos. Esta promoção FINEP, desde 2000, incitou investimentos em 24 empresas brasileiras de base tecnológica, no montante de R\$145 milhões.

hipóteses. A técnica exige ainda várias outras habilidades do entrevistador para facilitar a expressão livre, estimular adequadamente e orientar o discurso para questões frontais.

2.4 TIPO DE ANÁLISE

A análise quantitativa e qualitativa dos resultados mirou alcançar dados, que subsidiaram as conclusões da pesquisa de forma confiável e suficiente. Os dados foram analisados de maneira descritiva, na seqüência das perguntas inseridas no questionário. Lembra Richardson (1989) que a análise de conteúdo é o conjunto de instrumentos metodológicos que se aplicam aos vários discursos. Preconiza Chizzotti (1998) que os dados qualitativos devem ser avaliados segundo alguns critérios: confiabilidade (independente das análises meramente ideológicas do autor), credibilidade (garantia da qualidade quanto à exatidão e quantidade das observações efetuadas), constância interna (independência dos dados em relação à acidentalidade, ocasionalidade etc.) e transferibilidade (possibilidade de estender as conclusões a outros contextos).

Além dos dados quantitativos, obtidos pelos questionários, informações qualitativas extraídas nas entrevistas foram utilizadas nas análises. Deste modo, permitiu uma complementação de dados necessários, para poder definir quais as exigências e características utilizadas pelos fundos de investimento de *Venture Capital* brasileiros.

A mensuração e análise dos dados pretendida foi por meio das técnicas da escala Likert, por ser objetiva. Conforme Richardson (1989), por meio de medição de atitudes, além dos métodos escalares, de Thurstone e de Guttman, a escala de Likert demonstrou ser a com melhor praticidade para aferir as características de uma escala de atitude. O mesmo ainda explica que as atitudes são predisposições para conceituar e medir objetos, instituições, conceitos ou outras pessoas, seja negativamente ou positivamente.

O quadro 2 articula os principais elementos da dissertação.

Objetivos específicos correspondentes	Conceitos-chave	Autores	Resultados esperados
Objetivo geral: discutir o processo decisório e os requisitos solicitados pelo <i>Capital Empreendedor</i> para financiar as Empresas de Base de Inovação Tecnológica (EBIT).	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Capital Empreendedor</i>; • <i>Venture Capital</i>. ▪ <i>Private Equity</i>. ▪ EBIT. 	Ribeiro e Badin (2001); Titericz (2003); Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006). Ribeiro (2006); Birley e Muzyka (2004);	Discutir as rotinas envolvidas no processo de decisão e Identificação das características das EBIT, necessárias para enquadrá-las nas exigências do <i>Capital Empreendedor</i> .
Objetivos específicos	Conceitos-chave	Autores	Resultados esperados
a) Descrever o cenário nacional atual da indústria do <i>Capital Empreendedor</i> e sua evolução recente no País.	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Capital Empreendedor</i>. • <i>Venture Capital</i>. • <i>Private Equity</i>. 	Titericz (2003) Barbierato (2000); Pavani (2003); Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006); Santos (2005); Santos e Cunha (2004); Rechtman e Bulhões (2004); Rechtman e Brito (2005).	a) Descrição do cenário nacional e a evolução recente da indústria do <i>Capital Empreendedor</i> no Brasil.
b) Discutir se há preferência de investimentos nas EBIT.	<ul style="list-style-type: none"> • EBIT: Características. Natureza. 	Oliva, Sobral e Santos (2005); Campos e Barbieri (2002); Judice e Baêta (2003); Santos (2005);	b) Posicionamento de preferência investimento de <i>Capital Empreendedor</i> nas EBIT.
c) Identificar e discutir os critérios de seleção dos fundos de investimento de <i>Capital Empreendedor</i> e as principais rotinas empregadas na seleção das empresas interessadas no aporte de capital no Brasil.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Critérios de seleção de empresas que gerenciam os fundos de investimentos de <i>Capital Empreendedor</i>. ▪ <i>Due diligence</i>. ▪ Rotinas ▪ Incerteza ▪ Informação Assimétrica 	Titericz (2003) Barbierato (2000); Pavani (2003); Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006); Dosi (1984); Dosi (1988); Dosi e Egidi (1991). Birley e Muzyka (2004); Rezende e Nogueira (2003); Silva e Bueno (2002) Bygrave e Timmons (1992); Nakagawa (2004);	c) Descrição dos critérios de seleção e das rotinas dos fundos de investimento de <i>Capital Empreendedor</i> na escolha das empresas.

Quadro 2 – Articulação entre questões de pesquisa, objetivos específicos, conceitos-chave e resultados esperados.

Fonte: Elaborado pelo autor

- **Dificuldades Encontradas**

A seguir destacam-se os obstáculos que merecem ser apontados, para não gerar expectativas na exposição deste estudo. Há pouco material bibliográfico sobre o tema em livros nacionais; os textos internacionais envolvem alto custo para a aquisição e são encontrados em raríssimas bibliotecas no Brasil.¹⁷ Existem barreiras na obtenção de dados junto às empresas, sejam as investidas ou mesmo as interessadas nesta fonte de recursos financeiros.

O público que forneceu os dados às entrevistas, na maioria são executivos das empresas gestoras de fundos de investimentos, os quais disponibilizaram pouco tempo e limitaram em média 40 (quarenta) minutos para entrevistas. Houve dificuldades nos agendamentos das entrevistas, que ocorreram apenas após vários contatos. Tais pessoas demonstraram ter agendas muito ocupadas e pouca disponibilidade.

O retorno das respostas dos 12 (doze) questionários foi possível apenas após muitos contatos por telefone e correio eletrônico e pessoalmente por meio de viagens a São Paulo e a Curitiba.

Durante os eventos na área, os contatos com o público pesquisado foram rápidos e duraram alguns minutos, para entregar da carta de apresentação da pesquisa e a troca de cartões de visita sendo que não houve registro de entrevista ou aplicação de questionário com empresários nestas ocasiões.

A maioria dos veículos de investimentos, localizada nas cidades de São Paulo e Rio de Janeiro, dificultou ao pesquisador¹⁸ os contatos pessoais em função da necessidade de locomover-se para a capital paulista diversas vezes.

- **Limitações do Trabalho**

A pesquisa não enfoca e não analisa as ações realizadas pelas EBITs, dada a dificuldade de encontrá-las e analisá-las diretamente. Os resultados encontrados não podem ser generalizados em função do tamanho da amostra.

¹⁷ Isto já havia sido estimado segundo dados de estudos anteriores (JUDICE; BAÊTA, 2003; CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006; PAVANI, 2003; TITERICZ, 2003).

¹⁸ Por outro lado, aos pesquisadores desses centros a centralização das localizações trata-se de um facilitador.

3 EMPREENDEDORISMO, INOVAÇÃO E CAPITAL EMPREENDEDOR

O *Capital Empreendedor* possui elos com a inovação e apresenta sinergia com novos empreendimentos. Os negócios com alto potencial de crescimento e rentabilidade unem o sócio fundador e o sócio investidor, dada à necessidade de aplicação de recursos financeiros e de gestão. O presente capítulo está dividido em três subitens que analisam os conceitos fundamentais para a compreensão do empreendedorismo, do financiamento e da inovação.

3.1 EMPREENDEDORISMO

Os principais atores criadores do *Capital Empreendedor* são: o investidor que busca a oportunidade de fazer um investimento em uma atividade produtiva e o empreendedor, o qual precisa de recursos financeiros para criar ou ampliar o seu empreendimento. Ribeiro e Badin (2001) lembram que as pequenas empresas brasileiras, apesar de representarem um extrato importante da economia nacional e de atuarem como geradoras de emprego e renda, enfrentam barreiras para a obtenção dos recursos diversos, o que ocasiona uma retração no seu desenvolvimento, não conseguindo assim atingir um padrão de desempenho satisfatório, porque não possuem capital para investimento. Portanto, não acompanham o atual processo de desenvolvimento tecnológico e gerencial necessário à manutenção e à competitividade, corroborando para que não haja adequação das capacidades produtiva e gerencial, às exigências do mercado.

Todo empreendimento com idéias inovadoras deve ser explorado de forma comercial, para potencializar seu crescimento, conforme Dornelas (2000). Novas empresas, quando comparadas aos empreendimentos antigos, têm pretensões de rentabilidade superior, apresentam estrutura maleável, são mais adaptáveis para as transformações econômicas e para as necessidades e preocupações dos sócios, funcionários, investidores e demais credores.

Em cada etapa - fundação, iniciação de projetos, ampliação de estrutura física e financeira, pesquisa e desenvolvimento - a empresa apresenta necessidades distintas

de capital. A ampliação de negócios com inovação tecnológica é possível a partir das atividades com *Capital Empreendedor*. Nestas ocasiões os investidores, na figura de fundos de investimentos de *Private Equity*, *Venture Capital* ou *Angels*¹⁹, ou de bancos financiadores, desempenham a função com sucesso.

Os lucros acumulados permitem à empresa destinar os recursos, sem qualquer restrição quanto à atividade a ser financiada; porém, empresas novas não têm o tempo de operação suficiente para gerar lucros para serem reinvestidos. É necessário harmonizar os objetivos dos empreendedores e dos investidores. O relacionamento adequado destes atores é elemento primordial ao desenvolvimento econômico do País. O *Venture Capital* pode alcançar uma vasta gama de atividades, com diversas ferramentas que se adaptam conforme as necessidades de cada empreendimento acompanhando as fases de desenvolvimento da cadeia de inovação (PAVANI, 2003; TITERICZ, 2003).

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

Os imprevistos naturais - instabilidade da conjuntura econômica, incerteza e insucesso no lançamento de novo produto, queda das vendas por fatores diversos e outros - estão fora do controle do empresário, afetam o fluxo de caixa nos períodos críticos, diminuem a atratividade na captação de recursos por meio de financiamento e do aporte de *Venture Capital*. O *Capital Empreendedor* é uma alternativa contemporânea que disponibiliza recursos financeiros para investimentos em projetos considerados promissores, ainda que atualmente esteja numa fase inicial.

As empresas iniciantes sofrem mais que as estabelecidas, pois têm alta taxa de mortalidade no Brasil, em função de inúmeros fatores: má gestão; concessão de crédito de forma descontrolada aos clientes; descontrole dos custos que geram situação deficitária e falta de capital de giro; excessiva previsão otimista no início do negócio; imobilização excessiva

¹⁹ Investidores individuais.

em ativos fixos que retarda o retorno do capital investido e torna o negócio vulnerável as oscilações de produção e venda; alto endividamento; competitividade; falta de investimentos em tecnologias; altos custos de produção; carência de experiência gerencial; e mão-de-obra desqualificada (RIBEIRO; BADIN, 2001; SANTOS; CUNHA, 2004).

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

Campos e Barbieri (2002) destacam que empresas pequenas inseridas em grupos econômicos, não têm as mesmas dificuldades que uma PME independente, uma vez que se beneficiarão das facilidades proporcionadas pela sua vinculação a esse grupo. Entende-se, portanto, que pequenas e médias empresas não são definidas apenas pelas suas dimensões quantitativas mensuradas pelo faturamento ou número de funcionários, como é típico das classificações dos órgãos governamentais.

Uma PME também se define pelos seus aspectos qualitativos, tais como: independência de qualquer grupo econômico, dificuldade de acesso às fontes de financiamento e baixa formalização dos seus processos administrativos e operacionais. São exatamente as PMEs emergentes independentes que têm problemas de obter financiamento e que mais dependem do *Capital Empreendedor*, uma vez que o acesso às fontes tradicionais é muito difícil, quando não impossível. A expressão empresa emergente de base tecnológica (EBT) indica o tipo de empresa caracterizada acima e a palavra emergente tem relação com os Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE). Há fundo de investimento de *Venture Capital* no Brasil com modalidade específica, conforme resolução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) n. 209 (1994)²⁰.

O empreendedorismo possui dois elementos chaves para a atividade do *Capital Empreendedor*, a pessoa do empreendedor e o empreendimento. O empreendedor é

²⁰ INSTRUÇÃO CVM N. 209, DE 25 DE MARÇO DE 1994. CAPÍTULO I - DA CONSTITUIÇÃO E DAS CARACTERÍSTICAS - Art. 1º - O Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes, e de sua denominação deverá constar a expressão "Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes". § 1º Entende-se por empresas emergentes as companhias que apresentem faturamento líquido anual inferior ao equivalente, em moeda corrente nacional a 30.000.000 (trinta milhões) de URV's (Unidade Real de Valor), apurado no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão.

pessoa indispensável no negócio, assim como na seleção é elemento que precisa ter características importantes para ser aceito pelo *Capital Empreendedor*. As características do empreendedor - personalidade, cultura e intenções particulares - afetam a procura e a decisão do negócio. Normalmente existe sensação de perda do controle da empresa e isto gera um medo legítimo dos pequenos empresários, ainda que a injeção de grandes somas de capital possa conduzir ao crescimento econômico mais rápido.

Na maioria dos empreendimentos investidos por *Venture Capital* o poder acionário continua com o sócio fundador e embora não mantenham o controle das decisões nas empresas, os investidores exercem uma atuação direta e contínua junto aos empreendedores que conduzem suas empresas ao crescimento (SANTOS, 1987). No caso de investimento do tipo *Private Equity*, a intenção dos investidores é ter a maioria das ações e exercer o controle acionário.

O valor do empreendimento para o *Capital Empreendedor* leva alguns fatores em consideração. Os empreendimentos que satisfazem essas condicionantes podem receber o aporte de capital: a) crescimento do número de profissionais bem qualificados para ocuparem cargo de diretoria; b) posição ocupada dentro da empresa (*CEO*²¹, comercial, P&D, técnico); c) habilidades, competitividade, reputação, motivação e incentivos à empresa; d) disposição para assumir riscos; e, e) habilidades para vender o seu próprio negócio (ZINDER, 1998).

Para Gladstone (2001) alguns investidores fazem contatos particulares com o empreendedor, seus familiares e amigos, para assegurar que as referências pessoais são boas. Um exemplo é avaliar seu lar, pois se o empresário não consegue administrar bem sua casa, quanto mais uma empresa. Trata-se de uma situação preocupante quando o empresário tem grandes problemas pessoais. Os investidores entendem que o equilíbrio pessoal do empreendedor é um elemento importante na equação da seleção (GLADSTONE, 2001).

O empreendedor, vestido na figura do fundador, inicia ou adentra o empreendimento com vários recursos, além dos financeiros, tais como: a idéia, a garra, o planejamento inicial, a administração e a sua disposição integral. Em ocasiões nas quais os sócios empreendedores não têm o montante de capital necessário para o empreendimento, os investidores desempenham uma função importante.

Na visão de Serva (1990), empreendedor é a pessoa ou grupo que aspira construir novas combinações dos recursos produtivos e estabelece uma empresa. Destas

²¹ *Chief executive officer*

combinações resultam produtos ou serviços que o empreendedor espera comercializar no mercado. De acordo com esta visão tradicional, a pessoa do empreendedor é uma peça fundamental nos negócios, o qual tem ou pretende ter acesso ao *Capital Empreendedor*²².

A obtenção de recursos financeiros através do *Capital Empreendedor* envolve um processo de seleção natural, no qual apenas os melhores e mais fortes sobrevivem. O empreendedor deve estar atento às falhas do plano de negócio, pois alguns não especificam as bases técnicas e reais ou o montante de capital verdadeiramente necessário, assim como detalham pouco o que se pretende com o investimento. Após as primeiras fases do processo seletivo, o desafio do empreendedor é entrar em acordo com os investidores quanto ao valor da empresa, uma vez que é o investidor que determina a extensão do investimento de recursos financeiros e o percentual da participação acionária (BIRLEY; MUZYKA, 2004).

Considerando que poucos empreendedores têm experiência na negociação com um investidor, um conselho importante é a contratação de profissionais *experts* em transações de empresas, como advogado especialista em direito societário e contador experiente em alterações de contrato social, auditoria e avaliação de empresas.

O porte do empreendimento pode ser um elemento significativo para que o resultado do valor e tempo investido seja suficientemente satisfatório, além de somar ao fortalecimento da indústria do *Capital Empreendedor*. Bygrave e Timmons (1992) explicam que para demonstrar que uma indústria é forte, os empreendimentos devem ter elevada taxa de retorno e recuperar os custos operacionais dos investidores.

As dificuldades para acessar o capital das instituições financeiras e o *Capital Empreendedor* impedem o desenvolvimento de vários empreendimentos de pequeno porte. Segundo Costa (2001), uma pesquisa realizada com pequenas e micro empresas, feita pelo projeto Kite na Europa, revelou que 64% dos entrevistados identificaram esta barreira como a mais relevante, além de fatores culturais, falta de infra-estrutura e problemas de segurança.

A localização de um empreendimento é considerada um elemento relevante para o sucesso em diferentes países (COSTA, 2001). Em termos gerais, ao olhar todo empreendimento como uma parceria é importante constatar que os objetivos futuros da

²² Há um exemplo comparativo, que demonstra através do conjunto que compõe uma corrida de cavalos: “Não se discute que independente do cavalo (o produto), do páreo (o mercado), ou chances (critérios financeiros), é o jóquei (o empreendedor) que fundamentalmente determina se o investidor vai apostar ou não”. Ou seja, se o empreendedor estiver conduzindo o negócio com resultados ou ótimas perspectivas, há sempre investidores interessados em aplicar recursos financeiros em seu empreendimento.

empresa do empreendedor e do investidor precisam ser correspondentes, caso contrário o investidor não fará o investimento.

Para o empreendimento que tem investimento de *Capital Empreendedor* é muito importante gerar fluxo de caixa positivo e livre, ou seja, gerar internamente, além de um saldo positivo de caixa para arcar com todas as obrigações, um saldo credor freqüente para pagar também os lucros a médio prazo aos sócios - investidores e demais sócios.²³

3.2 FINANCIAMENTO: O PAPEL DO CAPITAL EMPREENDEDOR

Campos e Barbieri (2002) designam o termo *Venture Capital* como capital à procura de oportunidades de investimentos de alto risco, associado a um elevado potencial de ganho. Em relação às inovações, ele apresenta-se na forma de participação na criação de pequenas empresas especializadas em novas idéias ou tecnologias. O *Venture Capital* não se limita a dispor recursos financeiros à nova empresa, consiste também em fonte de competências necessárias ao seu estabelecimento, à concepção de sua estratégia comercial e à sua organização administrativa.

Ele é uma forma de financiamento que envolve a participação, através da aquisição de ações ou de outros instrumentos financeiros, em empresas ou empreendimentos com alto potencial de crescimento, mas sem contrapartidas quanto às garantias. O objetivo é revender e realizar expressivos ganhos de capital a médio e longo prazo. Em outras palavras, é uma modalidade de financiamento que pressupõe a aceitação de um alto risco em troca da perspectiva de um elevado retorno no futuro.

O *Venture Capital* é uma atividade de participação no capital social de uma empresa, normalmente nova. Para que seja uma aplicação de *Venture Capital* é necessário que o investidor assuma o risco do sucesso ou do fracasso do investimento. Comportamento que os investidores tradicionais não costumam fazer, pois estes exigem garantias reais que serão acionadas caso o empreendimento fracasse; ou seja, o empreendedor é o tomador do empréstimo que irá arcar e partilhar os riscos do negócio.

²³ Um exemplo disto é a MICROSOFT, criada no final dos anos 70 pelo empreendedor Bill Gates, a qual está gerando fluxo de caixa livre que soma milhões de dólares às suas reservas de US\$7 bi, enquanto a NETSCAPE, sua maior concorrente pela supremacia do mercado para programas à Internet, vendeu mais ações para levantar US\$96 milhões com sua segunda oferta pública de ações, em menos de 18 meses (BIRLEY; MUZYKA, 2004).

Para Rezende e Nogueira (2003), aparentemente um dos pilares do que poderia ser uma economia moderna, a atividade de *Venture Capital* ainda é um enigma para a grande parte do mercado brasileiro. Ao considerar a necessidade de melhoramento tecnológico e da base instalada de empresas emergentes, verifica-se que uma maior divulgação das alternativas — instituições, práticas e experiências, entre outras — oportunizaria o intercâmbio entre empreendedores e investidor. Estes autores preconizam que o princípio do *Venture Capital* é o investimento em situações em que o empreendedor não disponha do capital próprio ou não esteja disposto a assumir o risco pleno no empreendimento.

O que diferencia o investidor tradicional do investidor é que o primeiro não assume o risco, mas sim o tomador do financiamento, pois sempre garante alguma parte. Já o investidor verá o seu recurso multiplicar muito ou desaparecer. Outra diferença é a forma de apoio: o *Venture Capital* não é empréstimo remunerado a juros, mas sim uma participação no capital social da empresa e seus lucros.

3.2.1 Escolha sob Incerteza

O processo de decisão dos agentes econômicos em condições de incerteza é complexo e depende da aversão a risco ou não. Por exemplo, o recém-formado se defronta com a seguinte escolha: a) trabalhar para uma empresa grande e estável, com segurança de emprego (como é o caso de um órgão público), ainda que as oportunidades de progredir sejam limitadas; ou b) ser contratado ou até tornar-se sócio, em uma empresa com menor segurança, mas com oportunidade de progresso maior (PINDYCK; RUBINFELD, 2002).

Esta percepção pode estar fundamentada no julgamento ou na experiência pessoal, mas não necessariamente na frequência com que determinado um resultado tenha realmente ocorrido. Como as probabilidades são determinadas de modo subjetivo, diferentes pessoas podem atribuir desiguais opções a resultados distintos, assim, escolhem de maneiras díspares.

As pessoas reagem diferentemente ao assumirem riscos. Parte demonstra aversão ao risco, outras o apreciam e outras ficam neutras. A pessoa que opta por uma renda garantida, ao invés de um emprego de risco com a mesma renda, classifica-se como avessa a risco. A maioria das pessoas tem aversão a situações aventureiras, pois fazem contratos de

seguros (vida, residencial, saúde, veículos, empresarial) para se protegerem contra os riscos. Para estas pessoas com aversão a riscos, as perdas são mais importantes do que os ganhos.

O indivíduo que tem prazer pelo risco, prefere uma renda incerta a um salário fixo. É claro, algumas pessoas podem ter maior ou menor aversão a alguns tipos de risco. Por exemplo, muitas pessoas compram seguro de vida e são conservadoras na escolha do emprego, contudo, ainda gostam de jogos de azar. Investigadores criminais podem descrever certos delinquentes como apreciadores de risco, especialmente quando cometem delitos que tem grande possibilidade de detenção e punição. Excetuando tais casos particulares, poucas pessoas apreciam riscos, pelo menos em relação a aquisições de bens de alto valor ou grandes rendimentos ou riquezas (PINDYCK; RUBINFELD, 2002).

O prêmio do risco é o resultado de toda aventura que se sujeita um indivíduo e é montante em dinheiro que uma pessoa com aversão ao risco paga para evitar enfrentar dificuldades. A dimensão do prêmio do risco depende das alternativas de risco com que se defronta.

O nível de aversão a risco demonstrado pelas pessoas depende da natureza dos riscos envolvidos e de seu nível de ganho. Na maioria das vezes, indivíduos com aversão a riscos optam por escolhas que envolvem uma variabilidade menor de resultados. Eventualmente, o consumidor que escolhe alternativas arriscadas, indica comportamento de afeto ao risco, em vez de aversão. Não obstante, devido a uma ampla variedade de situações, os consumidores geralmente demonstram aversão a riscos. São três maneiras que os consumidores normalmente reduzem seus riscos, como diversificação, seguros e obtenção de informações adicionais a respeito de opções e renda.

Um ditado antigo recomenda: “Nunca coloque todos os seus ovos numa única cesta”. Tal ditado é plenamente compatível com as táticas dos fundos de investimentos de *Capital Empreendedor*, assim, prova-se o vínculo. Ignorar este conselho é optar por um caminho desnecessariamente arriscado. Caso a cesta escolhida se torne uma má aposta, tudo estará perdido. Mas sempre é possível reduzir o risco por meio da diversificação, que consiste em aplicar recursos em diversas aplicações de forma a reduzir o risco e a incerteza.

Os investidores procuram diversificar as aplicações para reduzir o risco de erro na avaliação do projeto, cujos resultados serão conhecidos apenas a longo prazo, através da construção de uma carteira de pequenas empresas de alta tecnologia de várias formas e níveis. O fracasso de algumas empresas é mais que compensado pelo sucesso de outras, com lucros substanciais (SANTOS, 1987).

Suponhamos que uma pessoa planeje emprego de meio expediente em vendas comissionadas. Neste trabalho é possível determinar a forma de utilizar seu tempo – você poderia vender apenas parte dos produtos, ou então gastar metade do seu tempo na venda de cada produto. Certamente, em muitos mercados é impossível adivinhar o que o mercado prefere em relação ao tempo disponível para venda. Qual seria a melhor maneira de administrar seu tempo, de modo que minimize o risco envolvido nesse trabalho de vendas? A diversificação é uma das formas de redução do risco por meio de alocação de recursos a atividades variadas cujos resultados estejam pouco relacionados entre si.

A maioria das pessoas com aversão a riscos, havendo escolha, prefere uma renda mensal fixa a outra que na média seja pouco maior, mas que apresente flutuações aleatórias a cada mês. Entretanto, muitas dessas mesmas pessoas são capazes de investir todos os recursos ou grande parte de suas reservas em ações, letras de câmbio e em outros ativos que apresentem algum risco. Assim geram-se as questões: por que razão indivíduos que tem aversão ao risco, são capazes de fazer investimentos no mercado acionário, arriscando-se a perder parte ou a totalidade todos seus investimentos? Como as pessoas tomam suas decisões quanto ao grau de risco que assumirão ao fazer seus investimentos e ao realizar planos para o futuro? (PINDYCK; RUBINFELD, 2002).

3.2.2 Assimetria Informacional

Segundo Cho e Hellman (1993 apud ARAÚJO N., 2006), a nova economia institucional nasceu do conjunto de modelos que analisam o funcionamento dos mercados financeiros sob assimetria informacional, juntamente com a abordagem de custos de transação. A nova economia institucional analisa o fato das transações financeiras envolverem tempo, logo se destaca a sua influência para modelar os mercados sensíveis aos problemas de assimetria informacional entre os agentes econômicos. A interação imperfeita de informações pode colaborar para induzir o conjunto de tomadores a um comportamento mais arriscado, causando perdas maiores. Tal situação é comum de se observar no negócio do *Capital Empreendedor*, pois de um lado há o empreendedor que quer vender parte de sua empresa e, de outro, os investidores que procuram aplicações rentáveis.

A existência da assimetria informacional, ao longo do tempo de negociação pode ir se reduzindo, pois nenhuma das partes quer abrir totalmente os dados, uma vez que

cada elemento pode servir como trunfo numa rodada de negociação acionária. Por meio da informação assimétrica, a eficiência também se torna função da natureza dos arranjos institucionais que, por sua vez, dependem do contexto institucional. As instituições, assim como as organizações fazem “papéis na redução dos custos de transação incorridos nas atividades econômicas, em um contexto que os agentes econômicos são caracterizados pelo oportunismo e pela racionalidade limitada” (ARAÚJO, N., 2006, p.5).

Vale apontar que para reduzir esta assimetria os agentes realizam gastos e incorrem em custos transacionais, que podem ser considerados como o dispêndio de recursos utilizados para planejar, adaptar e fiscalizar as interações entre os agentes econômicos, uma vez que por causa das condutas oportunistas destes (assimetria, omissão e distorção de informações), gerando a possibilidade de haver conflitos nas relações contratuais. Uma vez que a abordagem dos custos de transação centra-se na dimensão intertemporal da coordenação em contexto de incerteza, o problema torna-se um problema contratual (WILLIAMSON, 1985).

Segundo destaca Barbierato (2000), o principal ponto fraco do processo de tomada de decisão acerca de investimentos em novos empreendimentos, está diretamente relacionado à grande subjetividade do agente, imposta pelo alto grau de incerteza, pela escassez de dados e pela assimetria de informações.

Para contornar a assimetria informacional entre o investidor e o empreendedor, faz-se necessário promover um amplo levantamento de informações e estruturar um esquema de monitoramento²⁴, sendo que tais ações envolvem custos expressivos. A amortização desses custos está sujeita às economias de escala em dois planos: o da empresa que recebeu o recurso ou do próprio veículo de investimento. Portanto, a operação de *Capital Empreendedor* tem muito maior viabilidade em ambientes nos negócios a serem financiados que têm um largo alcance e sejam bastante numerosos. Ademais, o custo de eventuais condutas oportunistas²⁵ do empreendedor, depende de características institucionais de cada ambiente (PINHO, 2006).

²⁴ Frequentemente o veículo de investimento indica pessoas ou uma equipe como elementos chaves na gestão na empresa investida.

²⁵ Tanto na avaliação *ex-post* quanto na dimensão *ex-ante*, percebida como risco.

3.3 INOVAÇÃO E EMPRESA DE BASE DE INOVAÇÃO TECNOLÓGICA

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

Para Campos e Barbieri (2002), no contexto empresarial, ótimas idéias e excelência tecnológica não se transformarão em inovações, caso não atendam questões mercadológicas (preço, sincronismo, comunicação adequada, sustentação comercial e outras) e financeiras; logo é necessária a manutenção de um fluxo estável e recursos para suportar as atividades de inovação (pesquisa de mercado, desenvolvimento do produto, engenharia básica e outras).

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

- a) Produtos altamente inovadores (novos produtos no mercado representam 30% dos produtos lançados);
- b) Produtos moderadamente inovadores (novos produtos à empresa, mas não inovadores ao mercado, representam 47% dos produtos lançados); e
- c) Produtos pouco inovadores (modificações nos produtos existentes, novo modelo ou *design* dos produtos para a redução dos custos, equivalem a 23%).

Segundo Campos e Barbieri (2002), o ciclo da inovação tecnológica é definido usualmente como a invenção, inovação e difusão do produto ou processo. Os autores também procuram qualificar as “inovações” a partir do critério do grau de novidade para o mercado e afirmam que as inovações são classificadas em três tipos: Tipo A - extremamente radicais que extrapolam as necessidades do consumidor e dão origem ao nascimento de indústrias inteiramente novas; Tipo B - também radicais, mas apenas mudam a base da competição de uma indústria existente. Estas nascem em pesquisas de laboratórios antes de serem confrontadas com as necessidades dos consumidores; Tipo C - com inovações estritamente alinhadas com as necessidades do consumidor sendo na verdade uma extensão de linha de um produto existente.

Outra forma de classificar o grau “inovação” é colocar num extremo as inovações que criam um mercado específico para si e geram novos setores econômicos. Estas inovações são do Tipo A. No outro extremo temos as inovações incrementais em produtos e processos existentes que inserem novidades de pequeno porte geralmente decorrente do treinamento em situação de trabalho. No primeiro caso são inovações pioneiras que introduzem soluções novas no sentido de que não eram conhecidas ou usadas em termos globais antes que as empresas inovadoras as introduzissem. No meio termo estão as do tipo B. Os sistemas tradicionais de financiamento não são adequados para esses dois últimos tipos de inovações, principalmente quando realizadas por pequenas e médias empresas. Para Zinder (1998), muitos empreendedores inovadores e equipes de administradores que iniciam um negócio se originam de outras corporações e de universidades.

Santos (2005) faz um levantamento do nascimento e desenvolvimento das EBIT nos últimos 20 anos, assim como da evolução do *Capital Empreendedor* no mesmo período e constata o grande nível de associação entre ambos. Realmente, onde está o *Capital Empreendedor* estão as EBIT e vice-versa. Os investidores têm dado preferência para fazer suas aplicações de risco em empresas de alta tecnologia pelos motivos assinalados a seguir: aplicação sem garantia do capital e necessidade de capital por parte dos empreendedores.

O *Capital Empreendedor* é uma aplicação sem garantias, assim deve haver em contrapartida uma possibilidade de sucesso maior que os demais custos de oportunidade de outras aplicações existente no mercado. As empresas de tecnologia avançada têm mais probabilidade de sucesso que as demais, pelo menos em tese, pelo fato de atuarem com poucos competidores. Os produtos com base tecnológica só podem ser copiados por pesquisadores que dominam aquela área tecnológica, sendo que os mesmos são escassos em

alguns campos ou não possuem o conhecimento específico àquele invento. Logo, a disseminação e as cópias são mais lentas.

Os sócios das empresas de tecnologia avançada são geralmente mais acessíveis ao *Capital Empreendedor* porque sentem muita necessidade de capital inicial, pois geralmente utilizam equipamentos sofisticados e componentes raros, ambos importados e de alto valor. Os sócios normalmente são pesquisadores com pouco capital, egressos dos institutos de pesquisas, universidades ou grandes empresas, como assalariados, não são fundadores de um empreendimento familiar conservador. A EBIT detém, em um determinado momento, uma vantagem tecnológica e pode escolher uma estratégia adequada a esta vantagem, ocupando um nicho ou um segmento do mercado, de modo a assegurar decolagem e rentabilidade para se auto financiar e se tornar sólida, até que os concorrentes apareçam. As empresas de alta tecnologia, em virtude do seu compromisso com P&D, têm maior possibilidade de lançar produtos novos no mercado, assegurando o seu crescimento contínuo (SANTOS, 2005).

O empreendimento de base inovação tecnológica é o objeto principal da modalidade do *Capital Empreendedor*. Empresas de base tecnológica estão envolvidas em áreas de tecnologia avançada como informática, biotecnologia, química fina, novos materiais, mecânica de precisão e outras, cujo processo ou produto resulte da pesquisa científica, caracterizada por conhecimento científico, domínio de técnicas complexas e trabalho de alta qualificação técnica. As empresas introduzem produtos, processos e serviços intensivos em conhecimento de pesquisa, de caráter inovador e geralmente com alto potencial de retorno financeiro.

O desenvolvimento dessas pequenas e médias EBIT depende de um ambiente tecnologicamente ativo, com disponibilidade de recursos técnicos e humanos e que apresente espaços para a iniciativa empresarial, incentive o espírito empreendedor e resulte em sinergias ao estabelecimento de novas empresas. Por outro lado, também é necessário um sistema de financiamento que atue no sentido de viabilizar economicamente o desenvolvimento destas empresas (SANTOS; CUNHA, 2004).

Para Oliva, Sobral e Santos (2005), empresas de tecnologia avançada atuam com processos, produtos e serviços, nos quais a tecnologia é considerada nova ou inovadora, mas nem todas as empresas de base tecnológica são inovadoras. Estas empresas são criadas por meio de resultados de pesquisas aplicadas, que geram produtos originais ou inovadores com potenciais de soluções para problemas do mercado. O *quantum* do conteúdo tecnológico somado ao produto ou serviço é elevado.

As EBIT são aqueles empreendimentos com menos de 100 empregados ou empresas de serviço com menos de 50 empregados, que estejam empenhadas com o projeto, desenvolvimento e produção de novos produtos ou processos ou serviços, além de se caracterizarem pela aplicação metódica de conhecimento técnico-científico. Tais empresas utilizam tecnologias inovadoras, gastam alta proporção de seus investimentos e despesas com pesquisa e desenvolvimento (P&D) e empregam pessoal técnico-científico, além de servirem a mercados pequenos e específicos (OLIVA; SOBRAL; SANTOS, 2005).

Os sócios com qualificação de pesquisadores e cientistas, assim como os demais funcionários ou contratados, que atuam em pesquisa e desenvolvimento, podem ser primordiais para o andamento do negócio. Muitos desses não são analisados como o corpo diretor durante a *due diligence*²⁶. A substituição repentina, por diversos motivos, pode afetar determinado setor, principalmente quando se trata de EBIT que tem uma equipe de técnicos envolvidos com P&D e produção; por esse motivo é importante o treinamento, o rodízio de funções e a harmonia na estrutura organizacional.

Bartlett (1999) lembra que os contratos entre o empreendimento com seus empregados-chaves são documentos altamente relevantes, e para Bygrave e Timmons (1992) existem contratos anuais ou de cinco anos, com salários extras, participação nos resultados e outras bonificações; entretanto, uma interrupção pode fazer cessar tais benefícios significativos. Em outras palavras, o contrato é como um acordo prévio. Eles destacam os investimentos do *Capital Empreendedor* no fomento da revolução de base tecnológica da informática - equipamentos e programas²⁷, nos quais o capital intelectual interfere no resultado do capital.

- Empresas de Base Tecnológica (EBT)

Como as EBIT se originam das EBT, é necessário conceituar também as empresas de base tecnológica. Porém, há divergências de definições entre os autores analisados.

²⁶ Levantamento pessoal de todos os dados do negócio e da equipe, através de visita e inspeção na empresa.

²⁷ Desde semicondutores, até equipamentos completos da AT&T, IBM e COMPAQ, tais como: drive de disquete de 3,5", 3Com, Desktop 286 e processador de micro-chip. Alguns programas serviram de base aos softwares atuais, DOS (sistema operacional), Lotus 1-2-3 (planilha eletrônica), CAD/CAM (Autocad).

Para Oliva, Sobral e Santos (2005), as EBT têm como motivação básica a criação - explorar uma idéia tecnologicamente inovadora - e podem ser caracterizadas como: empresas de pequeno porte; identificam-se claramente os pequenos núcleos de seus fundadores; e são independentes. Entre essas características, apenas a independência está presente em todas as empresas de base tecnológica.

Segundo Campos e Barbieri (2002), as empresas de base tecnológica podem ser de variados tamanhos e estarem ou não vinculadas a grupos econômicos; logo qualquer grande empresa pode sistematicamente explorar inovações intensivas em P&D como, por exemplo, as maiores empresas dos ramos de eletrônica e de produtos farmacêuticos.

Contudo, segundo Bollinger *et al.* (1982 apud CAMPOS; BARBIERI, 2002), a dificuldade em definir empresa independente deve-se aos vários tipos de vínculos entre as novas empresas e outras firmas já estabelecidas. Logo, qualquer empreendimento que realize de modo sistemático inovações que tragam novidades significativas ao mercado, pode ser definido como empresa de base tecnológica (EBT). Há ênfase em pequenas e médias empresas de base tecnológica, consideradas como empresas independentes nas quais claramente se identificam os fundadores. As empresas de base tecnológica são, por natureza, geradoras e condicionadas com a inovação. Estas promovem o desenvolvimento científico e tecnológico de um setor ou mesmo de um país, por criarem e produzirem produtos de alto valor agregado.

Para Santos (1987), o *Capital Empreendedor* facilita a obtenção de novas injeções de capital; quando comparado a outras fontes, há os *rounds* de investimentos ou ainda co-investimento por meios de outros investidores além dos iniciais. Essa é uma característica importante às EBT: a velocidade com que o capital pode ser adiantado, ou mesmo recusado pelos investidores, permite ao empreendedor tomar decisões rápidas. Isto demonstra que o processo de negociação é lento, mas uma vez aprovado o capital é rapidamente disponibilizado para a empresa escolhida.

O curto ciclo de vida de determinados produtos exige que as decisões sejam em semanas ou de nada valerá a idéia descoberta. As empresas, de tecnologia avançada, muito mais que as outras empresas, precisam de decisões rápidas e, muitas vezes, da mesma forma que uma célere injeção de capital. Os investidores podem corresponder à satisfação das necessidades de tais tipos de empresas desde que estejam acompanhando negócios que apresentem alta lucratividade (SANTOS, 1987).

Para que o esforço científico e tecnológico resulte em reais benefícios para toda a sociedade, é imprescindível que os conhecimentos gerados em instituições de pesquisa

sejam utilizados imediatamente pelos setores produtivos. Uma forma de acelerar a transferência tecnológica é estimular a criação e o desenvolvimento de EBT. A criação dessa nova geração de empresas, fruto da maturação de todo um esforço tecnológico, permite substituir importações através da geração de novos produtos e serviços, melhorar competitividade dos produtos nacionais no mercado externo, gerar empregos qualificados e beneficiar a sociedade.

Entretanto, caso as pessoas com capacidade empreendedora não sejam motivadas a assumir o risco empresarial em setores de vanguarda, os conhecimentos científicos e tecnológicos podem permanecer disponíveis por longo tempo apenas nos institutos de pesquisa. Sem estímulo para aperfeiçoamento e desenvolvimento, inexistente o benefício social, por não haver a valorização destas tecnologias para a geração de novos produtos e serviços (SANTOS, 1987).

Por outro lado, Ferro e Torkomian (1988) nominam as EBT como “empresa de alta tecnologia” e dispõem que tais empresas têm competência rara ou exclusiva em termos de produtos ou processos, viáveis comercialmente, agregam elevado grau de conhecimento científico, considerando a densidade tecnológica e a viabilidade econômica no devido contexto histórico e geográfico.

Stefanuto (1993), por sua vez, considera a EBT empresa de capital nacional que se situa na fronteira tecnológica de seu setor. Carvalho (1998) define-a como a micro e pequena empresa empenhada com o projeto, desenvolvimento de novos produtos ou processos e ainda se caracterizam pela aplicação sistemática de conhecimento técnico-científico - ciência aplicada e engenharia.

Segundo Pinho (2006) a EBT é caracterizada por um esforço tecnológico expressivo, contudo no contexto de pequenas e médias empresas em países em desenvolvimento. Tal empenho pode ser realizado em outros formatos que não o P&D estruturado em centros próprios de pesquisa²⁸. Um conceito que respeite esses requisitos e seja capaz de discriminar adequadamente as EBTs no universo empresarial, enfatiza a dimensão das tecnologias de produto com relação às tecnologias de processo. Empresas que

²⁸ Isto significa que os indicadores de esforço não devem se restringir aos critérios clássicos de intensidade em P&D, porém podem abranger também arranjos menos formalizados e a articulação direta com instituições de pesquisa. Considerando que nas EBTs a inovação existe impreterivelmente, deixar de constituir um eixo central das estratégias competitivas, deve-se contemplar na sua caracterização a presença de resultados expressivos em termos de tecnologia de produto.

têm nas capacidades inovativas²⁹ uma característica estratégica crucial, expressam suas competências específicas no desenvolvimento de produtos “novos”.

Ainda que não necessariamente haja no formato sólido e convencional de um departamento de P&D, as EBTs necessariamente investem parcela expressiva de seus recursos nesses setores. Nesta linha de pensamento, as EBTs são sinteticamente definidas como empresas que realizam esforços tecnológicos significativos e concentram suas operações na fabricação de “novos” produtos. Essa evidência permite distinguir as EBTs daquelas empresas que se empenham intensamente em modernizar suas bases produtivas, modificam suas tecnologias de processo, cujas operações concentram na produção de bens e serviços (PINHO, 2006).

Torkomian (1992) identifica as dificuldades mais importantes que essas empresas enfrentam: escassez de capital; a precariedade do *marketing*; a instabilidade macroeconômica; e a falta de capacitação gerencial (sendo a mais relevante o primeiro item - a falta de recursos financeiros). Este autor ainda comenta que o mercado financeiro tem respondido às necessidades de capital das EBTs por meio do aporte de capital de risco. Para compreender situação das EBIT, cita-se:

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 (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, geralmente, 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 (SALLES-FILHO; ALBERGONI, 2006).

²⁹ Mesmo quando se emprega esta expressão de forma ampla, de maneira a abranger as capacidades de imitação, adaptação e engenharia reversa que tipicamente caracterizam o processo de inovação em economias em desenvolvimento.

4 CAPITAL EMPREENDEDOR

O presente capítulo apresenta as características e a natureza do capital empreendedor. Ele se divide em cinco subitens: histórico; recursos financeiros; avaliação; vantagens e desvantagens; e evidências empíricas.

O crescimento e a institucionalização da indústria do *Capital Empreendedor* não requerem apenas capital, investidor, empresário com boa idéia e um plano de negócio aceitável. Bygrave e Timmons (1992) explicam que somente com ações efetivas, a existência de elementos e atores chaves haverá sustentabilidade e condições de gerar desenvolvimento econômico por meio do *Capital Empreendedor*. Os elementos destacados são: valores culturais e sociais, políticas governamentais, instituições de pesquisa e ensino, fatores de localização; logo devem envolver: capital, pessoas, suporte organizacional e mercados de produtos e serviços, fatores que irão contribuir para a criação e desenvolvimento de novos empreendimentos. A figura 1 a seguir auxilia o entendimento da constituição da estrutura necessária.

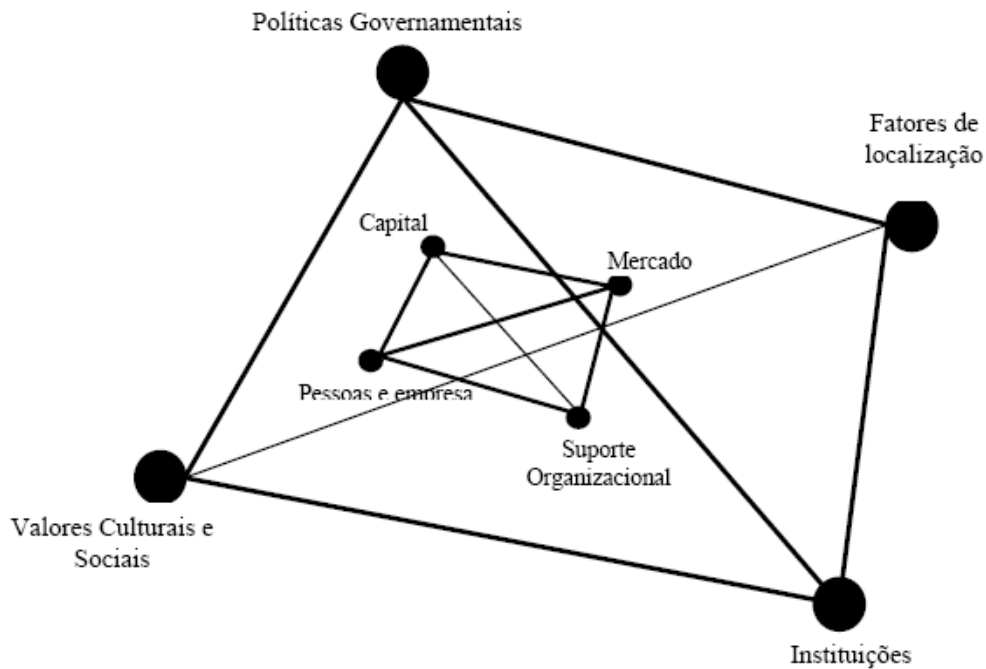


Figura 1 - Condicionantes da Estrutura para Existência, Desenvolvimento ou Renovação Econômica

Fonte: Adaptado pelo autor a partir de Bygrave e Timmons (1992).

A indústria do *Capital Empreendedor* está segmentada em *Venture Capital* e *Private Equity*; a classificação depende de: tamanho da empresa, volume de investimento, estágio e participação acionária. Barbierato (2000) e Ribeiro e Badin (2001) divergem em relação à classificação, pois não há uma terminologia única e dominante nesta indústria. Ainda não há como delimitar linhas divisórias de cada grupo, uma vez que estes se confundem, o mais importante é perceber os diferentes níveis e tipos de investimentos.

Este estudo aborda principalmente o universo do *Capital Empreendedor* e, em particular, o *Capital de Risco*; ou seja, a disponibilidade de recursos financeiros nos estágios iniciais, pois é nesta fase que o empreendedor prescinde de conhecimento dos critérios de seleção dos projetos. Quando as empresas atingem o estágio do *Private Equity*, o porte da empresa é maior; nesse estágio, a maioria dos investidores pretende investir, os riscos e a incerteza são menores e os investidores também buscam o controle acionário, aplicando valores vultosos.

Silva e Bueno (2002) comentam que a indústria de *Capital Empreendedor* cumpre um papel essencial no processo de inovação, além de identificar e apoiar as inovações com elevadas características de risco e retorno, que os agentes tradicionais não consideram. O que leva essa indústria para o desenvolvimento é a possibilidade de: captação de recursos junto a investidores de longo prazo; reconhecimento e gerência de riscos relacionados a novos empreendimentos; encontro de formas de adicionar valor a esses investimentos e finalmente transformar a participação acionária em dinheiro para remuneração dos investidores na ocasião da saída. As fases de investimentos serão discutidas e detalhadas no item 4.2.2.

4.1 HISTÓRICO

De acordo com Ribeiro e Badin (2001), o avanço do processo de globalização da economia mundial levou as organizações a enfrentarem o aumento da concorrência, as constantes alterações no cenário global e as mudanças nas relações entre países, empresas e indivíduos. Esse processo corresponde à integração do mercado mundial, caracterizado pela mudança de regulamentação do comércio entre regiões e pela livre circulação de pessoas e capital. A partir do processo de alteração econômico-social, as

empresas brasileiras, principalmente de pequeno porte, buscam recursos necessários à maximização do seu grau de competitividade, almejando à sobrevivência.

Dentre os vários problemas que enfrentam as pequenas empresas, o maior conflito é a incapacidade de autofinanciar o estágio de expansão e a carência de habilidades gerenciais do empreendedor, que geralmente não consegue alavancar o desenvolvimento organizacional. Nesta situação, as empresas que precisam adquirir um bem ou expandir sua planta, ou aumentar o giro de suas atividades, buscam o capital de acionistas e instituições financeiras. Todavia, os financiamentos normais requerem garantias ou oneram a operação com altas taxas de juros.

A atual conjectura dos negócios aponta a participação de investidores individuais através de fundos mútuos que geralmente fomentam empresas de grande porte em atuação, para fazer frente às necessidades estratégicas de diversificação e de inovação. Esses investidores são caracterizados como indivíduos ou famílias com volume de patrimônio que justifique a formação de um *portfólio*, atuantes de modo direto ou através de agentes ou por meio de bancos e fundos de investimentos, genericamente nominados como veículos de investimentos.

Nas duas últimas décadas, houve a proliferação de investimentos nas áreas de tecnologias de comunicação e da informação, devido à rápida propagação da utilização de computadores e *internet*. Porém, esse fenômeno ainda não está precisamente definido, seja do ponto de vista do surgimento quanto do “estouro”. A expectativa futura de investimentos é nas áreas de biotecnologia, tecnologia da informação, telecomunicações e engenharia de materiais (RIBEIRO; BADIN, 2001, p.575).

- **O *Venture Capital* no mundo**

Pavani (2003) destaca a importância da indústria de *Capital Empreendedor* para a competitividade das empresas norte-americanas e o desenvolvimento em outros países, tais como Israel, Reino Unido, Índia, Chile, Japão, Cingapura, Austrália, Irlanda, França e o próprio Brasil. Para Santos (2005) a primeira sociedade de *Capital Empreendedor* foi a *American Research and Development* (ARD), fundada em 1946, pelo General Georges Doriot, cognominado o pai do *Capital Empreendedor*. Entre 1978 e 1983, houve um incremento de 700%, em termos de investimentos privado no segmento.

Bygrave e Timmons (1992) também destacam 1946, mas comentam que as raízes do *Capital Empreendedor* nos Estados Unidos encontram-se na década de 20, quando investidores individuais proveram o dinheiro de *start-up* para as companhias *Eastern Airlines* e *Xérox*, entre outras. A maioria dos atores concorda que o evento de marco da indústria de *Capital Empreendedor* aconteceu em 1946 com a formação de ARD, a primeira empresa especializada. Desde o início os investidores sempre buscaram “rápido crescimento e alta tecnologia” nos empreendimentos investidos.

Campos e Barbieri (2002), identificaram o início da atividade em 1932, com a criação da *Reconstruction Finance Corporation*, cujo objetivo era dar assistência a pequenas e médias empresas. A atividade intensificou-se a partir de agosto de 1958, com o apoio do então presidente Eisenhower, que assinou a lei que criava o programa *Small Business Investment Company* (SBIC). A partir de então, diversas instituições de risco surgiram³⁰.

Os incentivos fiscais também foram fatores de estímulo ao surgimento de novos empresários com base no *Venture Capital*. Outros fatores devem ser destacados: a presença de pólos tecnológicos e universidades voltadas para áreas tecnológicas, ao ofertar novos empreendimentos com conteúdo tecnológico; potencial de crescimento, tornando a atividade mais atraente e viável aos investidores.

Segundo Bygrave e Timmons (1992) alguns pesquisadores e investidores americanos acreditaram que as tecnologias desenvolvidas pelo *Massachusetts Institute of Technology* (MIT) durante a Segunda Guerra Mundial asseguraram grande promessa para aplicação comercial posterior. Campos e Barbieri (2002) defendem que o *Capital Empreendedor* firmou-se nos Estados Unidos durante as décadas de 80 e 90, quando se estimou que apenas um terço do capital alocado fosse derivado de fundos de pensão e grupos de investidores individuais ou grupos familiares.

O *Capital Empreendedor* pode ser importante para o desenvolvimento regional. O *Silicon Valley* é o exemplo clássico em que empresas de alta tecnologia nasceram, decolaram e tiveram sucesso com a participação do *Capital Empreendedor*, formando um

³⁰ Destacam-se: a) *Minority Enterprise Small Business Investment Companies*: licenciadas pelo governo americano e constituídas por minorias sociais; b) *Community Development Corporations*: objetivavam desenvolver economicamente uma região por meio de financiamento de risco às pequenas empresas; e c) *Economic Development Commissions*: procuravam regionalmente reduzir disparidades de desenvolvimento por meio de incentivos fiscais do governo. Bygrave e Timmons (1992) refletem a respeito dos incentivos fiscais da política governamental americana que consiste em reduzir a renda tributável das SBICs e de seus acionistas, visto em diversos esquemas alternativos. O *Small Business Investment Company* podia deduzir da receita tributável os prejuízos advindos dos investimentos e abaterem um fundo de reserva de capital equivalente ao percentual de investido. Os acionistas individuais podem suavizar as perdas de capital dentro de limites autorizados pelo fisco. Não obstante, os dividendos eram totalmente isentos de impostos, exceto os distribuídos aos acionistas.

pólo tecnológico. O comportamento destes investidores contribuiu para a criação de empresas de alta tecnologia e o exemplo dado foi apreendido por financiadores mais institucionalizados, públicos ou privados em nível mundial, que investiram em indústrias de outras regiões menos desenvolvidas (SANTOS, 1987).

Normalmente os investidores, como no caso particular da Baía de São Francisco - *Silicon Valley* - são homens de negócios daquela região, que abrem caminhos buscando lucros locais para o conjunto de empresas. A principal habilidade dos investidores é o conhecimento que têm quanto às empresas de alta tecnologia reunidas na região, logo é muito provável a diversificação de investimentos e, conseqüentemente, a queda do nível de risco e a geração de condições propícias para o desenvolvimento do local. A existência do *Capital Empreendedor* é condição fundamental para que os criadores de indústrias de alta tecnologia encontre os recursos em condições acessíveis para iniciar suas atividades.

Na Itália existem programas para o surgimento de centros de alta tecnologia, como na região de Turim, não só com as grandes empresas, mas também com numerosas pequenas e médias empresas, nas áreas de micro mecânica, eletrônica e instrumentos de precisão. Os empreendedores italianos com alto nível tecnológico, sozinhos não têm condições financeiras de levar adiante seus projetos. Eles têm capacidade de inovação, *know-how*, domínio da alta tecnologia - robótica, eletrônica, automobilismo – e tecnologia mais tradicional - indústrias de móveis e ferramentas, mas necessitam de recursos financeiros.

As aplicações de risco atraem outros investidores e desenvolvem a região, pois a proximidade geográfica traz investimentos que ajudam o crescimento de empresas de alta tecnologia, trazem uma verdadeira corrente de outros investidores, os quais acreditaram no bom senso e nas habilidades da indústria de *Capital Empreendedor*. Desta forma, as pequenas empresas de uma região produzem aumento de emprego, independente de quem sejam os principais proprietários do empreendimento (SANTOS, 1987).

A formação da indústria do *Capital Empreendedor* tem encontrado incentivos via *Initial Public Offering* (IPO³¹), normalmente na *National Association of Securities Dealers Automated Quotation System* (NASDAQ). Este foi o primeiro mercado de ações eletrônico do mundo, *Nasdaq Stock Market*, e tornou-se modelo. Mais de 5.000 empresas negociam seus títulos nesse mercado eletrônico, normalmente organizações emergentes de tecnologia procuraram o *Nasdaq* em busca capital.

³¹ Lançamento inicial de ações da empresa em bolsa.

Os investidores tradicionais estão acostumados com baixo risco, alta liquidez e rentabilidade média e baixa, mas este perfil é contrário à forma de operar do *Venture Capital*. O mercado de capitais gera mecanismos de entrada e saída nas formas mais comuns. Abertura de ações no mercado de capitais, aquisição por outra empresa, recompra da participação pela própria empresa, compra secundária da participação por uma terceira parte e finalmente a liquidação, são exemplos deste mecanismo. Em outras palavras, resulta em liquidez, importante para qualquer tipo de investidores e empreendedores; uma vez que a aplicação de *Capital Empreendedor* pode levar anos para gerar benefício ao investidor, a legislação americana cria mecanismos para garantir a liquidez ao sistema.

De acordo com Santos (1987), nos Estados Unidos as SBIC³²s podem deduzir 100% dos dividendos recebidos das empresas, para fins de pagamentos de impostos. Enquanto outras empresas podem abater cerca de 85% deste tipo de rendimento. E ainda, quando se investe através das SBICs, pode-se deduzir, para fins de imposto de renda, as perdas de capital incorridas no ano.

Segundo Rechtman e Brito (2005), dentro de 35 anos, Brasil, Rússia, Índia e China farão parte dos países mais ricos do mundo, compondo o bloco conhecido como "BRIC's" - nações com grandes populações, economias emergentes com alto potencial de crescimento, cujas características contribuem para a atração de investimentos produtivos.³³ Em 2003, o bloco BRIC's atraiu US\$69 bi em recursos estrangeiros, sendo que 77% foram alocados na China, enquanto apenas 15% no Brasil. Índia e Rússia ficaram com 6% e 2%, respectivamente.

Rezende e Nogueira (2003) explicam que a crescente presença dos fundos institucionais nos mercados emergentes não é um fenômeno recente. Nesheim (2000 apud REZENDE; NOGUEIRA, 2003) aponta que a partir de 1945 houve redução da participação de indivíduos no mercado norte-americano, com o conseqüente aumento da importância relativa dos investidores institucionais. Em 1962, as pessoas físicas detinham 82% do patrimônio negociado e durante a década de 1990 menos de 60%.

Enquanto que no mercado norte-americano o montante aplicado pelos investidores superou US\$ 100 bilhões no ano 2000, suficiente para fomentar mais de 10.000

³² *Small Business Investment Company*.

³³ O bloco BRIC's possui cerca de 2,5 bi de habitantes. O natural desenvolvimento destas nações - Brasil, Rússia, Índia e China - somado a geração de empregos, fará que mais pessoas tornem-se consumidores ativos. Caso haja uma taxa anual de inserção de empregabilidade de 10%, haverá 250 milhões de consumidores a mais por ano nestes mercados. Assim, a expectativa é que, em 2040, estes países apresentem PIBs superiores aos dos seis maiores países do mundo: Estados Unidos, Japão, Inglaterra, Alemanha, França e Itália (RECHTMAN; BRITO, 2005).

novos empreendimentos por ano e influenciar vidas de mais de dez milhões de pessoas, na mesma época o mercado brasileiro apresentou cifras modestas.³⁴

Salles-Filho e Albergoni (2006) destacam Israel como um exemplo de sucesso de desenvolvimento de mercado de *Venture Capital* induzido por políticas governamentais. Atualmente apresenta as seguintes características: país possui mais de 100 companhias administradoras de fundos de investimento; anualmente movimenta mais de US\$2 bilhões; e ocupa a sexta posição no *ranking* de países.

Em Israel, no ano de 1990 havia menos de US\$50 milhões em investimentos realizados pelo Capital Empreendedor; mas, em 2004 houve o aumento para mais de US\$1,5 bilhão. Dentre 130 empresas de base tecnológica que abriam o capital em bolsa de valores em Israel até 2000, setenta receberam aporte de *Venture Capital*, ou seja, mais da metade.

³⁴ Enquanto de um lado, a escassez de recursos no mercado brasileiro aponta uma apreciação restrita dos investimentos em *Venture Capital*, por outro, é fato que o amadurecimento está condicionado à maior divulgação de operações bem sucedidas, pois contribui para disseminar tanto o conceito de *Venture Capital*, como para a reputação das instituições operadoras.

4.2 RECURSOS FINANCEIROS

Todo empreendimento de sucesso, independente do ramo de atividade ou porte, passa por um ponto crítico - saber quando e como aplicar de forma eficaz os recursos (TITERICZ, 2003). A seguir são discutidas as fontes de recursos.

4.2.1 Fontes de Recursos: Características e Natureza

De acordo com as fases do investimento - inicial, ampliação e amadurecimento - há diferentes formas de financiamento de longo prazo. Os recursos próprios são gerados pelo empreendimento a partir dos lucros acumulados, enquanto que os recursos externos do tipo endividamento com terceiros e através da emissão de ações (cotas do capital social) permitem completar os recursos próprios. Os recursos de terceiros envolvem qualquer tipo de fundo de longo prazo adquirido via empréstimos. Segundo Birley e Muzyka (2004) em uma pesquisa realizada com 500 empresas americanas, 78,5% utilizava recursos advindos de poupança pessoal, 14,4% empréstimos bancários, 12,9% recursos de parentes, 12,4% recursos de empregados/parceiros, 9,0% recursos de amigos, 6,3% de *Capital Empreendedor*, 4,0% de imóveis hipotecados e 1,1% de empréstimos garantidos pelo governo.

Uma das principais características do *Capital Empreendedor*, que se destaca de outras fontes de recursos, é a de que há participação no fornecimento de créditos financeiros e na gestão da organização. O *Capital Empreendedor* preocupa-se com a viabilidade econômica e a capacidade de gerar lucros a médio e longo prazo.

Para que as aplicações em *Capital Empreendedor* tenham resultados positivos, o mercado investidor tem a expectativa de que a taxa mínima de crescimento alcance dois dígitos e obtenha taxa de retorno superior aos CDI - Certificados de Depósito Interbancário, como indicador de desempenho de negócios, nos próximos cinco anos. Os projetos selecionados, aprovados e investidos têm que demonstrar tal potencial.

O poderio dos fundos de pensão, detentores de parcela significativa do capital das grandes corporações mundiais, é fenômeno que se repete no mercado brasileiro e deve ser destacado como importante fonte de recurso ao *Capital Empreendedor*. Num cenário marcado por forças ambientais cujos efeitos ainda não foram totalmente mapeados pelas

instituições financeiras, a profissionalização dos gestores de fundos é a única alternativa para garantir fluxos de recursos e fazer frente às necessidades de recursos financeiros.

A participação dos investidores supre as carências naturais das empresas emergentes quanto à boa gestão financeira: os *trustees*³⁵ buscam nos investidores oportunidades de lucrar a partir de níveis diferenciados de risco. Os próprios *trustees* atuam numa faixa entre certificadores e garantidores da riqueza administrada pelos fundos institucionais. Neste cenário, para as empresas e as tecnologias emergentes, tais práticas geram recursos para *rounds* de capitalização, que originam a abertura de capital e até mesmo, a transferência de controle acionário, ainda que eventualmente. O objetivo principal destes atores é maximizar os retornos sobre os investimentos, no menor lapso de tempo possível e no maior número de anos da duração de um projeto ou empreendimento.

Em mercados maduros, os fornecedores de recursos adotam a postura de “caçadores” de *Venture Capital*, buscam aplicações atrativas não apenas em rentabilidade, mas que também consiga materializar questões de conformidade em relação ao processo de aplicação e de boa governança³⁶ corporativa. No caso de fundos mútuos de participações, com quotas abertas ou restritas, ou ainda no caso da aplicação direta de recursos, é sugestivo observar quais as precauções existentes para evitar o conflito de interesses, que podem ocorrer nas mais diversas situações.

A indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* realiza investimentos no Brasil em várias atividades. A essência do processo do *Capital Empreendedor* envolve três componentes essenciais: negociações empresariais, recurso financeiro para investir nessas negociações e um retorno no dinheiro investido neles. Quando os lucros estão em alta, novos recursos fluem nos fundos, e assim o fluxo das transações mantém a indústria eufórica (BYGRAVE; TIMMONS, 1992).

Birley e Muzyka (2004) revelam que nos Estados Unidos, cerca de duas milhões de empresas são fundadas anualmente. Dessas, 95% conseguem capital a partir dos seus empreendedores e com seus parentes próximos e amigos, 5% conseguem com os “anjos de negócios” e menos de 0,05% com empresas especialistas de *Capital Empreendedor*.

³⁵ Conselheiros administrativos financeiros.

³⁶ O ciclo de investimento é longo e pode durar mais de sete anos antes do desinvestimento. Isto reflete ao investidor prazo longo de comprometimento, posição sem liquidez e pouco controle sobre a gestão dos investimentos. Assim, os investidores sujeitam-se a possíveis comportamentos oportunistas dos gestores. A exceção a isto são as organizações afiliadas a instituições financeiras, *corporate ventures* e *holdings*, nos quais os investidores detêm maior controle sobre a gestão. Nesse ambiente, é essencial a governança para minimizar o potencial de conflitos entre investidores e gestores (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006).

O quadro 3 a seguir expõe descrição de outras fontes tradicionais de recursos financeiros.

Fontes de recursos	Descrições
Lucros acumulados	Recursos financeiros gerados na operação e retidos pela empresa nos exercícios anteriores.
Clientes	Adiantamento de valor contratado, utilizado para o desenvolvimento ou produção/prestação de serviço. Este financiamento é através de adiantamento por serviços ou produtos, é especialmente positivo, pois indica à empresa que a sua proposta de negócios tem maiores chances de ser aceita pelo mercado.
Fornecedores	Parcelamento ou desconto para pagamento.
Parceiros	Interessados em estratégias comuns, produtos ou serviços complementares e/ou atividades comuns podem financiar a empresa.
Doações e 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 com o objetivo de 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.

Quadro 3 - Descrição das fontes de recursos financeiros

Fonte: Adaptado pelo autor a partir de Pavani (2003)

O investidor busca um projeto de investimento atraente e essa é uma característica básica do *Capital Empreendedor*, não importa o tamanho de sua capacidade financeira. Seja o investidor um indivíduo ou uma empresa, somente irá arriscar seu capital se o empreendimento demonstrar uma probabilidade de sucesso, que lhe permita um bom retorno do seu investimento (SANTOS, 2005).

A diferença entre um acionista de bolsa de valores e com um investidor, é que o primeiro é um sócio passivo (*sleeping partner*), enquanto o segundo sócio ativo, não tem garantias, acompanha o desenvolvimento do negócio, discute com o empreendedor os problemas, auxilia em divergências e ajuda a valorizar a empresa, seja na sua credibilidade ou no plano monetário e financeiro (SANTOS, 1987).

Na maioria das modalidades de *Capital Empreendedor*, os investidores não têm garantias reais de receber seu capital aplicado, uma opção de segurança é colocar o capital no negócio gradativamente. Assim, caso após um determinado prazo, o empreendimento não alcance os objetivos prospectados, os investidores podem suspender seus investimentos ou redirecionar a outros negócios (SANTOS, 2005).

Normalmente, para gerar um empreendimento, o montante inicial para desenvolvimento da concepção costuma ser inferior a US\$250 mil. O levantamento de recursos de terceiros é obtido através de hipoteca de bens pessoais, empréstimo bancário ou da participação de amigos e familiares no negócio. Esses recursos são chamados no mercado de “auto financiamento” (*love money*) e seus fornecedores geralmente não se envolvem na gestão do empreendimento. De outro lado, o empréstimo bancário trata-se de modalidade mais difundida de captação de recursos, porém possui como inconveniente à alta taxa de juros praticada pelos agentes financeiros e a obrigatoriedade de garantia ou aval em quantia superior ao valor emprestado (SANTOS; CUNHA, 2004).

As categorias de investidores e organizações investidoras e gestoras do Capital Empreendedor são apresentadas a seguir.

- *Investidores independentes pessoa física - “Angels Investors”:*

São investidores não institucionais que aplicam em empreendimento que está entre o estágio de concepção e implementação, com aportes na faixa entre US\$ 50 mil e US\$ 1,5 milhões. Como contrapartida ao capital investido e dedicação ao empreendimento, requerem uma participação societária na empresa em que estão investindo e podem assumir posição no conselho de administração ou conselheiro. Contudo, na maioria das vezes seu envolvimento, apesar de ativo, é informal. O retorno sobre o investimento é resultado da valorização da empresa na medida de seu desenvolvimento.

Os *Angel Investors* também são importantes para auxiliar as empresas a se habilitar, geralmente em estágios mais avançados do empreendimento, para obter recursos de outros investidores. Os anjos de negócios, também conhecidos como “*Business Angels*” atuam de forma independente. O seu capital proporciona baixas taxas de financiamento principalmente a projetos de capital semente (*seed money*) e inicial (*start-up*). São pessoas que buscam uma melhor aplicação para seu dinheiro, do que obteriam no mercado financeiro ou imobiliário, e não estão preocupados com resultado a curto prazo, assim como podem estar buscando diversificar seu patrimônio. Querem fazer bons investimentos, com boa rentabilidade a médio e longo prazo e estão dispostos a correr risco calculado para obter esses melhores resultados.

Os *Angels* também são considerados indivíduos ricos ou fundos formados por indivíduos especializados em investimentos no estágio inicial que fornecem financiamento adicional (de US\$20 mil a US\$1 milhão), em troca de uma porcentagem negociada das ações da empresa (até 20%). Eles têm a expectativa de que a negociação depende de um documento

básico contendo termos e condições que incorpore os termos do investimento. Podem desejar uma representação na diretoria (dependendo da porcentagem de ações), assim como podem insistir em obter o direito de igualdade de tratamento com os investidores subsequentes de *Capital Empreendedor*. São úteis ao fornecerem consultoria prática e contatos financeiros aos empresários.

Esses investidores representam uma fonte de capital importante para novos e crescentes negócios, normalmente são qualificados em quatro grupos diferentes: *Angels* com experiência profissional (ex-executivos de grandes empresas); *Angels* guardiões (veteranos da indústria); *Angels* de rendimento financeiro (indivíduos com grandes fortunas); e *Angels* empreendedores (empreendedores que triunfaram nos seus negócios) (SANTOS; CUNHA, 2004).

Ribeiro e Badin (2001) definem *Business Angel* como investidores que agem normalmente sozinhos. O capital do anjo de negócios complementa a indústria do *Venture Capital*, proporciona quantias pequenas de financiamento numa fase inicial (*seed* e *start-ups*) se comparados às capacidades de investimentos das sociedades de *Venture Capital*. Dividem-se em: *Angels* com experiência profissional; *Angels* guardiões; *Angels* de rendimento financeiro; e *Angels* empreendedores.

Nos estágio de capital semente (*seed money*) ou início (*start-up*), os amigos e familiares cedem recursos financeiros ao empreendedor fundador através do financiamento pessoal ou troca de ações da empresa, que normalmente representam apenas uma pequena porcentagem do valor patrimonial sem poder de gestão. Normalmente, os familiares e amigos não têm representação na diretoria e até mesmo pouca ou ausente proteção contratual para seu investimento e estão sujeitos à diluição do capital quando ocorre investimento subsequente. Estes também dificilmente exigem ou pedem prestações de contas ou acompanham o desempenho financeiro de perto.

Freqüentemente um empreendedor escolhe aumentar os fundos societários de financeiros de seu empreendimento através de sócios familiares e de amigos, ao invés de obter financiamento com outras pessoas e empresas sem afinidades. Familiares e amigos podem estar dispostos a investir baixos valores apenas, sem capacitação profissional, enquanto os investidores institucionais oferecem valores mais altos, e aplicam também nos intangíveis que podem ajudar o negócio a crescer mais rápido e ter sucesso (SAHLMAN *et al.* 1999).

- *Empresas de “Venture Capital”:*

Elas são formalmente constituídas e realizam investimentos, normalmente através de fundos de investimentos, sob gestão de profissionais especializados e reúnem recursos de diversos investidores para compra de participação acionária de empresas emergentes. Além de participar dos conselhos das empresas investidas, atuam no apoio a gestão. A constituição (*funding*) das empresas investidoras é levantado a partir da participação de fundos de pensão, grandes corporações, investidores privados, universidades e investidores estrangeiros. Assim, as empresas de *Venture Capital* atuam na gestão do fundo de investimento e se envolvem muito na gestão dos empreendimentos. Nos EUA os investimentos dessas organizações investidoras são de US\$250 mil e US\$20 milhões. Nesta categoria, os investidores institucionais têm como atividade principal a administração de fundos de investimento (SANTOS; CUNHA, 2004).

Para Ribeiro e Badin (2001) as empresas de *Capital Empreendedor* são grupos de investidores que pretendem obter ganhos acima da média e podem assumir riscos junto com o empreendedor. As empresas são gerenciadas por profissionais especializados com experiência no mesmo setor do empreendimento investido. A composição das carteiras de investimentos procura diversificar os riscos de acordo com os setores, tipos de negócios e estágios de crescimento das empresas. Há uma preferência por empresas do setor de alta tecnologia, devido às expectativas do surgimento de novas oportunidades de ganhos de capital maiores. Os investimentos, em empresas de médio e pequeno porte, duram normalmente 5 a 10 anos. Existe participação de forma ativa da gestão da empresa com sua experiência, conhecimento e contatos dentro do setor.

- *Investidores corporativos (“Corporate Venturing”):*

São investidores constituídos que aplicam a partir de grandes corporações, geralmente com objetivos específico de alavancar competências ou desenvolver produtos inovadores que gerem complementação a suas atividades. Estes investidores corporativos tendem buscar empresas em estágio mais avançado, que tenham desenvolvido um produto e com aceitação pelo mercado. Realizam investimentos em empreendimentos que encaixem nas suas estratégias (políticas de investimentos). Posteriormente, podem incorporar os negócios investidos a seus conglomerados. Assumam atitude pacífica quanto à administração, mas tendem adicionar valor aos empreendimentos, contribuindo para seu posicionamento estratégico. O *funding* dos investidores corporativos advém, de forma geral, de recursos próprios (SANTOS; CUNHA, 2004).

Ribeiro e Badin (2001) sintetizam como *Corporate Venturing*: Conglomerados investidores que investem em jovens empresas, normalmente na área de tecnologia, que encaixem suas estratégias e pertençam aos respectivos conglomerados. Exemplo: *Virgin Group, Olivetti, Microsoft, Intel, etc.*

- *Sociedade de Capital de Risco (SCR):*

Os investidores podem formar ou adentrar numa Sociedade de Capital de Risco (SCR): empresa na forma de pessoa jurídica, a qual investe em um ou mais empreendimentos. Tais entidades foram as primeiras idealizadas no início da indústria brasileira do *Capital Empreendedor*. O objetivo social exclusivo das SCR é a aplicação de capital na subscrição, integralizada em dinheiro, ações, cotas de pequenas e médias empresas ou ainda, debêntures conversíveis em ações. Além disto, o objetivo da SCR é a valorização da empresa, para que a sua participação possa, a médio e longo prazo, ser vendida por um preço compensador (SÁ, 1987; SIQUEIRA, 2005).

Ribeiro e Badin (2001) expõem que os investidores constituem sociedades que participam do capital de outras empresas. Possuem perspectiva de investimento de médio e longo prazo, para obter retorno financeiro posteriormente e ao final do prazo alienar a participação societária. Além dos recursos financeiros estas sociedades criam diversos tipos de fundos especializados.

Seja qual for o tipo de investidor de *Capital Empreendedor*, ele é um parceiro temporário de negócio. Busca administrar eventos específicos, em períodos oportunos da existência do negócio. Portanto, observa-se que há qualidades em todos os tipos de investidores, como: sofisticação; profissionalismo; relacionamento com alcance internacional, cujo suporte financeiro pode ser fundamental no momento de expansão do negócio; parceria operacional estreita com empreendedor; trazem gerentes profissionais para cargos de diretor-executivo e diretor-financeiro; possuem expectativas em termos de propriedade e controle da empresa, retorno esperado sobre o investimento e necessidade de estratégia de saída claramente definida ao seu capital; esperam proteções e preferências contratuais.

Os empreendedores muitas vezes, erradamente, focam apenas a problemática da proporção da participação societária. No entanto, mesmo sem uma participação societária majoritária, o investidor pode efetivamente controlar e conseguir maiores rendimentos financeiros ou poderes de gestão de uma empresa através de cláusulas nos acordos societários.

O quadro 4 apresenta uma comparação entre os investidores *Angels* e os *Venture Capitalists* constituídos através de organizações.

ASPECTOS	<i>Business Angels</i>	<i>Venture Capitalists</i>
Perfil dos Investidores	• Empreendedores	• Investidores
Características das Empresas Investidas	• Pequenas empresas nas fases <i>seed</i> , <i>start-up</i> .	• Médias empresas que estão na fase de expansão.
Due Diligence	• Mínima	• Profunda
Local de investimento	• Relevante	• Irrelevante
Contratos	• Simples	• Pormenorizados
Acompanhamento	• <i>Hands-on</i>	• Estratégico
Previsão de saída	• Menor importância	• Maior importância

Quadro 4 - Comparativo entre investidores *Business Angels* e os *Venture Capitalists*

Fonte: Adaptado pelo autor a partir de Ribeiro e Badin (2001).

Zinder (1998) explica que nos Estados Unidos investidores em fundos de *Capital Empreendedor* são tipicamente instituições muito grandes, como fundos de pensão, empresas financeiras, companhias de seguros e inclusive universidades – todas investem uma porcentagem pequena que compõe o total dos fundos de investimentos de *Capital Empreendedor*. Tais investidores esperam um retorno de 25% a 35% ao ano e aplicam apenas uma pequena parte em cada fundo. Além disto, o que leva essas instituições a investirem em um fundo não são os investimentos específicos, mas sim o *track record*³⁷, a história do fundo de investimentos e a confiança entre seus próprios parceiros. Os investidores apostam em empresas mais competitivas e que proporcionem maior rentabilidade.

Os investidores também exigem determinados direitos para terem algumas garantias, caso o negócio e o plano não dêem certo. No caso de liquidação da empresa, os investidores tem preferência; ou seja, eles são os primeiros a reivindicar os ativos da empresas. Além disto, freqüentemente bloqueiam direitos e votam nas decisões fundamentais, como, quanto aplicar e quando vender o empreendimento (ZINDER, 1998).

Onde o investidor maximiza o valor de seu *portfólio*? Se existisse um mundo ideal, todos os negócios em empresa seriam vencedores. Contudo, o mundo não é ideal; até mesmo com a melhor administração, as possibilidades de fracasso para qualquer empresa existem. A maioria tem bons planos, porém os casos de grande sucesso se restringem em apenas um em cada dez novos negócios. Considera-se que apenas 1% das empresas

³⁷ Histórico de saídas, bem sucedidas, realizadas por um gestor de PE/VC.

interessadas em *Capital Empreendedor* consegue investimentos e destas 10% são bem sucedida. Embora 1% seja a taxa de escolha do fundo, uma empresa pode submeter seu plano a vários fundos, logo a taxa de sucesso do ponto de vista da firma é bem maior.

Há vários componentes críticos a serem considerados para um empreendimento ter um bom sucesso. As melhores companhias podem ter 80% de probabilidade de sucesso. Contudo, até com estas vantagens, a probabilidade de sucesso eventual será menor que 20%, porque faltam elementos para fortalecer todo o empreendimento.

Ao constituírem fundos de investimentos de *Capital Empreendedor*, é importante lembrar que cada fundo tem um tempo de duração pré-determinado. No caso americano, a vida dos fundos é de sete a dez anos. Alguns investimentos duram apenas os primeiros dois ou três anos e em outros, até amadurecer, mas a média geral é de cinco ou sete anos (ZINDER, 1998).

Há investidores de *Capital Empreendedor* que focalizam recursos em empresas de alta tecnologia e inovadoras. Ao contrário do estereótipo que os investidores esperam tranquilamente pelos planos de negócio e idéias virem a eles, muitos investidores pesquisam as empresas inovadoras excepcionais ativas e com especialidades e possibilidades de comercializar tecnologias promissoras. Isto reúne os talentos do negócio com culturas científicas que geram tecnologias altamente inovadoras (BYGRAVE; TIMMONS, 1992).

Ao observar separadamente os investidores individuais (*Angels*) e os investidores corporativos, pode-se notar as diferenças. Alguns investidores particulares que crescem muito criam organizações familiares. Os investidores familiares ou individuais de *Capital Empreendedor* são os remanescentes de um modelo primórdio dessa indústria. A segunda grande categoria, investidores corporativos, consiste em instituições que surgiram a partir de 1960 nos Estados Unidos; logo a comunidade de *Capital Empreendedor* foi institucionalizada. Atualmente há centenas de investidores de *Capital Empreendedor* - corporações, sócios, grupos familiares e individuais (GLADSTONE, 2001).

O investidor pode aplicar em quatro categorias de produtos: revolucionário, inovativo, evolutivo e substitutivo. Os produtos revolucionários são extremamente difíceis de financiar em qualquer lugar.³⁸ A resposta com certeza será: naqueles que houver maior lucratividade (GLADSTONE, 2001).

³⁸ A metáfora da corrida de cavalo, explicada no tópico do empreendedor, Birley e Muzyka (2004) comentam que o investidor é como o “olheiro” experiente que observa principalmente dois fatos fundamentais nos empreendimentos, primeiro que o futuro simplesmente não pode ser previsto com certeza, e segundo que existe

Tanto os investidores, como os empreendedores esperam que o desempenho do empreendimento exceda as projeções. No processo de investigação os investidores buscam dados extras para certificarem suas perspectivas, tais como: todos os elementos do plano de negócios “se encaixam”, ou seja, são reais; os riscos relevantes foram identificados e considerados; os retornos previstos representam remuneração adequadamente ao risco suportado pelo investidor e pelo empreendedor; e, a equipe de administração garante o gerenciamento adequado do negócio.

Há também a comparação dos investidores como garimpeiros que consomem grande quantidade de tempo e energia para separar areia e pedregulhos de pepitas de ouro. Da mesma forma os investidores separam uma grande quantidade de oportunidades, para identificar aquelas com um verdadeiro potencial e merecedor de consideração e investimento financeiro.

Segundo Birley e Muzyka (2004), os investidores de *Capital Empreendedor* após estudarem muito o empreendimento antes de investir, selecionam apenas uma ou duas, dentre duas centenas, que apresentam os parâmetros recomendados às empresas interessadas na atividade do *Capital Empreendedor*. Inicialmente, são os principais fatores relevantemente estudados e pontuados.

Christensen e Raynor (2003) comentam que no final da década de 1990, os investidores americanos de *Capital Empreendedor* aplicaram somas de capital em empresas ainda incipientes, o que resultou numa valorização extraordinária de suas ações. Eles destacam o estudo sobre o fenômeno da "bolha" dos investimentos de *Capital Empreendedor* durante as décadas de 80 e 90. Muitos investidores de *Capital Empreendedor* concluem que precisam construir fortes posições de investimento em determinada "categoria", mas tais investidores podem desenvolver o que chama de "miopia do mercado de capitais"; esta visão não considera o impacto que os investimentos de outras empresas exercerão sobre a probabilidade de que seus próprios investimentos sejam bem-sucedidos.

Quando quantias maciças de *Capital Empreendedor* convergem para um setor em que os investidores percebem fortes economias de escala e intensos efeitos de rede, os fundos e as empresas em que investem são compelidos a envolver-se em movimento de "manada". As empresas buscam, por todos os meios, gastar mais do que os concorrentes, pois a taxa de despesas relativa e a capacidade de execução relativa impulsionam o sucesso.

inevitavelmente um elemento de sorte envolvido na “escolha de vencedores”. Por isto, antes de apostar (investir) é fundamental reunir o maior número de informações sobre as condições do cavalo (negócio), da pista (mercado) e do jóquei (empreendedor) na esperança que os dados adicionais aumentem a capacidade de superar e confirmar os fatos. Esta analogia é totalmente similar ao mundo do investidor do *Capital Empreendedor*.

Observa que ao se iniciar tal movimentação, os fundos de investimento não têm alternativas, senão engajar-se nesse comportamento, caso queiram participar do ramo de negócio pretendido.

Entre meados da década de 1980 e princípios da de 1990 - o período que se seguiu a primeira bolha de investimento - os retornos para o *Capital Empreendedor* foram próximos a zero e verificou-se o declínio nos resultados nos anos seguintes de investimentos em empresas “ponto.com” e de telecomunicações, em fins da década de 1990, conseqüentemente os investidores ficaram mais atentos a este segmento.

Campos e Barbieri (2002) afirmam que no Brasil, para que os fundos de pensão e agentes do mercado possam participar/investir, eles têm que necessariamente ser regulados pela CVM. Portanto, nenhum fundo com capital local foi constituído fora da CVM, lembrando que a Votorantin Ventares, Promon Ventares e outras iniciativas de empresas nessa área não são tecnicamente consideradas como fundos, mas alocações orçamentárias de capital exclusivamente da própria empresa.

Essas companhias de *Capital Empreendedor* não entram sozinhas num projeto, elas investem junto com outras companhias de *Venture Capital* ou *Private Equity*. Juntam-se para serem fortes e investirem altas somas em vários projetos, formando uma carteira de aplicação de risco. Por isso, com tanto aporte de capital consegue-se chegar ao resultado almejado muito mais fácil do que se tal projeto recebesse doses homeopáticas de capital. São tecnicamente considerados como fundos, mas são alocações orçamentárias de capital exclusivamente da própria empresa.

4.2.2 Fases de Investimentos

As fases de investimentos misturam-se com o estágio de desenvolvimento da empresa e a própria categoria de investidores. São várias as fases no desenvolvimento de um negócio, desde sua concepção ou idéia até o estágio em que o empreendimento entra em sua fase de maturidade, sendo que estão diretamente relacionadas com os tipos de fontes de recursos disponíveis em cada estágio.

Os estágios do ciclo de vida de uma empresa e as necessidades de investimentos que os envolvem, se resumem em grandes etapas apresentadas na figura 2,

sendo as primeiras as mais críticas³⁹ (CAMPOS; BARBIERI, 2002; SANTOS; CUNHA, 2004).

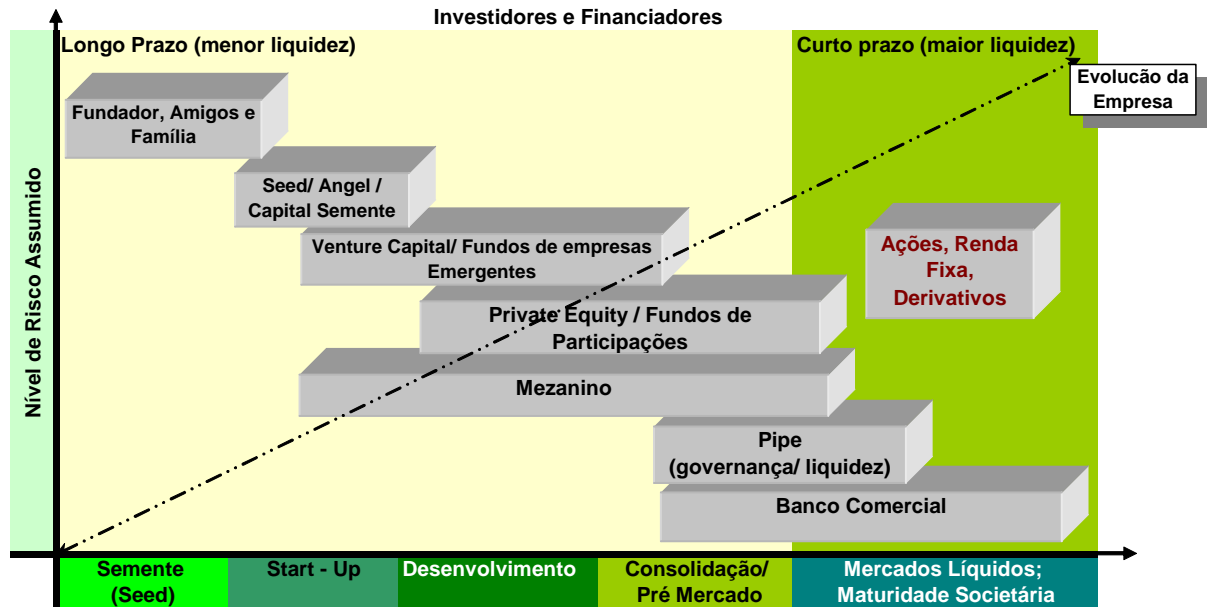


Figura 2 – Fases de investimentos

Fonte: Adaptado pelo autor a partir de FGV/CEPE (2006)

Para Barbierato (2000) e Ribeiro e Badin (2001), no processo decisório os estágios são fundamentais para as escolhas dos veículos de investimentos. Uma empresa *start-up*, até tornar-se uma companhia de capital aberto em bolsa de valores, normalmente necessita passar por fases distintas de desenvolvimento e de investimentos.

Em cada uma das etapas de investimentos, os riscos são diversos, assim como são maiores os elementos disponíveis para a tomada de decisão. É claro que, ao tomar a deliberação em um estágio, o investidor já embute suas expectativas para os próximos. O objetivo deste trabalho é o processo decisório⁴⁰ pertinente ao estágio inicial, nos quais os subsídios para a tomada de decisão são escassos e há incerteza e assimetria informacional.

Nas diversas fases representadas, as empresas necessitam de diferentes formas de financiamento e perfis de investidores. Um dos principais desafios dos ciclos de

³⁹ Fases iniciais acima são as mais críticas em termos de disponibilidades de capital. Até mesmo nos EUA onde essa cultura está bem disseminada, a minoria dos investimentos é em estágio inicial, exceto se o negócio desponte algo potencial de crescimento e lucratividade rápido. Assim, naquele país os *Angels* cumprem papel destacado nestas fases. No Brasil, não foi detectado pesquisa exclusiva sobre *Angels* para mensurar a participação deles nestas fases.

⁴⁰ Detalhamento sobre o processo decisório em seção posterior.

investimentos é fazer com que a comunidade investidora ofereça aos empreendedores não apenas os recursos financeiros, mas também suporte de gestão para aumentar as chances de sucesso do empreendimento. Atenção especial deve ser dada ao momento do desinvestimento que, quando viável, é considerado o fechamento do círculo virtuoso do Capital Empreendedor. O quadro 5 detalha as fases dos investimentos e as características dos estágios da empresa investidas.

Campos e Barbieri (2002) também comentam sobre o desinvestimento, que ocorre na quarta etapa e pode tomar várias formas: via venda direta a outra empresa, normalmente maior; via recompra por parte dos empreendedores e/ou gestores da empresa; pela venda da participação no mercado acionário, especialmente no mercado secundário; ou ainda pela liquidação da empresa, no caso de insucesso no negócio. O desinvestimento é um dos fatores críticos para qualquer investidor, pois o seu retorno é, geralmente, através de ganhos de capital obtidos na venda da sua participação na empresa. Caso não haja previsão de alternativas para o desinvestimento, certamente não fazer o investimento inicial.

A expectativa de liquidez aos investimentos de *Venture Capital* é um dos fatores mais relevantes ao desenvolvimento dessa modalidade. A possibilidade de negociação das cotas dos fundos, através da existência de um mercado de capitais ativo, proporciona a liquidez tão almejada pelos investidores, tornando-se um aspecto desejável do mercado para efeito de apoio às pequenas e médias empresas emergentes de base tecnológica. Entretanto, os fundos de *Venture Capital e Private Equity* são veículos ilíquidos por definição. Segundo suas próprias palavras: a carteira de aplicações desses fundos é ilíquida (empresas de capital fechado, em processo de desenvolvimento). Portanto, as quotas subscritas destes somente podem seguir a mesma característica de iliquidez (CAMPOS; BARBIERI, 2002).

Qualquer instrumento para gerar liquidez às quotas desses fundos seria motivo de tentar desviar o fundamento natural desses veículos, em artifícios ou simulações de pouca validade e de nenhuma sustentação prática ou teórica. Algumas tentativas para gerar liquidez em alguns fundos foram desastrosas no passado, quando muitos investidores brasileiros entraram nesta atividade por falta de desconhecimento do mecanismo.

Fases	Descrição da fase de investimento e as características da empresa investida
Capital semente (<i>seed money</i>)	<ul style="list-style-type: none"> o A idéia de um empreendimento está sendo concebida e o empreendedor necessita de capital para começar a pesquisar e desenvolver o modelo do negócio. o Geralmente, os recursos são provenientes do próprio empreendedor, da família ou de amigos mais próximos, sendo que muitos desfazem de bens (carros, imóveis ou poupança) para iniciar sua idéia para começar o negócio. o Momento importante, pois a alta sensibilidade (mortalidade) do negócio pode afetar todo o histórico. o Fase pré-operacional da empresa: ocorre a idéia do empreendedor, geralmente através de P&D; confirma-se a viabilidade técnica e econômica, há o desenvolvimento do projeto ou testes de mercado ou registro de patentes. o Os recursos são investidos em pesquisa técnicas e de mercado, desenvolvimento de produtos, construção de protótipos, testes e elaboração de planos de negócios.
Capital inicial (<i>start-up</i>)	<ul style="list-style-type: none"> o Fase de estruturação, em geral nos primeiros anos de seu funcionamento. Pode não estar vendendo ou ainda comercializando pouco, embora possa ter sido feito testes e outras sondagens que mostrem a possibilidade de vir a ser uma excelente oportunidade de investimento em função de seu potencial. o Inicia a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para detalhar e colocar em prática o plano de negócios. o Necessário à empresa no final da fase embrionária que se encontram no processo de implementação de idéias e organização de suas operações, para efetivar suas atividades, contempla as atividades de localização, aquisição de imobilizado. o O empreendedor inicia a implementação das operações da empresa, as quais oferecem um fator de risco elevado, pois não há um histórico de atividade suficientemente sólido que permita suportar a qualquer tomada de decisão.
Expansão (<i>expansion</i>)	<ul style="list-style-type: none"> o O risco é menor do que na fase inicial, pois a empresa está mais reforçada, atua com credibilidade agregada pelo investidor inicial. o A empresa tem operações estabelecidas, porém requer mais recursos para desenvolvimento de novos produtos e um aumento da capacidade de produção, assim precisa maior volume de capital, principalmente de giro, investir em estrutura administrativa e <i>marketing</i>, expandir a planta de produção, a rede de distribuição e a comercialização. o A empresa deve possuir vantagem competitiva clara, produtos pesquisados e corpo técnico preparados, contratos de exclusividades de fornecimento e outras qualidades distintas de seus concorrentes. o O aporte financeiro é normalmente maior do que nos estágios anteriores e é liberado à medida que as etapas, estabelecidas entre o investidor e o empreendedor, são cumpridas. o Dependendo da quantidade de capital necessário, o aporte poderá ser formado por veículos de investimentos constituídos por vários investidores. o Estimasse ocorrer rápido crescimento das receitas e das operações, assim é comum que a empresa comece a procurar outros parceiros ou empresas para serem adquiridas, de modo a acelerar a consolidação de seu negócio. o Também é possível que, embora haja progresso e/ou as receitas se apresentem altas nesta fase, a geração de lucros ainda não tenha acontecido em decorrência do montante investido, pode precisar de suporte ao crescimento, para elevar o volume de vendas, apresentar lucro. Normalmente atinge o ponto de equilíbrio. o Pode ocorrer o <i>First Round Financing</i>: é quando o fundo de <i>Venture Capital</i> procura parceiros novos de investimento, àquele empreendimento aplicado, para tentar angariar mais recursos e diluir o risco. o Pode ocorrer a segunda rodada de investimentos, <i>Second Round Financing</i>, cujas condições são parecidas a anterior, porém com preços de quotas mais elevados e riscos menores ainda.
Consolidação e saída dos investidores iniciais (<i>Later stage</i>):	<ul style="list-style-type: none"> o A empresa atingiu uma taxa de crescimento estável e fluxo de caixa positivo. Momento que os investidores iniciais realizam seus ganhos. o No caso de sucesso a participação dos investidores é avaliada em um montante muito superior ao capital inicialmente investido. o Influência a venda: a consolidação, a expansão, perspectivas de crescimento, aberta por emissões de ações ao público, fusão ou aquisição. Ocorre a venda integral ou parcial da participação societária dos investidores. o Desinvestimento ou saída (<i>exit</i>): momento do investidor colher os resultados e abandonar a empresa investida, seja vendendo sua cota parte a outro investidor ou retornando aos sócios empreendedores ou ainda a terceiros.
Aquisição (<i>Acquisition Finance</i>)	<ul style="list-style-type: none"> o Aporte de capital para que a empresa adquira uma terceira companhia. Inclui-se nesta categoria o financiamento do tipo <i>mezanino</i>, que utiliza uma combinação de dívida e empréstimo.
Tomada de controle por executivos	<ul style="list-style-type: none"> o Também nominado com “aquisição externa ou interna pelos funcionários” / <i>Management Buyout/In</i>. o Aporte para que uma equipe de gestores, da própria empresa ou externos, adquira o controle.
Ponte ou Capital Pré-emissão (<i>Bridge Finance</i>)	<ul style="list-style-type: none"> o Aporte para empresa que planeje abrir o capital através de bolsa de valores até em um ano. Pode envolver as posições acionárias dos sócios majoritários. A abertura de capital é uma fase em que a empresa busca financiamentos em mercado aberto, realizando a operação de IPO. o A existência de grandes investidores institucionais, companhias tanto de <i>Venture Capital</i> como de <i>Private Equity</i> em estágios prévios, atribuem grande confiabilidade a estas empresas ascendentes no mercado.
Recuperação (<i>Turnaround</i>)	<ul style="list-style-type: none"> o Financiamento para empresa com dificuldade operacional e/ou financeira.
Maturação (<i>early</i>):	<ul style="list-style-type: none"> o Decorre até a empresa atingir o seu ponto de equilíbrio.
Refinanciamento:	<ul style="list-style-type: none"> o Para redução deste nível de endividamento a empresas endividadas.
Risco do capital (<i>risk capital</i>):	<ul style="list-style-type: none"> o Instrumento de anotação para haveres investidos, algumas vezes também referido como capital de investimento ou capital de risco.
Estratégia de saída (<i>exit strategy</i>):	<ul style="list-style-type: none"> o 1º caminho ao empresário adquirir os seus recursos externos de risco; o 2º veículo para venda do empreendimento; o 3º os investidores de risco olham quando estão analisando novos fundos de risco.

Quadro 5 – Fase de investimento e as características da empresa investida

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Barbierato (2000), Ribeiro e Badin (2001) e Ribeiro (2006).

4.2.3 Oferta e Demanda de Recursos Financeiros na Presença de Assimetria Informacional

Pavani (2003) destaca a existência da assimetria informacional entre tomador e o investidor. Há as imperfeições de mercado na obtenção da informação e a natural relação entre esses atores. Para reduzir a assimetria informacional, deve-se criar uma linguagem comum entre os atores. O Plano de Negócios é o documento ao qual ambas as partes têm acesso; ele reflete os objetivos, as tendências de mercado e as estratégias.

Existem informações que surgem apenas com a experiência, convivência e conhecimento implícito do negócio que são do tomador e de difícil acesso pelo investidor. Na posição do investidor, também há informações de complexo acesso e compreensão. Nesta relação das partes compete ao investidor analisar o projeto e caso seja confiável decidir, enquanto o tomador analisa as condições da operação para viabilizar o seu negócio. Outras formas de minimizar a assimetria informacional envolvem operações locais, desenvolvimento de responsabilidade e geração de canais e de códigos.

As operações locais envolvem uma relação efetiva de forma descentralizada e local, podendo aliviar problemas de obtenção de financiamento e de monitoramento dos investimentos. As relações e conhecimentos locais (mesmos códigos, geografia e cultura) podem ajudar na diminuição da assimetria. Por exemplo, há investidores que aplicam apenas em negócio que se situam no máximo a 100 quilômetros de sua sede⁴¹. É uma forma de poder deslocar-se normalmente e com frequência em uma hora.

O desenvolvimento de responsabilidade envolve um aprendizado interativo durante o processo de investimento. Nas empresas e para os investidores, as competências desenvolvidas são diferentes: competência técnica versus competência financeira. As relações entre tomador e investidor são aprofundadas e preservadas se houver a permuta de informações e a responsabilidade for desenvolvida mutuamente. Contudo, apenas competência específica não é relevante. Tão importante é o entendimento da maneira de pensar no mundo financeiro e do negócio.

⁴¹ O tempo, a distância, a dedicação dos investidores e o deslocamento de informações de ambos os lados para com as empresas investidas influenciam na existência da assimetria informacional. Gladstone (2001) destaca que os investidores preferem empreendimentos próximos fisicamente porque há economia de tempo. No caso do Brasil, Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006) demonstram que há o limite de tempo e distância em torno de 100 km ou uma hora de viagem.

Um nível de coerência social e cultural ajuda a existência de boas relações entre empreendedores e sua equipe com os investidores. O investidor deverá obter conhecimento específico sobre aspectos técnicos do negócio. Por outro lado, o tomador deverá obter informações sobre o mercado financeiro (instrumentos financeiros, tipos de operações e etc.), deverá ter conhecimento das questões técnicas, de mercado e da equipe, para poder diminuir os problemas de incerteza⁴² sobre o projeto e as pessoas que vão administrar o risco do negócio.

A troca de conhecimento é um importante facilitador ao acesso de recursos financeiros. Logo, devem ser criados canais e códigos mútuos para uma comunicação eficiente; eles devem refletir as diferenças culturais, geográficas e organizacionais entre tomador e investidor. Numa conferência de indústria de *Capital Empreendedor* na Califórnia, a investidora veterana Brent Rider foi desafiada a destacar o papel ativo do investidor. A resposta dela foi enfática: "O valor agregado à gestão de forma freqüente, além do dinheiro, gera a margem de sucesso, ou na sua falta o fracasso" (BYGRAVE; TIMMONS, 1992).

Pavani (2003) expõe a comunicação com harmonia entre o captador⁴³ de recursos financeiros e o investidor⁴⁴. Altos níveis de insegurança e riscos são obstáculos para financiar negócios, desta forma existem três alternativas para reduzir a assimetria e informações, conseqüentemente a incerteza e o risco: diminuir a assimetria de informações e criar códigos comuns entre os atores; fazer com que os projetos de maior risco sejam financiados por instituições governamentais; e estabelecer relações estáveis entre os atores.

Em suma, as relações dinâmicas que se estabelecem entre esses atores geram fluxos de informações, conhecimento, recursos financeiros, ativos e autoridade. A relação - tomador e investidor - implica na troca de informações e de recursos financeiros, sob uma série de regras pré-definidas. O tomador apresenta as informações por meio do plano de negócios.

O negócio e a capacidade das pessoas em realizar o plano são analisados. As informações são conferidas. Finalmente quando o negócio acontece, os recursos financeiros são trocados por participações acionárias. A firma é acompanhada, enquanto está no *portfólio* do fundo, o qual mantém a CVM informada e a firma investida presta informações ao fundo.

⁴² Informação assimétrica e oportunismo.

⁴³ O captador (também denominado por outros autores como tomador ou empresa ou negócio investido) dos recursos financeiros é empreendedor ou empreendimento que necessita de recurso.

⁴⁴ O investidor que empresta (também denominado por outros autores como tomador investidor ou fundo de investimento ou capitalista) é aquele que provê os recursos financeiros.

Quando ocorre a venda das ações, o empreendimento passa a se relacionar com seus novos investidores: o público ou as empresas que as adquiriram. Assim, todos os outros atores influenciam o processo de decisão do empreendedor e do investidor, através de relações que fluem recursos financeiros, informações, conhecimento e autoridade (PAVANI, 2003). Qualquer quebra de confiança ou falta de integridade das informações e inter-relacionamento pode afetar toda esta cadeia.

Ao efetivar um investimento, o *Venture Capital* se expõe aos riscos associados ao negócio (inovação) e à equipe empreendedora que é responsável pelo bom uso dos recursos conferidos, além de administrar o negócio para o rumo esperado. Ambos os riscos são potencializados por assimetrias informacionais⁴⁵ e de responsabilidade entre as partes. Em tais circunstâncias, tanto o *Venture Capital* quanto a equipe empreendedora se deparam aos chamados problemas de agenciamento, denominados de “seleção adversa⁴⁶”, “quebra de contrato” e de “risco moral⁴⁷”.

4.2.4 Critérios e rotinas na escolha do negócio a ser investido

Quanto ao empreendedor ser uma pessoa chave do negócio avaliado antes de investir, a experiência da mais antiga gestora de fundos no Brasil, CRP – Companhia Riograndense de Participações, revela que é importante aproveitar a experiência ao avaliar as pessoas que irão administrar o negócio, em especial do empreendedor. Com mais de 20 anos de mercado, a CRP não quantifica as dezenas de empresários que interagiram com a sua equipe e tentam passar isso aos demais. “O que perguntar e que tipo de resposta esperar é subjetivo, não existe um instrumento exato para avaliar o empresário. Agora esta avaliação se torna mais efetiva quanto maior a carga de experiência se tem” (PAVANI, 2003, p. 75).

O empreendedor que busca captar recursos de *Venture Capital* precisa ter a ciência prévia de alguns critérios considerados na avaliação dos negócios antes de sair no mercado apresentando diversos projetos e gastando energia. Pois a realização do negócio entre a empresa a ser investida e o fundo é precedido das seguintes atividades realizadas pelo fundo. Esta mesma autora explica tais fases:

⁴⁵ Omissão ou desencontro de informações de uma ou ambas as partes num negócio.

⁴⁶ Seleção adversa: os agentes sabem que não irão cumprir o contrato.

⁴⁷ Risco moral: ao longo do contrato os agentes quebram unilateralmente o contrato.

- a) Prospecção: pesquisa de negócios com as características pré-definidas pela política ou tema do fundo, as quais podem ser porte, segmento de atuação, região geográfica, estágio de desenvolvimento da empresa, etc.;
- b) Seleção e análise: O processo que inicia através da análise do Plano de Negócios, segue pela verificação analítica de informações e documentos – *due diligence*. São itens de avaliação a viabilidade do negócio, as perspectivas de crescimento, a dinâmica do mercado, os riscos envolvidos, o retorno que a empresa pode gerar, a saúde financeira, os contratos com fornecedores, clientes e diversos, além da capacidade da equipe empreendedora e gerencial em realizar o Plano de Negócios;
- c) Negociação: Após a avaliação do valor do negócio e de seus riscos, o fundo de investimento apresenta uma proposta de compra das ações e de acordo de acionistas. Neste acordo de acionistas estão explicitadas as regras de relacionamento entre o fundo e a empresa, além dos direitos e deveres das partes;
- d) Investimento: Através da aquisição de ações ou outros valores mobiliários, a estratégia central é estruturar uma carteira de empresas, como forma de diminuir o risco total do *portfólio* e garantir rentabilidade.

A figura 3 permite visualizar os níveis dos critérios de avaliação dos negócios pelos investidores. Caso alguma etapa de avaliação não seja atingida, não avança à etapa posterior:

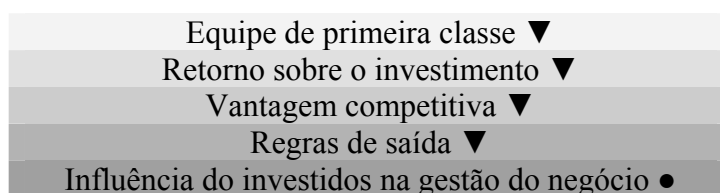


Figura 3 – Níveis dos critérios de avaliação dos investidores

Fonte: Adaptado pelo autor a partir de Pavani (2003)

O empreendedor deve estar consciente de que a seleção depura poucos negócios pretendentes para ter investimentos do *Capital Empreendedor*. A seleção permite identificar os melhores empreendimentos ou aqueles que possuem características adequadas e capacidade de lucratividade alta. Para Pavani (2003) nos Estados Unidos a média é de 1% de investimento por plano de negócio inscritos, há fundos que selecionam até 2%, enquanto

outros apenas 0,5% dos projetos recebido⁴⁸. No Brasil a média geral de investimentos também é de 1% dos projetos apresentados (CARVALHO, RIBEIRO; FURTADO, 2006).

Silva e Bueno (2002) expõem que a estrutura do investimento privado pode ser dividida em 4 categorias:

- a) Risco e retorno – estrutura financeira;
- b) Motivação para empreendedores e funcionários chave – provisão de contrapartida para sócios fundadores e empregados;
- c) Controle – condições com respeito à governança corporativa e direito dos proprietários; e
- d) Saída – possibilidades de liquidação.

Para evitar a seleção adversa⁴⁹, a melhor maneira adotada pelos investidores de *Capital Empreendedor* é um ato chamado de “*due diligence*”, que envolve o levantamento de todos os dados sobre o negócio e da equipe, inclusive através de visita e inspeção da empresa investida. Quanto ao caso do problema do risco moral, o *Venture Capital* busca evitar o possível desalinhamento de interesses (incentivos) entre as partes, tanto através de cláusulas contratuais, conhecida como estrutura de negociação (“*deal structure*”), quanto através de monitoramento. Deste modo, é essencial uma estrutura maleável e competente, que alinhe o interesse entre as partes, além de proteger, tendo em vista as diferentes situações que a empresa enfrente.

O “*deal structure*” refere-se aos elementos do negócio e do processo pelos quais esses instrumentos conseguem ser formalizados. Não existe uma forma ideal para estabelecê-la, pois é necessário um equilíbrio de interesses e necessidades entre o empreendedor e o investidor. A estrutura negociada em um empreendimento é resumida no termo de compromisso (“*term sheet*”), documento que guia os advogados e contadores para o acordo de investimento. Tal instrumento deve ser ajustado para cada situação, conforme acordado entre o empreendimento e o investidor.

Para a indústria de *Venture Capital* a estrutura de negociação é fundamental, além de ser utilizado no fechamento do acordo, pode ocorrer diante das diferentes percepções e interesses entre as partes. As evidências empíricas citadas e o ambiente de alto risco dessa atividade, ajudam a ilustrar o porquê da utilização tão freqüente de títulos do tipo preferencial

⁴⁸ Segundo Nesheim (2000 apud NAKAGAWA, 2004), nos Estados Unidos, apenas 6 (seis) em cada mil empresas analisadas, equivalente a 0,6%, recebem investimento de *Venture Capital*. No Brasil, esta relação pouco se altera e cerca de 10 empresas em cada mil (1%) recebem investimento (FRY; STONER, 1985 apud NAKAGAWA, 2004).

⁴⁹ Pode incluir projetos ruins ou excluir projetos rentáveis.

e conversível, provisões anti-diluição, individualização dos direitos de propriedade, sindicalização de investimentos e aportes escalonados.

O termo de compromisso visa alinhar os interesses e mitigar os riscos existentes. O termo de balancete ou sumário da condição principal para o investimento é proposto através da firma de capital de risco à companhia. Pode ter muitas formas e deve fundamentalmente conter os seguintes fatores:

- a) Acordo sobre o valor do negócio e a tabela de capitalização (esta tabela contém os tipos de títulos a serem emitidos pela empresa e o número de títulos em circulação);
- b) Termos financeiros e legais do investimento; e,
- c) Direitos e obrigações legais de ambas as partes.

Barbierato (2000) explica que companhias de *Capital Empreendedor* administram fundos de risco que investem em projetos de empresas ou em empresas em início de operação (*start-ups*), em ambientes extremamente cercados de incertezas, mas com possibilidades de altos retornos.⁵⁰ Segundo Judice e Baêta (2003), os fundos brasileiros são recentes; os pioneiros iniciaram a atividade nos anos 90 e a atividade voltou a acelerar o ritmo após 2000. No ano de 2001 operavam no país 37 fundos de investimentos brasileiros de *Venture Capital* e *Private Equity*, três realizaram investimentos em biotecnologia: FIR Capital Partner, Votorantim Ventures e Rio Bravo. Em 2005 o número saltou para 101 fundos de investimentos brasileiros (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006).

Titericz (2003) aponta que as organizações de *Venture Capital* são influenciadas por diversos fatores, mas as dificuldades na obtenção de recursos podem acontecer nas provisões ou nas demandas de *Venture Capital*. Enquanto a provisão demonstra a intenção de investidores em aplicar recursos em fundos de *Venture Capital*, a demanda é o sinal de desejo dos empresários em captar recursos desta mesma fonte.

Segundo Ribeiro e Badin (2001), ao analisar o plano de negócios de uma empresa, o investidor de *Venture Capital* procura identificar o real potencial do negócio, assim como a habilidade do empreendedor e o risco de financiar tal empreendimento comparado aos ganhos prospectados.

Ao analisar o produto e o cliente do *Capital Empreendedor*, é imprescindível considerar que a definição do tipo de investimento a ser realizado numa

⁵⁰ Nos Estados Unidos ao final da década de 50, foram criadas as empresas de investimento em pequenos negócios e formaram os primeiros fundos de *Venture Capital* com investimentos em diversos segmentos, em especial, em novos empreendimentos de alta tecnologia, segundo Judice e Baêta (2003). A relevância deste tipo de investimentos resulta da necessidade de prover recursos financeiros de longo prazo e suporte a gestão de empresas emergentes, com grande potencial de crescimento, mas sem condições de buscar financiamento nas organizações tradicionais de crédito.

empresa dependerá das características que possuir. Uma das formas mais comuns de classificar essas empresas é considerando o estágio de desenvolvimento em que se encontra (RIBEIRO; BADIN, 2001). A Governança Corporativa implantada no empreendimento também é essencial para empreendimentos de médio a grande porte (RECHTMAN; BULHÕES, 2004). A efetiva auditoria contábil, também é destacada; no Reino Unido é exigida auditoria de toda empreendimento interessado no *Capital Empreendedor* (BYGRAVE; TIMMONS, 1992).

Existe a comparação da tomada de decisão de aquisição de uma empresa aos princípios fundamentais de um investimento em mercado de capital e explicam que somente se houver um benefício líquido para aumentar o patrimônio dos acionistas deve-se efetivar o investimento. Assim, surge a maior complexidade desta transação, pois há os problemas naturais como: dificuldades da avaliação, os aspectos legais, fiscais, contábeis, assimetria de informações, divisão de resultados e funções. As condições de incerteza deste negócio são enfatizadas por Ross *et. all* (2002 apud NAKAMURA; FORTE; AGUIAR, 2006) como “não existir atividade mais dramática ou controvertida em finanças de empresas do que a aquisição de uma empresa por outra”.

4.2.5 Características das fontes de recursos, preferências dos investidores e critérios para concessão de Capital Empreendedor

De acordo com Birley e Muzyka (2004) os investidores de *Venture Capital* estabelecem parâmetros balizadores às empresas interessadas, antes de investir e estudarem muito sobre o empreendimento. Inicialmente são cinco principais fatores estudados e pontuados. Caso sejam superados, segue a avaliação à segunda parte por meio de outros elementos.

- a) Produto-mercado: abrange diversos aspectos da natureza do produto e do mercado, tais como tamanho projetado do mercado, crescimento e sazonalidade;
- b) Competitividade e estratégia: relacionada aos conceitos clássicos de estratégia e dinâmica competitiva e incluindo a natureza e o grau da concorrência, a força dos fornecedores e dos distribuidores e a capacidade de criar barreiras depois da entrada (a capacidade de bloquear outros de entrar no mercado);

- c) Equipe de administração: capacidades de liderança e histórico do principal empreendedor e da equipe de gestão;
- d) Competência da administração: inclusive as capacidades organizacionais e administrativas, de *marketing*, vendas, produção e financeiros que incluem, por exemplo, o tempo até alcançar o ponto de equilíbrio (*breakeven point*) e a taxa de retorno; e
- e) Vínculo de oportunidade do fundo de investimento com a natureza e com a localização do negócio: o fundo tem que ter conhecimento de que sua carteira e dos compromissos assumidos com seus investidores, considerar individualmente os negócios investidos (por exemplo: início de negócios, desenvolvimento, expansão, *buy-outs* e assim por diante).

Se superados os obstáculos, a avaliação prossegue para a segunda parte por meio de outros elementos analíticos. Alguns fatores são considerados no acordo como: a natureza específica do investimento; o estágio de desenvolvimento do negócio; e a capacidade de atrair outros investidores nos estágios subseqüentes.

Para estes mesmos autores, quando a avaliação por meio dos primeiros fatores for positiva, outros trinta e cinco fatores são mensurados e apresentados no quadro 6 a seguir. As diretrizes abaixo são importantes e devem ser demonstradas a todo tipo de investidor (sociedades, *holding*, especialistas em *Capital Empreendedor*, anjos, familiares e amigos) e financiadores (bancos, agências de fomento, órgãos governamentais), para provar que realmente há viabilidade no empreendimento. A colocação (*ranking*) indica que os investidores estão interessados em saber se o principal empreendedor e sua equipe têm liderança e capacidade administrativa necessárias para realizar a oportunidade, conforme o mesmo quadro.

Os procedimentos ou rotinas, em condições de incerteza e racionalidade limitada, permitem às empresas superar a incerteza processual e criar regularidades no processo, dada a impossibilidade de tomar a decisão ótima, pois o conhecimento perfeito e completo não está disponível; logo se criam mecanismos seletivos, dadas as condições de racionalidade limitada e informação assimétrica. Em um cenário de incerteza, os agentes adotam rotinas e regras estáveis de decisão porque buscam uma orientação para as suas decisões (DOSI, 1984; DOSI, 1994; DOSI; NELSON, 1994; DOSI; EGIDI, 1991).

Segundo Conceição (2001), há três tipos de rotinas: a primeira, procedimento padrão de operação, que se refere àquelas definidas no curto prazo em função do estoque de capital fixo, o qual determina insumos e produtos; a segunda, determina o comportamento do investimento, isto é, para as equações que administram o crescimento ou

declínio, medido através do capital; e, a terceira, envolve o processo deliberativo, refere-se ao processo de busca ou de procura adotado.

<i>Característica</i>	<i>Qualificação e competência</i>	
1. Potencial de liderança	○ Empreendedor principal	○ Equipe de administração
2. Experiência reconhecida	○ Equipe de administração no setor	
3. Histórico	○ Principal empreendedor	○ Equipe de administração
4. Posição de mercado	<ul style="list-style-type: none"> ○ Sustentabilidade ○ Taxa de retorno esperada ○ Tempo ao ponto de equilíbrio. ○ Crescimento e atratividade do mercado. ○ Grau de estabelecimento do mercado. ○ Natureza e grau da concorrência. ○ Estágio do investimento necessário. ○ Localização da empresa. ○ Tamanho projetado do mercado. 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Força dos fornecedores e dos distribuidores. ○ Número e natureza dos co-investidores já envolvidos. ○ Localização do negócio em relação ao fundo. ○ Sazonalidade de mercado do produto. ○ Grau de compreensão do mercado ao produto. ○ Capacidades de singularidade do produto e tecnologia. ○ Escala e oportunidade de rodadas futuras de financiamento.
5. Capacidades	<ul style="list-style-type: none"> ○ <i>Marketing</i>/vendas da equipe. ○ Realização de investimento. ○ Geração de retorno financeiro. ○ Financeira e contábil da equipe. ○ Criação de barreiras à entrada. ○ Influência na natureza do negócio. ○ Sensibilidade aos ciclos econômicos. 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Atendimento às restrições de financiamento. ○ Possibilidade de compartilhar o negócio. ○ Capacidade de atrair outros investidores. ○ Organizacionais e administrativas da equipe. ○ Produção/processos da equipe. ○ Adequação do produto e da empresa à carteira do investidor.

Quadro 6 - Características, qualificações e competências que os investidores requisitam das empresas financiadas

Fonte: Adaptado pelo autor a partir de Nakagawa (2004), Birley e Muzyka (2004) e Thompson (1967).

Desta forma, as rotinas são essenciais para que os veículos de investimentos possam escolher as empresas a investir e gerenciar a disponibilidade de recursos financeiros. As organizações precisam de um conjunto de rotinas relacionadas ao aprendizado, ou seja, apenas com rotinas e experiências bem sucedidas é que haverá bons resultados nos investimentos. Para definir este equilíbrio múltiplo, esse autor cita a definição de Dosi: “as rotinas e a lógica de mercado criam a distribuição de apostas tecnológicas e as probabilidades que dão forma à trajetória particular” (CONCEIÇÃO, 2001, p.80).

Rotinas são analiticamente similares aos genes na Biologia e têm um comportamento orientado por hábitos e costumes, que envolve aprendizado e seleção orientados pelo lucro. Assim, as rotinas são vistas como resultado do processo de aprendizado, e no sentido de Simon (1947 apud CONCEIÇÃO, 2001) a ‘racionalidade’

implícita nos modelos é certamente ‘limitada’. A visão inclui a avaliação permanente das oportunidades, vantagens e desvantagens competitivas defrontadas em ambientes competitivos mutáveis e o desenvolvimento de uma capacidade de resposta, através do processo de seleção, aprendizado e estabelecimento de novas rotinas (TIGRE, 1998).

A aprendizagem pode ser definida como um processo no qual a repetição e a experimentação faz com que, ao longo do tempo, as tarefas sejam efetuadas de forma mais rápida e melhor e as novas oportunidades operacionais sejam efetivamente experimentadas. A aprendizagem é cumulativa e coletiva e depende fundamentalmente de rotinas organizacionais codificadas ou tácitas. As rotinas constituem o fator determinante do comportamento das organizações. Uma vez estabelecidas as rotinas, substituem a necessidade de coordenação hierárquica rígida, permitindo a coerência das decisões por indivíduos que conhecem seu trabalho, interpretam e respondem corretamente as mensagens que recebem (TIGRE, 1998).

A ampliação dos retornos econômicos na exploração das oportunidades abertas por um determinado paradigma resulta no fortalecimento de três elementos chaves para a explicação da dinâmica inovativa:

- a) Cumulatividade: na medida em que os conhecimentos consolidados ao longo do desenvolvimento da trajetória passam a gerar retornos crescentes dinâmicos;
- b) Dimensão tácita e específica destes conhecimentos: conjunto de habilidades e informações que tendem a ser específicos às organizações, e que nascem a partir do modo com que estas lidam no seu cotidiano - assim a importância da noção de rotinas - dimensão organizacional - com o processo de solução de problemas;
- c) Apropriabilidade dos retornos: será maior, quanto maiores forem os dois primeiros elementos, e, em último caso, traduzem a busca inicial da apropriação de assimetrias concorrências.

Desta maneira, a organização cresce e se diversifica; ela tende a permanecer próxima do seu núcleo de competência, ou seja, dentro da trajetória tecnológica que domina, possui cumulatividade, apropriabilidade e conhecimentos tácitos (CUNHA, 1997).

Rezende e Nogueira (2003) expõem que o suporte prestado pelo investidor ao empreendedor alavanca o crescimento, devido às necessidades adicionais de investimentos operacionais e a produtividade, haja vista as demandas por processos e recursos mais estáveis e confiáveis à medida que o empreendimento caminha no ciclo de vida. Os empreendimentos nos quais já houve aplicação de um montante inicial de capital, seja do fundador ou de *angel*, em fase de *seed money*, costumam atrair as instituições que operam em *Capital Entrepreneur*. Através de um busca voluntária ou estimulada há o ingresso de recursos

basicamente para as necessidades de giro (*working capital*), proporcionando condições adequadas ao crescimento do empreendimento.

O aporte de capitais deriva da valoração do empreendimento, levando em conta atributos que vão além dos fatores econômicos. É importante considerar que não há regra única para uma avaliação acurada, principalmente em se tratando de uma nova tecnologia ou de um novo modelo de negócios.

A contratação de aporte de capital por meio de *Capital Empreendedor* abrange, por parte do empreendedor interessado:

- a) O estabelecimento dos objetivos que fundamentam a capitalização;
- b) Desenvolvimento de um plano de negócios para estimular a atenção dos investidores;
- c) Discussão de alternativas estratégicas, internamente e com os possíveis investidores;
- d) Divulgação da intenção de obter *Venture Capital* à comunidade de investidores;
- e) Agendamento e a realização de apresentações, conhecidas como: *road show*;
- f) Solicitação de retorno (*feedback*) das audiências;
- g) Ajustes do plano de negócios;
- h) Retorno detalhado de informações solicitadas;
- i) Abertura da empresa à inspeção por terceiros, denominada *due diligence*; e
- j) Discussão dos termos contratuais, tais como níveis de participação e regras de saída.

4.2.6 Gestão e Realização

Rezende e Nogueira (2003) analisam os resultados de painel com a participação de especialistas da atividade de *Capital Empreendedor* realizado pelo *Massachusetts Institute of Technology* (MIT), discutem o que os empreendedores buscam na indústria e sugerem o que os investidores procuram nas *start-ups*. Ao entrar em contato com VCs, o empreendedor deseja uma rede de comunicação, experiência profissional, estratégia de investimento, conforme o quadro 7.

De outro lado, ao ser contatado pelo empreendedor, o investidor tem as seguintes expectativas: recomendação prévia, capacidade, preparação e disposição do empreendedor para solucionar dúvidas, proposta admissível, entre outros aspectos.

O quadro 8 apresenta de forma sintética os assuntos normalmente encontrados ao longo do relacionamento entre VC e empresa emergente e o relacionamento

no meio de *Venture Capital*. Segundo Rezende e Nogueira (2003), a realização se dá por meio dos sinais dos retornos dos investidores. As fontes comuns de receita para uma empresa de *Capital Empreendedor* estão associadas à administração do patrimônio aplicado — *fees*⁵¹ ou *membership*⁵² —, que são prêmios cedidos por desempenho superior ao esperado na carteira administrada e ao exercício do valor acumulado pelos investimentos realizados.

Empreendedores	Investidores
<ul style="list-style-type: none"> ◆ Acesso a uma poderosa rede de comunicação; ◆ Afinidade entre os objetivos do empreendimento e as linhas dos investidores; ◆ Experiência operacional; ◆ Estratégia de investimento bem fundamentada; ◆ Recursos disponíveis e arrojado; ◆ Disposição e atitude de colaboração. 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Recomendação prévia de fonte confiável; ◆ Capacidade, preparação e disposição do empreendedor para se submeter a diversas reuniões, críticas e questionamento; ◆ Linha de raciocínio consistente e coerente; ◆ Proposta crível, relevante, viável, dentro do possível inovadora; ◆ Experiência anterior na discussão de projetos de financiamento; ◆ Existência de boas relações de emprego e trabalho e de uma cultura compartilhada na empresa a ser capitalizada; ◆ Participação na escolha de executivos; ◆ Participação decisiva nas decisões sobre aportes de capital ou de realização do investimento.

Quadro 7 - Expectativas de empreendedores e investidores

Fonte: Adaptado pelo autor a partir de Rezende e Nogueira (2003).

Relacionamento	
Questão	Solução
É melhor pegar logo o dinheiro ou esperar o sócio certo?	A solução é esperar, pois o parceiro errado custará mais. Exceto se estiver correndo atrás apenas de dinheiro, não terá escolha e não poderá esperar sempre.
Onde obter conselhos sobre aspectos duvidosos das propostas?	Um advogado e um contador, se não for algo complexo ou específico, o VC estará apto a explicar.
Que parcela de controle operacional o VC assume?	No mínimo 25%.
Como o VC faz o <i>follow-up</i> do plano de negócios?	Estimula por meio de ações externas, tentando aumentar a pro atividade da empresa.
Até que ponto o VC torna-se dono do negócio?	Depende da negociação. O papel e a importância do fundador no estágio inicial são determinantes.
A <i>start-up</i> deve optar por um investidor estratégico ou um VC?	Ambos, buscando inicialmente o <i>player</i> financeiro. O investidor estratégico pode trazer clientes e validar o modelo de negócios.

Quadro 8 - Questões Frequentes no Relacionamento VC - empresa emergente

Fonte: Adaptado pelo autor a partir de Rezende e Nogueira (2003).

⁵¹ Percentual do patrimônio por unidade de tempo.

⁵² Montante fixo por unidade de tempo.

Os retornos obtidos pelos investidores incluem as possíveis aplicações próprias dos associados nos fundos investidos como *Capital Empreendedor*, vinculam-se diretamente às condições e às salvaguardas contratuais discutidas ao longo do projeto de capitalização e, conseqüentemente, afetam diretamente a rentabilidade obtida pelo empreendedor ou pioneiro no novo negócio. As taxas anuais médias de retorno para aplicações em *Venture Capital* oscilam entre 20% e 35%, evidenciando a atratividade para investimentos afins no mercado norte-americano, ainda que considerados os níveis de mortalidade e de simples atingimento do ponto de equilíbrio em torno de 72% do *portfólio*.

É essencial evidenciar que a rentabilidade gerada pelas empresas de sucesso que integram a carteira administrada por *Venture Capital*, mais do que compensando aportes frustrados, está fortemente dependente da alavancagem trazida pelas IPOs. Outra questão de destaque, é a associação entre empreendedor e demais investidores na obtenção de retornos a partir da alienação de cotas de capital, situação amplamente regulada pelos contratos de participação e acordos de acionistas.

A potencialização dos resultados da realização das inversões em *Venture Capital* está condicionada pela conjuntura da época, da alienação e pela capacidade do VC repercutir perante o mercado a oportunidade de uma nova opção de investimento e também sinaliza a necessidade de associar boas práticas de monitoramento ambiental e de comunicação à gestão financeira eficaz e eficiente das participações. Tais atividades de interação podem ser consideradas, respectivamente, como ponto de partida e de chegada de processo de gestão entendido como inteligência competitiva.

Nakamura, Forte e Aguiar (2006) ao estudar o processo de tomada de decisão de investimentos no mercado de *Venture Capital* e *Private Equity* sob a ótica dos gestores de fundos de investimentos brasileiros, detectaram elementos na avaliação do empreendedor e de seu negócio, além de descreverem características para os negócios escolhidos que se efetivam investimentos. O estudo desenvolveu-se em sete etapas: formação da identidade do fundo de investimento; processo de identificação e análise de oportunidades; estudo estratégico das oportunidades; avaliação do empreendedor e de seu negócio; formalização da parceria; avaliação dos investimentos; e aprendizagem de gestão.

A etapa avaliação do negócio é um ponto crucial para fechamento de negócio. Características pessoais do empreendedor são consideradas, como: situação familiar, atitudes pessoais em relação à sociedade. O procedimento da empresa em relação ao tratamento fidedigno de suas contas destacou como ponto comum a maioria. Isto demonstra a

importância da ética empresarial e transparência contábil do negócio. Harmonia entre gestor do fundo de investimento e empreendedor é crucial para se efetivar a parceria.

Como aspectos decisivos destacaram a escolha de membros de conselho, pessoas chave na organização, descrição de relatórios e distribuição acionária com diferentes poderes. Também citaram os mecanismos de alinhamento, como planos de ações, participações por resultado e planos de benefícios de médio e longo prazo.

Na etapa avaliação dos investimentos os autores apuraram ferramentas similares para escolha, mas também diferenças no seu uso. O gerenciamento por resultados demonstrou ser um bom instrumento quando tudo está regular e positivo, mas no caso de indicadores que se aproximam negativamente de seu monitoramento, todos optam por uma maior participação nas decisões ou intervenção se necessário. Os gestores utilizam a experiência de negócios mal sucedidos como processo de aprendizagem, para precaver futura negociação com empreendedores e também na nova formatação de fechamento. Todavia, isto não resolve o surgimento de todos novos problemas.

Nakamura, Forte e Aguiar (2006), após analisar os diferentes aspectos referentes à decisão dos fundos gestores apresentam as etapas com os principais elementos do processo decisório dos fundos gestores de *Private Equity* e *Venture Capital*, conforme a figura 4 a seguir.

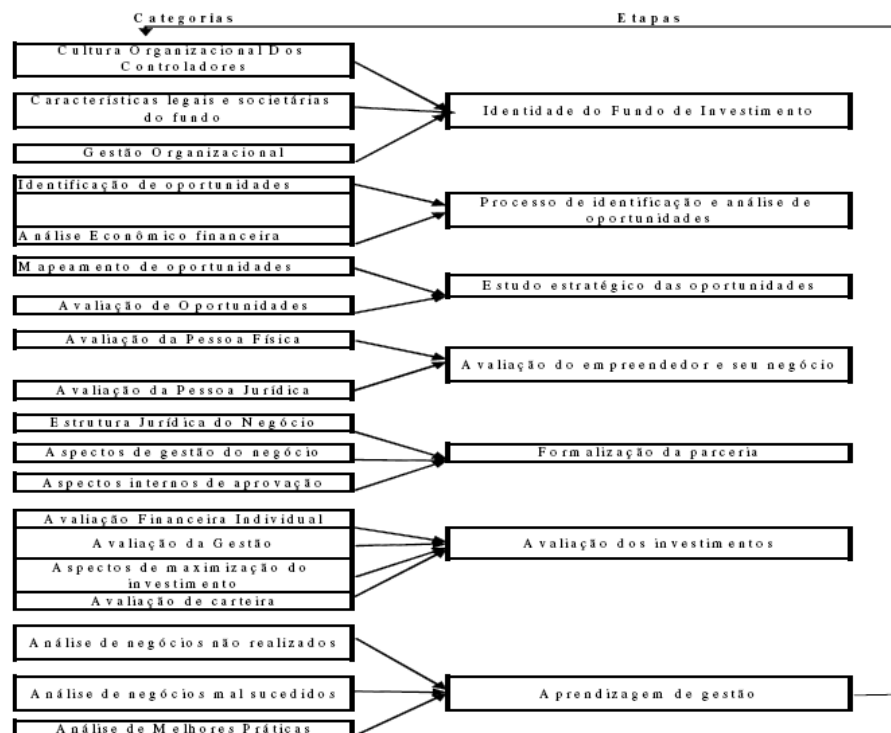


Figura 4 - Etapas do processo decisório dos gestores

Fonte: Nakamura, Forte e Aguiar (2006).

4.3 AVALIAÇÃO DE INVESTIMENTO

A avaliação do que, como e onde investir é essencial para haver a melhor possibilidade do retorno do investimento. Algumas etapas são observadas para diminuir os riscos, tais como o processo decisório, a escolha sob incerteza, os estágios e os destinos.

4.3.1 Estágios do Processo Decisório

Segundo Pavani (2003), os investidores consideram o processo de seleção crítico, pois se houver erro/falha na escolha da empresa ou do investimento, a atividade fica comprometida. Campos e Barbieri (2002) destacam alguns marcos no desenvolvimento de empresas emergentes e no funcionamento do *Capital Empreendedor*, como as instruções da CVM n. 209/1994, n. 278/1998 e n. 368/2002. O Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) foi criado pela Instrução da CVM n. 209 de 25 de março de 1994.⁵³

A Instrução CVM n. 278, de 08/05/98 cria e regulariza estímulos à atividade de *Venture Capital*, facilitando a captação e formação dos fundos estrangeiros interessados em investir no país. Apesar da criação desta regulamentação, observou-se que este instrumento ainda apresenta muitas falhas e dificultam a geração de *Venture Capital* em grande escala, além do desenvolvimento das organizações relacionadas com essa modalidade de fomento. Mesmo assim, diversas iniciativas foram criadas ao longo dos anos, principalmente no âmbito do setor público, almejando o provimento de recursos para empresas nascentes de base tecnológica.

O gestor de fundos é responsável pela seleção de projetos, avaliação de risco e oportunidades, possibilidade de retorno, forma de liquidez dos investimentos e cumprimento da gestão corporativa. O gestor exerce um papel fundamental no sucesso do fundo. O surgimento do gestor profissional foi um aspecto positivo da Instrução CVM n. 209/94 e

⁵³ Cada FMIEE se estrutura em torno de três eixos: os investidores, os seus órgãos gestores e as empresas emergentes apoiadas. O fundo é resultado da união de investidores que destinam recursos em forma de aplicação em carteira diversificada de empresas emergentes. É vedado ao FMIEE investir em sociedade integrante de grupo de sociedades cujo patrimônio líquido consolidado seja superior a R\$200 milhões (art. 1o; § 3o da Instrução 368/2002). Como novidade, a instrução 368/2002 possibilitou a negociação de quotas dos FMIEE em bolsa de valores. Isto então, elevou a liquidez do investidor, estimulando-o a investir mais em empresas emergentes. Desde que este fosse objeto de distribuição pública registrada na CVM.

estimulou a entrada de novos investidores potenciais, encorajando-os a criar e inventar como empreendedores.

Billi (2005b) explica que os fundos de investimento de risco preenchem lacuna de financiamento. Há declarações de usuários do mercado que não há economia desenvolvida sem um setor *Capital Empreendedor* desenvolvido. Vários estudos demonstram uma correlação entre o dinamismo econômico dos EUA e a existência de um mercado ativo de *Venture Empreendedor*. Os fundos buscam empresas que consideram promissoras, definem comprá-las ou adquirir parte delas, auxiliam a administração, financiam operações e buscam incrementar o crescimento, o qual, sem os recursos necessários, delongaria mais tempo.

O objetivo é alavancar a realização de empreendimentos bem sucedidos, mas é necessário identificá-los, localizar as melhores oportunidades de investimento. A empresa se desenvolve, consolida-se e, posteriormente, os fundos a vendem ou se desfazem das participações. Desta forma, realizam o lucro e buscam novas empresas para investir.

Todo novo negócio tem um risco. O papel dos fundos de risco é justamente compartilhar o risco, oferecer os recursos e dar aconselhamento profissional. Tais ações podem destravar o potencial de ascensão de novas empresas. Em outros casos de grandes negócios que podem ser boas oportunidades, os gestores de fundos de *Venture Capital* preenchem espaços que os mecanismos tradicionais de financiamento não resolvem.

Do ponto de vista macroeconômico, os fundos estimulam o desenvolvimento das empresas, ajudam a administrar e incrementam o ritmo de atividade econômica. Desta forma, criam novos empregos e aumentam a produção e a produtividade.

Segundo Pavani (2003) para atrair os investidores, os empreendedores, antes de apresentar um plano de negócio, devem buscar previamente financiamento por instituições governamentais, que dispõem de linha de fomento, para o desenvolvimento regional e econômico, de forma a reduzir a necessidade de caixa através dos projetos com maior risco. A ação destas instituições pode reduzir o arrojo perante os olhos dos investidores.

As instituições governamentais podem apoiar projetos de maior risco, caso haja vínculo de objetivos como questões de saúde e sociais, as quais têm restrições em organizações privadas. Uma vez que os projetos em suas fases iniciais podem ser desenvolvidos com esses recursos, as incertezas técnicas poderão diminuir. Por sua natureza, essas instituições são mais estáveis e podem acumular e divulgar o conhecimento gerado no processo de financiamento a outros atores.

Os fatores de risco são elementos de máxima relevância a serem considerados nos processos decisórios. Bartlett (1999) explica que a atratividade é realmente maior quando há ausência destes elementos:

- a) O empreendimento em seu pleno "desenvolvimento" pode estar em fase altamente vulnerável e se seus produtos não foram provados ou comercializados;
- b) O sucesso é altamente dependente de algumas pessoas chaves, sendo que nenhuma antes dirigiu um empreendimento de tal tamanho, características e contexto;
- c) Os competidores temerosos no mercado;
- d) A empresa precisará mais que um estágio de financiamento para sobreviver antes da saída;
- e) Os ativos que trazem segurança não têm liquidez;
- f) A liquidação "significativa" é cogitada;
- g) Alguns clientes principais estão na mira dos bancos; e
- h) A tecnologia não está completamente desenvolvida ou não há proteção através de patentes ou direito autorais.

Durante o processo decisório o investidor de *Capital Empreendedor* enfrenta o agente intermediador: o gestor do fundo de investimento de *Venture Capital*. O objetivo fundamental é maximizar o retorno sobre investimento; o objetivo meio é escolher a empresa ou projeto com maior potencial para agregar valor a esta empresa e vender a terceiros. O problema envolve a decisão de investir ou não investir em um determinado projeto. A incerteza envolve todas as variáveis relacionadas ao desempenho empresarial, como demanda, cenário econômico, número de concorrentes, incrementos da inovação por ter um risco natural inserido, portanto com um comportamento ainda desconhecido.

Para Barbierato (2000), o principal é o investimento em pequenas empresas (*start-ups* ou embrionárias) com grande possibilidade de rápido crescimento e expansão internacional. As empresas que se qualificam para investimento recebem do fundo recurso financeiro e competência gerencial para incentivar o crescimento, o faturamento e a lucratividade.

Entretanto, o investimento normalmente depende de duas condições básicas. Primeiro, a empresa deve prever atingir seu *breakeven point*⁵⁴ do capital investido dentro de um determinado período, que normalmente variam de dois a sete anos. Segundo, o fundo de investimento tem preferência para aplicar em empresas de porte maior, caso o empreendedor interesse em dispor 50% ou mais do controle da companhia.

⁵⁴ Ponto de equilíbrio.

O processo de triagem que o fundo investidor utiliza tem os seguintes estágios:

- 1º: Plano de negócios sumário: Esta etapa pode ser preenchida no site do fundo e é avaliada adequação do projeto a modelos e experiência dos empreendedores no mercado que se propõem a atuar.
- 2º: Plano de negócios detalhado: É completado através de um formulário enviado pelo fundo de investimento de *Venture Capital*. Nesta fase avalia se o projeto é admissível e se os dados fornecidos têm consistência.
- 3º: Entrevista dos empreendedores com o gestor do fundo de investimento de *Venture Capital*: Os critérios de avaliação desta entrevista são bastante subjetivos e depende da capacidade do empreendedor em vender sua idéia. Caso aprovado nessa fase, o projeto é submetido a uma análise mais aprofundada, principalmente quanto à parte financeira (*due diligence*). Todos os números e premissas são revisados inclusive o conceito do negócio. Em seguida, é possível o fundo de investimento estabelecer quanto aplicar neste projeto.
- 4º: Apresentação do projeto ao comitê de investidores: Além de recursos próprios do fundo de investimentos, este busca captar recursos de outros investidores parceiros, normalmente fundos maiores e com atuação global.

Barbierato (2000) destaca os pontos fracos do processo de análise de investimento:

- a) Alto nível de subjetividade nos processos decisórios dos fundos de investimento de *Capital Empreendedor*. Esta conclusão não é surpreendente, pois estudos anteriores já indicavam a disposição dos empreendedores serem relativamente mais capazes ao uso de vies⁵⁵; e para evitar tais falhas, os gerentes de grandes organizações utilizam conjunto de procedimentos para reduzir a incerteza dos resultados;
- b) Algumas características das atividades dos empreendedores, comuns às dos investidores, indicaram aos autores estas hipóteses, tais como: nível de incerteza na tomada de decisão maior no caso dos empreendedores ao se comparar com os gerentes de grandes organizações. Em um novo empreendimento não há histórico, níveis de performance e pouca informação específica sobre o mercado pretendido.

⁵⁵ Na pesquisa realizada por estes autores, foram examinadas as diferenças entre empreendedores e os gerentes de grandes organizações com respeito a dois tipos de vies: excesso de confiança e representatividade. O primeiro vies está relacionado ao fato de se superestimar a probabilidade de sucesso ou estar correto, e segundo as palavras de Adam Smith está associado “à vaidade arrogante da maioria dos homens quanto às próprias habilidades e a absurda presunção na própria boa sorte...” (Livro I, Capítulo X de “A Riqueza das Nações”). O vies da representatividade refere-se à tendência de generalizar conclusões a partir de poucas características ou observações de eventos próximos. A hipótese da pesquisa era a de que os empreendedores tinham conjuntos de procedimentos.

A decisão dos empreendedores ocorre em um contexto complexo. As regras e procedimentos elaborados por instituições de maior porte criam rotinas que simplificam as decisões a serem tomadas pelos gerentes. Além do mais, uma das principais características desejadas de um empreendimento de inovação é ser uma oportunidade original, conseqüentemente resulta em informações limitadas. Os empreendedores contam, primeiramente, com avaliação pessoal subjetiva.

Os empreendedores decidem de maneiras distintas dos gerentes de grandes organizações. Na realidade, este resultado indica que sem as variáveis e caráter individual, muitas decisões de empreendedores jamais seriam tomadas. Em alguns empreendimentos, a oportunidade pede ações instantâneas e muitas vezes sem informações necessárias para uma decisão mais acurada.

Em outras palavras, o principal ponto fraco deste processo de tomada de decisão acerca de investimentos em novos empreendimentos, está diretamente relacionado à grande subjetividade do agente, imposta pelo alto grau de incerteza, a escassez de dados e a assimetria de informações. Barbierato (2000) sugere a necessidade de aprimoramento do processo de análise de investimentos em projetos ligados à área de TI (tecnologia de informação) e Internet, e o mesmo pode ser estendido à atuação das EBIT nas áreas médicas e de biotecnologia.

Para compreender o processo decisório realizado pelos investidores de *Capital Empreendedor*, Barbierato (2000) procurou levantar se as políticas de avaliação da sobrevivência de novos empreendimentos são análogas com as políticas da literatura de estratégia. Verificou-se que tais investidores atribuem o grau de probabilidade de sobrevivência de novos empreendimentos, segundo alguns aspectos a seguir:

- a) Mercado: Empreendimentos com fatores chaves de sucesso relativamente mais estáveis;
- b) Concorrência: Empreendimentos com período de monopólio relativamente mais extenso; Empreendimentos com nível de competitividade relativamente mais baixa; e
- c) Capacidade gerencial: Empreendimentos com maior capacidade educacional, isto é, possibilidade de educar o mercado sobre seus produtos e persuadir consumidores potenciais de que os benefícios de compra são maiores que os riscos; Empreendimentos com competência no setor, isto é, com maior nível de experiência e conhecimento a respeito da indústria na qual entram.

Apesar das considerações sobre o mercado e concorrência serem relevantes, é muito difícil aos investidores de *Capital Empreendedor* avaliarem previamente tais elementos, devido à incerteza ambiental que normalmente envolve um novo empreendimento.

A forma encontrada pelos investidores para lidar com a incerteza é escolher projetos propostos por uma equipe gerencial com potencialidade de lidar com as modificações no ambiente de mercado e da concorrência. Deste modo, as considerações da capacidade gerencial têm um maior peso na avaliação do que as outras variáveis.

Embora o estudo verifique que a alta consistência entre a prática dos fundos de investimentos de *Capital Empreendedor* e as proposições da literatura de estratégia, há uma exceção. Os fundos de investimentos consideram que um empreendimento original tem maior probabilidade de sobrevivência ao se comparar a um negócio que copiou a idéia inédita. A interpretação para esta exceção é que o benefício de ser o original supera as desvantagens iniciais, mesmo com a incerteza e a falta de legitimação que um pioneiro tem que enfrentar, em função da ausência de concorrentes (BARBIERATO, 2000).

Os investidores de *Capital Empreendedor* avaliam os investimentos em novos empreendimentos ou novas tecnologias a partir dos seguintes elementos: existência de um time de gestão formado; experiência da equipe de gestão; comprovação de sucessos anteriores; maturidade da equipe frente ao desenvolvimento de um negócio emergente; apelo da idéia ou da tecnologia a ser comercializada; viabilidade da idéia em escala operacional; capacidade de expansão do mercado consumidor; vantagem competitiva “revolucionária” inerente à estratégia do empreendimento; e estipulação de um preço por ação razoável.

Um fator a ser considerado a respeito da atividade de *Capital Empreendedor*, dedicado a novas tecnologias, é quanto à imponderabilidade sobre as aplicações futuras. Em função da especificação e da revolução tecnológicas, freqüentemente há mudanças no domínio de aplicações e não de grandes rupturas científicas:

- a) O uso de tecnologia é usualmente distinto da sua aplicação principal;
- b) O processo de adaptação da tecnologia ao novo nicho freqüentemente conduz a modificações do padrão ou conceito original;
- c) O novo nicho normalmente dispõe de abundância de recursos que possibilitam um rápido desenvolvimento da tecnologia;
- d) A tecnologia criada a partir da evolução da espécie é capaz de invadir outros nichos e até mesmo o original;
- e) As tecnologias amplamente utilizadas são desenvolvidas e focam as necessidades de aplicação em um domínio específico;
- f) A viabilidade com outras soluções e apresentação de vantagens para aplicações específicas; e

g) Os primeiros domínios valorizam as novas funcionalidades e toleram imperfeições, enquanto o aperfeiçoamento e a redução de custos permitem o acesso a nichos maiores.

Dependendo da avaliação quanto aos elementos acima, os investidores podem condicionar que ao se efetuar o investimento ocorram mudanças radicais na estrutura, como: contratação de novos diretores gerentes; participação direta no gerenciamento das atividades diárias da empresa; ampliação ou redução dos produtos/serviços comercializados; e investimentos em *Marketing* e quadro de pessoal (readequação, seleção e treinamento).

As decisões de aplicação aparentam estar condicionadas por políticas e pela escolha de algum tipo de estrutura colegiada, buscando, em ambos os casos, melhor embasamento frente aos riscos que estarão sendo assumido, sobre fatores setoriais, conjunturais, operacionais, de maturidade e de assimilação. Tais fatores que aparentemente exercem influência significativa sobre as políticas e sobre as decisões de investimento estão ligadas a possibilidades da empresa emergente tornar-se líder nas soluções oferecidas; grau de diferenciação e inovação do empreendimento a ser capitalizado; capacidade e da reputação em P&D; antevisão de potenciais investidores estratégicos interessados; e criação de barreiras com projetos anteriores viabilizados por meio do *Capital Empreendedor*.

Segundo Rezende e Nogueira (2003), a análise de viabilidade para avaliar iniciativas tecnológicas aparenta oferecer aos investidores novo entendimento sobre os melhores momentos ao aporte de capital ou para efetivação dos resultados, levando em conta, simultaneamente, as possibilidades de melhoria da eficiência e resultante da inovação. Dessa forma, possibilitam embasar o processo de aplicação em função da identificação de setores prioritários, do estágio da organização a ser capitalizada e de condições específicas que, para promover o alinhamento de interesses, tornam-se parte do acordo de acionistas.

Em suma, o processo decisório de aplicação compreende as atividades desde a assinatura de acordos de confidencialidade até a aprovação interna na empresa da *Venture Capital*, passa pela realização da *due diligence* e encerra com a assinatura final do ingresso com quotas capital na empresa emergente. Eventualmente, parte de tal processo irá se repetir no caso da necessidade de novos *rounds* de capitalização (REZENDE; NOGUEIRA, 2003).

Os segmentos econômicos ou ramos de atividades das empresas também são elementos para avaliar em quais áreas, principalmente, ocorrem os investimentos. Segundo Titericz (2003) e Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006) os fundos investidores brasileiros de *Venture Capital* atuam principalmente nos ramos de tecnologia da informação, telecomunicação, software e indústria. Biotecnologia e tecnologia de informação (TI), entre outros. Rechtman e Bulhões (2004) apontam basicamente os ramos de *internet* e

biotecnologia, ou seja, EBIT. Tais ramos necessitam de elevados montantes de recursos financeiros e possuem um excelente potencial de crescimento, permitindo o retorno dos investimentos em prazos aceitáveis aos investidores de risco. O gráfico na figura 5 apresenta as principais áreas de interesse dos investidores, em 2003 e 2005.

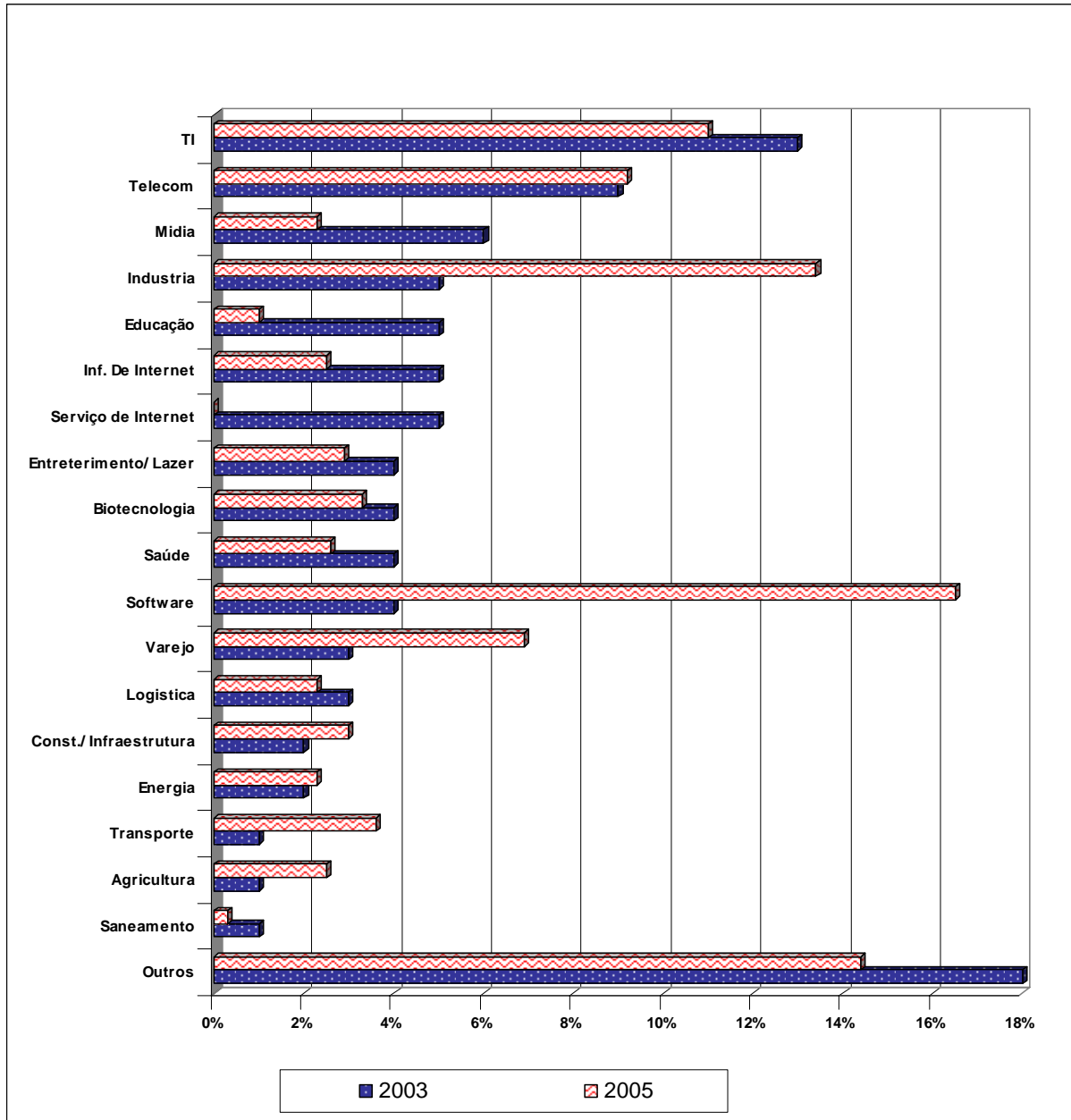


Figura 5 - Principais áreas de interesse dos investidores de *Capital Empreendedor*

Fonte: Adaptado pelo autor a partir de Titericz (2003) e Ribeiro (2006).

4.3.2 Plano de Negócios

Os investidores de *Venture Capital* consideram o Plano de Negócios (PN) o mais importante elemento para a sua tomada de decisões. Este instrumento detalha o planejamento estratégico. Nakagawa (2004) explica que o PN tem sido um dos recursos didáticos mais utilizados nas disciplinas de empreendedorismo, novos negócios, criação de empresas e a criação da disciplina nos cursos de ensino superior.

Contudo, existe a crítica de que ampliação da disponibilidade de informações sobre como desenvolver um PN no Brasil não tem gerado instrumentos de qualidade, isto na opinião dos avaliadores. É um equívoco quando o objetivo do PN é apenas buscar recursos financeiros e a visão do investidor é esquecida. Há duas razões para que isto ocorra: processo de elaboração do PN naturalmente visa o negócio e em suas necessidades; o empreendedor não tem contato com o investidor quando está preenchendo o plano. Normalmente, a opinião do investidor somente é exposta depois que o plano está finalizado.

Como o PN é uma importante ferramenta avaliadora da viabilidade do empreendimento, tem sua utilidade imprescindível aos investidores de fundos de investimento, desde os primeiros contatos dos empreendedores que procuram recursos financeiros. Analistas de firmas de *Venture Capital* e agências de fomento destacam a importância da qualidade dos PNs de Empresas de Base de Inovação Tecnológica (EBITs) e apontam as principais falhas encontradas, que são elencadas no estudo de Nakagawa (2004).

Uma das principais falhas é o fato de que o próprio empreendedor fundador, ao lidar diariamente com várias prioridades operacionais, acaba deixando o plano em segundo lugar. No caso de uma EBIT, o plano de negócios naturalmente trata de inovações tecnológicas e por isto alguns elementos do negócio podem não ficar claros, como a definição de mercado e a concorrência. Nakagawa (2004) apresenta um modelo específico, com uma extensa lista de tópicos, contendo os itens mais utilizados pelas empresas norte-americanas. Grande parte dos itens desta lista, quadro 9, ainda permanece nos modelos de PN atuais.

Carvalho, F. (2005) analisou empresas graduadas pelas incubadoras tecnológicas e mistas baianas no período de 1993 a 2003 e constatou que dentre os diversos instrumentos auxiliares na tomada de decisão, principalmente a definição de estratégias, o plano de negócio e o plano estratégico não estavam atualizados em 37,5% das empresas de tecnologia. Apesar da importância destes instrumentos das empresas no apoio à tomada de decisão, a falta de atualização influencia na gestão.

1. Escopo e propósito	• Recursos: mão-de-obra, ativos fixos, outros ativos; Linhas de produtos; Mercados.
2. Ambiente	<ul style="list-style-type: none"> • Economia • Setores • Mercados • Competidores • Tecnologia e ciência • Governo • Relações industriais • Outros fatores externos • Outros fatores internos
3. Capacidades	• Pontos fortes e Pontos fracos: gerais, <i>marketing</i> , manufatura, engenharia, recursos humanos, finanças e contabilidade, compras e logística, organização e administração.
4. Potencial	<ul style="list-style-type: none"> • Suposições: gerais, economia, setores, mercados. • Oportunidades: gerais, <i>marketing</i>, manufatura, engenharia, recursos humanos, finanças e contabilidade, compras e logística, organização e administração. • Riscos: gerais, <i>marketing</i>, manufatura, engenharia, recursos humanos, finanças e contabilidade, compras e logística, organização e administração.
5. Objetivos	• Lucratividade: posição no mercado, produtividade, inovação, recursos, evolução da força de trabalho, atitude do empregado, responsabilidade pública.
6. Projetos para lucratividade	<ul style="list-style-type: none"> • Posição no mercado • Produtividade • Inovação • Recursos • Evolução da força de trabalho • Atitude do empregado • Responsabilidade pública
7. Recursos demandados	<ul style="list-style-type: none"> • Força de trabalho. • Imóveis: escritórios, fábricas, laboratórios, lojas e depósitos. • Receitas: projeção de vendas e metas. • Custos funcionais: definição, <i>marketing</i>, manufatura, engenharia, recursos humanos, finanças e contabilidade, compras e logística, organização e administração, outros. • Ativos: caixa, estoques, contas a receber, ativos fixos e outros. • Passivo: débitos, contas a pagar e provisões e patrimônio líquido. • Orçamentos Anuais e Projeções de longo prazo: demonstração dos resultados, balanço patrimonial, fluxo de caixa e investimentos em capital.
8. Análise e decisão	• Problema: adequação, viabilidade, aceitação, conclusão, recomendação e decisão.

Quadro 9 - Tópicos de plano de negócios

Fonte: Adaptado pelo autor a partir de Nakagawa (2004), Birley e Muzyka (2004) e Thompson (1967).

Além disto, a atualização desse instrumento é imprescindível ao *Capital Empreendedor*, apesar das dificuldades de capitalização. A maior parte dos investimentos realizados provém de recursos próprios (75%) e nenhuma empresa captou recursos não reembolsáveis do setor público ou de *Capital Empreendedor*. Assim, nenhuma das empresas pesquisadas teve acesso a mecanismos de capitalização com custo menor.

Pavani (2000) e Dornelas (2000) defendem que a existência de um plano de negócios possibilita a diminuição da probabilidade de mortalidade precoce dos empreendimentos, uma vez que uma parte dos riscos e as situações operacionais adversas serão previstas no seu processo de elaboração.

O PN também é importante para obtenção de recursos financeiros no Brasil, porque descreve os procedimentos e resultados potenciais, e quando aliado ao planejamento estratégico do negócio permite captar recursos de investidores. O plano de negócio é o instrumento obrigatório no processo de procura de investidores porque discute a viabilidade do negócio e do investimento.

Além disto, o PN é considerado como o primeiro e o principal documento de análise e se for bem elaborado elimina várias barreiras no relacionamento empreendedor e investidor porque torna a informação mais clara, transparente e menos assimétrica. A principal crítica do empreendedor é a dificuldade no acesso aos recursos divulgados, pois a porcentagem de empresas que solicita e recebe investimento de capitalização é pequena.

De outro lado, investidores reclamam da qualidade do plano de negócios recebido. Frequentemente, quando solicitado um plano de negócios o empreendedor encaminha apenas um cadastro, *folder* da empresa, catálogo de produtos ou uma apresentação institucional. O Plano de Negócios é um instrumento que permite verificar as potencialidades e a lucratividade do negócio.

4.3.3 Instrumentos de Planejamento

Como sobre o PN já foi explicado acima, nesta subseção comenta-se sobre o Plano de Trabalho (PT), Planejamento Estratégico (PE) e Plano de Investimento (PI). A adequação da fase da “tentativa-e-erro” ao PE, principalmente em EBIT, relaciona-se com o próprio ciclo da inovação⁵⁶ e as atividades de pesquisa e desenvolvimento envolvidas⁵⁷ (HASENCLEVER; FERREIRA, 2002).

O plano de negócios ganhou destaque nos Estados Unidos desde a década de 60, pois o assunto planejamento estratégico tornou-se necessário às empresas. Nakagawa (2004) aponta que, nesta mesma década, as empresas iniciaram a utilização do PE como um instrumento gerencial de resolução sistemática de problemas organizacionais. Até então, as dificuldades eram enfrentadas apenas por tentativas empíricas.

O conceito evoluiu e atualmente o PE é compreendido como desenvolvimento de programa abrangente para situar o negócio ao sucesso sustentado, avalia

⁵⁶ Invenção/inação/disseminação.

⁵⁷ Pesquisa básica, pesquisa aplicada e desenvolvimento experimental.

o potencial amplo do negócio, unindo objetivos e ações almejadas. Este instrumento é a ferramenta mais empregada pelas empresas: 89% das empresas mundiais da amostra utilizam o planejamento estratégico, no Brasil é de 84%.

Segundo Nakagawa (2004), o PN é o resultado de um rigoroso processo de planejamento e pesquisa. Com a adoção do PE, as empresas passam a ser administradas como organismos sistêmicos, nos quais seus objetivos, orçamentos, estratégias e programas integrados em um documento abrangente.

O quadro 10 a seguir apresenta as principais distinções de abordagem entre dois tipos modelos de planos, PT e PI, os quais juntos trouxeram elementos ao PN.

Fator	Plano de Trabalho	Plano de Investimento
Preparado por	Alta gerência com o auxílio opcional de consultores de gestão ou gerentes operacionais.	Alta gerência com o auxílio opcional de consultores financeiros, firmas de contabilidade ou gerência de contabilidade.
Preparado para	Alta gerência, gerência média e outros funcionários.	Bancos e firmas de <i>Venture Capital</i> .
Foco	Estratégia e operações.	Fontes e utilização dos recursos.
Abordagem do plano	Objetivos, realista, completo.	Objetivo, otimista, sustentado.
Informações externas necessárias	Análise da concorrência, tendências sociais, econômicas e tecnológicas.	Análise da concorrência, tendências tecnológicas (para empresas de alta tecnologia).
Informações internas necessárias	Análise de pontos fortes e fracos das operações atuais, tendências históricas.	Recursos humanos, projeções financeiras, importância do projeto, pontos fortes da empresa e do corpo gerencial.
Número de etapas do plano	Relativo	Relativo
Ingredientes principais	Natureza do negócio, objetivos, estratégias, controles.	Natureza do negócio e do mercado, valor dos recursos financeiros demandados, estimativas de vendas e lucros, capacidade do corpo gerencial.
Tempo de preparação	Substancial, em geral vários meses, juntamente com outras tarefas.	Depende do apoio de consultores financeiros. Entre 2ª a 4ª semanas
Tamanho ideal	Indefinido	10 a 15 páginas além da documentação
Frequência da revisão	Anual	Quando captação de recursos é necessária ou solicitada pelo financiador.
Métricas de sucesso	O plano <i>per se</i> , o processo de planejamento e o alcance dos objetivos.	Obtenção dos recursos financeiros demandados.

Quadro 10 - Diferenças entre plano de trabalho e plano de investimento

Fonte: Adaptado pelo autor a partir de Nakagawa (2004), Birley e Muzyka (2004) e Thompson (1967).

Há diferenças importantes de abordagem entre estes modelos de planos, com destaque para o destinatário. No plano de investimento, como o público é externo, uma série de informações conhecidas pelos usuários internos da empresa precisa estar destacada

como os recursos humanos e informações quanto aos méritos da empresa e do seu corpo gerencial. Fry e Stoner (1985 apud NAKAGAWA, 2004) afirmam que o tipo e abrangência das informações são fundamentais - objetividade, realismo e transparência - além de serem elementos valorizados pelos investidores.

Os mesmos autores destacam que o plano de investimento focaliza prioritariamente os pontos fortes - a qualificação do corpo gerencial e a análise financeira detalhada. As informações incluídas e a forma com que o plano de investimento é escrito precisam fundamentar o valor dos recursos financeiros demandados e demonstrar que a transação será um bom negócio ao empreendimento e ao investidor. Outra diferença importante entre os dois planos se refere à forma de sustentação do crescimento da empresa. No plano de trabalho, como recursos financeiros externos não são considerados, o crescimento deve sustentar a partir da própria operação da empresa. No caso do plano de investimento, o planejamento estratégico já deve considerar os recursos recebidos do investidor e projetar um crescimento alavancado com estes recursos.

4.4 VANTAGENS E DESVANTAGENS DO CAPITAL EMPREENDEDOR

No Brasil, a maior parte das empresas que necessita de recursos de *Capital Empreendedor* desconhece os mecanismos de captação ou não está preparada para receber ou simplesmente não se adapta às características básicas desta fonte de recursos financeiros.

Dentre as empresas investidas 20% têm perda total, 60% empatam os investimentos e 20% dão os melhores resultados (CARVALHO, M., 2005). Estas que dão os bons resultados são responsáveis pela rentabilidade positiva dos fundos de investimentos⁵⁸. Como muitos investimentos fracassam e outros têm sucesso, mas com apenas retornos marginais, faz com que o *Venture Capital* procure somente oportunidades com grande potencial de retorno, para poder compensar a falta de retorno dos demais.

Zinder (1998) expõe probabilidades das empresas americanas, que mais da metade dos negócios obtém retorno apenas do investimento inicial, pequena partes tem perda total. Apenas 15% têm a possibilidade de serem reais vencedores e alcançar a taxa de retorno objetivada de 25% a 30% ao ano. Na realidade, a reputação dos fundos de investimentos de *Capital Empreendedor* é construída freqüentemente em um ou dois bons investimentos.

4.4.1 Vantagens

Os financiamentos bancários são destinados a necessidades de curto e médio prazo, normalmente ciclo comercial. O *Capital Empreendedor* vem atender as necessidades de investimento, com recursos estáveis, duráveis a ajustados no tamanho do projeto daquele determinado empreendimento, além do que o desengaço financeiro ocorrem através de desinvestimentos (saída) que podem variar de três a vinte anos. Trata-se de uma modalidade de contrato de “casamento diferente”, com data certa para começar e terminar. Os sócios (empreendedor e investidor) não precisam conviver eternamente (SANTOS, 2005).

Também demonstra ser uma importante vantagem a garantia patrimonial exigida pelo *Capital Empreendedor*. As garantias normalmente compulsórias em

⁵⁸ CARVALHO, Maria Bernadete. Palestra: Projeto Inovar: Geração de políticas públicas voltadas para empresas nascentes e emergentes inovadoras. Entrevista documentada no apêndice C. FINEP. Feira de Inovação Tecnológica de Londrina. 22/11/2005.

quaisquer outros tipos de empréstimos reais e ou fiduciária (hipotecas, penhor, avais e fianças) são obrigatoriamente em proporções superiores ao capital emprestado, de 120% até 200%. Enquanto que, as únicas e principais garantias oferecidas ao empreendedor são a probabilidade de sucesso do empreendimento, a idoneidade e capacidade empreendedora.

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

Vale esclarecer que os bancos, em geral, não podem fazer operações sem garantias, por proibição do Banco Central do Brasil (BACEN). Assim, criou-se um círculo vicioso contra a indústria brasileira de *Capital Empreendedor*, pois os bancos não se interessam pelo *Capital Empreendedor* porque o BACEN não permite, enquanto este órgão não regulamenta o *Capital Empreendedor* porque não há interesse da maioria dos bancos (SANTOS, 2005).

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

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

Há diversas outras vantagens da existência do *Capital Empreendedor*, tais como: criação de centros tecnológicos, existência de governança corporativa, existência constante de auditoria e melhora o posicionamento para captar outros recursos financeiros.

4.4.2 Desvantagens

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

A procura investimentos *Venture* é muito maior do que a disponibilidade. Na Bélgica, as demandas de *Capital Empreendedor* por parte de pequenas e médias empresas não param de crescer, principalmente nos projetos de alta tecnologia. Entretanto, é difícil encontrar uma oferta suficiente de capital (SANTOS, 2005).

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

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

Os empreendedores que desconhecem as operações de forma média, assim como os investidores, não demonstram interesse nos negócios possíveis pelo *Capital Empreendedor*. Na Itália, os empreendedores têm certa resistência em abrir o capital a terceiros, principalmente quando a experiência do *Capital Empreendedor* não foi muito praticada até os anos 80, de forma similar ao Brasil.

Também houve a concorrência na Itália das aplicações financeiras com altas taxas de juros, se comparadas às aplicações em outros centros financeiros da Europa, com investimentos em *Capital Empreendedor*. O mesmo fenômeno de altas taxas inflacionárias, com altos juros nominais ilusórios, atraiu as pessoas físicas e jurídicas ao mercado financeiro de curto prazo, afetam o desenvolvimento do *Capital Empreendedor* do Brasil. Enquanto isto se desenvolveu vigorosamente em outros países (Estados Unidos, Inglaterra e França).

Somente após o Plano Real em 1994, houve o incremento da indústria brasileira de *Capital Empreendedor*. Ainda assim, durante anos as conseqüências culturais influenciam consideravelmente os investidores e tomadores de recursos. Destes, parte prefere segurança, comodidade e altas taxas de juros, enquanto a maioria das empresas serem familiares e ou enraizadas em paradigmas ultrapassados (SANTOS, 2005).

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

O modelo econômico brasileiro com baixa distribuição de renda, elevada carga tributária, histórico de políticas de concessão de créditos fácil e barato para as grandes empresas mas escasso para as pequenas e médias empresas e somado aos baixos incentivos fiscais para investimento e P&D, limita a celeridade do desenvolvimento desta indústria no país. Como exemplo, nos Estados Unidos um dos principais fatores de sucesso identificados no desenvolvimento do mercado de capitais é a redução dos impostos sobre o ganho de capital para investimentos em empresas de base tecnológica (SANTOS, 2005).

O acompanhamento de perto dos investidores também é importante para que o resultado positivo almejado seja alcançado. Christensen e Raynor (2003, p. 290) lembram que “o bom *Capital Empreendedor* também se torna mau”, ou seja, muita pressão pode

danificar o negócio. Sempre foi importante a experiência e a sabedoria dos investidores supervisionar freqüentemente a solidificação de negócios para o crescimento acelerado. Porém, o contexto da origem do capital investido exerce uma forte influência sobre o capital inicial e pode causar seqüelas ao empreendimento. Investidores de conglomerados desejam ver o investimento crescer, mas precisam ter consciência dos limites.

Quando o contexto da fonte de investimento se altera e passa a demandar que seus empreendimentos tornem-se muito grandes, com muita rapidez, a probabilidade de sucesso pode haver forte queda. É neste momento que os investidores observam a boa teoria: com consciência das reais capacidades das estruturas do negócio investido, seja por intuição ou por circunstâncias, é muito mais provável o alcance do sucesso.

Os que se empenham em construir negócios disruptivos de crescimento acelerado dentro de empresas tradicionais, por vezes lançam olhares desejosos sobre as qualidades dos outros, sendo que os inovadores que desenvolvem novos negócios independentes não evitam somente os embaraços da burocracia da matriz, mas também dispõem de liberdade para financiar suas idéias com *Capital Empreendedor*. Com efeito, a crença em que os investidores externos são capazes de financiar os negócios emergentes com muito mais eficácia do que os investidores da matriz. As atividades de investimento de *Capital Empreendedor* de muitas empresas implicam na participação de um negócio sem o co-investimento de alguma outra empresa de *Capital Empreendedor* independente.

Do mesmo modo como suas contrapartes nas matrizes de grandes empresas, estes fundos de *Capital Empreendedor* passaram pelas fases preliminares, sendo que foram vítimas da “bolha⁵⁹”. Sob muitos aspectos, foram a sua causa, ampliaram a magnitude dos investimentos, passando a aplicar quantias que geralmente tornam-se disponíveis somente em fases mais avançadas, quando predomina a estratégia deliberada.

Todavia, eram empresas ainda incipientes em que continuavam a investir, ainda que se encontrassem em circunstâncias que necessitavam de outro tipo de capital e de um processo de estratégia diferente. A escassez de capital inicial que continuava a afligir muitos empreendedores com ótimas idéias de crescimento disruptivo é, sob muitos aspectos, a consequência do fato de muitos fundos de *Capital Empreendedor* se encontrarem no equivalente a pior fase - espiral mortal - recuando e concentrando todo o seu dinheiro e atenção no ajuste de seus negócios anteriores (CHRISTENSEN; RAYNOR, 2003).

⁵⁹ Colapso do mercado de ações que ocorreu entre 2000 e 2002.

- **O Desinvestimento**

Naturalmente, quem faz um investimento não pretende ficar preso eternamente e quer ter a possibilidade de numa ocasião recuperar suas aplicações com a devida rentabilidade. Assim, como todo investimento, nesta modalidade do *Capital Empreendedor* deve ocorrer a liquidez. Caso não haja previsão de saída, conseqüentemente não se prospectam alternativas lucrativas para o desinvestimento, e o investimento não se realizará por complemento (SANTOS, 1987; SANTOS; CUNHA, 2004). Geralmente o desinvestimento ocorre através das seguintes formas:

- a) No caso de compras de ações, a revenda através do mercado em bolsas, se a empresa na ocasião estiver com capital aberto e notadamente no mercado secundário, no caso de haver uma oferta pública de venda;
- b) A venda das ações ou títulos a outras empresas ou pessoas físicas que se interessem, através da oferta direta, sem oferta ao público, principalmente empresas maiores;
- c) A venda das ações ou liquidação dos títulos aos empreendedores fundadores. Há contratos que dão preferência de compra aos sócios fundadores;
- d) A liquidação da participação dos investidores externos, através de um percentual do faturamento ou dos lucros, durante um período, ou até determinada rentabilidade; e
- e) No caso do insucesso, quando o negócio não decola, porque não conseguiu penetrar no mercado, ou por deficiência gerencial ou outros motivos: ocorre a liquidação da empresa. Normalmente deverá haver cláusulas contratuais em que os investidores que menos participaram da gerência ficam com o direito preferencial sobre o remanescente ou com o direito de assumir o negócio no lugar dos sócios fundadores.

Quanto à preocupação e segurança de desinvestimento, os fundos de investimentos com participação da FINEP/Projeto Inovar Semente, têm boas condições aos investidores. Há garantia do Governo Federal que para os fundos constituídos pelo capital com composição de 40% pela FINEP (no máximo), 40% Agência de Desenvolvimento (no máximo), 20% por Investidores Locais (no mínimo). Estes últimos investidores são os primeiros com preferência no caso de liquidação e têm garantia do capital investido atualizado monetariamente. Neste caso do Inovar Semente, a FINEP garante e dá preferência por meio de contrato, segundo portaria MCT 887/05 (CARVALHO, M., 2005).

4.5 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DO CAPITAL EMPREENDEDOR NO BRASIL

Segundo Ribeiro e Badin (2001) o *Capital Empreendedor* se inicia em meados da década de 70 no Brasil. O Banco de Desenvolvimento Social (BNDES) e a Financiadora de Estudos e Pesquisas (FINEP) vêm fomentando projetos para financiar empresas públicas e privadas. A Companhia Riograndense de Participações (CRP) foi a organização pioneira no Brasil, atua há mais de 24 anos e já administrou mais de seis carteiras com 54 empresas.

Em 1986, as sociedades de Capital de Risco foram institucionalizadas através do Decreto-Lei 2.287, de 23.07.86, regulamentado pelas Resoluções 1.184 e 1.346, de 04.09.86 e 18.06.87. Contudo, tais instrumentos legais apresentavam falhas na concepção, inviabilizando o desenvolvimento destas sociedades no país. A edição da Resolução n. 209 de 1994, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) permitiu que os investimentos em empresas emergentes pelo *Capital Empreendedor* fossem disciplinados. Atualmente, essa resolução continua sendo uma das principais regulamentações existentes no país.

De acordo com Ribeiro e Badin (2001) existem alguns fatores que embaraçam a participação de investidores no país: imaturidade do mercado de capitais; falta de transparência nos dados das empresas e burocracia excessivamente rígida em relação ao acesso ao mercado de capitais. Assim como em outros países, no Brasil os maiores investimentos de *Capital Empreendedor* ocorrem em empresas de base tecnológica, que atuam nos setores de biotecnologia, química fina, microeletrônica e informática; ou seja, são empreendimentos inovadores que surgiram da pesquisa científica desenvolvida em universidades e laboratórios industriais.

Ribeiro e Badin (2001) afirmam que para haver crescimento de investimentos de *Capital Empreendedor*, deve ocorrer alteração da legislação brasileira específica ao setor e fortalecimento do mercado de capitais. Tais ações permitirão uma atividade mais acessível. Em 2000 foi dado um dos primeiros passos na organização do setor mediante a congregação de empresas de *Venture Capital* para a formação da Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR), atual Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP).

Rezende e Nogueira (2003) afirmam que no cenário brasileiro a escassez de crédito está associada às percepções de risco elevado, fator que torna fundamental o

desenvolvimento da atividade de *Capital Empreendedor* como mecanismo de promoção da inovação e da ampliação da participação das empresas de pequeno e médio porte no PIB.

A figura 6 demonstra a evolução de veículos de investimentos de VC/PE no Brasil desde 1975.

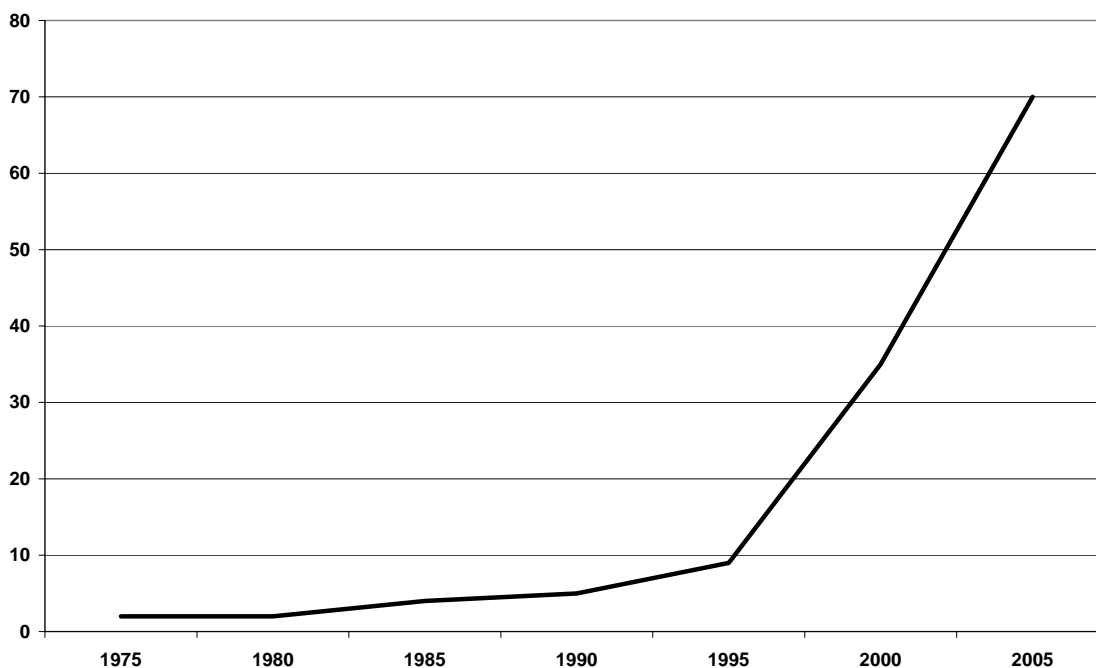


Figura 6 - Evolução de veículos de investimentos de VC/PE no Brasil.

Fonte: Adaptado pelo autor a partir de Freitas e Passoni (2006).

Billi (2005a) destaca que após o mapeamento dos fundos, verificou-se a existência no final de 2005 de mais de 70 fundos brasileiros de *Capital Empreendedor*, os quais investiram em mais de 300 empreendimentos. Em 2004, os investimentos no país foram de US\$452 milhões para compra de participações acionárias em companhias. No período de 1999 até 2004 as aplicações superaram US\$ 5,58 bilhões e as projeções para 2006 são de ascensão no ritmo.

Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006) comentam o desempenho de fundos de investimento no país após o mapeamento desenvolvido no segundo semestre de 2004, via a realização do primeiro censo do setor elaborado pelo Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* (GVCEPE), da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da FGV (EAESP). Este levantamento apresenta quadro geral que: confirma a percepção (*feeling*) dos

gestores de fundos e operadores do mercado, isto é a presença de atividade crescente de fundos e empresas de *Venture Capital*. Eles apontam que o mercado brasileiro tem se revelado o mais atrativo na América Latina.

A indústria brasileira de *Venture Capital* foi aperfeiçoada em grande estilo nesses últimos dois anos. Das 16 (dezesesseis) ofertas públicas iniciais - *Initial Public Offering* (IPO) - realizadas por empresas nos últimos dois anos, seis eram de empreendimentos com participações dos fundos de *Private Equity* ou *Venture Capital*. Em 2004, os fundos de *Private Equity* venderam R\$322 milhões (por meio de lançamento de ações na BOVESPA) e R\$653 milhões em 2005.

Este primeiro censo apurou alguns dados pessimistas por parte dos analistas sobre o mercado latino-americano de capitais. O Brasil foi o único mercado na América Latina com capacidade de absorver lançamentos de novas empresas; dentre todos os demais países latinos, os fundos de investimento levantaram com IPO não mais de R\$50 milhões em dois anos (2004/2005).

Para os autores, as ofertas públicas de Submarino, ALL, Gol e DASA demonstraram que o mercado de capitais tem sido uma opção de saída para alguns fundos. Além disso, seja no Brasil ou no exterior, a maioria das operações tem sido encerrada via *trade sale* - fundo vende a empresa a outra empresa. Desta forma procedeu a FIR Capital, fundo mineiro com carteira de US\$48 milhões, ao vender a Akwan à Google em 2005. Estas altas de investimentos de 2004 e 2005 no Brasil marcam o fim do primeiro grande ciclo do setor. O censo ainda mostrou que a grande parte das 71 instituições vinculadas à *Venture Capital* aumentou a atividade a partir de 1997. A maioria surgiu entre 1999 e 2001 com o auge da nova economia e a promessa de altos lucros. Os investimentos daquela época, como o Submarino, começaram a maturar neste último ano.

Em 2001, os fundos venderam suas participações e começaram novas carteiras, para revender após cinco ou dez anos. O *Advent International* captou US\$375 milhões em 2005 para investir na América Latina e a *Latin American Venture Capital Association* (LAVCA) estimou que 47% dos recursos foram destinados ao Brasil. O ano de 2005 acenou uma nova fase, com o retorno do investidor estrangeiro, somado ao interesse do investidor local e da participação do setor público brasileiro. O programa do BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - anunciou que no mesmo ano, R\$260 milhões destinaram-se a aplicações em fundos com investimentos em empresas emergentes e fundos de *Private Equity*.

O ápice da internet, entre 1998 até 2000, trouxe vários investidores ao Brasil. Até 2003 havia quantidade moderada de investidores e administradores, mas a partir de 2004 o setor voltou a crescer, consolidou-se e verificou-se a existência de fundos e empresas de todos os portes. Devido às crises econômicas mundiais, o estouro da bolha da nova economia, os atentados terroristas de 11 de setembro e as crises internas da economia brasileira, desde 2003 o setor da internet tem ensaiado recuperação.

Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006) também explicam que a indústria brasileira de *Venture Capital* cresceu; há 71 entidades administradoras, com 233 gestores, 498 administradores de carteiras, que gerenciam o montante investido no Brasil US\$5,8 bilhões em 306 empresas monitoradas. Os gestores participam dos conselhos de administração, definem estratégia, certificam-se de que metas estejam sendo cumpridas. Os gestores e empresas investidas estão concentrados na região Sudeste do país, com 64% dos empreendimentos no Sudeste. Apenas na grande São Paulo está dois terços dos gestores nacionais e um terço na capital do Rio de Janeiro. As avenidas paulistanas Luís Carlos Berrini e a Brigadeiro Faria Lima reúnem 29% das instituições do setor.⁶⁰

Rezende e Nogueira (2003) afirmam que na economia brasileira, a parceria entre investidores e empreendedores foi adotada como uma das últimas alternativas para dar suporte ao crescimento e desenvolvimento em geral. Essa participação de terceiros no capital das empresas foi um sinal cultural difuso; entretanto, ampliou as possibilidades de sucesso e de carregamento do risco do negócio, freqüentemente elevado nos primeiros momentos do ciclo de vida, e permitiu profissionalizar procedimentos e relacionamentos.

Segundo Rezende e Nogueira (2003) é importante destacar que nessa época não foi detectada a presença de “*Angels*” (investidores pessoais que alavancam os momentos nascentes da empresa). Ressaltam-se as iniciativas desenvolvidas pela FINEP e pela ABVCAP no sentido de incentivar tanto o empreendedorismo quanto a participação de investidores por meio do *Venture Capital* em empreendimentos e projetos emergentes.

No ponto de vista jurídico-normativo, a CVM - Comissão de Valores Mobiliários vem aprimorando os mecanismos de regulação dos fundos que captam recursos para *Venture Capital*. Instruções pertinentes da CVM: n. 209, de 25 de março de 1994, com as alterações introduzidas pelas instruções CVM n. 225/94, 236/95, 246/96, 253/96, 363/02 e 368/02. Tais normas pretendem assegurar, tanto aos empreendedores e investidores,

⁶⁰ Destaca-se também a presença do *Venture Capital* no Rio Grande do Sul (PAVANI, 2003) e em Minas Gerais (JUDICE; BAËTA, 2003).

condições de risco e retorno que incitam a participação de terceiros no capital das empresas emergentes, como instrumento de alavancagem de negócios.

Carvalho, F. (2005) cita que no Rio de Janeiro, *opera o grupo “Gávea Angels”*, que investe em empresas inovadoras e com potencial de rápido retorno. As novas ações de capitalização contribuem ao desenvolvimento das empresas inovadoras, em especial as graduadas. Com base na referência e experiência dos cariocas, investidores denominados de “Bahia Angels”, estão se mobilizando no intuito de incentivar empreendimentos inovadores na Bahia por meio do Instituto Euvaldo Lodi.⁶¹

As entidades vinculadas aos Governos Federal e Estaduais que têm atividades associadas ao *Capital Empreendedor*, segundo Santos e Cunha (2004) são:

- FINEP: Atua no fomento à inovação e pesquisa científica em empresas, universidades, centros de pesquisas e entidades do terceiro setor, ansiando o aperfeiçoamento do sistema nacional de C&T&I (ciência, tecnologia e inovação) e a substituição de importações. A partir da criação do Projeto Inovar desde 2000, voltado especificamente para empresas de base tecnológicas, motiva uma série de ações para disseminar a cultura de *Capital Empreendedor* no Brasil.
- SEBRAE: “Programa de Capital de Risco”, a partir de um fundo mútuo de investimento constituído.
- Programas de Incentivos Estaduais: Existem diversos fundos de apoio a pesquisa nos âmbitos estaduais. FAPESP (Fundo de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo) está voltada ao apoio à inovação tecnológica e pesquisa, com predominância de capital não reembolsável. Há diversos programas científicos: BIOTA (biodiversidade e uso no estado de São Paulo); PIPE (pesquisa em campos de conhecimento); Genoma (genética e biotecnologia); PITE (programa de interação dos institutos de pesquisa com empresas); Políticas Públicas; e TIDIA (Tecnologia de Informação).

O estímulo para aportar o *Capital Empreendedor* em pequenas empresas, principalmente as de base tecnológicas, requer uma ação política organizada junto aos grupos de interesse no mercado, sob a liderança de autoridades e entidades governamentais como FINEP e SEBRAE, para incentivar e viabilizar um programa de crédito subsidiado com o

⁶¹ Duas outras iniciativas se destacam no estado da Bahia: a) Programa Nordeste Empreendedor, parceria do BID – Banco Interamericano de Desenvolvimento, Banco do Nordeste e o IEL/BA, que visa criação de um fundo de *Venture Capital* à região Nordeste e para a sensibilização, capacitação e assessoria às MPes inovadoras conseguirem capital; e b) Programa Bahia Inovação, parceria entre SECTI, FAPESB, FINEP, SEBRAE e IEL, que tem a missão de incrementar a competitividade das MPes baianas através da aproximação de atividades econômicas, acadêmicas e sociais; disseminação do empreendedorismo e da inovação; além disto, incentivo à cooperação e à disseminação da cultura da propriedade intelectual.

compromisso de contrapartida do setor privado. Deve-se levar em consideração o papel de diferentes grupos da sociedade. Além do próprio governo, são parceiros necessários as associações de classe e os agentes do mercado financeiro, como corretoras, Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BOVESPA), Bolsa Mercantil & Futuros (BM&F), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entre outros. O congresso nacional deve também ser sensibilizado para reformas na legislação que incentivem ou amenizem as restrições para as operações desse ramo.

Apesar da indústria de *Capital Empreendedor* no Brasil ser ainda principiante, existem muitas oportunidades para seu desenvolvimento. Com a projetada melhoria das considerações macroeconômicas no país aos próximos anos, o aumento de evidência de mercado acionário, pode-se aguardar um aumento qualitativo e quantitativo das transações desta indústria (SANTOS, 2005).

No Brasil ainda é difícil perceber este desenvolvimento regional como sendo motivado estritamente pelo *Capital Empreendedor*, pois se confunde com as regiões mais desenvolvidas Sudeste e Sul, onde se situa os principais pólos econômicos e industriais do país. As duas regiões sozinhas comportam 65,8% e 25,5% do número de empresas investidas no Brasil, ou seja, 91,3%. Apenas a Grande São Paulo possui 38,9% dos investimentos e as demais regiões metropolitanas destacadas são: Rio de Janeiro com 11,6%, Porto Alegre com 9,7%, Belo Horizonte com 8,3% e Curitiba com 4,2%. (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006).

Há dois importantes elementos do processo de gestão de inovação em empresas intensivas em conhecimento: primeiro, o ambiente de relações em que relacionam os atores internos e externos; segundo, as ferramentas e coalizões que estabelecem ao desenvolvimento de originais tecnologias e mercados (JUDICE; BAËTA, 2003). As principais áreas de investimentos de *Capital Empreendedor* em EBITs no país destacam-se: software, TI e Biotecnologia. (Ribeiro, 2006).

- **TI - Tecnologia da Informação**

Segundo Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006), o faturamento dos fabricantes de software cresceu 966% em 5 anos, demonstrando que os fundos internacionais de *Capital Empreendedor* têm potencializado empresas de informática também no Brasil. A Microsiga é

exemplo que desenvolveu e vendeu softwares de gestão e em 1999 a empresa faturou R\$30 milhões, época que a Advent International comprou 25% das suas ações, porém, após cinco anos o faturamento superou R\$320 milhões. Neste setor, esta empresa é um dos poucos destaques de sucesso da indústria de *Venture Capital* no Brasil. Isto não significa que os gestores dos fundos brasileiros são menos capazes, pois a taxa de sucesso mundial no setor é pouco acima de 10% e identificar empresas que crescerão vertiginosamente não é um processo simples.

No caso da Microsiga, com escritórios em todo o Brasil, Argentina, Chile, Paraguai, Porto Rico e Uruguai, o fundo internacional Advent captou mais de US\$375 milhões para investir na América Latina. A empresa tinha um problema sério: enfrentar a concorrência da alemã gigante SAP, maior companhia mundial. A Advent abriu portas para a Microsiga vender e se inserir no mercado internacional da empresa, mas a partir de 2005 a Advent não é mais sócia da empresa. Todavia, Patrice Etlin, diretor desse mesmo fundo no Brasil, continua no conselho diretor da Microsiga. A Advent não informou quanto teve de lucro na participação da Microsiga; divulgar os resultados não é prática comum no Brasil, ao contrário dos EUA.

Segundo a Companhia Riograndense de Participações (CRP), um dos primeiros fundos do mercado brasileiro, a adoção da prática de divulgação dos resultados contribuirá para o amadurecimento do mercado brasileiro. A pesquisa da GVCEPE não calculou os retornos médios dos fundos, mas estima que o retorno de apenas um investimento compensa uma carteira inteira de empresas. Também foi constatado que os salários anuais dos gestores atuantes no Brasil são elevados, pois 40% afere entre US\$35 mil e US\$50 mil; 30% de US\$50 mil a US\$100 mil; 25% acima de US\$ 100 mil. Os gestores não revelaram ao censo o valor do bônus pelo desempenho do fundo, que é a maior parcela da remuneração (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006; BILLI, 2005a).

Muitas pessoas acreditam que a indústria de *Capital Empreendedor* esteja largamente difundida no mundo desenvolvido. Embora na Europa haja algumas atividades relevantes do *Capital Empreendedor*, entre 1996 a 2000, ela é basicamente um fenômeno americano associado aos vários investimentos vultosos em negócios com alto risco, principalmente da nova economia.

O *e-commerce* também tem recebido aplicações significativas do *Capital Empreendedor*, segundo Costa (2001). Em 1999, tais investimentos totalizaram

aproximadamente US\$ 36 bilhões, 150% a mais do que o ano anterior. O risco é ainda mais elevado no *e-commerce* e nos sites de conteúdo os quais não têm atividades produtivas.⁶²

Novos empreendimentos baseados em bens manufaturados aparentam ter um maior índice de sucesso. O chefe executivo da líder da internet em equipamentos do sistema, Cisco estimou que havia de 400 a 500 novos negócios em sua indústria. Contudo, a partir de 1999 até meados de 2000, parte destes negócios foi comprada pelas maiores ou liquidada. Tudo isto são fatores que fizeram a “bolha”⁶³ da internet estourar em 2001. O crescimento mundial das pequenas empresas com negócio na internet tem sido importante e tem levantado enorme quantia de dinheiro vindo de investidores nos Estados Unidos. Negócios inovadores têm sido os principais alvos de parte dos investidores (COSTA, 2001).

- **Biotecnologia**

O setor de inovação biotecnologia apresenta relevante proporção de investimento de *Capital Empreendedor*. As bio-indústrias apresentam sucesso no lançamento e na comercialização. Conforme a Organização da Bioindústria (BIO) nos Estados Unidos, durante os 30 anos de existência internacional, o setor produziu mais de 100 medicamentos e ainda tem outros 350 produtos em testes clínicos (JUDICE; 2004).

Judice e Baêta (2003) esclarecem que a biotecnologia é um conjunto de tecnologias habilitadoras que permitem utilizar, modificar e otimizar organismos vivos ou suas partes, células, organelas e moléculas, para criar produtos, processos e serviços com aplicações econômicas na saúde humana e animal, agricultura e meio ambiente. Por serem tecnologias utilizadas em diversos setores e cadeias industriais, seria equivocado definir biotecnologia como um “setor” ou uma “indústria”.

A “bioindústria” é a aplicação em escala industrial e empresarial destas variadas tecnologias à geração de produtos e serviços em vários segmentos de mercado. No Brasil, a bio-indústria também está em ascensão e em 2002 havia 304 empresas, incluídas empresas multinacionais e fornecedoras de equipamentos e insumos. Destas, mais de 80%

⁶² Nesta categoria, em 2000 houve uma revolução e vários negócios de alto nível iniciados de 1998 e 1999. Toy Smart uma loja de brinquedos *online*, de propriedade majoritária da Walt Disney C.O, foi sacudida pela violet.com, a varejista especializada que liquidou US\$15 milhões e durante vários meses antes dos fundadores desativarem. Boo.com, outra *online*, gastou mais de US\$53 milhões antes de ser liquidação, vindos de grandes nomes: VP Morgan e família Benetton.

⁶³ Colapso do mercado de ações que ocorreu entre 2000 e 2002.

estão concentradas em São Paulo, Minas Gerais e Rio de Janeiro e 60% são micro e pequenas empresas, que ofertam até 50 postos de trabalho, além de gerarem produtos e serviços com alto valor agregado, empregos qualificados e refletem melhor qualidade de vida da sociedade.

Judice e Baêta (2003) apontam que a bio-indústria teve importante desenvolvimento nos Estados Unidos e Europa (Inglaterra, Alemanha e França). Um dos principais elementos propulsores foram os investimentos de *Venture Capital*, além da habilidade de organização e interação de empreendimentos científicos e acadêmicos em papéis e negócios arrolado nas principais bolsas e mercados de ações.

Até 2003, havia ausência da cultura de investimentos de risco em bioindústria, devido à imaturidade dos investimentos de altas tecnologias em mercados de capitais e a existência de pouco casos de aquisições de empresas de biotecnologia no Brasil. O único caso conhecido foi da Biobrás; criada em 1976, a primeira empresa brasileira de biotecnologia, adquirida em 2001 pela dinamarquesa Novo Nordisk (maior fabricante mundial de insulinas).

Judice e Baêta (2003) investigam como os bio-empresendedores brasileiros se estruturam, organizam e financiam seus processos de inovação. Eles destacam a relevância e as perspectivas dos investimentos de *Capital Empreendedor* como contribuição no desenvolvimento deste ramo no país.

As empresas de biotecnologia operam em um modelo organizacional de “arquitetura aberta”, na medida em que muitas de suas funções essenciais são providas a partir das coalisões externas realizadas. Deste modo, dificilmente, uma única organização é capaz de abastecer todo conjunto de necessidades das empresas do setor - pesquisa científica e tecnológica, testes clínicos, propriedade intelectual, financiamento, capitalização, manufatura, *marketing* e distribuição.

Consequentemente as parcerias, cooperações, alianças estratégicas, licenciamentos a grandes companhias químicas e farmacêuticas, *joint ventures*, participações acionárias, aquisições e incorporações, assim como investimentos nos estágios *Seed Money*, *Venture Capital* e *Mezanino* são vitais ao avanço da bio-indústria. Raramente, em seu atual estágio evolutivo, empresas de biotecnologia podem ser classificadas como estruturas permanentes ou fechadas, trata-se muito mais de um campo organizacional em processo de emergência e construção social (JUDICE; BAÊTA 2003).

Enquanto muitos sub-segmentos industriais se firmam e produzem resultados visíveis que ganham a confiança dos clientes e usuários (diagnósticos moleculares, medicamentos), outros testam estágios iniciais, confrontam a resistência e a opinião pública

(transgênicos, clonagem para fins terapêuticos) ou ainda patinam na falta ou exagero de regulamentação, longos prazos de maturação e validação tecnológica. São pequenas empresas fragmentadas e a organização da indústria em alguns sentidos é até precária.

A biotecnologia é considerada um setor de investimento de alto risco, dadas as características de incerteza envolvidas e ao ciclo longo de maturação de produtos de bio-indústria, causa intensidade tecnológica, longo tempo de pesquisa, desenvolvimento, registro, manufatura e distribuição. À medida que as empresas *start-up* baseadas em conhecimento avançam o seu ciclo de vida, as aptidões gerenciais tornam-se mais importantes do que as habilidades empresariais. Caso os empreendedores não atinja um “limite de executivo”, a sua inaptidão gerencial tornar-se-ia prejudicial a empresa (JUDICE; BAÊTA 2003).

Para Drucker (2002), setores industriais baseados no conhecimento possuem momentos de ebulição e abertura de oportunidades de entrada, denominados como janelas de oportuniadaes. O ciclo alterna os períodos, os abalos fecham as boas possibilidades de inserção, é quando a indústria cresce e estabiliza, e a partir de então é menor o número de inovadores sobreviventes. Há somente uma receita de sobrevivência: existência de administração empreendedora. Caso a empresa não desenvolva um novo negócio e seja administrada para isto, não sobreviverá. Não importa a idéia empreendedora brilhante ou o montante de dinheiro que possa captar ou a qualidade dos seus produtos ou a demanda.

Para Judice e Baêta (2003), as empresas de Biotecnologia precisam de forma intensa de informações e um conjunto de *inputs* externos para complementação de suas capacidades tecnológicas, ainda que as atividades de P&D estejam internalizadas. Além do intercâmbio entre empresas e universidades ou centros produtores de conhecimento é o meio do “empreendedor cientista”, pois para as empresas de Biotecnologia outro importante componente de P&D.

Devido às suas interações acadêmicas e principalmente por sua percepção e profunda conscientização na função do avanço científico e tecnológico em seu negócio, o empresário cientista, com a empresa em estágios iniciais, almeja colaboradores que contribuam ao progresso da tecnologia, inclinando a supervalorizar o papel da pesquisa científica, ou seja, o “P” do P&D, em detrimento do desenvolvimento tecnológico e da inserção do produto no mercado. Os empreendedores adotam uma conduta empresarial estimulada pela emoção da pesquisa, estimulada pela atitude visionária e singular no sentido do empresário schumpeteriano ou mesmo com a devoção carismática, missionária, no sentido weberiano (SCHUMPETER, 1984; WEBER, 1972).

Realmente tem sido demonstrado que empresas investidas por *Venture Capital* apresentam taxa mais elevadas de sucesso/sobrevida do que empresas não financiadas. Isto não denota que o investidor tem conhecimento de sempre escolher empresas vencedoras, já que cerca de 20% de empresas investidas pelo *Capital Empreendedor* falham em gerar os retornos esperados pelo investidor (JUDICE; BAÊTA 2003). O ponto a ser destacado, portanto, não é a capacidade de antecipação do sucesso empresarial por parte do investidor, mas, principalmente, a sua capacidade de proativamente fomentar e garantir racionalmente o sucesso, através da gestão profissionalizada.

De outro ângulo, os investidores que aplicam em biotecnologia aprenderam que nem sempre os produtos de biotecnologia alcançam o potencial esperado de faturamento ou sustentação de margens de vendas. Algumas vezes nem mesmo conseguem efetivamente chegar ao mercado (por exemplo: há a possibilidade de ocorrer equívocos em testes clínicos). Uma opção de ganhos consistentes e contínuos em biotecnologia não é totalmente claro e este é o aspecto mais importante na avaliação de investidores. Ocasões de ceticismo e falta de interesse por biotecnologia ocorrem por parte de investidores, diminuindo acesso à capitalização de empresas. Afinal, após a história de 30 anos, a bio-indústria não pode usar o pretexto de ser jovem, muito menos pode eternamente se hipervalorizar seu imenso potencial futuro, como faz há anos (JUDICE; BAÊTA 2003).

Judice (2004) enfatiza que em 1990, menos de 10 empresas de biotecnologia operavam em Minas Gerais. Todavia, em 2004 o número aumentou para mais de 80 empresas, incluindo a presença de organizações de grande porte, nacionais e internacionais, como Monsanto e Syngenta, no Triângulo Mineiro, Novo Nordisk e Vallée em Montes Claros, e Labtest e Diamed. Há um reconhecimento público e acadêmico da existência de Arranjo Produtivo Local (APL), na região Belo Horizonte num raio de 100 km.

A mesma autora também constatou que em função das atividades de inovação deste setor, surgiram novas empresas graças à presença de *Venture Capital*. O maior impacto da pesquisa de atualização de informações de biotecnologia em Minas Gerais em 2004 é sobre o surgimento de novas empresas com maior densidade tecnológica e potencial de inovação em mercados globais. As indicações para isto se encontram no perfil, na direção dos produtos e programação de P&D das empresas emergentes e a presença relevante do *Capital Empreendedor* em 2004.

Em 2004 verificou-se o crescimento de investimento de *Capital Empreendedor*, em média de 24% das empresas estudadas, o valor médio de investimento por

empresa foi de R\$943.000,00. Este resultado contrasta com a pesquisa anterior em 2001, que atingiu apenas 7,5% das empresas estudadas capitalizadas com investidores.

Judice e Baêta (2003) constataram que apenas uma empresa, dentre as 50 pesquisadas, com apenas 3 anos de existência, foi responsável pela obtenção e solicitação de 13 patentes, o que representa um terço do total de patentes do grupo, e isto aporta ser um resultado excepcional. Nesta empresa, além de excepcional capacidade de P&D, foram observadas duas variáveis importantes, que podem justificar a sua hiper-atividade patentearia: a empresa capitalizada por *Capital Empreendedor*; negócio eminentemente voltado ao mercado globalizado, certifica e busca a inserção de seus produtos no exterior, particularmente nos Estados Unidos.

As conclusões destas autoras destacam a relação financiamento e investimentos e a necessidade generalizada de recursos financeiros nas empresas de todos os portes. Todas necessitam de recursos para equilibrarem em seu longo ciclo de maturação com os custos elevados de desenvolvimento e produção, inclusive devido ao alto volume de importações na composição dos custos operacionais (de 50 a 100%). Vinte e três das empresas estudadas (58% das declarantes) são atualmente ou já foram em algum momento de sua existência financiadas por credores diversos.

O total de 62 projetos de financiamento convencional foi identificado (média 2,7 projetos por empresa). Em apenas 3 empresas (7,5% das respostas válidas) foram capitalizadas por investidores, em diversas etapas de capitalização (*seed, start-up, angel e equity*). Oito investimentos institucionais privados foram mencionados (20% dos informantes válidos). Somente após ao estudo empírico, teve-se conhecimento de duas empresas criadas por investidores de risco (Votorantim Ventures) em São Paulo, a saber: Allelyx e Scylla, ambas ligadas a genômica e bio-informática.

Registra-se que a questão de financiamento e capitalização foi percebida como o entrave mais importante ao crescimento. A maioria dos empresários convergiu sobre o fato de que no exterior, principalmente nos Estados Unidos e Europa, empresas semelhantes as suas são muito melhor nutridas e tratadas do ponto de vista de recursos financeiros em estágios iniciais e são beneficiadas por políticas de apoio fiscal e financeiro por parte dos poderes públicos (JUDICE; BAÊTA, 2003).

Empresários localizados fora de São Paulo lembraram o bom exemplo dado a empresas de tecnologia pelos programas da FAPESP, no apoio a Pequena Empresa (PIPE – Programa de Inovação em Pequenas Empresas) e transferência de tecnologia universidade-empresas (PITE – Programa de Inovação Tecnológica Parceria Universidade-Empresas).

Várias sugeriram que estes modelos deveriam ser praticados por agências financiadoras nacionais e por fundações estaduais de apoio a pesquisa. No caso destas últimas, vale mencionar a FACEPE de Pernambuco que já atua no mesmo modelo FAPESP e apoia a empresas de base tecnológica e a FAPEMIG de Minas Gerais que iniciou a primeira seleção de seu programa PROMITEC, também com características semelhantes à FAPESP, entretanto com muito menos recursos.

Judice e Baêta (2003) recomendam pesquisas para buscar compreender a relação entre modelos empresariais, gestão de inovação em biotecnologia no Brasil e perspectivas de investimentos de *Venture Capital* nestes segmentos industriais; centrar esforços quanto aos investidores, buscando compreender suas motivações e contribuições ao desenvolvimento da bio-indústria e suas dificuldades quanto à captação de investimentos. Praticamente inexistente a cultura de investimentos *venture* em empresas de biotecnologia brasileiras, o que é parcialmente explicável pela ausência destes tipo de investidores no cenário por um longo tempo. Apenas no final dos anos 90 e após o ano de 2000 surgiram os primeiros fundos com natureza focadas a biotecnologia.

No modelo empresarial de bio-indústria brasileiro, o empresário cientista é fortemente “avesso a risco”. É pequeno o percentual de empresas investidas (7%) pelo *Capital Empreendedor*, há preferência por financiamentos públicos (58%) ou efetivamente nenhum financiamento (35% não acessam recursos financeiros externos). A preferência por financiamentos públicos como resquício ou importação da cultura prevalecente no local de origem dos bio-empresendedores cientistas, isto é, o meio universitário. De outro lado, a inexistência de uma opção cultural ao *Venture Capital*, motivada pela falta deste tipo de investimento no país até muito recentemente (JUDICE; BAÊTA, 2003).

Esta posição também é citada por Bygrave e Timmons (1992), ao explicarem que os recém formados têm escolhas para fazer: explorar a pesquisa ou continuar os ensinamentos. Na área de estudo e pesquisas formais, as negociações do *Capital Empreendedor* estão nas fases iniciais, os pesquisadores têm uma chance para construir fundações intelectuais sólidas que tratará benefícios a todos (pesquisadores, empreendedores, investidores e sociedade).

Para Ramos (1983), as empresas capitalizadas pelos fundos adotam procedimentos burocráticos e rotinas com a finalidade de obter controle, os quais são fundamentais aos negócios que atuam com *Capital Empreendedor*. Tais instrumentos de gerência permitiram ao administrador, aos sócios (empreendedores ou investidores) e também a terceiros (governo, fornecedores, clientes, funcionários, bancos) avaliarem de forma

transparente o empreendimento. Este princípio que nasceu com atos básicos de burocracia resulta em num nível administrativo elevado com Governança Corporativa de excelência.

O mesmo autor afirma que não há mais espaço nas empresas modernas para o líder visionário schumpeteriano, com autoridade carismática weberiana. No início do desenvolvimento há pouca necessidade de controle formais, mas quando inicia o processo de alavancagem financeira e capitalização, por meio da busca de associar-se com *Capital Empreendedor*, a empresa nascente ou jovem precisa adquirir maturidade e outras qualidades empresariais, além de compreender melhor a ajuda de outras especialidades profissionais necessárias a consolidação de seu empreendimento.

Com o auxílio do investidor, o empreendedor que também é cientista diversifica seus parceiros e colaboradores, opta pela administração profissionalizada por meio de executivos, gerentes financeiros, comerciais e de *marketing*. Neste avanço, atinge um nível organizacional mais complexo, em que a produção industrial e a organização financeira estabilizam em rotinas e trajetórias padronizadas (ou passam ao domínio da autoridade burocrática no sentido weberiano).

A “rotinização burocrática” dos negócios introduzida pelo investidor é uma ocasião decisiva no desenvolvimento empresarial. A entrada do investidor racionaliza ou suspende os recursos que alimentam os desejos particulares do empreendedor cientista, pois formata, reestrutura e racionaliza o plano de negócios, além de conduzir as rotinas administrativas e gerenciais para dirigir ao crescimento e consolidação da empresa. Ao empreendedor compete a gestão da cultura e visão empresarial, enquanto ao administrador e gerente profissionais cabe especialmente a gestão da performance (JUDICE; BAÊTA 2003).

O processo de burocratização que passa toda organização ao se desenvolver é inevitável, pois ou a empresa cresce organizada (ao mesmo tempo que se obriga a burocratizar) ou é eliminada naturalmente por causa do descontrole. A função da burocracia na modernização e no desenvolvimento é uma dificuldade de estratégia que não permite soluções não concretas (RAMOS, 1983).

A burocracia associada ao *Venture Capital* forma a administração que deve ser eficiente, embora condicione o enriquecimento da estrutura organizacional.

A seguir analisa-se os resultados da pesquisa empírica.

5 O PROCESSO DE TOMADA DE DECISÃO DO CAPITAL EMPREENDEDOR: ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nos capítulos anteriores discutiu-se a diversidade e a importância das fontes de recursos financeiros para a comunidade empreendedora, em particular para o investimento em empresas de base de inovação tecnológica. Neste capítulo são analisados os resultados da pesquisa de campo junto a gestores de fundos de investimentos, por meio de entrevistas em oito localizados na cidade de São Paulo e questionários aplicados em gestores situados em todo o país. A partir das tabelas do apêndice D foram realizados os gráficos e quadros apresentados nesta seção.

5.1 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS OBTIDOS COM OS QUESTIONÁRIOS

Conforme destacado na metodologia para a seleção inicial dos respondentes realizou-se o contato pessoal em dezembro de 2005, no 13º. Fórum Brasil de Capital de Risco. O pré-teste do questionário foi realizado através do envio para 11 (onze) investidores localizados em São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais, Curitiba e Porto Alegre, em fevereiro de 2006. Posteriormente o questionário foi endereçado a 65 destinatários, que deveriam responder 26 questões sobre os principais critérios de seleção utilizados para selecionar os investimentos do *Capital Empreendedor* (modelo no Apêndice B).⁶⁴

Após a realização de melhorias - a uniformização da terminologia, a redução e exclusão de dados pessoais que identificassem o fundo ou empresa gestora, a diferenciação entre investimentos, segundo o perfil do fundo (*Venture Capital e Private Equity*) - o questionário eletrônico foi hospedado num site para facilitar o acesso dos respondentes.⁶⁵

⁶⁴ Entretanto, após três semanas, em março de 2006, mesmo com contatos por telefone e *e-mail* para confirmar o recebimento e disponibilidade de resposta, apenas 1 (um) apresentou respostas e outros 2 (dois) apresentaram sugestões de melhorias ao questionário, sem respostas. Entendeu-se que este baixo nível de respostas foi devido ao pequeno compromisso dos receptores com o objetivo da pesquisa e alta quantidade de contatos que recebem para resolver assuntos que consideram mais importantes (como investimentos e gestão em empresas).

⁶⁵ O questionário digitalizado, disponível no site “www.zoomerang.com”, foi um aplicativo de coleta de dados prático e foi o preferido do público entrevistado, pois entre os 12 (doze) respondentes, 9 (nove) utilizaram o meio eletrônico. O instrumento também garantiu a confidencialidade dos dados informados pelos gestores de

Segundo Richardson (1989) o questionário é um instrumento prático de coleta de dados, mas o nível de respostas é pequeno, pois foram encaminhados a 65 veículos de investimentos e apenas 18,5% responderam (doze unidades gestoras investimentos).

A análise das respostas das questões permitiu constatar que os fundos de investimentos amostrados se auto classificaram como *Venture Capital* (59%), *Private Equity* (33%) e *Angels* (8%). Eles atuaram em várias etapas ou estágios de investimentos concomitantemente. Os investimentos dos fundos gestores atuaram nos estágios de Expansão (29,4%), Capital Inicial (14,7%), Consolidação (14,7%), Saída de Investidores Iniciais (cada com 14,7%) e Estágio Avançado (11,8%). A figura 7 ilustra os diferentes estágios nos quais atuam os fundos gestores amostrados.

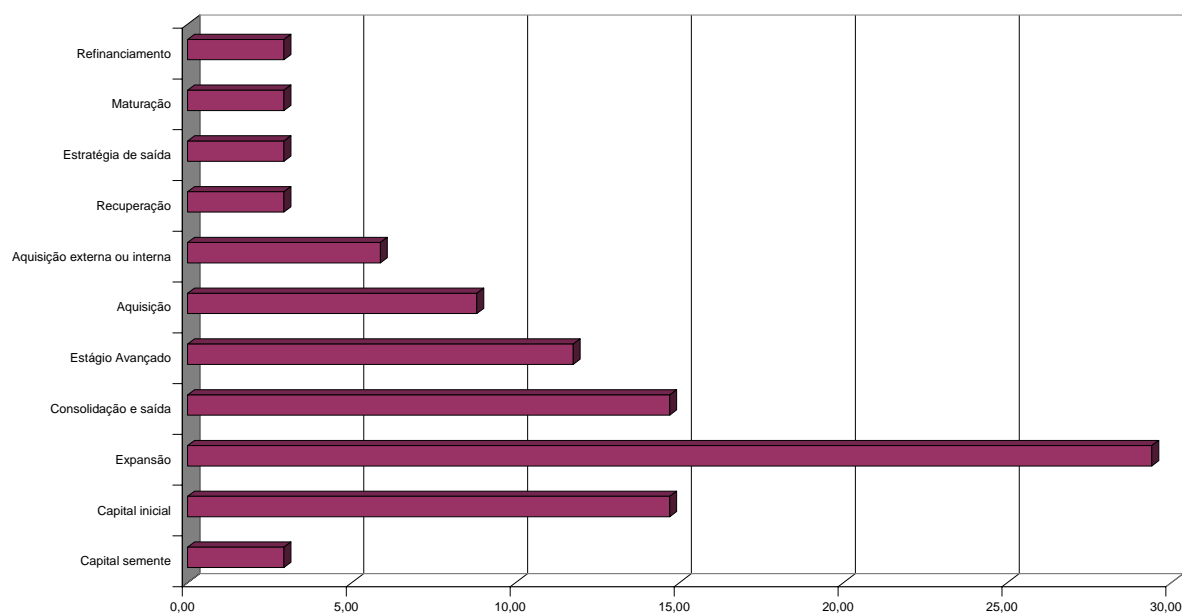


Figura 7 - Estágios dos veículos de investimentos.

Fonte: Dados primários (2006).

A quantidade de propostas e planos de negócios recebida anualmente por cada veículo de investimento é elevada. A maioria das empresas recebe entre 150 a 199 propostas. Os entrevistados não responderam em quantos negócios efetuam investimentos ao

fundos de investimentos. O sistema eletrônico permitiu que as informações individuais fossem transferidas diretamente para a base de dados criptografada, evitou trânsito de papel com informação potencialmente confidencial.

ano. Se houvesse esta informação, seria possível calcular o percentual de negócios aprovados na seleção, que autores como Birley e Muzyka (2004), Nakagawa (2004) e Ribeiro (2006) apontaram ao redor de 0,5% a 2,5%.

A figura 8 ilustra o número de planos de negócios recebidos anualmente. Em função do elevado número de propostas, os fundos gestores necessitam de critérios adequados para evitar a seleção adversa (exclusão de maus negócios e inclusão de negócios rentáveis).

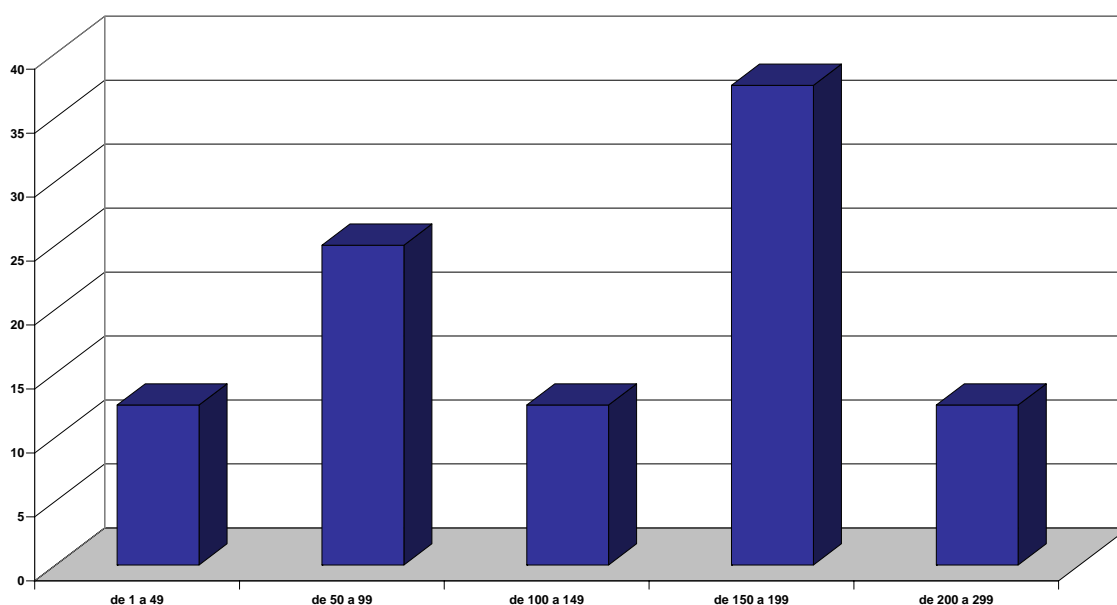
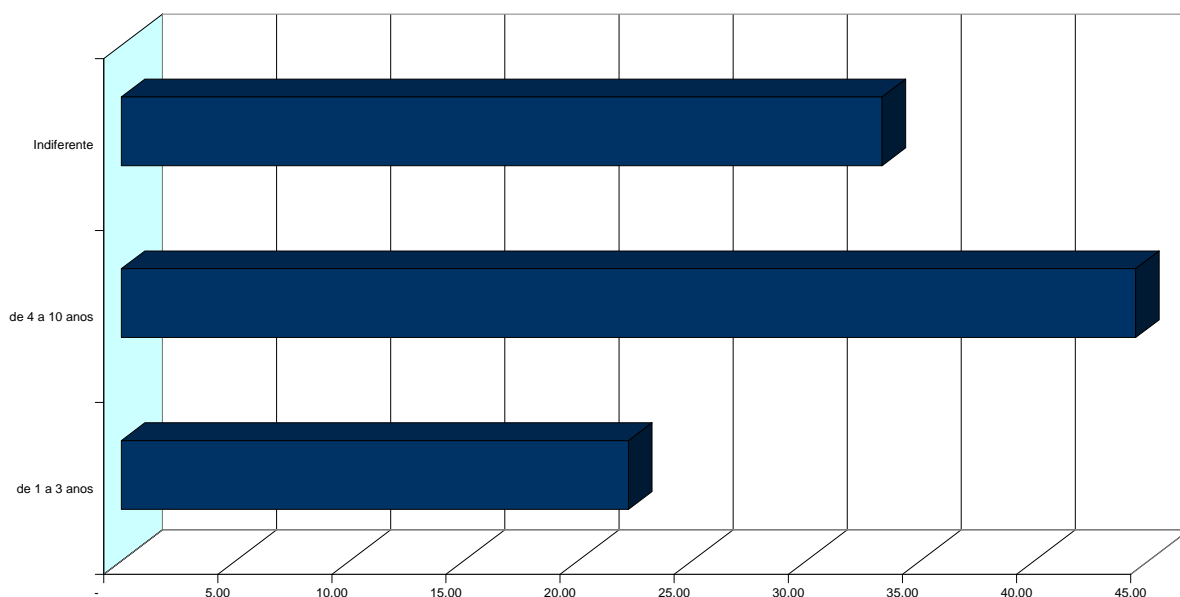


Figura 8 - Quantidade média anual de planos de negócio (PN) ou propostas recebidas.

Fonte: Dados primários (2006).

Metade dos veículos de investimentos (50%) encontra-se na fase de efetivação dos investimentos, um quinto (20%) está fechado e o restante na fase de desinvestimento. Os investimentos ocorrem principalmente em empresas com tempo médio de atividade de 4 a 10 anos (45%); nas empresas muito jovens, com idade entre 1 a 3 anos, os investimentos se efetivam em apenas 22%; contudo, para 33% dos veículos de investimento é indiferente a idade da empresa, conforme consta na figura 9 a seguir.



Obs.: nove respostas, três fundos não indicaram a preferência.

Figura 9 – Idade das empresas investidas.

Fonte: Dados primários (2006).

Os investimentos ocorrem principalmente nas regiões das metrópoles brasileiras da Grande São Paulo (30%), seguida da Grande Rio de Janeiro com 20%, Grande Belo Horizonte e Grande Florianópolis com 15% cada, além da Grande Porto Alegre e Grande Curitiba com 10% cada, conforme demonstrado na figura 10 abaixo.

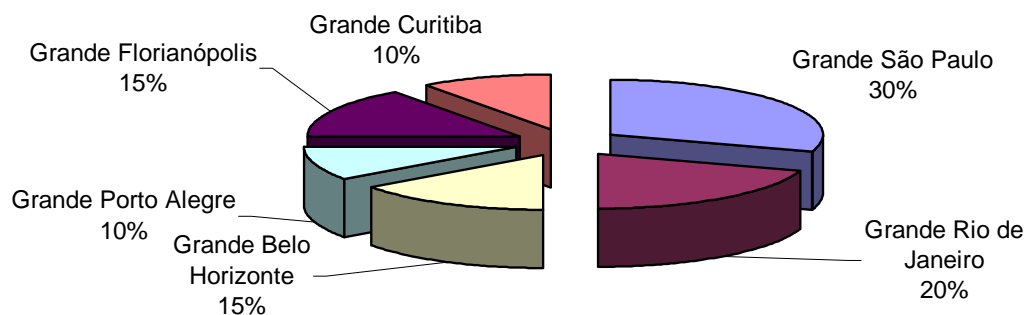


Figura 10 – Regiões que ocorrem investimentos.

Fonte: Dados primários (2006).

Os investimentos são efetivados principalmente em empresas com tempo de mínimo de faturamento entre 3 a 5 anos (40%), fato que elimina a incerteza no que tange aos

fluxos de retorno da atividade, sinalizando maior aversão a risco (fundos de *Private Equity*). A mesma quantidade de respondentes sinalizou a dispensa de tempo mínimo, indicando preferência pelo risco e indiferença à incerteza (fundos de *Angels e Venture Capital*), mas 10% dos veículos de investimento exigem no mínimo o tempo de faturamento de 1 a 2 anos ou até doze meses, conforme figura 11 a seguir.

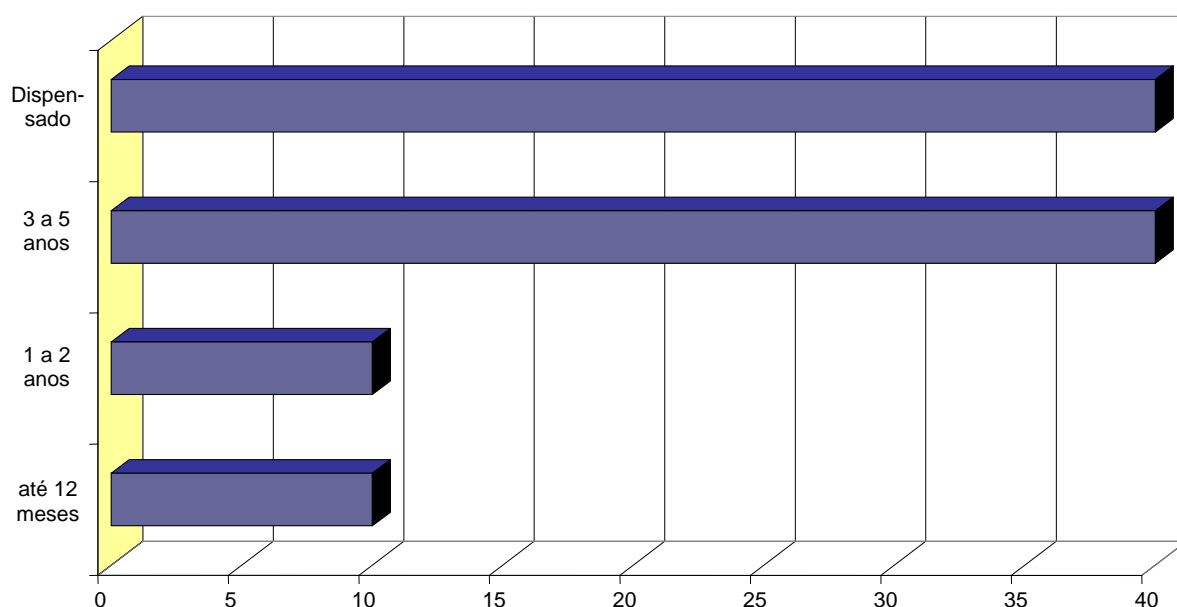


Figura 11 – Tempo mínimo de faturamento das empresas investidas.

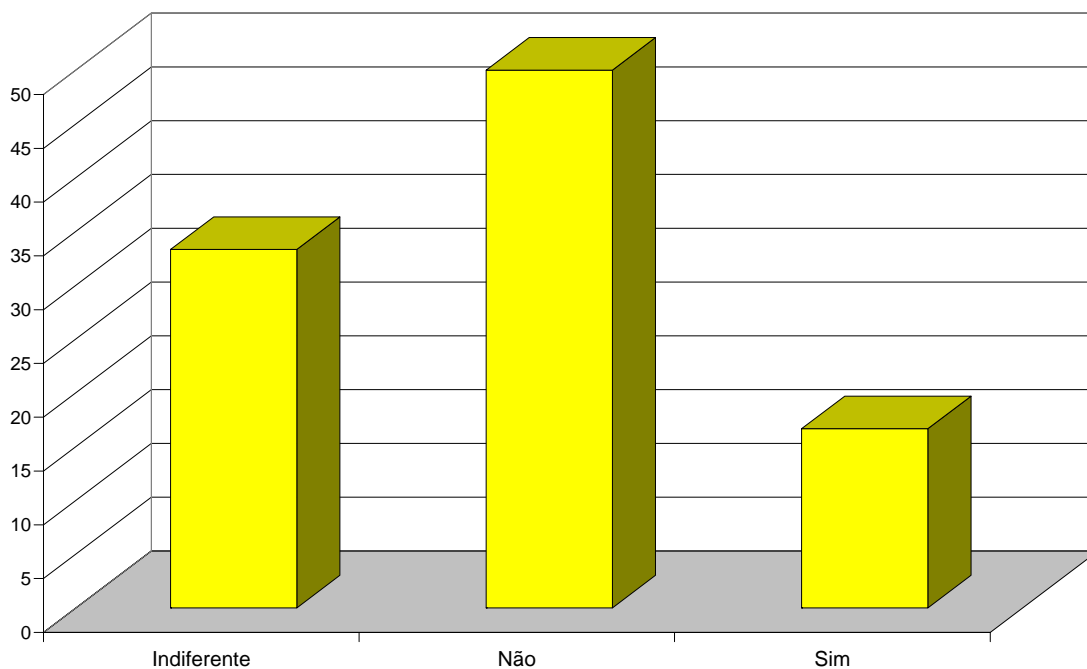
Fonte: Dados primários (2006).

Verificou-se que 50% dos veículos de investimentos não dão preferência à EBIT, provavelmente em função do elevado número de fundos de *Private Equity* existentes na amostra. Entre os fundos amostrados, 33% é indiferente à aplicação em empresas de alta tecnologia e apenas um fundo (17%) tem preferência em investir em EBIT, conforme consta na figura 12 a seguir. Porém, vale ressaltar que apenas seis fundos (50% dos questionários) responderam esta pergunta. Os conceitos de EBIT⁶⁶ foram anexados ao questionário para

⁶⁶ Conceitos de EBIT:

- A EBIT detém, em um determinado momento, uma vantagem tecnológica e pode escolher uma estratégia adequada a esta vantagem, ocupando um nicho ou um segmento do mercado, de modo a assegurar decolagem e rentabilidade para se auto financiar e se tornar sólida, até que os concorrentes apareçam. Em virtude do seu compromisso com P&D, têm maior possibilidade de lançar produtos novos no mercado, assegurando o seu crescimento contínuo (SANTOS, 2005).
- As EBIT são aqueles empreendimentos industriais com menos de 100 empregados ou empresas de serviço com menos de 50 empregados, que estejam empenhadas com o projeto, desenvolvimento e produção de

facilitar a interpretação do destinatário e uniformizar a definição. As respostas do questionário apresentaram teor diverso das recomendações da revisão teórica e das entrevistas. Dado o pequeno número de respostas, não foi aplicado um filtro nos questionários.



Obs.: 50% não respondeu esta questão.

Figura 12 – Preferência de investimentos em EBIT.

Fonte: Dados primários (2006).

Quanto às etapas do processo seletivo, elas podem envolver critérios classificatórios ou eliminatórios. Constatou-se que 42,9% utiliza etapas classificatórias e o restante (57,1%) pratica etapas eliminatórias. Sobre o tempo médio de duração dos processos seletivos, contados desde o primeiro contato de apresentação dos documentos iniciais até quando ocorre os investimentos, a metade dos entrevistados respondeu que dura de 90 a 180 dias, e os demais informaram que dura acima de 180 dias. Em quatro questionários não houve respostas.

A questão sobre quem custeava as despesas do processo seletivo resultou na conclusão que em 12,5% é a empresa interessada, mas em 25% dos casos é o veículo de

novos produtos ou processos ou serviços, além de se caracterizarem pela aplicação metódica de conhecimento técnico-científico. Tais empresas utilizam tecnologias inovadoras, gastam alta proporção de seus investimentos e despesas com pesquisa e desenvolvimento (P&D) e empregam pessoal técnico-científico, além de servirem a mercados pequenos e específicos (OLIVA; SOBRAL; SANTOS, 2005).

investimento, porém, em 62,5% ambas (empresa e veículo de investimento) custeiam todo o processo. Nesta questão também quatro empresas deixaram de responder.

Sobre o custo médio por empresa de todo o processo de seleção, metade respondeu que gira em torno de R\$50 a R\$99 mil reais, enquanto que um terço respondeu em torno de R\$100 a R\$199 mil reais e 16,7% respondeu de R\$800 a R\$1.199 mil reais. Apenas 50% dos questionários apresentaram respostas desta questão. Há muitos documentos solicitados para checagem de dados do empreendimento. Considerando que há um custo durante todo o processo seletivo, ao perguntar quem custeia as despesas, as respostas foram variáveis e também sobre o valor do custo médio durante todo o processo seletivo.

A questão sobre preferência de aplicação em empresas que disponibiliza determinado percentual de seu capital social, as respostas foram principalmente acima de 50% das ações, seguida de 40% a 49% e depois 30% a 39% do capital social, conforme consta a figura 13 abaixo. Em dois questionários não havia respostas desta questão.

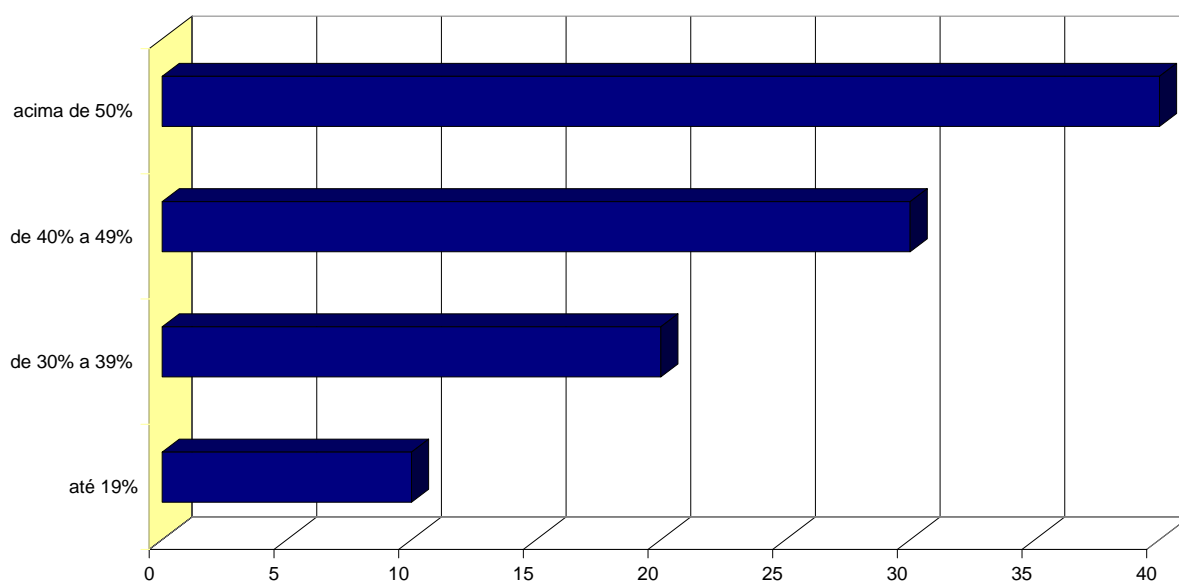


Figura 13 – Percentual de participação acionária com preferência em investir.

Fonte: Dados primários (2006).

Sobre os retornos das empresas investidas, as respostas demonstram concentração na escala de 20% a 49% das empresas que superam o projetado ou atingem o esperado ou não atingem o resultado. As demais escalas apresentam representatividade pequena, mas vale citar que de 1 a 4% há relevância dos abortamentos antes do tempo e na

escala de 5 a 9% não atingem o esperado. Nesta questão houve itens com 5 e com 6 respondentes, ou seja, o número de não informado (NI), foi superior a 50%. Isto pode ser visualizado na figura 14 abaixo.

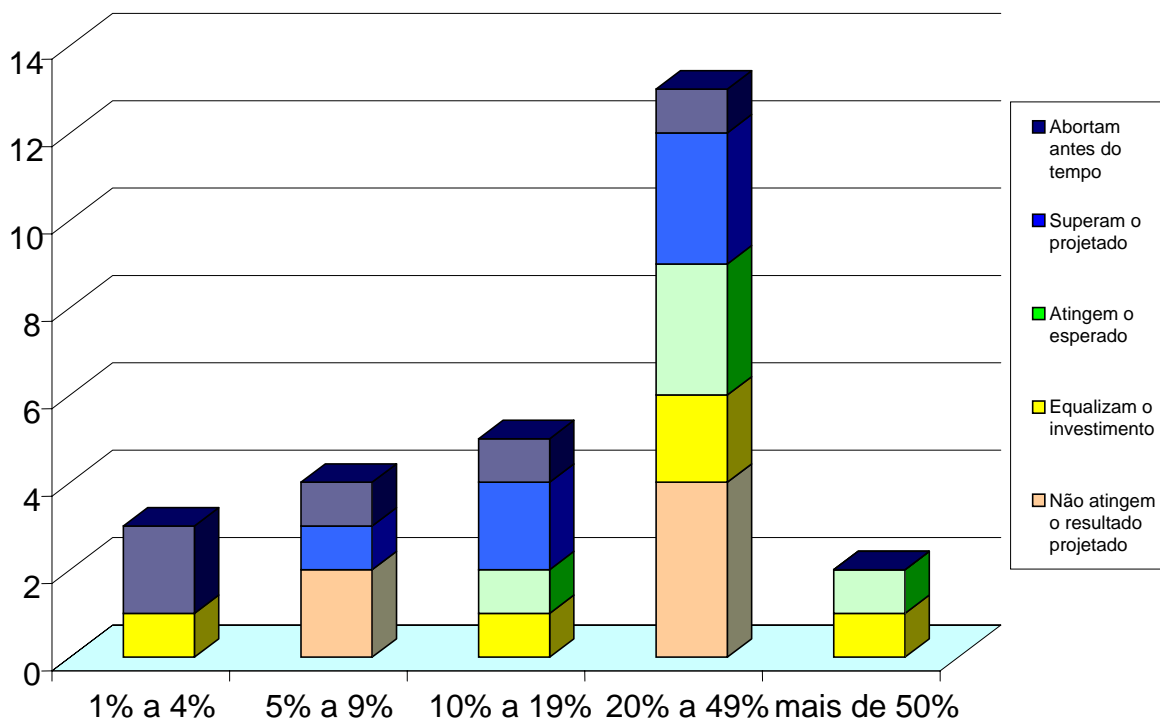


Figura 14 – Retornos nas empresas investidas.

Fonte: Dados primários (2006).

Quanto à taxa de retorno mínima ao ano esperada dos negócios investidos, a maioria (78%) prefere retorno com taxas de 30% a 39% ao ano, e os demais veículos de investimentos, cada com 11%, preferem taxa de retorno de 20% a 29% ou de 40% a 49%, conforme consta na figura 15 a seguir. Neste item também houve três questionários que não apresentaram resposta. Os investimentos também ocorrem, na maioria (87,5%) naqueles negócios que tem fluxo de caixa positivo e apenas em 12,5 com fluxo de caixa negativo.

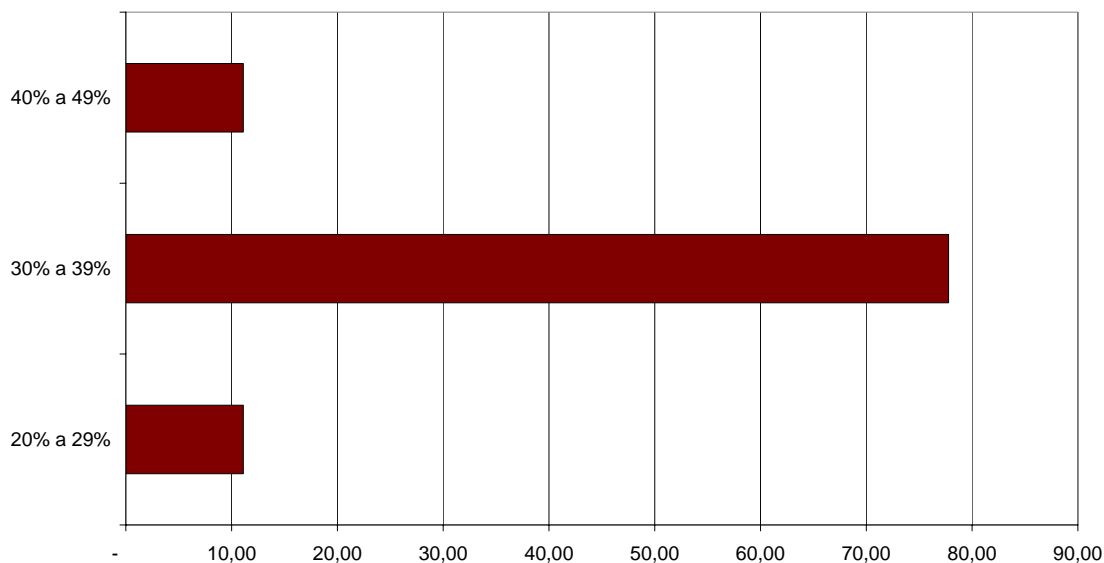


Figura 15 - Taxa de retorno mínima ao ano esperada do negócio investido

Fonte: Dados primários (2006).

Sobre as principais áreas de interesse para investimentos, foram citados os principais ramos de atividade demonstrados na figura 16 a seguir, com o resultados, e feita a comparação com os pesquisadores Titericz (2003) e Ribeiro (2006). Assim, pode-se confirmar as principais áreas de investimentos: Indústria, TI, Telecom, Biotecnologia, Saúde e Varejo. O item “outros” está com volume acentuado devido à variedade de outros ramos, entretanto, individualmente tem baixa representatividade.

Quanto à importância das atividades administrativas praticadas pelos veículos de investimento nas empresas investidas, verificou-se que os respondentes consideraram de alta importância e fundamental (mais de 50% das respostas): desempenho de metas, auxílio na tomada de decisão, recrutamento de executivos, disponibilidade de financiamento, participação do conselho consultivo, participação da diretoria e desenvolvimento das estratégias. O único item que eles classificaram como tendo média ou pouca importância foi a “transferência de conhecimentos”. A figura 17 demonstra tais características.

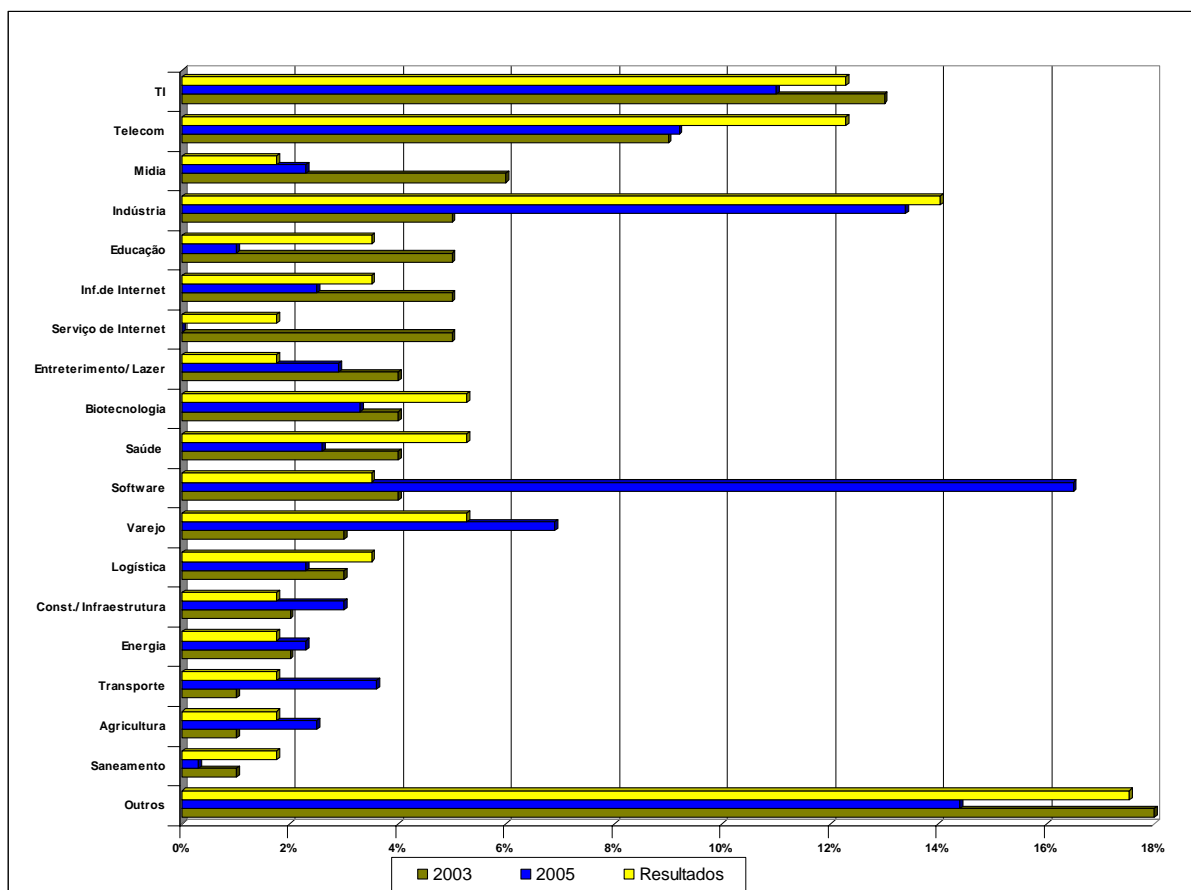


Figura 16 – Principais áreas de interesse para investimentos

Fonte: Dados primários (2006).

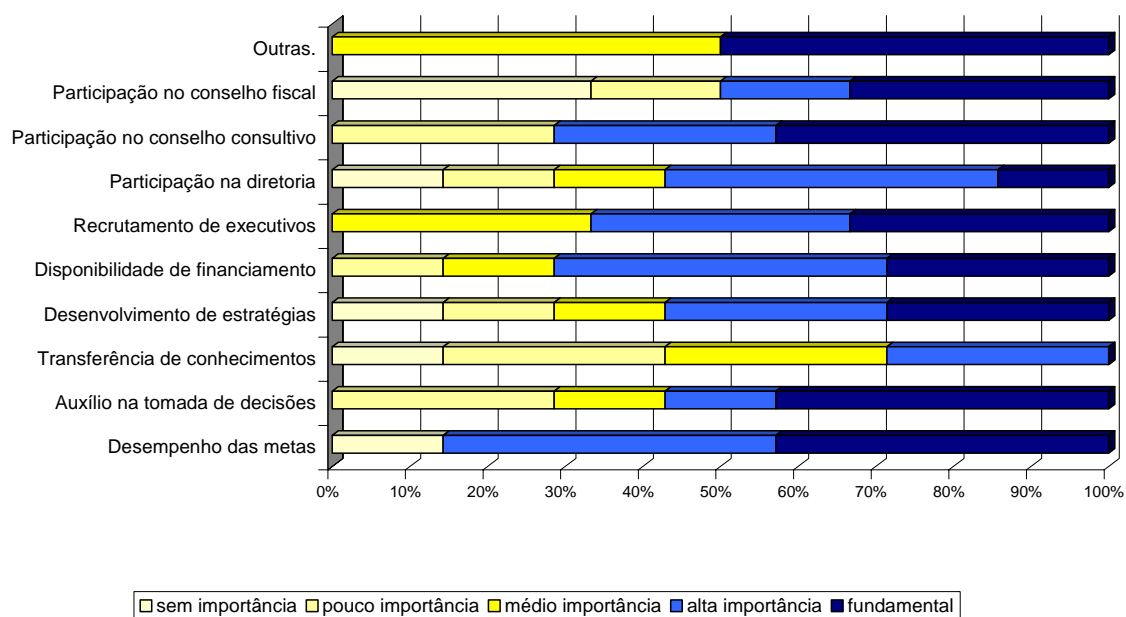


Figura 17 – Importância das atividades administrativas nas empresas investidas.

Fonte: Dados primários (2006).

As últimas questões também apontam através da escala de Likert, com notas de 1 a 5 os elementos considerados relevantes na seleção de empreendimentos. Nestas questões houve variação de quatro a cinco respostas em branco, dentre os diversos itens.

A pergunta sobre a posição do empreendimento perante o veículo de investimento revela elementos como: valor da empresa, objetivos definidos e estratégia de saída, porém, todos responderam como muito importante: alternativas de saída e adequação e natureza do produto e da empresa. Os itens menos relevantes foram: possibilidade de compartilhar o negócio e atrair outros investidores, localização do empreendimento, focos setorial e regional. A figura 18 abaixo apresenta estes elementos.

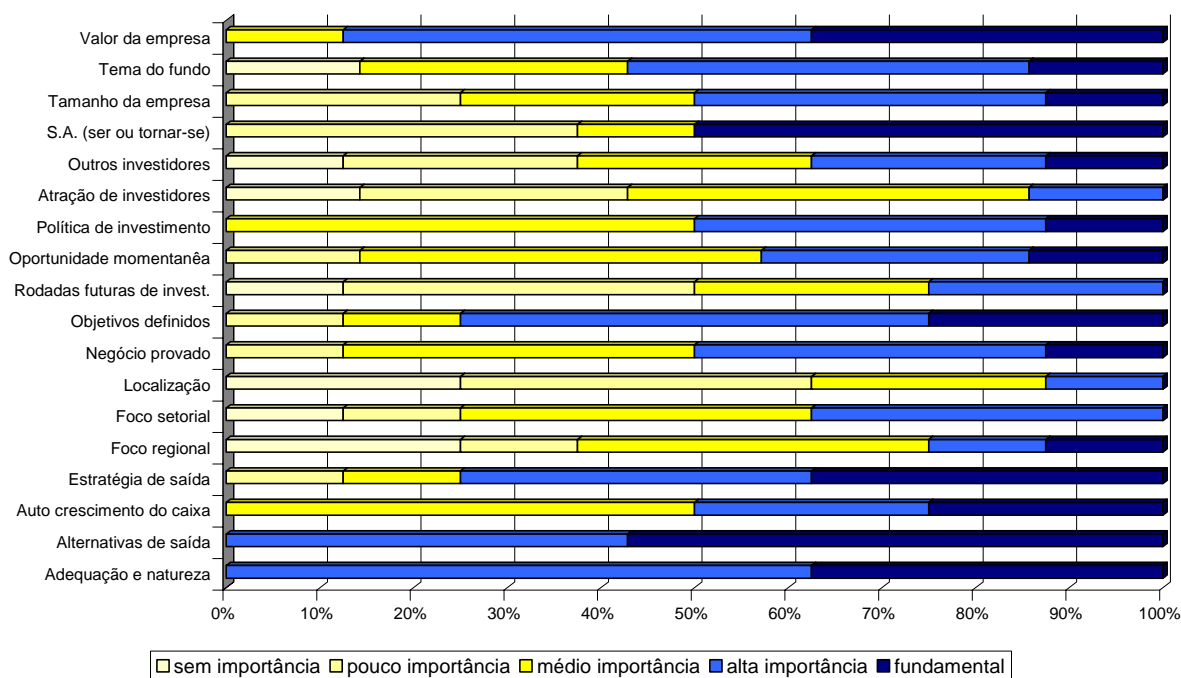


Figura 18 – O empreendimento perante o veículo de investimento.

Fonte: Dados primários (2006).

Quanto ao mercado e produtos/serviços, os itens citados como de muita importância foram: vantagem competitiva, taxa de crescimento do mercado, tamanho do mercado, posição da empresa no mercado, capacidade de crescimento do produto/serviço no mercado, sensibilidade aos ciclos econômicos, nível e natureza de concorrência, mercado sustentável, capacidade de criar barreiras à entrada de concorrentes e capacidades de

marketing/vendas. Os elementos apontados como de baixa importância foram: sazonalidade e certificações de ISO. Isto é possível visualizar claramente através da figura 19 a seguir.

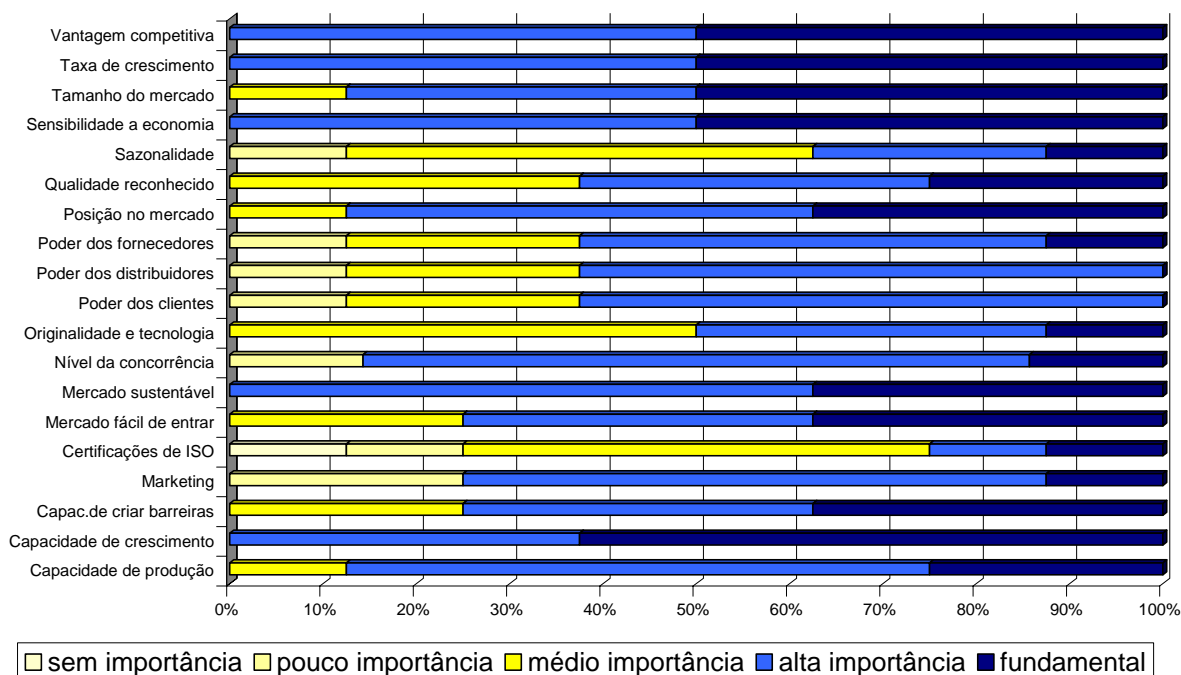


Figura 19 – Quanto ao mercado e produtos/serviços.

Fonte: Dados primários (2006).

A pergunta sobre a contabilidade, dados e indicadores econômicos financeiros demonstrou os seguintes itens como de alta importância: oportunidade do negócio, tempo para alcançar o ponto de equilíbrio para retorno do investimento, confiabilidade e transparência nas demonstrações contábeis, índice de rentabilidade, taxa de crescimento da empresa. Apenas o índice de liquidez foi indicado como de baixa importância pela maioria. A figura 20 apresenta estes dados.

Sobre as questões legais e normativas, foram apontados como itens de alta importância: contingências fiscais e trabalhistas, risco regulatório, direitos e obrigações dos investidores como acionistas e risco regulatório. Os itens citados como de baixa importância foram: patentes registradas e propriedade intelectual. A figura 21 a seguir demonstra estas informações.

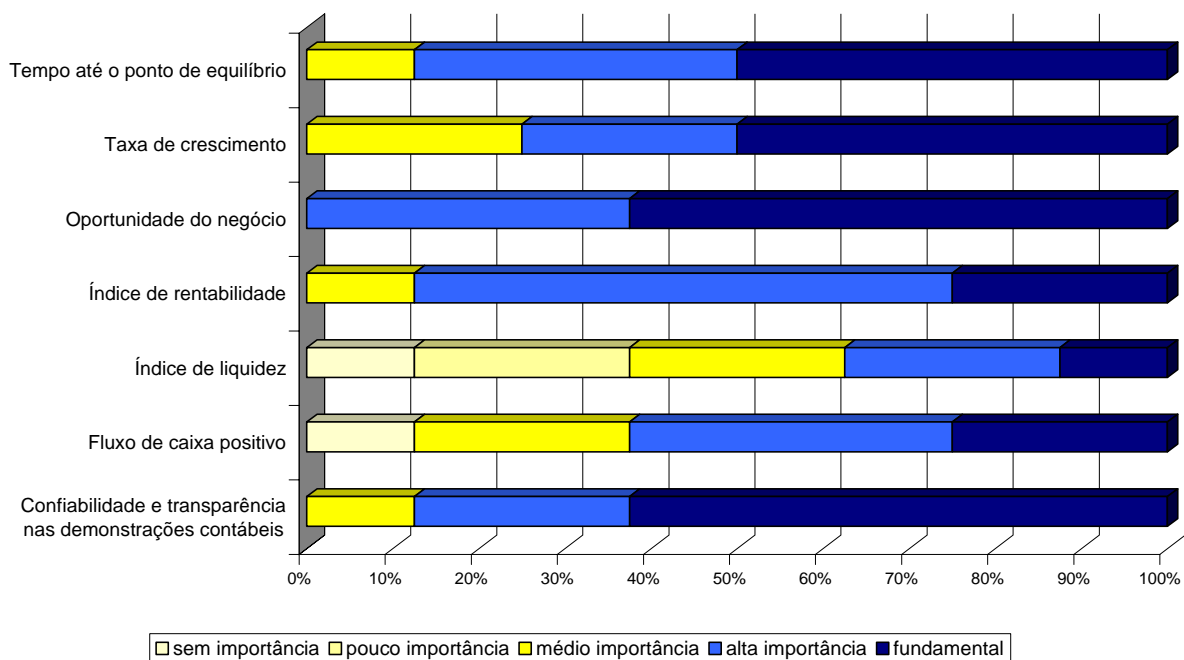


Figura 20 – Contabilidade, dados e indicadores econômicos financeiros.

Fonte: Dados primários (2006).

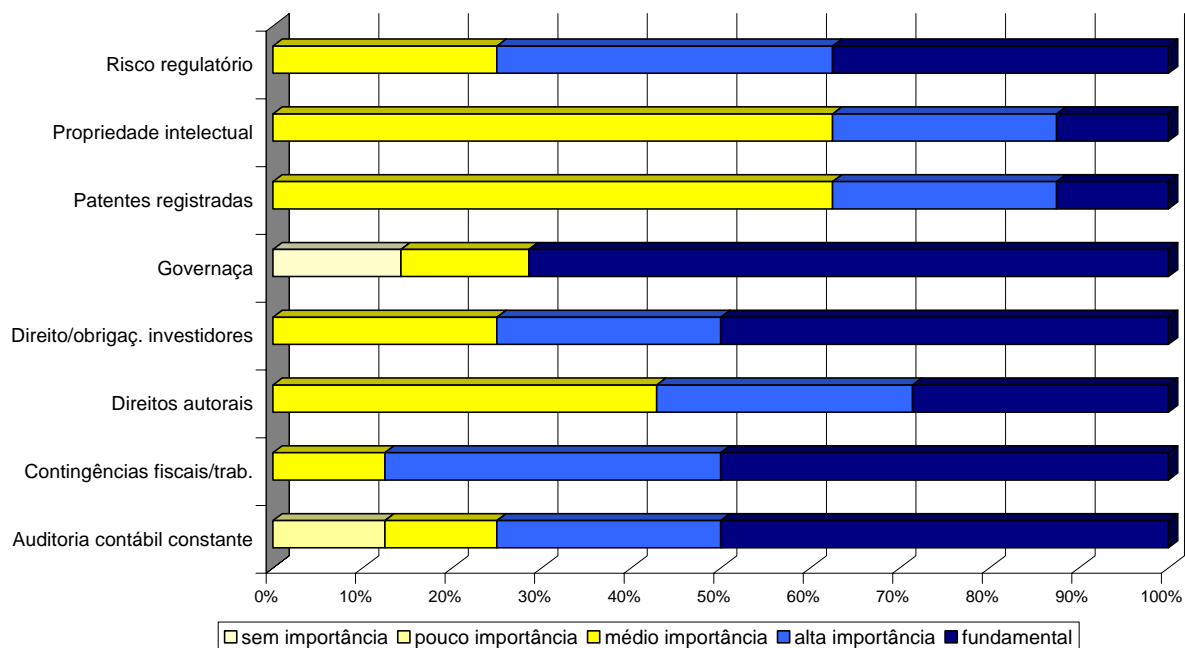


Figura 21 – Questões legais e normativas.

Fonte: Dados primários (2006).

A pergunta sobre o perfil que o empreendedor / CEO⁶⁷ precisa ter perante o veículo de investimento, revelou que ele deve apresentar: confiança, ética, integridade, idoneidade, honestidade e transparência. Outros elementos também foram citados como de grande importância pela maioria, tais como: visão estratégica, reputação no mercado, motivação, liderança, experiência profissional e no negócio, energia empreendedora, pró-ativo (não desanima, não se perde), disciplina, bem sucedido, agressividade competitiva. Apenas o item experiência acadêmica foi citado pela maioria dos respondentes como de média/baixa importância. A figura 22 demonstra estes dados.

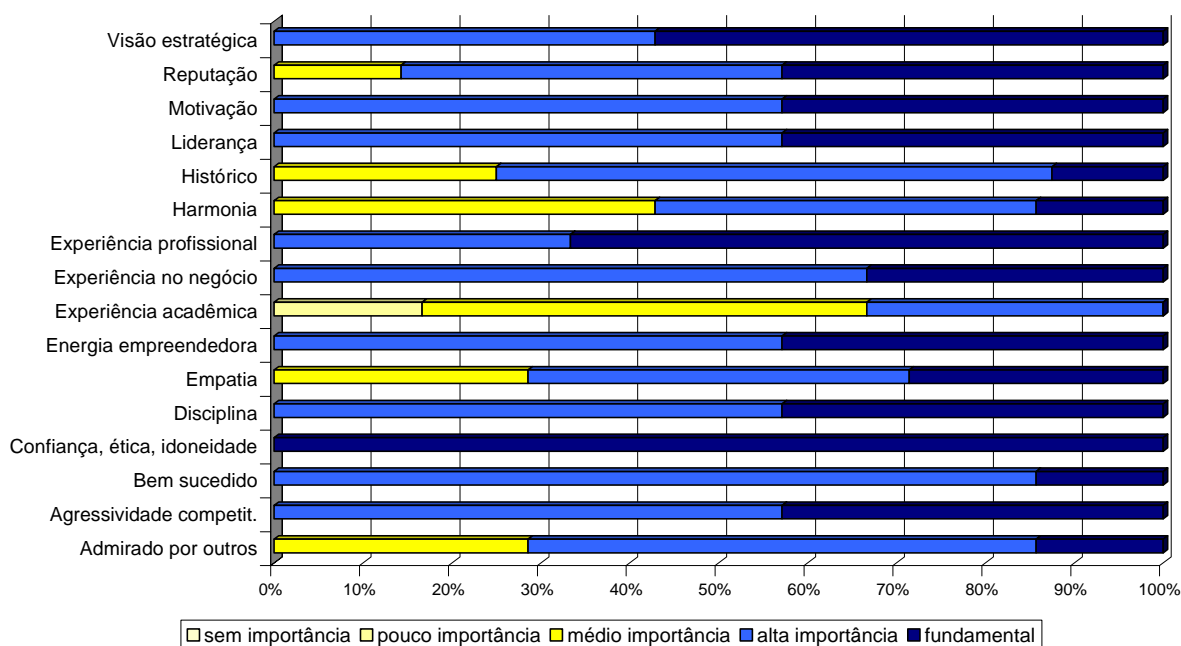


Figura 22 - Características principais do empreendedor / CEO

Fonte: Dados primários (2006).

A última pergunta do questionário, sobre as características principais da equipe (diretoria, gestão e administração), apresentou respostas que parcialmente similares ao perfil da pessoa do empreendedor. Todos também indicaram como de máxima importância: confiança, ética, integridade, idoneidade, honestidade e transparência. Itens citados como de

⁶⁷ Chief executive officer

grande importância: administração competente, agressividade competitiva, experiência profissional e no negócio, profissionalização, capacidades organizacionais e administrativas, alinhamento estratégico, harmonia. Apenas dois elementos foram citados como de média e baixa importância, novamente experiência acadêmica (como citados sobre o perfil do empreendedor) e a quantidade de funcionários. A figura 23 demonstra estes itens.

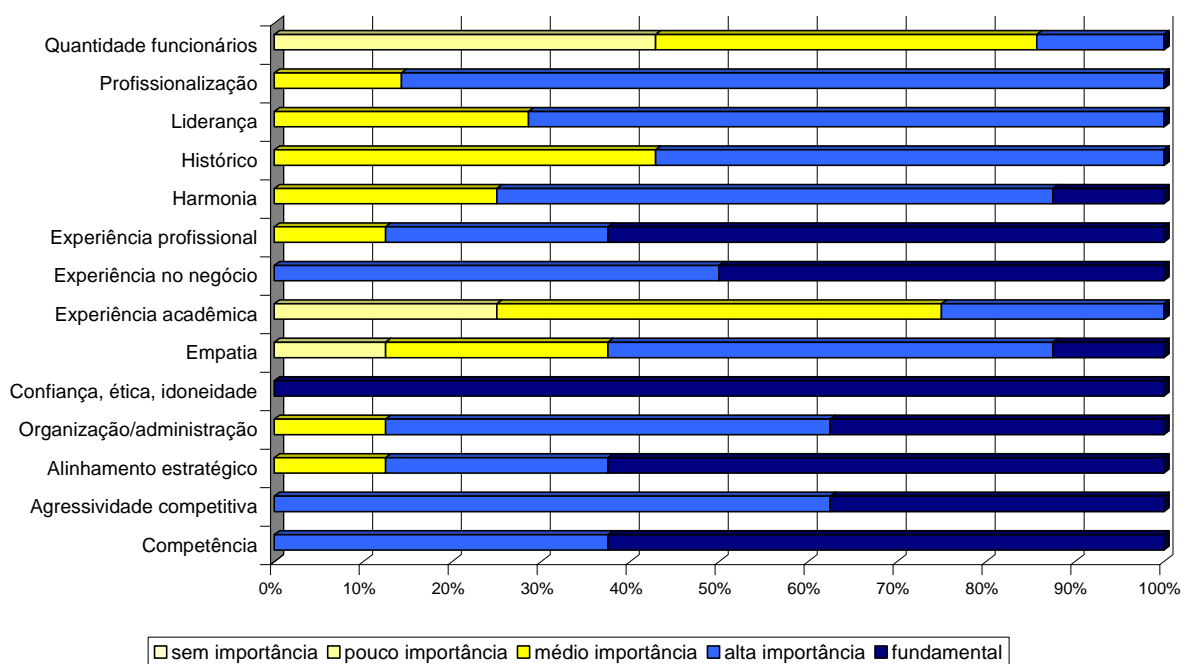


Figura 23 – Características principais da equipe diretora, gestão e administração.

Fonte: Dados primários (2006).

5.2 ANÁLISE DAS ENTREVISTAS

Por meio de entrevistas foram coletados os dados em 08 (oito) empresas (organizações gestoras de *Capital Empreendedor*), com escritório na cidade de São Paulo, em março de 2006. Foi utilizado o roteiro de entrevistas (modelo no Apêndice B), com 23 entradas de dados sobre os principais critérios de seleção utilizados para escolher os empreendimentos investidos pelo *Capital Empreendedor*. A duração média de cada entrevista foi de 45 (quarenta e cinco) minutos, uma vez que a maioria dos entrevistados limitou o tempo.

Todas as entrevistas agendadas foram realizadas com ótimo nível de recepção dos entrevistados e alta taxa de resposta, o que demonstra o interesse dos participantes da indústria em contribuir e conhecer os resultados do trabalho, apesar de ter sido custoso o agendamento. A maioria agradeceu a entrevista pessoal e alguns informaram que não responderam os questionários (do pré-teste) enviados anteriormente devido ao volume de correspondências eletrônicas que recebem diariamente.

Nas perguntas sobre a divulgação do nome da empresa gestora do fundo de investimento entrevistada como fonte dos dados, apenas uma das oito não autorizou e a maioria pediu que fosse através de dados consolidados. Foram visitadas: Advent International Corporation Global Private Equity; AIG Capital Investimentos do Brasil; DGF - Decisão Gestão de Fundos; Eccelera Gestão de Participações Ltda; Rio Bravo Investimentos; Stratus – Banco de Negócios; Votorantim Novos Negócios. Da mesma forma apenas uma não autorizou a gravação sonora para melhor avaliação para guarda de dados, porém todas aceitaram receber os resultados da pesquisa.

- Análise individual dos fundos de gestão entrevistados⁶⁸

A **empresa “A”** afirmou que não possui critérios objetivos no processo seletivo de empresas, não há um processo uniforme, a escolha é mais pelo *feeling*. Os fatores determinantes da seleção são poder dos fornecedores e dos clientes sobre a empresa;

⁶⁸ As informações das empresas entrevistadas “A” até “H” visam manter o sigilo do entrevistado.

administração competente; barreira de entradas; auto-crescimento; fluxo de caixa positivo; idoneidade da administração; nível de informalidade; contingências fiscais e trabalhistas; tamanho mínimo; bom posicionamento no mercado. O tempo de faturamento é de no mínimo 5 a 10 anos com modelo de negócios aprovado. O faturamento anual máximo é de R\$100 milhões, e o mínimo não foi informado.

Os valores de investimento máximo US\$ 20 milhões e o mínimo US\$ 10 milhões. A taxa de retorno média esperada ao ano é de 25% a.a. em dólar. Os documentos que utilizam para fazer checagem de dados na seleção, além dos documentos financeiros e contábeis, no início apenas Plano de Negócios (PN) e documentos financeiros, mas em geral a conferência se faz após a *due diligence*. Os custos das despesas do processo seletivo são da empresa interessada no *Capital Empreendedor*, sendo que parte contrata consultorias especializadas. O custo médio do processo seletivo. O maior gasto é com o assessor financeiro o qual cobra um valor fixo e mais percentual do valor capitado. Um PN bom custa no mínimo R\$50 mil sendo que os demais custos são variados.

Os ramos de atividade em que mais ocorrem investimentos de *Capital Empreendedor* são: infra-estrutura, indústria, serviços para companhias, sendo que as EBITs não são as preferidas para investimentos. Os estágios de desenvolvimento das empresas em que se investe: *Early Stage*, *Private Equity*, *Mezanino* e Expansão. As informações e documentos que o empreendedor precisa fornecer no processo seletivo são: documentos societários (contrato social e alterações), demonstrações contábeis, plano de negócio, contratos com fornecedores e clientes. Os pontos mais importantes analisado no plano de negócio e durante todo o processo seletivo: a taxa de crescimento; e é variável conforme se aprofunda os estudos. Os projetos analisados no primeiro estágio pelos analistas, sócios e gestor do fundo, além das demais pessoas relacionadas ao fundo. Num segundo estágio, após a *due diligence*, é a vez de advogados, contadores e etc.

Sobre as características principais que o empreendedor deve possuir, informou serem difícil por ser características pessoais, porém apontado: idoneidade, ética e confiança. O empreendedor percorre as etapas que para ser selecionado não são delineadas, mas tem que ser o necessário para convencer os investidores. O período gasto pelo empreendedor, contando a partir do início do processo seletivo, até recebe o investimento caso aprovado, é de no mínimo 6 meses, em média 9 meses e no máximo 12 meses. As empresas que não foram escolhidas no primeiro processo seletivo podem passar de nova seleção, desde que inicialmente descubra porque o outro fundo de investimento rejeitou; talvez o empreendedor seja um bom negociador e pediu valor alto por suas cotas societárias.

Há casos de empresas que fizeram vários processos seletivos e foram congratuladas apenas posteriormente.

As principais características que deve ter a empresa para ser selecionada: o produtos/serviços seja respeitado e tenha valor da marca; a equipe diretora tenha as mesmas qualidades do empreendedor, além de experiência; a equipe de funcionários tenha cultura corporativa; pouco risco de greve; estarem contentes com o ambiente; os dados econômico-financeiros e demonstrações contábeis demonstrem boas margens e fluxo de caixa estável; quem é o auditor e como estão as demonstrações financeiras.

A **empresa “B”** destacou que os critérios praticados no processo seletivo são objetivos, pois como os fundos de investimentos são setoriais. Assim, segundo o critério temático, a empresa tem que estar de acordo com o tema do fundo. Esta gestora administra atualmente dois fundos, sendo que o primeiro fundo: investe nas áreas de tecnologia, mídia e telecom, enquanto o segundo fundo em agronegócio e iniciou-se em maio de 2006. Dentro dos critérios setoriais: estágio pós *seed-money*, que esteja crescendo bem; seja uma empresa estável para ter características ao VC.

Os critérios subjetivos utilizados são: capacidade de crescimento; capacidade do *manager*; o seu mercado tenha tamanho pretendido; tenha diferencial, potencial de crescimento, possibilidade de ganhar mercado e preço competitivo. Além disto, que seja uma sociedade anônima ou tenha possibilidade de ser transformar rapidamente. Estes critérios são aplicados através etapas: classificatórias quanto aos subjetivos; e eliminatórias quanto aos objetivos.

Quanto ao faturamento do empreendimento pretendente: esta empresa gestora de fundos não exige um tempo mínimo de, apenas tem preferência que quanto mais tempo estiver faturando melhor, porém menos de R\$100 milhões ao ano, aos Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE). Sobre os valores de investimento: máximo de R\$4.800.000, mínimo de R\$1.000.000 e a média é de R\$2.250.000. Sobre a taxa de retorno média esperada ao ano, considera que quanto mais risco, espera-se maior taxa de retorno. Não têm parâmetros sobre a rentabilidade anual média dos anos anteriores, mas preferem o máximo possível.

Os documentos utilizados na checagem de dados: contrato social e alterações; estatuto social; livros de atas de assembléias e conselhos; dados de mercado – estimativas; PN; contratos com clientes e fornecedores; livros contábeis; direitos autorais, patentes e propriedade intelectual. A empresa interessada no recurso financeiro e o fundo de investimento custeiam as despesas do processo seletivo, sendo que é difícil estimar montante

do custo, sendo que o maior gasto é o tempo do *Chief executive officer* (CEO) e com a elaboração do PN.

Os ramos de atividade em que mais ocorrem investimentos são tecnologia, mídia e telecom, sendo que as EBITs são as preferidas para investimentos, além daquelas que têm inovação. Os estágios de desenvolvimento em que se investe são: *Early Stage*. Não investem em empresa sem receita, como naquelas em estágio de *seed-money*. As informações e documentos que o empreendedor mais precisa fornecer no processo seletivo é o PN.

Os pontos mais importantes analisado no plano de negócio e durante todo o processo seletivo: como está o sub-setor (crescendo ou estável); tem diferencial competitivo; a capacidade do *manager* implementar o PN; quanto vale a empresa na visão dos sócios. A equipe de análise do fundo é responsável pela seleção dos projetos, sendo que numa certa etapa é incluído advogados e contadores, mas apenas após *due diligence*. Dentre as características principais que o empreendedor e da equipe de gestão: experiência prévia; comprovação que juntos conseguem trabalhar em harmonia; agressividade competitiva.

As etapas que o empreendedor percorre para ser selecionado: 1º é apresentar o PN via e-mail; 2º apresentação do seu empreendimento; e 3º a análise mais detalhada, contatos com contador, financeiro, fornecedores, clientes e equipe. O tempo consumido do empreendedor, desde o início do processo seletivo, até ser receber o investimento caso aprovado é no mínimo de 2 meses, em média 6 meses e no máximo 12 meses. Caso não seja selecionada a empresa pode passar por novo processo seletivo, mas não há registro de casos de empresas que fizeram vários processos seletivos e foram contempladas apenas posteriormente.

As principais características que deve ter o empreendimento para ser selecionado: produtos/serviços: preço diferencial e diferencial de *marketing*; a equipe de funcionários é pouco analisada, mas espera-se que tenha bons incentivos para ser motivada; os dados econômico-financeiros e demonstrações contábeis devem demonstrar capacidade de crescimento, rentabilidade, geração de caixa e perspectivas positivas. Observam quem é a empresa de auditoria e se as práticas contábeis estão corretas.

A **gestora** de fundos de investimento, denominada “C” destacou os critérios praticados no processo seletivo de empresas e informou que analisam diversos aspectos. Inicialmente, que utilizam focos específicos (regionais e setoriais). Em segundo plano os critérios: tamanho do mercado; taxa de crescimento do mercado e da empresa; nível de concorrência; barreiras de entrada; transação; alternativa de saída: *players* internacionais, mercado grande suficiente para colocar ações em bolsa; patente; copyright;

direitos/obrigações; time de gestão experiente. Como aspecto subjetivo apontou: haver empatia e *feeling*, entre fundo de investimento e equipe de gestão (caráter, integridade e harmonia de pensamento). Os setores de tecnologia: tem mudanças muito rápidas e em poucos meses o mercado pode ter superado o produto. A equipe de gestão tem que ter capacidade para inovar frequentemente. Tem investimentos em TI. Atentam sobre os direitos e obrigações que terão como acionistas e se valor da empresa está adequado aos investidores. Tais critérios são aplicados através etapas classificatórias e eliminatórias.

Não é exigido um tempo mínimo de faturamento do empreendimento, pois é relativo, enquanto o faturamento define o critério temporal, mas tem parâmetros de faturamento anual máximo de R\$1.200.000 no Fundo CVM 209 e R\$2.000.000 do Fundo Sebrae. Os investimentos médios são de R\$2.000.000 em ambos fundos. A taxa de retorno média esperada ao ano depende do setor da empresa, mas visualiza-se uma média 20% a.a. em US\$, sendo que no setor de TI é maior, e no fundo regional é menor. A rentabilidade anual média dos 5 (cinco) anos anteriores é relativa, pois tem empresas que tiveram grande mudança nos anos anteriores e isto não é eliminatório.

Os documentos de checagem de dados: inicialmente os contratos com clientes, contatos com clientes, fornecedores e concorrentes e outros *players*, se necessário contratam *expert* em determinadas áreas; projeção financeira; *due diligence*: auditoria contábil independente e legal; propriedades. A empresa e o fundo custeiam as despesas do processo seletivo. Parte pode ser reembolsada pelo fundo em casos específicos. O custo durante todo o processo seletivo é para o PN, auditores, advogados, sendo que isto depende do tamanho da empresa, do tempo de vida, do valor pretendido, mas no mínimo R\$40.000,00 em média R\$150.000,00 e acima desta importância é raro.

Os ramos de atividade em que mais ocorrem investimentos de *Capital Empreendedor*: TI; telecom; ciência da vida; meio ambiente e serviços. As EBITs são as preferidas para investimentos, mas dependendo do fundo sim. Investem nos seguintes estágios de desenvolvimento em que se investe: *Early Stage*, Expansão e *Venture Capital*. As informações e documentos que o empreendedor precisa fornecer no processo seletivo são: PN; documentos legais e societários. O Plano de Negócios é analisado por diversos profissionais da área de investimentos.

As características principais necessários do empreendedor: experiência acadêmica e prática; íntegro; honesto. O empreendedor percorre as seguintes etapas para ser selecionado: 1º. sumário executivo; 2º. PN; 3º. reuniões para demonstrações. 4º. modelagem financeira. O tempo o empreendedor, a contar do início do processo seletivo até receber o

investimento é no caso de escolha: 6 a 9 meses, enquanto que para ser investido: 9 a 12 meses após a checagem. Caso a empresa que não seja selecionada no primeiro processo seletivo, pode inscrever-se de nova seleção, inclusive há empresas que fizeram vários processos seletivos e foram contempladas apenas posteriormente.

As principais características que as empresas devem ter para serem selecionadas: produtos/serviços: diferencial tecnológico; equipe diretora: é relativo; equipe de funcionários: *turner over*, boa postura, motivados; os dados econômico-financeiros e demonstrações contábeis: margem de lucro e crescimento, além de integridade.

A **empresa “D”** expôs os critérios praticados no processo seletivo de empresas. Esta gestora investe em empresas de grande porte. Citou que o processo seletivo considera todos os setores da economia, exceto indústria de base e empresas com informalidade. Analisam 300 empresas ao ano, mas o investimento ocorre em apenas uma ou duas, isto equivalente a 1,5% das interessadas. Apresentação inicial da empresa pode vir por intermediário de um banco de investimento ou um representante, mas também buscam pesquisas em jornal. A maioria (80%) é eliminada na fase inicial. Exigem participação societária mínima de 51%. Precisa ter margem de crescimento. Tais critérios são aplicados através etapas eliminatórias.

Eles esperam que haja um tempo mínimo de faturamento do empreendimento de 3 anos no mínimo, a partir de R\$100.000.000 ao ano. Esta gestora de fundos não investe em *start-up*. Os investimentos por aplicação são no máximo de US\$50.000.000 e no mínimo de US\$20.000.000. Não divulgaram as taxas anuais esperadas de retorno e rentabilidade, mas esperam o crescimento supere o da economia brasileira.

Os documentos de checagem de dados: inicialmente documentos contábeis (balanço), fluxo de caixa. Em seguida *due diligence*: dados dos fornecedores, clientes; informação de mercado (tamanho, projeções, concorrentes); *players* no Brasil e no exterior; mantém contatos com clientes e fornecedores; entrevistas com potenciais compradores da empresa no futuro.

As despesas do processo seletivo, se o negócio fecha a empresa propriamente paga, se não fechar, depende. O custo médio durante todo o processo seletivo é em torno de US\$200.000,00. Os ramos de atividade em que mais ocorrem: serviços em geral, CSU (cartões de crédito). Ao perguntar se as EBITs são as preferidas para investimentos, informaram que atualmente não, mas já investiram. Os estágios de desenvolvimento em que investe: expansão e *Private Equity*.

As informações e documentos que o empreendedor precisa fornecer no processo seletivo: 1º. Acordo de confidencialidade e estudo de mercado. 2º. *Due diligence*: tudo é visto, desde créditos e dívidas, como tributos e trabalhistas. Os pontos mais importantes analisado no plano de negócio e durante o processo seletivo: 1º. setor com potencial; 2º. *track record*; 3º. capacidade administrativa do *manager*; 4º. forma de saída: venda a uma internacional ou IPO. Os projetos são analisados por 6 pessoas: 2 engenheiros, 3 administradores e 1 economista.

As características principais desejadas do empreendedor: entender do negócio, ser íntegro, ter reputação de mercado e sucesso, ser admirado por concorrente e clientes e fornecedores. As etapas que o empreendedor percorre para ser selecionado normalmente iniciam através de um intermediário, como um banqueiro. Raramente o empreendedor procura direto. Tempo que decorre até o empreendedor receber o investimento se aprovado, contado a partir do início da seleção, é no mínimo 6 meses, em média 9 meses e o máximo 12 meses. Empresa não escolhida no primeiro processo seletivo pode passar de nova seleção e há casos de empresas que fizeram vários processos seletivos e foram contempladas apenas posteriormente. As principais características que devem ter para ser selecionado o negócio: produtos/serviços: valor agregado; equipe diretora e de funcionários: competentes; dados econômico-financeiros e demonstrações contábeis íntegros.

A **empresa “E”** explicou os critérios praticados no processo seletivo de empresas. Ela espera que: o negócio seja aprovado; tenha um mercado grande e um diferencial competitivo, seja auto-sustentável, possua uma boa equipe gestora e propriedade intelectual e o risco regulatório seja em nível aceitável. Os elementos mais importantes são analisados no plano de negócio e durante todo o processo seletivo. Tais critérios são aplicados através etapas classificatórias e eliminatórias, principalmente sobre o diferencial competitivo. Não exigem um tempo mínimo de faturamento, mas gostam de empresas que alcançaram o ponto de equilíbrio. Investe no máximo: R\$2.400.000. Não informaram sobre as taxas anuais esperadas de retorno média e de rentabilidade, mas preferem que esteja em crescimento.

Quanto aos documentos de checagem de dados, além dos documentos financeiros e contábeis, explicaram que é muito longa a *Due diligence*, há muitas entrevistas, sendo necessária a empatia do fundo de investimento com o time de gestão da empresa. Através dos dados econômico-financeiros e demonstrações contábeis, integrais e atualizados, é levantado o EBITDA para verificar a rentabilidade, situação dos impostos e estoque.

O fundo de investimento custeia as despesas do processo seletivo. O custo durante todo o processo seletivo é principalmente com o PN. Os ramos de atividade em que

mais ocorrem investimentos: tecnologia em geral, não apenas TI (como identificação de gado, exame laboratorial), sendo que as EBITs são as preferidas para investimentos em 100%. Investem em estágios de desenvolvimento como: *Venture Capital* e *Early Stage*. As informações e documentos que o empreendedor precisa fornecer no processo seletivo são muitos. Os projetos são analisados por diretores de negócio, executivos seniores, com MBA deste nível.

Sobre as características principais que o empreendedor e da equipe diretora deve possuir: principalmente transparência e honestidade. Outras qualidades esperadas são: competência; bom desempenho na área proposta; boa postura; liderança; equipe integrada e com histórico; equipe de funcionários com a mesma missão que a diretoria.

As etapas que o empreendedor percorre para ser selecionado são variadas em cada processo e depende de quando ocorre o contato. O tempo consumido pelo empreendedor até receber o investimento é no mínimo 3 meses e no máximo 24 meses. Caso a empresa não seja escolhida no primeiro processo seletivo pode passar de nova seleção, porém não há registro de empresas que fizeram vários processos seletivos e foram contempladas posteriormente.

A sexta **gestora** de fundos entrevista, “**F**”, explicou que durante o processo seletivo os critérios observados das empresas são: vantagem competitiva, deslocamento (exemplo: situação oportunista, compra de ativos de multinacional desfazendo de ativos no Brasil), tenha governança, haja mecanismos e monitoramento de saída, tenha objetivos claros (como pagar dívidas, crescer, comprar concorrente), os produtos/serviços tenham vantagem competitiva e deslocamento. Tais critérios são aplicados através etapas eliminatórias. Não exigem um tempo mínimo de faturamento, mas atuam com empresas que tenham acima de R\$100 milhões ao ano de vendas.

O teto máximo para o valor de investimento é de US\$50.000.000, o piso mínimo é de US\$10.000.000 e a média é de US\$25.000.000. A taxa de retorno média esperada ao ano é de 25% em dólar e não exigem uma rentabilidade dos anos passados. Os documentos de checagem de dados são as demonstrações financeiras dos últimos 3 exercícios, orçamento do ano corrente e o PN futuro, os quais são analisados de forma muito analítica.

O fundo de investimento custeia as despesas do processo seletivo e gastam em média para isto de US\$200.000 a US\$600.000, até a *due diligence* (legal, contábil, trabalhista, fiscal, ambiental, contratos de contrato) e dura de 6 a 12 meses. Os ramos de atividade em que mais investem é varejo (supermercado e drogaria) e as EBITs não são as preferidas. Os estágios de desenvolvimento em que investem: *Private Equity* (crescimento e

consolidação). As informações e documentos que o empreendedor precisa fornecer no processo seletivo são muitos, tais como acordos de acionistas, contratos com clientes e fornecedores.

Os pontos mais importantes analisados no plano de negócio e durante todo o processo seletivo: capacidades de administração e implementação do plano, além de que seja adequado aos investimentos àqueles negócios. Os projetos são analisados por dois analistas e dois assessores. A característica principal que deve possuir o empreendedor e da equipe diretora: resultado comprovado. A equipe de funcionários é analisada até o nível gerencial.

Eles consideram que são poucas as etapas que o empreendedor percorre para ser selecionado, e consome no mínimo 4 meses e no máximo: 12 meses, contando a partir do início do processo seletivo, até liberar o investimento caso aprovado. Empresa não escolhida no primeiro processo seletivo pode passar de nova seleção e há casos de empresas que fizeram vários processos seletivos e foram contempladas apenas posteriormente.

A **administradora** de fundos “G” explicou que durante o processo seletivo de empresas, considera as políticas dos seus dois fundos de investimento que tem ramos e objetivos distintos. O primeiro investe em empresas maiores em estágio de *Venture Capital* e tenham inovação. Os demais dados da entrevista foram principalmente sobre o segundo fundo que prefere empresas menores, e que esperam que tenham alto crescimento e inovação, com vantagem competitiva clara e sustentável. Diversificação: empresas maiores, como baixíssimo risco tecnológico e com sinergia com operação do conglomerado que criou os fundos. Os critérios aplicados através etapas variáveis tanto classificatórias e eliminatórias.

Não exigem um tempo mínimo de faturamento e já investiram em *start-up*. O investimento mínimo é a partir de US\$5 milhões, e não tem limite máximo e médio. A taxa de retorno média esperada ao ano é de 30% a.a. em US\$, e não estabelecem uma rentabilidade anual média dos anos anteriores. Os documentos de checagem de dados, além dos documentos financeiros e contábeis, é a comprovação do negócio e seu modelo, a tecnologia e o perfil do empreendedor. As despesas do processo seletivo são negociadas entre o fundo e empresa, pois depende a fase. Não informou o custo médio do processo seletivo. Ramos de atividade em que mais ocorrem investimentos: ferramentas, abrasivos, biotecnologia, TI e serviços com modelo de negócio inovador. Das oito empresas investidas, sete são EBITs, ou seja equivalente a 87,5%, o que demonstra que há uma preferência. Os estágios de desenvolvimento em que ocorrem o investimento: *Venture Capital*, *Start-up* e diversificação.

Quanto às informações e documentos necessários ao processo seletivo: o principal é o PN, mas na *due diligence* são muitos, como patentes e marca. O diferencial da

empresa e a inovação proposta são os principais pontos analisados no plano de negócio e durante todo o processo seletivo, os quais analisados por administradores, economistas e engenheiros, e após a *due diligence* por contadores e advogados.

As principais características esperadas do empreendedor: ética, transparência, energia empreendedora, conhecimento da área, visão estratégica, pró-ativo (não desanima, não se perde). São várias etapas percorridas pelo o empreendedor até ser selecionado, que consomem no mínimo 4 meses e no máximo: 6 meses. Empresa não escolhida no primeiro processo seletivo pode passar de nova seleção e há casos de empresas que fizeram vários processos seletivos e foram contempladas apenas posteriormente. Dentre as principais características observadas no processo seletivo: produtos/serviços demonstre ser inovador; dados econômico-financeiros e demonstrações contábeis totalmente formalizados.

- A última **empresa** entrevistada, “**H**”, gerencia três fundos de investimento com características distintas, informou que os critérios praticados no processo seletivo de empresas são em função da política de investimento de cada fundo e, em casos de negócios com vulto maior, apóiam-se em especialistas. As etapas de seleção são classificatórias. Como são três fundos bem distintos, os dados incomuns informados são apresentados no quadro 11.

	Empresa H	Empresa H	Empresa H
	FUNDO H1	FUNDO H2	FUNDO H3
Tempo mínimo de faturamento:	Não exigido.	de 6 meses.	há mais de 2 anos.
Faturamento anual:	acima de R\$1 milhão	acima de R\$2,5 milhões	R\$10 à R\$50 milhões.
Valores de investimento máximo:	R\$ 2	R\$ 1	R\$ 16
Valores de investimento mínimo:	R\$ 2	R\$ 0,8	R\$ 10
Taxa de retorno nominal esperada ao ano:	30% a.a.	40% a.a.	29% a.a.
Ramos de atividade mais investido:	TI, serviços e biotec.	apenas TI.	TI, serviços e fármacos.
Preferência pelas EBITs:	50%	80%	40%
Investem nos estágios:	<i>Venture Capital</i>	<i>Seed Money</i>	Expansão

Quadro 11 - Critérios de seleção do Gestor H de Fundos de Investimentos.

Fonte: Entrevista realizada pelo autor.

Os três fundos não exigem rentabilidade anual média dos 5 (cinco) anos anteriores, mas consideram o EBITDA. Os documentos de checagem de dados, além dos documentos financeiros e contábeis são analisados, eles verificam rotinas, contratos diversos, principalmente durante o *due diligence*. Não são cobradas das empresas as despesas do processo seletivo. O custo médio durante todo o processo seletivo não foi informado. O PN é

o principal documento que o empreendedor precisa fornecer no processo seletivo. Os pontos mais importantes analisado no plano de negócio e durante todo o processo seletivo: realizações da administração, clareza de entendimento do mercado, demonstrações claras de com adicional a valor ao produto, estratégia de visão a longo prazo com possibilidade de saída, política social. Os projetos são analisados por analistas de investimentos.

O empreendedor deve ter principais as características: ética, disciplina, motivação e conhecimento técnico profundo. As etapas que o empreendedor percorre para ser selecionados por fundo menores é uma mão-dupla, 65% procuram o fundo e nos fundos maiores 50% buscam e 50% é indicados ou procurados. Tempo decorrido até empreendedor recebe o investimento caso aprovado no mínimo 6 meses, em média 9 meses e no máximo: 18 a 20 meses. Empresas que não foram escolhidas no primeiro processo seletivo podem passar de nova seleção, porém provavelmente não serão escolhidas, pois não há casos de empresas que fizeram vários processos seletivos e foram contempladas apenas posteriormente.

As principais características que devem ter para serem selecionadas: produtos/serviços ser flexível, não copiável, ter valor agregado, ter alta capacidade de penetração no mercado; ter equipe diretora competente, com valores éticos, confiança e postura séria. Equipe de funcionários é investigada até o nível de gerência, sobre as mesmas características acima do empreendedor e diretoria. Os dados econômico-financeiros e demonstrações contábeis, principalmente no fundo H3, são analisados e tudo é aprofundado na *due diligence*.

- Análise consolidada das entrevistas:

Por meio o conjunto de dados das entrevistas, foi possível consolidar as informações e apresentar os quadros e gráficos a seguir, para facilitar a visualização das informações.

Inicialmente notou-se que os investimentos ocorrem principalmente nas seguintes dimensões e estágios do *Capital Empreendedor*: Expansão, seguido de *Early Stage*, *Venture Capital*, *Mezzanino* e *Private Equity*. O quadro 12 apresenta os estágios de desenvolvimento investidos a seguir.

Item	Total	Empresa Entrevistada							
		A	B	C	D	E	F	G	H
<i>Seed Money:</i>	1								X
<i>Start-up:</i>	1							X	
<i>Early Stage:</i>	3	X				X	X		
<i>Venture Capital</i>	4			X		X		X	X
Expansão:	4	X		X	X				X
<i>Mezzanino:</i>	3	X	X	X					
<i>Private Equity:</i>	3	X			X		X		

Quadro 12 - Estágios de desenvolvimento investidos

Fonte: Dados primários (2006).

Por meio das entrevistas pode-se constatar a preferência de investimentos nas empresas de base de inovação tecnológica (EBIT), uma das principais questões da pesquisa, constatou que 62% dos entrevistados revelaram a preferência por realizar investimentos neste tipo de empreendimento, conforme a figura 24.

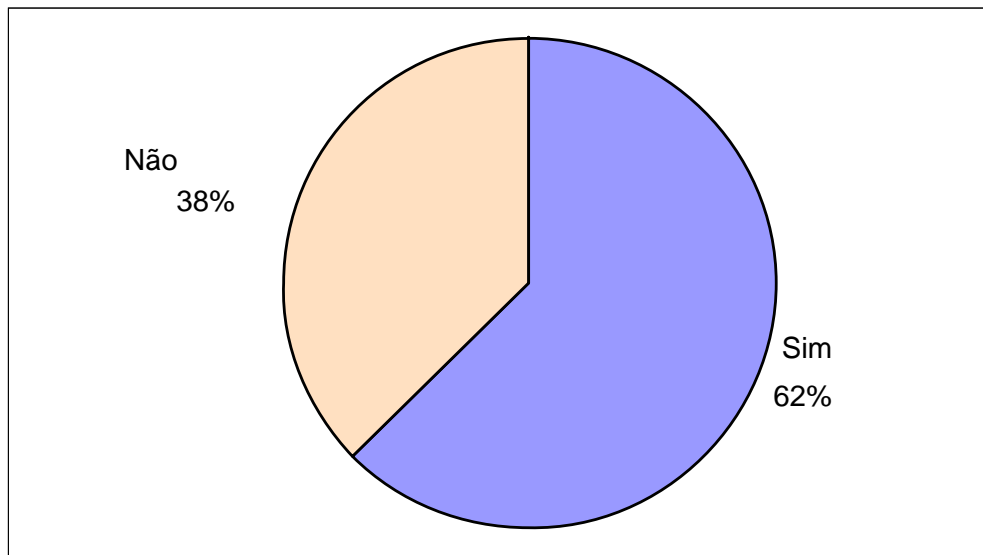


Figura 24 - Preferência de investimentos em empresas de base de inovação tecnológica (EBIT).

Fonte: Dados primários (2006).

Os principais ramos de investimentos apontados foram Serviços e TI. Os demais ramos são apresentados no quadro 13 a seguir.

Item	Empresa Entrevistada								
	Total	A	B	C	D	E	F	G	H
Biotecnologia:	2							X	X
Ciência:	2			X		X			
Indústria:	2	X						X	
Infra-estrutura:	1	X							
Meio Ambiente:	1			X					
Mídia:	1		X						
Serviços:	5	X		X	X			X	X
Tecnologia:	2	X				X			
Telecom:	2		X	X					
TI:	4			X	X			X	X
Varejo:	2						X		X
<i>Preferência de investimentos em EBITs:</i>		<i>Não</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>	<i>Não</i>	<i>Sim</i>	<i>Não</i>	<i>Sim</i>	<i>Sim</i>

Quadro 13 - Ramos de atividades mais investidas

Fonte: Dados primários (2006).

Verificou-se que as etapas do processo seletivo podem envolver critérios classificatórios ou eliminatórios. Constatou-se que a metade pratica ambas as etapas. Um quarto (25%) usa apenas etapas eliminatórias, apenas 12,5% utiliza somente etapas classificatórias e a mesma proporção (12,5%) não considera isto em seus critérios, conforme o gráfico na figura 25. Em seguida o quadro 14 apresenta as características gerais das empresas entrevistadas e o quadro 15 destaca os critérios financeiros e temporais para a seleção de empresas.

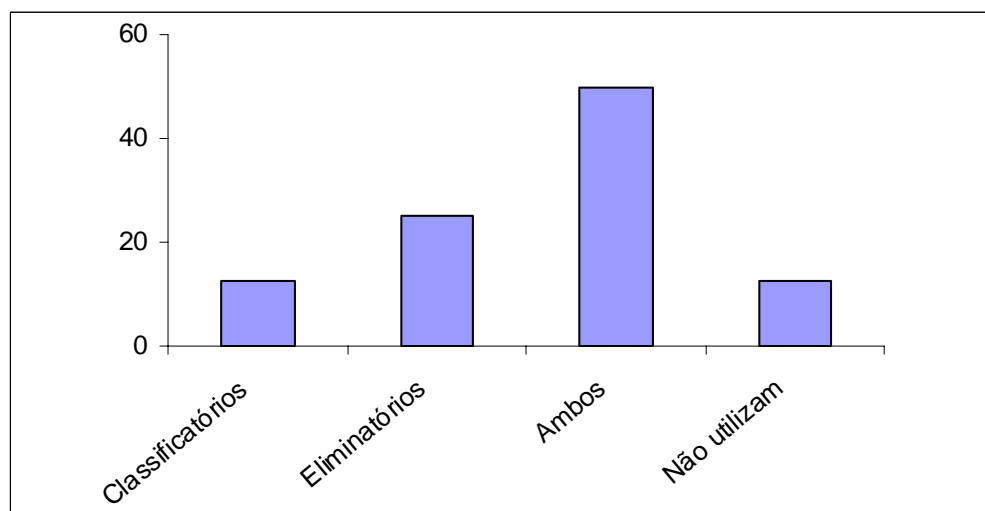


Figura 25 - Etapas dos critérios aplicados pelos investidores para avaliação.

Fonte: Dados primários (2006).

Empresa Entrevistada							
Item: CARACTERÍSTICAS GERAIS							
A	B	C	D	E	F	G	H
<ul style="list-style-type: none"> • Empresas com fluxo de caixa positivo. • Não há processo uniforme. • A escolha é pelo <i>felling</i>. <p>Observa-se:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Poder dos fornecedores e dos clientes sobre a empresa. • Administração competente. • Barreira de entradas. • Auto crescimento. • Fluxo de caixa positivo. • Idoneidade da Administração. • Nível de informalidade. • Contingências fiscais e trabalhistas. • Tamanho mínimo. • Bom posicionamento no mercado. 	<p><i>Critérios objetivos:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Os fundos são setoriais (critério temático) • Empresa tem que estar de acordo com o tema do fundo e dos critérios setoriais: <p>1º. Fundo: Tecnologia, Mídia e Telecom. 2º. Fundo: Agronegócio.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Estar no estágio pós <i>seed-money</i> e crescendo bastante. • Empresa estável tem características para VC. <p><i>Critérios subjetivos:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Capacidade do <i>manager</i> e de crescimento da empresa. • Tamanho pretendido do mercado. • Diferencial: possibilidade de ganhar mercado. • Ser S.A. • Potencial de crescimento. 	<p><i>Aspectos diversos:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Focos específicos a regiões e setores. • Critérios diversos: da empresa e do mercado: <p>- Mercado: tamanho, nível de concorrência, barreiras de entrada. - Taxa de crescimento: mercado e empresa - Alternativa de saída: os <i>playres</i> internacionais, possibilidade IPO.</p> <ul style="list-style-type: none"> • patente, direitos, obrigações e <i>copyright</i>. • Diretoria experiente. <p><i>Aspectos subjetivos:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Fundo investimento e equipe de gestão com empatia e <i>felling</i> (harmonia, caráter e integridade). • Tecnologia: empresas e setores com mudanças muito rápidas, mercado pode superar o produto em pouco tempo. • Equipe de gestão inova frequentemente. • Direitos e obrigações futuras dos acionistas. • Valor da empresa adequado a investidor. 	<ul style="list-style-type: none"> • Atuam em todos os setores da economia, exceto indústria de base e onde há informalidade. • Analisam 300 empresas ao ano, e apenas 1 ou 2 é investidas (1,5%) • Apresentação das empresas por intermediário (banco de investimento ou um <i>cold coll</i>), ou atrás pesquisa em jornal. • 80% é eliminada na fase inicial. • Participação societária mínima de 51%. • Ter margem de crescimento. 	<ul style="list-style-type: none"> • Fundo CVM 209: EBIT / Fundo SPTec. • Negócio provado. • Mercado grande. • Diferencial competitivo. • Sustentável. • Equipe gestora boa. • Propriedade intelectual. • Risco regulatório. • Mercado: Nível de concorrência, barreiras de entrada. 	<ul style="list-style-type: none"> • Vantagem competitiva. • Deslocamento (exemplo: situação oportunista, compra de ativos de multinacional desfazendo de ativos no Brasil). • Governança. • Mecanismos de saída. • Monitoramento de saída. • Objetivos: pagar dívidas, crescer, comprar concorrente. 	<ul style="list-style-type: none"> • Dois ramos: <i>Venture Capital</i> e Inovação: • VC: empresas menores, com alto crescimento, grau alto de inovação e vantagem competitiva clara e sustentável. • Entrevista focou: mais este ramo. • Diversificação: empresas maiores, como baixíssimo risco tecnológico e com sinergia com operação do Grupo Votorantim. 	<ul style="list-style-type: none"> • Em função da política de investimento do fundo. • Negócios de vulto maior: apóiam-se em especialistas.
Item: ETAPAS							
<ul style="list-style-type: none"> • Não informou. 	<ul style="list-style-type: none"> • Classificatórias (subjetivos) e eliminatórias (objetivos). 	<ul style="list-style-type: none"> • Classificatórias e eliminatórias. 	<ul style="list-style-type: none"> • Eliminatórias. 	<ul style="list-style-type: none"> • Classificatórias e eliminatórias (com diferencial competitivo). 	<ul style="list-style-type: none"> • Eliminatórias 	<ul style="list-style-type: none"> • Classificatórias e eliminatórias, mas variável. 	<ul style="list-style-type: none"> • Classificatórias.

Quadro 14 - Critérios descritivos das etapas de seleção praticados no processo seletivo de empresas

Fonte: Dados primários (2006).

Item	Empresa Entrevistada							
	A	B	C	D	E	F	G	H
Tempo mínimo de faturamento do empreendimento	<ul style="list-style-type: none"> Mínimo 5 a 10 anos com modelo de negócios aprovado. 	<ul style="list-style-type: none"> Não é exigido 	<ul style="list-style-type: none"> Relativo. Não é exigido. O faturamento define o critério temporal. 	<ul style="list-style-type: none"> 3 anos no mínimo Não investem em <i>start-up</i>. 	<ul style="list-style-type: none"> Não tem algo especificado, mas gostam de empresas que alcançaram o ponto de equilíbrio. 	<ul style="list-style-type: none"> Não tem. 	<ul style="list-style-type: none"> Não exigem. Já investiram em <i>start-up</i>. 	<ul style="list-style-type: none"> Fundo 1: não exigido. Fundo 2: de 6 meses. Fundo 3: há mais de 2 anos.
Faturamento anual	<ul style="list-style-type: none"> Máximo R\$100 milhões 	<ul style="list-style-type: none"> Quanto mais tempo estiver faturando melhor. Fundo FMIEE: Inferior a R\$100 milhões. 	<ul style="list-style-type: none"> Máximo no Fundo CVM 209: R\$1,2 milhões, e no Fundo Sebrae R\$2 milhões. Mínimo em outros fundos: R\$1 milhão. 	<ul style="list-style-type: none"> Não tem máximo Mínimo: R\$100 milhões. 	<ul style="list-style-type: none"> Não estabelecido. 	<ul style="list-style-type: none"> Acima de R\$100 milhões 	<ul style="list-style-type: none"> Não estabelecido. 	<ul style="list-style-type: none"> Fundo 1: acima de R\$1 milhão; Fundo 2: acima de R\$250 mil; Fundo 3: de R\$10 à R\$50 milhões.
Valores investidos	<ul style="list-style-type: none"> 1º. Fundo: houve <i>early stage</i>. 2º. Fundo 	<ul style="list-style-type: none"> na média R\$2,25 milhões: 	<ul style="list-style-type: none"> Fundo CVM 209: de R\$2 até R\$2,2 milhões; Fundo Sebrae e outros fundos: de R\$2 até R\$5 milhões. 			<ul style="list-style-type: none"> Média US\$25 milhões. 	<ul style="list-style-type: none"> Não há média estabelecida; 	<ul style="list-style-type: none"> Fundo 1: de R\$2 a 2,2 milhões; Fundo 2: de R\$0,8 a 1 milhão; Fundo 3: de R\$10 a 16 milhões.
o Máximos	<ul style="list-style-type: none"> US\$ 20 milhõe 	<ul style="list-style-type: none"> R\$4,8 milhõe 		<ul style="list-style-type: none"> US\$50 milhões por aplicação; 	<ul style="list-style-type: none"> R\$2.4 milhões. 	<ul style="list-style-type: none"> US\$50 milhões; 	<ul style="list-style-type: none"> Não há 	
o Mínimos	<ul style="list-style-type: none"> US\$ 10 milhões. 	<ul style="list-style-type: none"> R\$1 milhão 		<ul style="list-style-type: none"> US\$20 milhões por aplicação. 		<ul style="list-style-type: none"> US\$10 milhões; 	<ul style="list-style-type: none"> US\$7,5 milhões. 	
Taxa de retorno média anual dos próximos 5 anos	<ul style="list-style-type: none"> 25% em US\$. 	<ul style="list-style-type: none"> Avalia o risco X Taxa de retorno (quanto mais risco, espera-se maior taxa de retorno.) 	<ul style="list-style-type: none"> Depende do setor. Média 20% (US\$); Fundo de TI: mais de 20% em US\$; Fundo Regional: menor que 20%US\$. 	<ul style="list-style-type: none"> Confidencial. 	<ul style="list-style-type: none"> NI. 	<ul style="list-style-type: none"> 25% a.a. em US\$ 	<ul style="list-style-type: none"> 30% a.a. em US\$ 	<ul style="list-style-type: none"> Fundo 1: 30% a.a. nominal. Fundo 2: 40% a.a. nominal. Fundo 3: 29% a.a. nominal.
Rentabilidade média dos 5 anos anteriores	<ul style="list-style-type: none"> 25% a.a. em US\$. 	<ul style="list-style-type: none"> Não tem algo fixo, mas o máximo possível. Depende do mínimo retorno possível do passado. 	<ul style="list-style-type: none"> Relativo. Tem empresas que tiveram grande mudança nos anos anteriores e isto não é eliminatório. 	<ul style="list-style-type: none"> Depende e não tem mínima. Deve crescer mais que a economia. 	<ul style="list-style-type: none"> Não estabelecido. Preferência que esteja em crescimento. 	<ul style="list-style-type: none"> Não tem. 	<ul style="list-style-type: none"> É difícil. 	<ul style="list-style-type: none"> Não exige, apenas EBITDA.

Quadro 15 - Critérios financeiros e temporais praticados na seleção de empresas

Fonte: Dados primários (2006).

Quanto à taxa de retorno mínima ao ano esperada do negócio investido a figura 26 aponta que esperam negócios que rendam de 20% a 30% ou 35% a 40% ao ano.

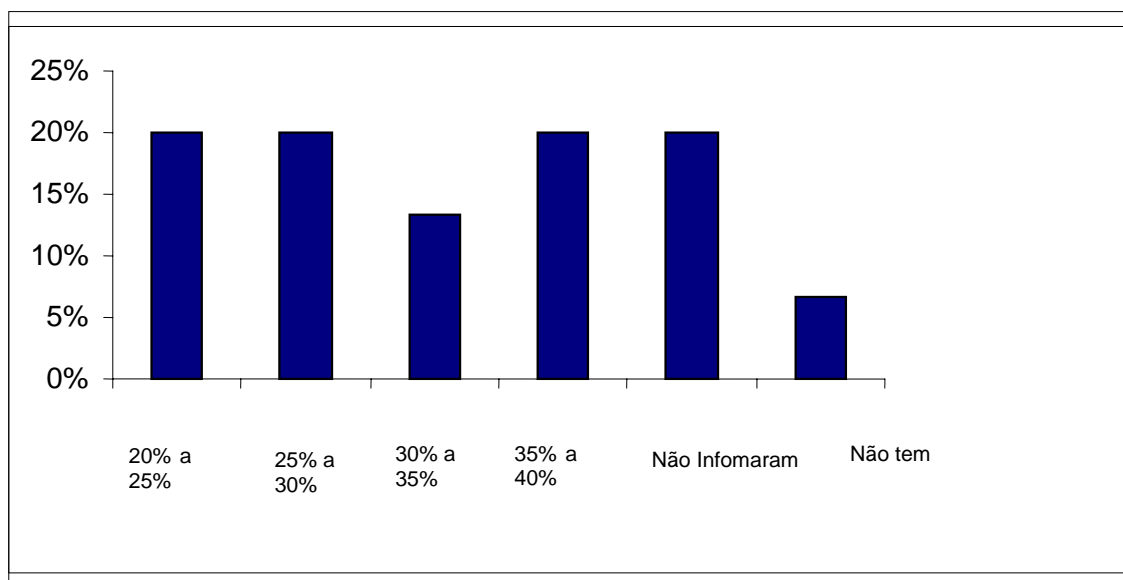


Figura 26 - Taxa de retorno mínima ao ano esperada do negócio investido

Fonte: Dados primários (2006).

Vários são os documentos e informações fornecidos para que ocorra o processo seletivo e também há pontos mais importantes analisados no plano de negócio e durante todo o processo, conforme demonstrado nos quadros 16 e 17. Segundo o quadro 16 as informações, procedimentos e documentos mais solicitados são: *due dilligence*, PN, contratos com fornecedores e clientes e os dados financeiros e contábeis. O quadro 17 destaca os pontos mais importantes analisados no PN: capacidade do *CEO*, auditoria, contabilidade íntegra e a rentabilidade.

Item	Empresa Entrevistada								
	Total	A	B	C	D	E	F	G	H
Acordo de confidencialidade:	1				X				
Alinhamento de objetivos:	3					X	X	X	
Checagem com clientes e fornecedores:	2			X	X				
Contábeis:	4	X	X		X		X		
Contatos com <i>players</i> e potenciais compradores:	1			X					
Contratos com clientes e fornecedores:	5	X		X	X		X		X
Copyright/Patente:	1							X	
<i>Due diligence</i> :	6	X		X	X	X		X	X
Financeiros:	4	X		X	X		X		
Mercado:	3		X		X			X	
PN:	6	X	X	X			X	X	X
Propriedade intelectual:	1			X					
Societários:	2	X					X		

Quadro 16 - Informações e documentos fornecidos no processo seletivo

Fonte: Dados primários (2006).

Item	Empresa Entrevistada								
	Total	A	B	C	D	E	F	G	H
Alinhamento de objetivos:	1					X			
Auditoria:	4	X	X		X	X			
Capacidade do <i>Manager</i> / <i>CEO</i> :	4		X		X		X		X
Checagem com clientes e fornecedores:	1			X					
Contabilidade Inteira:	4	X	X		X				X
Contratos com clientes e fornecedores:	1			X					
Diferencial competitivo:	2		X					X	
<i>Due diligence</i> :	3	X				X			X
Financeiros:	2			X					X
Forma de saída / venda:	2				X				X
Geração de caixa:	2	X	X						
Inovação proposta viável:	1							X	
Mercado:	2		X						X
PN:	3	X		X			X		
Propriedade intelectual:	1			X					
Rentabilidade:	4	X	X	X		X			
Setor:	2		X		X				
Taxa de Crescimento da Empresa:	1	X							
Valor da empresa:	1								X

Quadro 17 - Pontos mais importantes analisados no plano de negócio e durante todo o processo seletivo

Fonte: Dados primários (2006).

Quanto às etapas que o empreendedor percorre durante o processo de seleção, por meio das entrevistas ficou claro que: não há etapas previamente delineadas;

rotinas extremamente rígidas, oportunismo da seleção adversa; inicialmente requer a apresentação do plano de negócios; seguido de uma apresentação pessoal e várias outras reuniões para demonstrações da modelagem financeira, contatos com contador, advogado, financeiros, fornecedores, clientes e equipe. Em outras empresas de porte maior, raramente o empreendedor procura direto o fundo de investimento, pois normalmente é um intermediário que faz a apresentação inicial.

Constatou-se que cada veículo de investimento tem etapas distintas, sendo que o custo de todo processo é custeado, na maioria dos casos, por ambos (veículo de investimento e empresa) ou somente pelo veículo. 12,5% responderam que o maior custo é o tempo gasto pelo empreendedor em apresentar seu negócio aos investidores. Em apenas um quarto é custeado pela empresa interessada, conforme a figura 27.

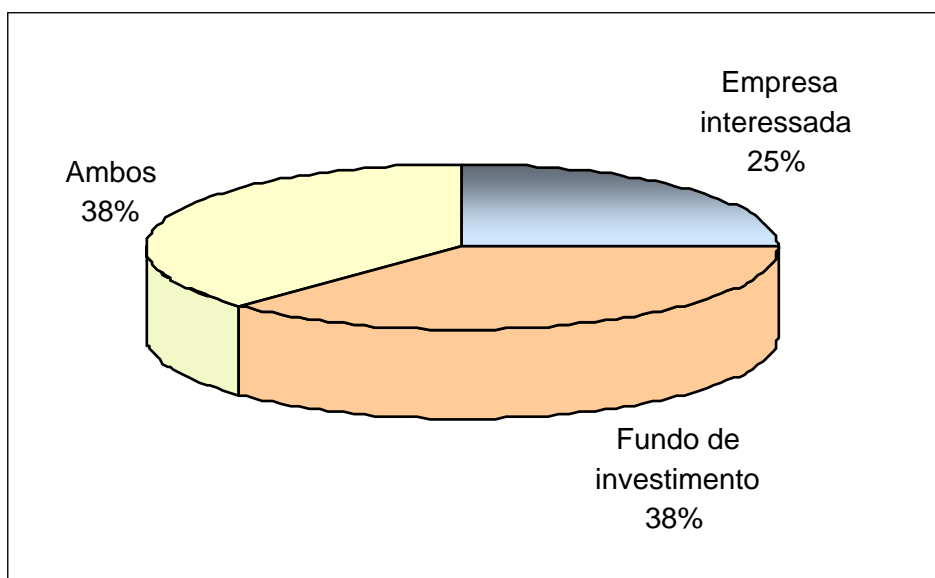


Figura 27 – Custeamento das despesas do processo seletivo

Fonte: Dados primários (2006).

O quadro 18 apresenta as características do processo seletivo e os principais elementos são: equipe gestora; advogados e contadores; e custo com o projeto de seleção banco pelos fundos. O quadro 19 destaca as características do produtos/serviços, do empreendedor, da diretoria e dos funcionários das empresas investidas.

Item	Empresa Entrevistada								
	Total	A	B	C	D	E	F	G	H
Analistas do projeto seletivo:									
Gestor do Fundo	1	X							
Especialistas em Investimentos	2			X					X
Equipe da empresa gestora:	6	X	X		X	X	X	X	
Advogados e Contadores:	3	X	X					X	
Custo com o projeto de seleção:									
Empresa candidata:	1	X							
Fundo de Investimento:	3					X	X		X
Ambos:	4		X	X	X			X	
Gastos com a seleção:									
Tempo do <i>Manager</i> :	2	X	X						
Elaborador do PN:	3	X	X			X			
Advogados e Contadores:									
R\$ em mil:		Mín. 100	NI	40 a 150	700	NI	700	NI	NI
Tempo (contado a partir do início do processo seletivo até receber o investimento – em meses)									
	Min.:	6	2	6	6	3	4	4	6
	Méd.:	9	6	9	9	NI	NI	NI	9
	Máx.:	12	12	12	12	24	12	6	12

Quadro 18 – Projetos, analistas, custo e tempo do processo seletivo.

Fonte: Dados primários (2006).

Item	Empresa Entrevistada								
	Total	A	B	C	D	E	F	G	H
Produtos/serviços:									
Diferencial de preço/marketing/Tecnológico:	2		X	X					
Flexível:	1								X
Marca com valor / Valor agregado:	3	X			X				X
Não copiável	1								X
Reconhecido pelo Mercado	2	X							X
Empreendedor / Equipe Diretora:									
Competência:	3				X	X	X		
Competitividade/Agressividade:	3		X					X	X
Confiança:	2	X							X
Ética:	4	X				X		X	X
Experiência:	5		X	X	X		X	X	X
Harmonia:	2		X			X			
Honestidade:	3			X		X			X
Idoneidade:	1	X							
Integridade:	3			X	X				X
Liderança:	1					X			
Motivação:	2							X	X
Transparência:	2					X		X	
Equipe de funcionários:							NI	NI	
Boa postura:	1			X					
Harmonia:	3	X			X	X			
Mesmas que o empreendedor:	2					X			X
Pouco risco de greve:	1	X							
Satisfação com empresa/incentivados:	3	X	X	X					

Quadro 19 – Características do empreendedor, diretoria e funcionários das empresas selecionadas.

Fonte: Dados primários (2006).

Perguntas durante as entrevistas sobre “valor mínimo de faturamento anual esperada do negócio investido” e “tempo mínimo de faturamento exigido dos empreendimentos”, demonstraram resultados muito distintos entre veículos de investimentos e empresas investidas de porte pequeno para grande, conforme os resultados apresentados nas figuras 28 e 29:

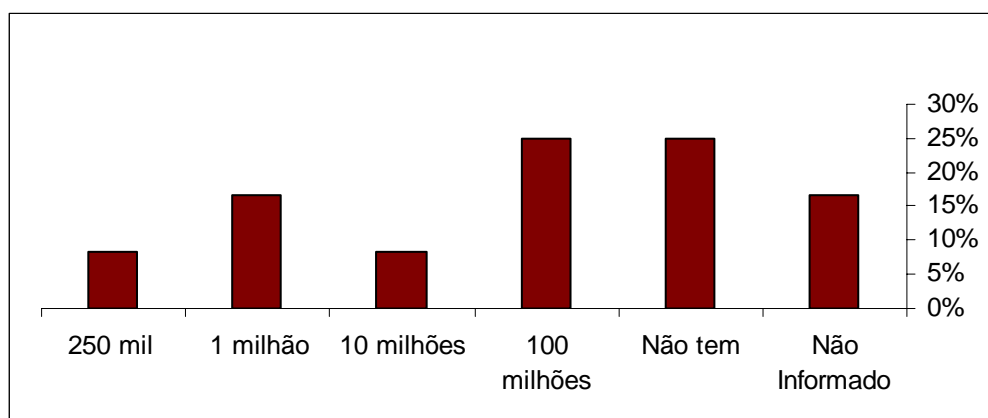


Figura 28 - Valor mínimo de faturamento anual

Fonte: Dados primários (2006).

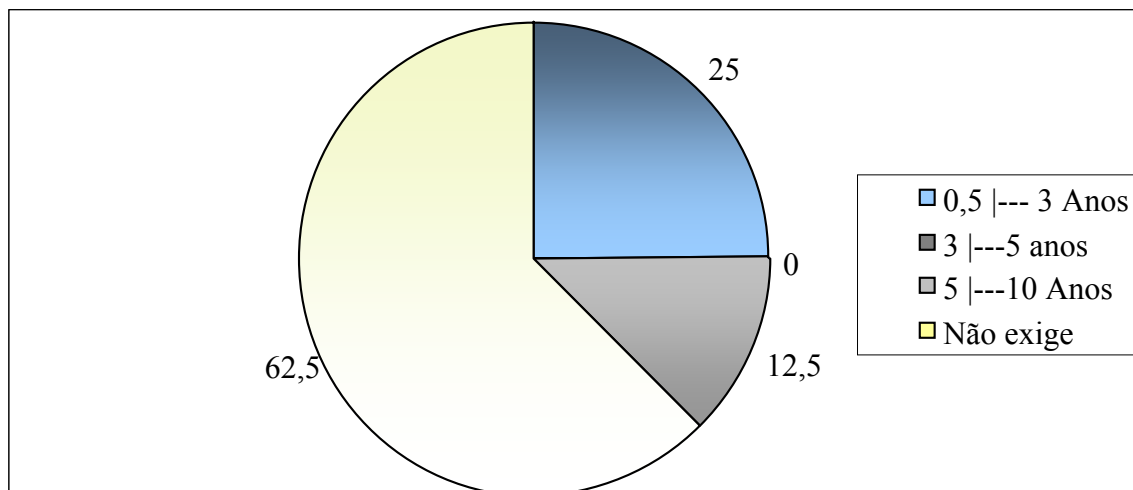


Figura 29 - Tempo mínimo de faturamento

Fonte: Dados primários (2006).

A questão se a empresa não escolhida num primeiro processo seletivo pode fazer nova seleção, 7 dentre 8 entrevistados responderam que “sim”. Inicialmente tenta-se

descobrir porque outro fundo de investimento rejeitou o investimento. Os motivos podem ser diversos e podem envolver capacidade de bom negociador do empreendedor das cotas societárias; neste caso, provavelmente ser rejeitado no segundo processo. Todavia, ao se perguntar se empresas que fizeram vários processos seletivos foram escolhidas apenas posteriormente, as respostas foram: 62,5% responderam que sim, 37,5% que não; dada a existência de assimetria informacional, que pode se reduzir com a passagem do tempo, assim como podem surgir novas informações relevantes para o processo decisório.

- **Sugestões dos entrevistados**

Através das entrevistas houve as seguintes sugestões para futuras pesquisas:

- a) Estudos de casos de empresas que deram prejuízo e lucro;
- b) Pesquisa sobre a “governança” e estruturação da empresa, tal como os FMIEE investir apenas em Sociedade Anônima e obrigatoriedade da Auditoria;
- c) Confirmação do fator seletivo, valorização da companhia e precificação se são feitos por múltiplos (da bolsa ou do mercado);
- d) Explorar sobre os mercados das empresas investidas, características e volume venda.

6 CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES

Neste capítulo constam as conclusões e recomendações desta dissertação. Para facilitar o entendimento, este capítulo está dividido em partes, a primeira apresenta a conclusão geral, subdividida para demonstrar as conclusões específicas para atendimento de todos os objetivos almejados inicialmente. A segunda parte apresenta as recomendações para futuras pesquisas nesta área.

6.1 CONCLUSÃO

A conclusão, quanto ao objetivo geral, permitiu caracterizar que o processo de decisão dos investidores do *Capital Empreendedor*, em relação às EBIT, não se distingue das demais empresas. Trata-se de criterioso sistema que visa diminuir os riscos dos investimentos e conseguir alta rentabilidade em pouco tempo.

- **Conclusões Específicas do Problema de Pesquisa**

Após a análise de resultados e revisão da literatura verificou-se que o cenário nacional atual da indústria do Capital Empreendedor aponta a ações de investimento que nunca existiram no país neste segmento de investimento, e de forma a fortalecer sua indústria, após o ano de 2000, além do constante aumento das atividades. A sua evolução recente já demonstra resultados de empresas investidas e interesse de investidores em aumentarem o volume de operação. Este fortalecimento desta fonte de recurso financeiro, que agrega outras qualidades administrativas, tem despertado interesse em investidores maiores, como fundos de previdência, que se preparam para aumentar suas aplicações em *Venture Capital* e *Private Equity*. Contudo, falta legislação incentivadora tanto aos pequenos como aos grandes investidores deste segmento.

A pesquisa de campo envolveu entrevista e aplicação de questionário. A análise das respostas dos gestores de fundos permitiu verificar que as empresas de base de inovação tecnológica (EBIT) são os empreendimentos que mais recebem aporte de investimentos do Capital Empreendedor, representando, na amostra pesquisada, 62,5% dos casos entrevistados. Ainda que segundo os questionários, apenas 16,5% demonstrou preferência pelas EBIT, mas lembra-se que 50% dos respondentes manifestaram-se sobre isto, numa amostra de doze questionários. Esta afirmação é confirmada pela fundamentação teórica exposta no capítulo 3. Também se deve destacar que o ambiente econômico é mutável, logo as preferências dos investidores podem estar sendo direcionadas para os negócios menos arriscados, em função do baixo crescimento da economia brasileira. Os investidores necessitam de mais proteção e retorno mais seguro. Também pode ter ocorrido que frente a duas amostras diferentes, tenha verificado-se diferentes preferências e não mudanças nas mesmas.

Os critérios de seleção dos fundos de investimento de Capital Empreendedor e as rotinas utilizadas para selecionar as empresas interessadas no aporte de capital no País são diversos para os diferentes veículos. Além dos dados financeiros, são estudadas muitas propriedades das empresas, do empreendedor e da sua equipe, para que a escolha do negócio investido tenha o menor risco possível. Destacam-se dentre os critérios de seleção a *due dilligence* e todos os elementos apontados no capítulo anterior. Também se verificou que as características que as empresas de base de inovação tecnológica devem preencher são as mesmas exigidas às demais empresas, detalhadas no capítulo quinto.

O *Capital Empreendedor* é uma modalidade de investimentos que gera recursos financeiros e qualidades profissionalizantes, apresenta benefícios e é um propulsor do empreendedorismo, mas poucas empresas são selecionadas no criterioso processo de escolha. Esse processo busca, ao mesmo tempo, empreendimentos com alto potencial de rentabilidade, sócios empreendedores de confiança, potencializando a redução de incerteza com os procedimentos e rotinas descritas no texto.

O *Capital Empreendedor* não é uma solução para todas as necessidades financeiras ou até mesmo para qualquer empresa. É necessário harmonizar os interesses e condições entre investidores e empreendedores, e até 2000 o processo caminhou lentamente. Entre 2000 e 2005 houve incremento dos investimentos desta natureza no Brasil – em fase de ascensão. No entanto, verificou-se que houve melhoria no cenário do Capital de Risco em 2006, os recursos no mercado tem crescido, mais empresas tem sido investidas e as perspectivas são positivas para a indústria.

A discussão da evolução histórica, da natureza e das características do *Capital Empreendedor*, na modalidade Capital de Risco (*Venture Capital*), permitiu compreender a dinâmica do funcionamento do processo decisório desta modalidade geradora de recurso financeiro e de apoio administrativo ao empreendedorismo no Brasil e no mundo.

As universidades também podem ajudar através da divulgação dos benefícios do *Capital Empreendedor* e sensibilização das autoridades governamentais sobre os melhoramentos que a atividade desta indústria pode trazer para a economia nacional e para o desenvolvimento tecnológico do país.

A maioria dos autores brasileiros, que analisa a evolução histórica das atividades de *Capital Empreendedor* neste país, concorda que ele se originou nos anos 70 e que houve crescimento acentuado após o Plano Real (1994). O período 2000/2005 é um marco histórico importante porque corresponde ao término do primeiro grande ciclo, segundo Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006).

As características consideradas por cada empresa gestora dos fundos de investimentos vão ao encontro do alto nível de exigências exposto pela literatura. Entende-se que tais atributos rígidos fazem parte natural do processo seletivo para a escolha dos melhores empreendimentos, ou seja, quais realmente devem ter capacidade de gerar lucro nos patamares esperados.

Foi constatado que as gestoras de fundos que investem em empreendimentos maiores, procuram ter participação societária acima de 51%, mas estas são apenas 32% das entrevistas, sendo que a maioria investe em empresas menores e tem preferência de investimentos em EBITs.

Quanto aos critérios de seleção praticados pelos fundos e investidores de *Capital Empreendedor*, as características essenciais envolvem aspectos financeiros e de gestão para as empresas interessadas nesta modalidade de investimento. São elementos primordiais para a sobrevivência dos negócios e servem de modelo a outras organizações que desejem expandir e ter rentabilidade, ainda que de forma menos agressiva.

O maior desenvolvimento da atividade de *Capital Empreendedor* no Brasil resultará em benefícios inegáveis ao dinamismo tecnológico e econômico, favorecendo a criação de novas tecnologias, crescimento e fortalecimento das empresas menores, além de incentivar o mercado de capitais. O suprimento por novos investidores em empresa no estágio semente (*seed money*) e inicial (*start-up*), atualmente não coberta pela atuação da grande maioria dos *players* do setor, representará num grande estímulo ao surgimento e estabelecimento de novas empresas inovadoras que a médio prazo poderão atingir estágio

como *Venture Capital*, expansão, maturação (*early*), lançamento no mercado de capitais (*bridge*) e *Private Equity*.

A fonte de recurso financeiro *Capital Empreendedor* não é a solução para todos os empreendimentos, pois o acesso impõe diversos sacrifícios - cessão temporariamente de parte das ações societárias; convivência e partilha compulsória na administração do negócio; elevado grau de exigências na análise e seleção de projetos e na condução para atingir as metas. Os empreendedores, principalmente os fundadores, interessados apenas no recurso financeiro, os quais normalmente não têm pleno conhecimento dos conceitos de *Capital Empreendedor*, não se sentem confortáveis, no primeiro momento, com a idéia de ceder parte de suas cotas do capital social. As contribuições para o empreendedorismo e aos empreendedores são diversas.

Da mesma forma, terão que também abdicar do poder na gestão, ainda que parcialmente e temporariamente, em troca da divisão de responsabilidades e direitos societários, principalmente de resultados financeiros (lucro ou prejuízo). Conscientes das exigências dos veículos de investimentos, os empreendedores podem desenvolver, reorganizar e preparar seus negócios para torná-los aptos e candidatar-se para serem investidos pelo *Capital Empreendedor* com maior possibilidade de sucesso.

6.2 RECOMENDAÇÕES

Pesquisa sobre o panorama da indústria do *Capital Empreendedor*, como esta, deve seguir em face das modificações organizacionais que surgirão no ambiente macroeconômico, o que ocorre em rápida mutação, e servirá de acompanhamento da evolução desta indústria, além de orientação sistêmica para outros estudos. Certamente esta é uma área pródiga para pesquisas e novas descobertas possibilitarão identificar as condições de desenvolvimento e interação no contexto nacional e internacional.

Os *Angels* são os principais motivadores ao fortalecimento de base da indústria do *Capital Empreendedor*, porém, como não foram localizados estudos sobre eles, recomenda-se maiores aprofundamentos sobre estes personagens. Quanto à união de tais pessoas, há empresas brasileiras, como a Gávea Angels, que associa indivíduos e pode servir de suporte inicial para pesquisas. Sobre isto, vale lembrar o citado por Bygrave e Timmons (1992): “A maioria dos empresários adquire os recursos financeiros para começar os negócios

de suas próprias poupanças ou de família e amigos, além de *Angels*. Estes últimos compõem uma fonte extremamente importante de capital de semente e *start-up*”. Estima-se que *Angels* investem anualmente até US\$30 bilhões, o que é um montante maior que o das empresas especialistas investidoras em *Capital Empreendedor*.

Na literatura nacional não foi localizado nenhum estudo específico sobre a institucionalização da indústria de *Venture Capital* no Brasil. Assim, sugere-se pesquisa sobre a institucionalização, pois há fatores organizacionais e elementos macroeconômicos que denotam campo de estudos, como os apontados na figura 2 no capítulo quatro.

Avaliação das empresas investidas: até mesmo as empresas já investidas com *Capital Empreendedor* aparentam zelar por sigilos, e poucos estudos coletaram dados nas mesmas. Ao longo do texto, discute-se de forma genérica a visão dos investidores, e não se analisou a situação financeira das empresas investidas. Futuras pesquisas podem aprofundar o tema e analisar os resultados das empresas investidas, particularmente as EBITs.

Outra sugestão de pesquisas futuras é explorar a Legislação e o interesse do governo quanto à possibilidade de desenvolvimento de ações políticas para estimular o incremento de *Capital Empreendedor* no país, elemento importante para políticas públicas, conforme detectado nos estudos de Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006) e Ribeiro (2006).

REFERÊNCIAS

ANSELMO, Jefferson Leandro; GARCEZ, Marcos Paixão. O panorama brasileiro do capital de risco: características, evolução e perspectivas. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO. 29., 2005, Brasília. **Anais...** Brasília: ANPAD, 2005, CD-ROM.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY - ABVCAP. Rio de Janeiro, jun. 2006. Seção release. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Telas/>> Acesso em: 01 jun. 2006.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL - **BNDES** mais um fundo de apoio à tecnologia. Disponível em <http://www.abvcap.com.br/Telas/Exibe_Conteudo.Asp> Acesso em: 21 jun 2006.

BARBIERATO, André. A análise de investimentos em fundos de *venture capital* na área de tecnologia e internet: uma proposta para pesquisa. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 24., 2000, Florianópolis. **Anais...** Florianópolis: ANPAD, 2000, CD-ROM.

BARROS, Aidil Jesus Paes; LEHFELD, Neide Aparecida de Souza. **Fundamentos de metodologia**. São Paulo: McGraw-Hill, 1986.

BARTLETT, Joseph W. **Fundamentals of venture capital**. Lanham, Maryland: Madison books, 1999.

BILLI, Marcelo. Faturamento de fabricante de software cresce 966% em 5 anos: Fundo internacional turbina empresa de informática. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 20 nov. 2005a, Folha Dinheiro.

BILLI, Marcelo. Mapeamento de pesquisadores revela que mercado do país é o mais atrativo da América Latina: Capital de risco cresce no Brasil. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 20 nov. 2005b, Folha Dinheiro.

BIRLEY, Sue; MUZYKA, Daniel F. **Dominando os desafios do empreendedor**. São Paulo: Person, 2004.

BYGRAVE, Wiliam. D.; TIMMONS, Jeffrey. A. **Venture capital at the crossroads**. 5. ed. Boston, Massachusetts: Harvard Bussiness School, 1992.

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

CANOPE, Liliane; MORAIS, Maristela Regina; FESTINALLI, Rosane Calgaro. **Artigos científicos em administração**: por que e como elaborar. In: SEMANA DE ADMINISTRAÇÃO...22., 2002, Maringá. **Anais...** Maringá: UEM/DAD, 2002.

CANONICE, Bruhmer Cesar Forone. **Normas e padrões para elaboração de trabalhos acadêmicos**. Maringá: Eduem, 2005.

CARVALHO, Antonio Gledson; RIBEIRO, Leonardo de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. **1º Censo brasileiro da indústria de private equity e venture capital**. São Paulo: FGV, 2006.

CARVALHO, Fabiana de Oliveira. **Desempenho competitivo das MPE's graduadas por incubadoras de empresas tecnológicas e mistas da Bahia**. 2005. 97 f. Dissertação (Mestrado em Administração)- Universidade Federal da Bahia. Escola de Administração.

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

CARVALHO, Marly Monteiro. Empresa de base tecnológica brasileira: características distintas. In: SIMPÓSIO DE GESTÃO DA INOVAÇÃO TECNOLÓGICA, 20; 1998, São Paulo. **Anais...** São Paulo: SGIT, 1998.

CHIZZOTTI, Antonio. **Pesquisa em ciências humanas e sociais**. 3. ed. São Paulo: Cortez, 1998.

CHRISTENSEN, Clayton M; RAYNOR, Michael E. **O crescimento pela inovação**: como crescer de forma sustentada e reinventar o sucesso. Rio de Janeiro: Elsevier, 2003.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. **Instrução n. 209**. São Paulo: CVM, 1994. Disponível em < [http:// www.cvm.com.br](http://www.cvm.com.br)>. Acesso em 18 jan. 2006.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. **Instrução n. 391**. São Paulo: CVM, 2003. Disponível em < [http:// www.cvm.com.br](http://www.cvm.com.br)>. Acesso em 18 jan. 2006.

CONCEIÇÃO, Octavio Augusto Camargo. **Instituições, crescimento e mudança na ótica institucionalista**. 2001. 228 f. Tese (doutorado)-Fundação de Economia e Estatística Siegfried Emanuel Heuser, Porto Alegre.

COSTA, Eduardo da. **Global e-commerce strategies for small businesses**. London: MIT, 2001.

COUTO, Archille. Capital de risco e investimentos privado em inovação - Nasdaq. **Parcerias estratégicas**. Brasília, v.2, n.14, p.223, 2001.

CUNHA, André Moreira. O enfoque evolucionário da firma. **Texto didático**: UFRGS FCE DECON, Porto Alegre, 1997.

DORNELAS, José Carlos Assis. **Plano de negócios: segredo do sucesso do empreendedor**. Mito ou realidade? In: SIMPÓSIO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO. 7., 2000, Bauru. **Anais...** Bauru: UNESP, 2000.

DOSI, Giovanni. **Technical change and industrial transformation**. London: MAcMillan, 1984.

DOSI, Giovanni. Sources, Procedures and Microeconomic Effects of Innovation. **Journal of economic literature**. v.26 , n.3, p.1120-1171, sep 1988.

DOSI, Giovanni; EGIDI, Massimo. Substantive and Procedural Uncertainty. **Journal of evolutionary economics**. v.1; n.2, p.243-268, apr.1991.

DOSI, Giovanni; NELSON, Richard Robinson. An Introduction to evolutionary Theories in Economics. **Journal of evolutionary economics**. v.4, n.3, p. 243-268, sep. 1994.

DRUCKER, Peter. **50 casos reais de administração**. São Paulo: Pioneira, 2002. p. 245.

FERRO, José Roberto; TORKOMIAN, Ana Lucia Vitale. A criação de pequenas empresas de alta tecnologia. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 28, n 2, p. 43-50, 1988.

FINANCIADORA DE ESTUDOS E PROJETOS - FINEP. Portal do capital de risco Brasil. **Incentivo para empresas inovadoras**. Disponível em <<http://www.capitalderisco.gov.br/vcn/index.asp>>. Acesso em: 15 dez. 2005.

FINANCIADORA DE ESTUDOS E PROJETOS - FINEP. Portal do capital de risco Brasil. **Critérios de seleção de empreendimentos para o fórum Brasil capital de risco**. Disponível em < <http://www.capitalderisco.gov.br/>> Acesso em: 10 mai. 2006.

FINANCIADORA DE ESTUDOS E PROJETOS - FINEP. Portal do capital de risco Brasil. **Desenvolvimento de estrutura institucional para a criação e o desenvolvimento de empresas de base tecnológica no Brasil**. Disponível em < <http://www.capitalderisco.gov.br/>> Acesso em: 10 mai. 2006.

FINANCIADORA DE ESTUDOS E PROJETOS - FINEP. Portal do capital de risco Brasil. **CRP apresenta novo fundo de VC apoiado pela FINEP**. Disponível em <<http://www.finep.gov.br/imprensa>> Acesso em: 10 mai. 2006.

FREITAS, Rubens; PASSONI, Paulo. **Brazilian capital markets and private equity: a new reality or just a fad?** Review HBS. Boston: Harvard Bussiness School, p. 1-35, 2006.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – FGV. Centro de estudos private equity e venture capital da FGV-EAESP-GVcepe. Disponível em <<http://www.cepe.fgvsp.br/>> Acesso em 15 jan. 2006.

GIL, Antonio C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1987.

GLADSTONE, David. **Venture capital handbook**. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 2001.

GOLDENBERG, Mirian. **A arte de pesquisa**. 7. ed. Rio de Janeiro: Record, 2003.

GOMPERS, Paul Alan; LERNER, Josh. **The venture capital cycle**. 2. ed. Cambridge: The MIT, 2004.

HASENCLEVER, Lia; FERREIRA, Patrícia Moura. Estrutura de mercado e inovação. In KUPFER; D.; HASENCLEVER, L. **Economia industrial: fundamentos teóricos e práticos no Brasil**. Rio de Janeiro: Campos: 2002, p.129-146.

HISRICH, Robert D.; PETERS, Michael P. **Empreendedorismo**, 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

INSTITUTO DE APOIO AS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS – IAPMEI. **Finanças empresariais - capital de risco**. Disponível em <<http://www.iapmei.pt/index.php>>. Acesso em: 25 maio 2005.

JUDICE, Valéria Maria Martins. Biotecnologia e bioindústria em minas gerais: novos perfis tecnológicos e empresariais no horizonte? In: SGIT - SIMPÓSIO DE GESTÃO DA INOVAÇÃO TECNOLÓGICA, 23.; 2004, Curitiba. **Anais...** Curitiba: SGIT, 2004, CD-ROM.

JUDICE, Valéria Maria Martins; BAÊTA, Adelaide Maria Coelho. Modelo empresarial, gestão de inovação e investimentos de *venture capital* em empresas de biotecnologia no Brasil. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO. 27., 2003, Atibaia. **Anais...** Atibaia: ANPAD, 2003, CD-ROM.

JUDICE, Valéria Maria Martins; BAÊTA, Adelaide Maria Coelho. **Modelo empresarial, gestão de inovação e investimentos de *Venture Capital* em empresas de biotecnologia no Brasil**. Curitiba, jan 2005. Seção Artigos. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/public_rac.html/>. Acesso em: 24 set. 2005.

KEYNES, John Maynard. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda: inflação e deflação**. São Paulo: Abril, 1982.

LERNER, Josh; HARDYMON, Felda; LEAMON Ann. **Venture capital and private equity a casebook**. Boston: Harvard Bussiness School, 2005.

MALCZEWSKI, M. Capital de risco e investimentos privado em inovação - Bematech. **Parcerias estratégicas**. Brasília, 2001.

MARCOVITCH, Jacques. e SANTOS, Sílvio. O problema da criação de empresas no Brasil. In: Associação Nacional de Pós-graduação e pesquisa em administração, 5., 1984, Brasília, **Anais...** Brasília: MEC, 1981, p. 247.

MARQUES, Amadeu; DRAPER, David. **Dicionário inglês-português português-inglês**. São Paulo: Ática, 1989.

MEIRA, S. Capital de risco e investimentos privado em inovação – Centro de Estudos e Sistemas Avançados do Recife. **Parcerias estratégicas**. Brasília, v.2, n.14, p.222, 2001.

MEURER, C. Capital de risco e investimentos privado em inovação – Companhia de Participações. **Parcerias estratégicas**. Brasília, v.2, n.14, p.221, 2001.

MÜLLER, Mary Stela; CORNELSEN, Julce Mary. **Normas e padrões para teses, dissertações e monografias**. 5 ed. Londrina: Eduel, 2003.

MYNAYO, Maria Cecília de Souza. **Pesquisa social**: teoria, método e criatividade. 3. ed. Petrópolis: Vozes, 1994.

NAKAGAWA, Marcelo. As falhas no desenvolvimento do plano de negócios de empresas de base tecnológica sob o ponto de vista do investidor. In: SIMPÓSIO DE GESTÃO DA INOVAÇÃO TECNOLÓGICA, 23., Curitiba. **Anais...** Curitiba: SGIT, 2004. p. 1066-1081, CD-ROM.

NAKAMURA, Wilson Toshio; FORTE, Denis; AGUIAR, João Francisco. Estudo do processo decisório de investimentos no mercado de *venture capital* e *private equity* sob a ótica dos gestores de fundos. In: SIMPÓSIO DE GESTÃO DE INOVAÇÃO TECNOLÓGICA, 24. Gramado. **Anais...** Gramado: SGIT, 2006. CD-ROM.

NEWS ANGEL INVESTOR. **Angel investor**. Disponível em <<http://www.angel-investor-news.com/>>. Acesso em: 25 mai. 2005.

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

PAVANI, Claudia. DEUTSCHER, José Arnaldo; LÓPEZ, Santiago Maia. **Plano de negócios**: planejando o sucesso de seu empreendimento. Rio de Janeiro: Minion, 2000. 202p.

PAVANI, Claudia. **O capital de risco no brasil**: conceito, evolução e perspectivas. Rio de Janeiro: E-papers, 2003.

PINDYCK, Roberto S; RUBINFELD, Daniel L. **Microeconomia**. 5. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

PINHO, Marcelo. **Relatório setorial final do setor EBT**. Rio de Janeiro: Finep, 2006.

RAMOS, Alberto Guerreiro. **Administração e contexto brasileiro**. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1983.

RECHTMAN, Marcos; BRITO, Bruno. **Bric's and private equity**. São Paulo: Cultrix, 2005.

RECHTMAN, Marcos; BULHÕES, Fernando. **Capital de risco e diplomacia corporativa**. São Paulo: Cultrix, 2004.

REZENDE, José Francisco de Carvalho; NOGUEIRA, Antonio Roberto Ramos. *Venture capital* no Brasil: práticas e alternativas para capitalização de novos negócios: um estudo indiciário. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 27., 2003, Atibaia. **Anais...** Atibaia: ANPAD, 2003, CD-ROM.

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

RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. 2006. 147 f. Dissertação (Mestrado em administração)- Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

RICHARDSON, Robert Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1989.

SÁ, Thomas Tosta. **Sociedades de capital de risco: coletânea de artigos**. Brasília: CEBRAE, 1987.

SAHLMAN, William; *et al.* **The entrepreneurial venture**. 2. ed. Boston: Harvard Business Scholl. 1999.

SALLES-FILHO, Sergio; ALBERGONI, Leide. A trajetória recente do venture capital no Brasil. In: SIMPÓSIO DE GESTÃO DE INOVAÇÃO TECNOLÓGICA, 24. Gramado. **Anais...** Gramado: SGIT, 2006. CD-ROM.

SANTOS, Everett J. Venture capital: an option for financing latin america's small and medium enterprises. LAVCA mar 2003 Disponível em: < <http://www.lavca.org/lavca>> Acesso em 12 fev. 2006.

SANTOS, Silvio Aparecido dos. **Empreendedorismo de base tecnológica: evolução e trajetória**. 2. ed. Maringá: Unicorpore, 2005.

SANTOS, Silvio Aparecido dos; CUNHA, Neila Viana da. **Criação de empresas de base tecnológica: conceitos, instrumentos e recursos**. Maringá: Unicorpore, 2004.

SANTOS, Silvio Aparecido Santos. **Criação de empresas de alta tecnologia: capital de risco e os bancos de desenvolvimento**. São Paulo: Pioneira, 1987.

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

SERVA, M. O problema da criação de empresas no Brasil: contribuições para uma teoria organizacional brasileira. In: ENCONTRO ANUAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO E, ADMINISTRAÇÃO. 1990. Brasília. **Anais...** Brasília: ANPAD, 1990, v.24, n.2.

SILVA, Jaeder Moraes da; BUENO, José Antônio Pimenta. Deal structures em *Venture Capital*: uma análise quantitativa. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 26., 2002, Salvador. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2002. CD-ROM.

SIQUEIRA, Carlos Aquiles. In: **Geranegocio – capital de risco**. Disponível em <<http://www.geranegocio.com.br/microcredito>>. Acesso em: 25 mai. 2005.

STEFANUTO, G. N. **As empresas de base tecnológica de campinas**. 1993. Dissertação (Mestrado em geociências)- Universidade Estadual de Campinas, Campinas.

THOMPSON, James D. **Organizations in action**: social science bases of administrative theory. New York: McGraw-Hill Book, 1967.

TIGRE, Paulo Bastos. **Inovação e teoria da firma em três paradigmas**. Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, n. 3, p.67–111, jan–jun. 1998.

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

TORKOMIAN, Ana Lucia Vitale. **Estrutura de pólos tecnológicos**: um estudo de caso. 1992. Dissertação (Mestrado em administração)- Universidade de São Paulo, São Paulo.

WEBER, Max. **Ciência e política**: duas vocações. São Paulo: Cultrix, 1972.

WILLIAMSON, O. E. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free, 1985.

ZINDER, Bob. How venture capital works. **Review HBS**. Boston: Harvard Business School, p.131-139, nov-dez 1998.

GLOSSÁRIO

ABVCAP	Associação Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> , anteriormente denominada Associação Brasileira de Capital de Risco (ABCR). Congrega empresas gestoras de PE/VC no Brasil, empresas de consultoria, auditoria e advocacia, além de pessoas físicas envolvidas.
Ação ordinária	Ação que confere direito de voto em assembleia de acionistas da empresa. Em troca do direito de voto, os acionistas detentores dessas ações são os últimos na ordem de preferência em caso de liquidação.
Ação preferencial	Ação sem direito a voto. Seus detentores possuem direito de preferência sobre acionistas ordinários no recebimento de dividendos e em caso de liquidação da empresa.
Acionista majoritário	Detentor de ações ordinárias em quantidade suficiente para garantir o controle da empresa.
Acordo de acionistas	Documento que estabelece a participação acionária, os direitos e deveres dos acionistas.
Acquisition finance	Aporte de capital para que a empresa adquira uma terceira companhia. Inclui-se nesta categoria o financiamento do tipo mezanino, que utiliza uma combinação de dívida e empréstimo.
Agency Costs	Custos da agência.
Alavancagem	Grau de endividamento em uma operação com vistas a aumentar as possibilidades de ganho ou perda (volatilidade).
Alocação orçamentária	Recursos financeiros alocados para organizações afiliadas a grupos industriais, instituições financeiras ou ao setor público. Tais recursos são alocados exclusivamente pelo grupo ao qual essas organizações pertencem (organização-mãe).
Amortização	Pagamento de parcela ou totalidade do principal em um empréstimo.
Angel ou Business Angel	Anjos, pessoas afortunadas que fazem investimentos. Investidor, pessoas físicas que aportam recursos pessoais em empresas de capital fechado e de alto potencial de crescimento. Devido ao relativamente pequeno valor dos investimentos, as empresas alvo encontram-se normalmente na fase anterior do seu desenvolvimento (<i>seed</i> ou <i>start-up</i>).
Anti-diluição	Cláusula contratual que protege o investidor de eventuais reduções no percentual que detém da empresa caso a empresa emita novas ações.
Ativos Alternativos	Classe de ativos que inclui PE/VC, investimentos imobiliários e <i>hedge funds</i> . É visto como uma classe de ativos com perfil de risco-retorno elevado ideal para a diversificação das carteiras de grandes investidores, tais como fundos de pensão e seguradoras.
Bônus de Subscrição	Opção de compra que acompanham ações de determinada empresa. Pode ser exercida dentro de um prazo estabelecido, a um preço pré-determinado.
Break-even ou breakeven point	Ponto de equilíbrio do investimento.
Bridge Finance ou Bridge financing	Capital ponte, curto prazo com o objetivo de lançar a empresa no mercado de capitais. Também se refere à reestruturação de posições acionárias de grandes acionistas.
Business Angel	Ver <i>angel</i> .
Buy-in	Aquisição interna.
Buyout	Aquisição externa. Tomada de controle de empresas já estabelecidas. Usualmente envolve alguma alavancagem, ou seja, endividamento para aquisição das ações, em transações denominadas <i>leverage buyouts</i> (LBO). Outras vezes, a aquisição é realizada pelos próprios diretores da empresa, em transação denominada <i>Management buyouts</i> (MBO). Em determinados países, <i>buyout</i> é considerado como um segmento que, junto com o <i>Venture Capital</i> , compõe o setor de <i>Private Equity</i> .
Call	Opção de compra de ação ou chamada de capital.
Capital comprometido	Refere-se ao montante de capital que um investidor se propõe a investir caso a empresa gestora de PE/VC selecione investimentos interessantes. Nem sempre a totalidade do capital comprometido é investido. Outras vezes, dependendo das oportunidades de investimento que aparecem para o gestor, o capital investido pode superar o capital inicialmente comprometido.
Capital de giro	Capital utilizado pela empresa para financiar obrigações de curto prazo.
Capital de risco	Sinônimo de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> . A Associação Brasileira de Capital de Risco alterou o nome para Associação Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> para afastar o sentido negativo da palavra risco junto à indústria de PE/VC.

Capital de Risco Corporativo - External Corporate Venturing	Há uma distinção nos casos em que o investidor é uma empresa de maior porte que adquire participações em empresas menores, muitas vezes iniciantes.
Capital de substituição	Para compra de parte ou de todo capital dos restantes sócios ou acionistas.
Capital integralizado	Parcela do capital comprometido que é colocado à disposição do fundo e já pode ser investido.
Capital investido	Capital colocado à disposição de uma empresa em troca de participação na estrutura acionaria.
Captive	Organizações gestoras de PE/VC que são vinculadas a instituições financeiras ou grupos empresariais privados. Os últimos também são chamados de <i>Corporate Ventures</i> .
Carried interests	Também chamado de <i>performance fee</i> , taxa de performance, taxa de rentabilidade, taxa de sucesso ou <i>carry</i> . É a parcela de aproximadamente 20% dos lucros obtidos com as saídas, que é revertida, na forma de remuneração, para a empresa gestora de PE/VC.
Catch-up	Regra de correção da taxa de performance (<i>carried-interest</i>), aplicada no momento em que o gestor já devolveu, aos investidores, um valor pré-determinado do capital investido, sem ter recebido nada como taxa de performance (t). Pela regra do <i>catch-up</i> , após esse momento, o gestor passa a receber 100% dos recursos obtidos com as saídas, até que tenha recebido a taxa de performance x capital devolvido aos investidores, quando, então, as saídas subsequentes passam a ser divididas na proporção t, para o gestor, e 1-t, para os investidores.
CDI	Certificado de Depósito Interbancário. Empréstimo efetuado entre bancos que pode render tanto uma taxa de juros fixa ou variável. Sua taxa média indica o custo do dinheiro no tempo (juros).
Chamada de capital (call)	Solicitações para que os investidores integralizem parcela do capital que comprometeram para os investimentos em PE/VC.
Ciclo de investimento em PE/VC	O ciclo que se inicia com a atividade de originação, passa por seleção, <i>due-diligence</i> , avaliação, negociação, investimento, acompanhamento e monitoramento e, finalmente, saída (exit).
Closing (fechamento do fundo)	- Conclusão de uma transação, após negociações, assinatura de documentação legal e transferência de capital. Sinaliza a conclusão das fases de captação de um fundo ou a conclusão do acordo de investimentos em uma empresa. - A assinatura de um contrato por um grupo de investidores que os obriga a aportar capital para um veículo de PE/VC. Em geral, uma parcela deste capital é integralizada imediatamente no ato do fechamento.
Coerção	Equivalente a <i>Enforcement</i> . Força que induz as partes a respeitar as leis e contratos. Pode se dar por meio do desincentivo à ação oportunista ou através da punição pelo descumprimento de acordos formais ou informais. Normalmente distingue-se entre a coerção de âmbito privado e a coerção externa, que geralmente toma a forma de arbitragens e julgamentos.
Co-investimento	Investimentos realizados por dois ou mais organizações gestoras de em uma mesma empresa. Trata-se de uma forma de diminuir a exposição do fundo de PE/VC ao risco específico de uma empresa do <i>portfólio</i> e de aumentar a capacidade de seleção de boas oportunidades de investimento.
Colateral	Ativos da empresa que são colocados como garantia para obtenção de crédito.
Comitê de Investimentos	Comitê responsável por tomar as principais decisões de investimento e saída em uma organização de PE/VC. Em geral, reúne tanto representantes da organização gestora quanto dos investidores do fundo de PE/VC.
Comparable	Empresa cujas ações são negociadas em bolsa de valores e que tem atuação semelhante à empresa privada que está sendo avaliada. Seus dados, publicamente disponíveis, são utilizados para que se calcule o valor da empresa. Em geral, compara-se a relação entre valor de mercado por meio do EBITDA, com desconto pelo prêmio de liquidez do investidor.
Comprador estratégico (strategic buyer)	Empresa ou grupo empresarial que adquire o controle sobre uma empresa com vistas a integrá-la verticalmente ou horizontalmente em sua estrutura organizacional e atingir objetivos estratégicos como a entrada em um novo mercado ou ganhos de sinergia.
Consolidação	Uma tese/estratégia de investimento em PE/VC que envolve a fusão de duas ou mais empresas para aproveitar economias de escala ou escopo.

Controle	Situação em que um acionista, ou bloco de acionistas signatários de um acordo de acionistas detém mais de 50% do capital votante.
Corporate Venture ou Corporate Venturing	Empresas investidoras que aplicam em empreendimentos adequados as suas estratégias e posteriormente pertencem aos respectivos conglomerados. Empresa gestora de PE/VC ou departamento ligado a um grupo industrial, com o objetivo de investir em empresas externas ao grupo ou empresas que se formaram a partir de um <i>spin-off</i> do próprio grupo. Em geral são organizações que funcionam como subsidiárias do grupo industrial (organização mãe), gerindo alocações orçamentárias colocadas à disposição pelo grupo.
Deal Structures	Elementos do negócio e do acordo formalizado.
Debênture conversível em ação	Título de dívida de longo-prazo emitido por empresa que confere ao investidor juros fixos ou variáveis sobre o valor de face. São acompanhadas de opção de conversão por ações, em épocas e condições pré-determinadas.
Dividendo	Parcela do lucro que é distribuída aos acionistas.
Drag-along	Cláusula inserida em acordos de acionistas, pela qual o investidor vendedor de sua participação tem o direito de obrigar os outros acionistas a venderem suas participações.
Due Diligence	Início de coleta de dados para o contrato do investimento ou abertura da empresa para a inspeção por terceiros. Auditoria plena da oportunidade de investimento com vistas a verificar a consistência do plano de negócios, dos balanços, dos demonstrativos de resultados. Envolve o levantamento de todos os passivos tributários, trabalhistas, ambientais, bem como as contingências contratuais. Através deste processo o fundo de investimento diminui o risco de que as informações fornecidas não reflitam a realidade da empresa em que pretende investir.
Early stage	Estágio de maturação, decorre até a empresa atingir o seu ponto de equilíbrio.
Empresa de capital aberto	Sociedade Anônima registrada na CVM que é obrigada a divulgar balanços e demonstrativos publicamente. Pode ter ações listadas em bolsa de valores.
Endeavor	Instituto voltado ao empreendedorismo. Entre outras atividades, realiza rodadas de negócios, que oportuniza empreendedores serem apresentados a potenciais investidores.
Endowment	Espécie de fundo de pensão de instituições acadêmicas nos EUA.
Exit/Exit Strategy	Saída/Estratégia de saída, 1º caminho ao empresário adquirir os seus recursos externos de <i>venture</i> ; 2º veículo para venda do empreendimento; 3º investidores de risco olham quando analisam novos fundos de risco seu caminho para realizar o lucro a partir do investimento.
Expansão	No crescimento da empresa já estabelecida, através do desenvolvimento de novos produtos e um aumento da capacidade de produção.
Expansion	Aporte de capital, em geral de giro, para a expansão de empresa que já vende seus produtos/serviços comercialmente. O aporte também pode ser destinado à expansão da planta, da rede de distribuição ou ainda para ser investido em comunicação e <i>marketing</i> .
Finep	Financiadora de Estudos e Projetos. Braço do Ministério da Ciência e Tecnologia (MCT). Participa do setor de PE/VC através do Projeto Inovar, que, entre outras atividades, mantém a incubadora de fundos, voltada a investir nos fundos de PE/VC.
FIP	Fundo de Investimento em Participações, cujas regras foram instituídas pela instrução 391/2003 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Considerado mais versátil que o FMIEE, por não ter tantas restrições quanto ao tamanho da empresa que recebe o investimento. Pela instrução 406, os FIPs que tiverem como investidor uma organização multilateral ou banco de desenvolvimento poderá emitir cotas diferenciadas e alavancar-se.
FMIEE	Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, cujas regras foram instituídas pela instrução 209/1994 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).
Follow-on fund	Um dos fundos levantados pela organização gestora subsequente ao primeiro fundo.
Fund Focus Investment Stage	Focus do fundo, estágios de investimento, indicada a área indicada de especialização de fundo de <i>Capital Empreendedor</i> usualmente expressa como B (Balanço), S/E (Embrião e Estágio Precoce), LS (Estágio Final) ou LBO (Alavanca do Resgate).
Fundo de Fundos	Fundo voltado prioritariamente a investir em outros fundos de PE/VC, utilizando-se de uma abordagem de diversificação de carteira. Por isso mesmo, tendem a oferecer uma alternativa menos arriscada e mais acessível para os investidores interessados em PE/VC.
Fundo de PE/VC	Veículo de investimento que serve para agrupar investidores interessados em alocar parcela de seu capital para investimentos do tipo PE/VC. O fundo é gerido pela empresa gestora de PE/VC, que pode ter mais de um fundo de PE/VC sob gestão. Em geral os

	fundos têm 10 anos de duração, extensíveis por mais 2 ou 3 anos, findo qual a totalidade dos ativos deve ser liquidado e o capital deve ser devolvido aos investidores.
Fundraising	Etapa de levantamento de recursos junto a investidores, com vistas a estruturar um novo fundo de PE/VC.
General Partner	Designa a empresa gestora de PE/VC nos contratos de <i>Limited Partnership</i> estabelecidos nos países que reconhecem esta instituição jurídica. É a empresa responsável pela gestão do fundo de PE/VC. O <i>General Partner</i> é responsável pela gestão dos investimentos.
Gestor	Profissional da organização de PE/VC que dirige pelo menos um dos processos a seguir fundraising, originação e seleção de negócios, negociação e estruturação de investimentos, monitoramento e acompanhamento das empresas do <i>portfólio</i> e saída.
Governança ou Governance	Ordenamento de uma relação econômica onde conflitos em potencial ameaçam as oportunidades de ganho mútuo para os envolvidos. Compreende o conjunto de contratos formais ou informais, implícitos ou explícitos, que regem transações.
Grandstanding	Estratégia empregada por organizações gestoras novatas com o objetivo de melhorar seu <i>track-record</i> perante o mercado. Consiste na realização de IPOs de empresas jovens, que podem não estar completamente prontas para serem introduzidas em bolsa.
Grend	Recurso financeiro ou dinheiro não reembolsável.
Grent	Recurso financeiro ou dinheiro reembolsável.
 Holding	Empresa de participação cujo objeto é deter participações acionárias em outras empresas.
IGPM	Índice Geral de Preços do Mercado, calculado pela FGV, que reflete a inflação em um determinado período.
Initial Public Offering (IPO)	Ofertas públicas de ações. Primeira emissão de ações de uma empresa na bolsa de valores. Essas operações são consideradas saídas parciais até que o período de <i>lockup</i> tenha expirado e o investidor tenha revendido a totalidade das suas ações para investidores do mercado acionário.
Instituições	Conjunto de regras formais e informais assim como os instrumentos para fazê-las valer. São as regras do jogo que fazem com que os agentes se comportem de uma determinada maneira. Inclui as leis, cultura, governo, empresa, usos e costumes.
Internal Corporate Venture	Quando uma empresa cria um novo negócio diferente do principal, a partir de uma tecnologia nova e incerta. Neste caso não há a aquisição de participação na empresa menor, e sim a criação de uma nova empresa menor por parte da empresa maior. Muitas vezes a empresa adquirente da participação busca não somente o retorno financeiro, assim como objetivos estratégicos de diversificação e obtenção de novas competências.
International Finance Corporation (IFC)	Braço de investimentos privados do Banco Mundial.
Jeton	Uma das formas de remuneração dos membros do <i>board</i> de uma empresa. Trata-se de um pagamento fixo por participação, que, na maioria dos casos, cobre apenas os custos de transporte.
Lançamento do fundo	Etapa do processo de <i>fundraising</i> , quando o gestor de PE/VC anuncia à comunidade de investidores ou investidores selecionados, a existência de um novo fundo de PE/VC aberto a receber seus comprometerimentos de capital.
Later Stage	Neste estágio, a empresa já atingiu uma taxa de crescimento relativamente estável e já apresenta fluxo de caixa positivo.
Lead investor (ou investidor líder)	Co-investidor responsável pelo investimento e monitoramento dos investimentos sindicalizados. Em geral, é aquele com maior participação na empresa investida.
Leveraged buyout (LBO)	Aquisição de uma empresa utilizando-se de expressiva alavancagem financeira (dívida).
Limited Partner	Investidores de fundo de PE/VC estruturado sob a regulamentação de <i>Limited Partnership</i> . O termo "limited" se refere à responsabilidade limitada que esses investidores têm sobre os passivos do fundo.
Limited Partnership	Veículo de investimento, com prazo determinado, usualmente utilizado nos EUA. Os investidores são chamados de <i>Limited Partner</i> e os gestores assumem a posição de <i>General Partner</i> .
Liquidação	Ato de encerrar a sociedade, liquidá-la, extinguir as obrigações, vender os bens e direitos, pagar os sócios e praticar todos os atos em nome da empresa, ou seja, o conjunto de atos que tendem a realizar o ativo, pagar o passivo e partilhar o saldo remanescente.
Lockup	Período, que segue a data do IPO, durante o qual o gestor de PE/VC fica proibido de vender parte ou totalidade de sua participação. Trata-se de um mecanismo de alinhamento

	de interesses entre novos e atuais acionistas.
Management buy-in	Através de grandes montantes permitir que parte de uma equipe de gestão externa a empresa alvo, adquira um valor significativo do seu capital social.
Management Buy-out (MBO)	Aquisição de uma empresa por parte de um grupo de empregados da própria empresa. Em geral é realizado através da técnica de LBO.
Mandato unificado	Regra pela qual todos os membros do conselho de administração (<i>board</i>) de uma empresa precisam ser eleitos ou reeleitos simultaneamente.
Mezanino	Suporte financeiro para estágio avançado.
Money Sources	Fonte de recurso, métodos de obtenção de capital disponível para empresários. Estas fontes incluem dentre outros: família, amigos, bancos, arranjos privados, agência de negócios, investidores de risco e bancos investidores.
Monitoramento	Parte das atividades do gestor de PE/VC, na qual o gestor analisa relatórios feitos pelos diretores da empresa investida e pelos auditores independentes. Realiza visitas frequentes e toma todos os cuidados para garantir a boa utilização dos recursos investidos.
Nasdaq Stock Market	Nasdaq mercado de ações eletrônico.
Non-disclosure agreement	Termo de confidencialidade, geralmente, é assinado por gestores de PE/VC e empreendedores, antes que o projeto de negócio, ou informações estratégicas da empresa, sejam apresentados.
Norture Venturing	Caso em que a empresa investidora aporta seu conhecimento e participação na gestão administrativa e comercial.
Oportunismo	Tem sua origem na ambição humana, quando o homem procura, de forma individual, obter vantagens adicionais para si mesmo. O conceito diferencia-se de desonestidade, pois muitas vezes o comportamento oportunista surge quando uma contingência contratual não foi prevista e uma parte percebe a oportunidade de explorar a brecha em seu favor. Na formação do contrato, o oportunismo pode influenciar o comportamento das partes, que tentarão obter para si vantagens oriundas da assimetria de informação. Por exemplo, quando um candidato a emprego exagera suas competências e/ou omite seus defeitos para impressionar o recrutador logo de uma entrevista de seleção. Também pode ocorrer em uma fase pós-contratual, por exemplo, quando o recém contratado chega atrasado e não se esforça suficientemente para exercer a atividade para a qual foi contratado.
Organização gestora de PE/VC	São organizações voltadas a gerenciar o ciclo de investimento em PE/VC. São responsáveis por originar negócios, selecioná-los, negociar e realizar os investimentos, monitorar e acompanhar os investimentos e realizar as saídas (desinvestimentos). Em geral são empresas que gerenciam fundos de PE/VC. Porém, algumas empresas gestoras de PE/VC, como no caso de Corporate Ventares, organizações ligadas a instituições financeiras e <i>family-offices</i> , não fazem uso de fundos, pois investem recursos da organização mãe.
Organização-mãe	Empresa ou instituição financeira à qual a organização de PE/VC é vinculada.
Originação	Atividade realizada pelo gestor de PE/VC, com o objetivo de encontrar oportunidades de investimento. Essas oportunidades chegam ao gestor por meio de uma ou mais das seguintes formas candidaturas espontâneas, indicação ou prospecção própria.
Partner	Sócio da empresa gestora de PE/VC ou do fundo de PE/VC. Geralmente recebe, como remuneração variável, parcela do <i>carried interest</i> .
Pledge fund	Tipo de fundo no qual cada investidor tem a opção de participar, ou não, das oportunidades de investimento propostas pelo gestor.
Portfólio	O mesmo que carteira de investimentos. Refere-se às empresas que receberam capital de um determinado fundo ou empresa gestora de PE/VC e que ainda não foram vendidas ou liquidadas.
Portfólio Company	<i>Portfólio</i> da companhia, grupos de companhias (ou <i>portfólios</i>) no qual a firma de <i>Capital Entrepreneur</i> tenha investido.
Post-Money Valuation	Avaliação da posição do recurso, valor do acordo de avaliação da companhia depois de investimento através dos investidores de risco ou anjos.
PPP	Parceria público-privada.
Prazo de duração	Prazo, pré-estabelecido, findo o qual o fundo de PE/VC deverá ser liquidado e os recursos deverão ser devolvidos aos investidores, descontadas as eventuais taxas e comissões. Em geral, esse prazo é de dez anos, podendo ser estendido, com consentimento dos

	investidores, por mais dois ou três anos.
Prazo de investimento	Fim do período que o gestor deve encerrar a atividade de investimento.
Pre-Money Valuation	Avaliação prévia do recurso, valor acordado da companhia para investimento a partir dos investidores de risco ou anjos.
Private Equity (PE)	<p>- Haveres particulares ou guarda-chuva é termo para investimentos que incluem <i>Capital Empreendedor</i> e fundos de resgate. Algumas vezes usada (especialmente na Europa) como <i>Venture Capital</i>.</p> <p>- A definição é controversa. Alguns profissionais do setor entendem <i>Private Equity</i> como o investimento privado, em ações de empresas de médio e grande porte, enquanto <i>Venture Capital</i> seria o investimento privado, em ações de micro e pequenas empresas. Em ambos os casos tratam-se de investimentos de longo-prazo e com objetivo de saída.</p> <p>- Outros profissionais e grande parte dos acadêmicos, entendem <i>Private Equity</i> como investimento privado em ações de empresas em geral, sendo <i>Venture Capital</i> um subgrupo, voltado a micro e pequenas empresas.</p>
Public to Private (P2P)	Investimento em empresas listadas na bolsa de valores, com posterior retirada das ações da empresa da bolsa de valores, tornando-se assim um investimento do tipo privado.
Put	Opção de venda de ação.
Refinanciamento	Para redução deste nível de endividamento a empresas com débitos.
Replacement capital	Capital investido na recompra da totalidade da participação de um ou mais dos acionistas da empresa.
Risk Capital	Risco do capital, instrumento de anotação para haveres investidos, algumas vezes também referido como capital de investimento ou capital de risco.
Road Show	Agendamento e realização de apresentações do plano de negócios.
Saída	Etapa final do ciclo de investimento em PE/VC, quando a participação detida em uma empresa é revendida. A saída se dá por um dos seguintes mecanismos IPO, venda estratégica (<i>trade-sale</i>), recompra pelo empreendedor ou pela equipe gestora (<i>buyback</i>), venda para outro investidor (<i>secondary-sale</i>) e liquidação (<i>write-off</i>). As saídas podem ser parciais, como no caso de IPOs, ou totais, como no caso da venda estratégica e da liquidação. Nos casos de <i>buyback</i> e <i>secondary sale</i> , as saídas podem ser tanto totais quanto parciais.
Seed Money ou Capital Semente	Capital semente, no desenvolvimento do negócio, do plano e de análises de mercado. Pequeno aporte, feito em fase pré-operacional, para desenvolvimento de uma idéia de um projeto ou ainda para testes de mercado ou registro de patentes.
Sindicalização	Ver co-investimento.
Spin-off	Cisão de um departamento, filial ou subsidiária de uma grande empresa, ou de um grupo empresarial, que se torna uma empresa independente.
Start-up	Capital de arranque, no desenvolvimento do produto e imagem permitindo um maior crescimento e valorização do negócio. Para a indústria de PE/VC é o aporte de capital para empresa em fase de estruturação, em geral no primeiro ano de funcionamento, quando ainda não vende seus produtos/serviços comercialmente. Nesta fase a empresa já iniciou a contratação de profissionais e já efetuou todos os estudos necessários para se colocar em prática o plano de negócios.
Tag-along	Cláusula do acordo de acionistas, pela qual o acionista minoritário tem o direito de vender sua participação sob as mesmas condições e preço do acionista majoritário.
Taxa de administração	Taxa paga pelo investidor, visando a manutenção da empresa gestora.
Term Sheet	Termo de balancete, sumário da condição principal para o investimento proposto através da firma de <i>Capital Empreendedor</i> .
Timing	Regulação do tempo.
Track record	Histórico de saídas, bem sucedidas, realizadas por um gestor de PE/VC.
Trade sale	Venda da empresa a outra empresa, não para investidores.
Trustee	Administrador dos recursos financeiros.
Truster	Gestor de fundo ou representante dos investidores.
Trust	Espécie de fundo, em que o <i>trustee</i> , proprietário dos recursos financeiros, designa um gestor, o <i>truster</i> , para representá-lo em seus interesses.
Turnaround	- Recuperação de empresas, para injeção de capital em empresas com problemas

	financeiros, objetiva recuperação através de alterações de gestão, organização interna e estrutura financeira. - Investimento do tipo PE/VC feito em empresas com dificuldade financeira e/ou operacional. Os investimentos podem ser feitos através de debêntures conversíveis em ações, o que permite ao gestor de PE/VC se envolver ativamente na gestão da empresa.
<i>Underpricing</i>	Desconto para colocação.
<i>Underwriters</i>	Instituições financeiras que lideram lançamentos de ações no mercado. Aconselham o melhor momento para lançamento de ações, preço da emissão e público-alvo.
<i>Valuation</i>	Valoração do empreendimento.
<i>Venture Capital (VC)</i>	Capital de Risco dinheiro a partir de grupos de investimentos ou firmas que são especializadas em financiamento de companhias antigas em crescimento, usualmente no retorno para o fundo. Investimento privado, em ações de micro e pequenas empresas de grande potencial de crescimento. Diferente dos investimentos feitos por <i>business Angels</i> , o <i>Venture Capital (VC)</i> é gerenciado por organizações voltadas especificamente para este fim. Ver <i>Private Equity (PE)</i> para compreender a diferença entre VC e PE.
<i>Venture Capitalist</i>	Investidores de risco, capitalistas de riscos, investidor de <i>Capital Empreendedor</i> , Investidor que promove financiamento precoce para novos riscos frequentes tecnologia baseada como produtos de inovação e prospectos de rápido e crescimento lucrativo.
<i>Vulture Capitalist</i>	Investidor abutre, gíria para investidores de risco. Fomentador urgente numerosos no qual o investidor de risco, que tem investido no novo empreendimento, tem sentido forçado para fazer alguma má aparência para a firma de gerenciamento.

Fonte: Adaptado pelo autor a partir de Pavani (2003), Ribeiro (2006), Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006), Fortuna (2005), NEWS (2005), FINEP (2005).

APÊNDICE A

QUESTIONÁRIO



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE MARINGÁ – UEM
UNIVERSIDADE ESTADUAL DE LONDRINA – UEL
Centros de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Administração



PPA – Programa de Pós-Graduação em Administração – Mestrado

Linha de Pesquisa: Empreendedorismo

Aluno: Sergio Henrique Miranda de Sousa

Prof^a Orientada: Dra. Marcia Regina Gabardo da Camara

Londrina (PR), 25 de setembro de 2006

Prezados Senhores,

Estamos finalizando dissertação sobre Capital Empreendedor. Agora estamos na coleta definitiva e final. No primeiro semestre mantivemos contato com parte deste público para a fase de pré-teste e agradecemos as sugestões recebidas. Há duas opções de preenchimento: questionário eletrônico (<http://www.zoomerang.com/survey.zgi?p=WEB225PEYUEQL5>) ou através do arquivo do word (segue anexo). Por gentileza, favor preencher dentro de 7 dias, sendo que o formulário eletrônico é automático, não se faz necessário encaminhá-lo, basta encerrar o preenchimento ou o questionário anexo (arquivo do word) pode devolver via e-mail.

Vossa participação contribuirá com o desenvolvimento do conhecimento sobre *Venture Capital* e *Private Equity* à comunidade empresarial e acadêmica. Caso no momento não houver algum dado, deixar em branco ou informar quando será possível fornecê-lo. Salientamos: a análise dos dados será agregada e sem nomenclatura; todas as informações fornecidas são sigilosas; segue em anexo carta de recomendação do programa de mestrado; este questionário requer poucos minutos para ser preenchido.

\

Atenciosamente,

Sergio Henrique Miranda de Sousa

sergioh@calcweb.com.br - Fone: (43) 3026 5555 / 9994 7007 - R. Santiago, 62 - Cep 86.050.170 - Londrina (PR)

Mestrando em Administração - PPA UEM/UEL – www.ppa.uem.br

Universidade Estadual de Maringá / Universidade Estadual de Londrina

\

Prof.a Orientadora: Marcia Regina Gabardo da Câmara – e-mail: mgabardo@sercomtel.com.br

Dados sobre a dissertação:

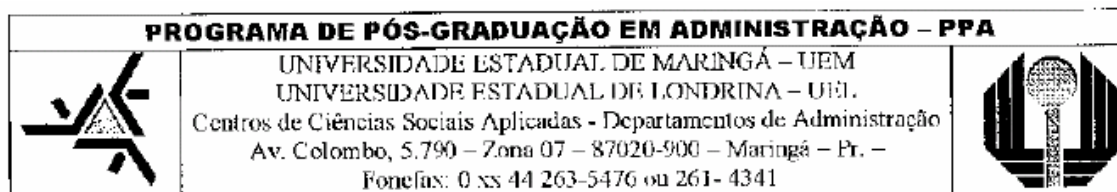
Título: O PROCESSO DE TOMADA DE DECISÃO DO CAPITAL EMPREENDEDOR E O FINANCIAMENTO DE EMPRESAS DE BASE DE INOVAÇÃO TECNOLÓGICA

Objetivo Geral: Discutir o processo decisório e os requisitos solicitados pelo Capital Empreendedor para financiar as Empresas de Base de Inovação Tecnológica (EBIT).

Objetivos Específicos: a) Descrever o cenário nacional atual da indústria do Capital Empreendedor e sua evolução recente no País. b) Discutir se há preferência de investimentos nas EBIT. c) Identificar os critérios de seleção dos fundos de investimento de Capital Empreendedor e as principais rotinas empregadas na seleção das empresas interessadas no aporte de capital no Brasil.

Importância/Justificativa: Venture Capital é uma fonte de recurso financeiro que contribuiu de forma importante no exterior, conforme Birley e Muzyka (2004). Estima-se que empresas brasileiras de base inovação tecnológica podem ser ainda mais beneficiadas, e consequentemente também as de outros ramos. Assim, o empreendedor, ciente dos requisitos, poderá adequar seu negócio. Tais empresas são apontadas em vários estudos como o maior foco de investimentos de Venture Capital.

POR GENTILEZA, FAVOR DEVOLVER O QUESTIONÁRIO PREENCHIDO AO SEGUINTE ENDEREÇO ELETRÔNICO OU POSTAL ACIMA DENTRO DE 7 DIAS. OBRIGADO!



Maringá, 21 de novembro de 2005


Prezados Senhores:

Apresento a V.S^{as}. o mestrando SERGIO HENRIQUE MIRANDA DE SOUSA, participante do Programa de Pós-Graduação em Administração (PPA) da Universidade Estadual de Maringá (UEM), em parceria com a Universidade Estadual de Londrina (UEL), que pretende realizar sua pesquisa de mestrado nessa conceituada Instituição, cujo título é *Capital de Risco para Empresas de base tecnológica: critérios de concessão de recursos financeiros*.

Solicitamos a V.S^{as}. autorização para que o referido mestrando, orientando da Prof^a. Dr^a. Marcia Regina Gabardo da Camara, da Universidade Estadual de Londrina, possa realizar sua pesquisa de campo nessa empresa.

Agradecendo a acolhida, coloco-me à inteira disposição de V.S^{as}. para quaisquer informações que se fizerem necessárias.

Atenciosamente


Prof. Dr. João Marcelo Crubellate
 Coordenador do Programa de Pós-Graduação em
 Administração UEM/UEL-PPA

Instrumento de Pesquisa – Questionário:

Instrumento de Pesquisa - Questionário (Dissertação de Mestrado sobre Capital Empreendedor):

Instruções:

- Favor preencher um formulário do questionário para cada veículo de investimento (ou seja, um questionário para cada fundo ou cada grupo de investidores);
- O tempo previsto para as respostas é de aproximadamente 30 minutos;

BLOCO A - Dados do Veículo de Investimento

Razão Social/Nome:			
Nome Fantasia:		Contato ou preenchido por:	
Quantidade de Empresas Investidas:		Quantidades de Investidores:	
Estágio:	<i>Dimensões:</i> () <i>Angels</i> () <i>Venture Capital</i> () <i>Private Equity</i> () <i>Mezanino</i> () PIPEs		
Notas: 1ª. pode assinalar mais de um; 2ª. conceitos no quadro ao final	<i>Sub estágios:</i> () Capital semente/ <i>Seed money</i> () Capital inicial/ <i>Start-up</i> () Expansão/ <i>Expansion</i> () Consolidação e saída dos investidores iniciais () Estágio Avançado/ <i>Later Stage</i> () Aquisição/ <i>Acquisition Finance</i> () Aquisição externa ou interna/ <i>Management Buyout/In</i> () Ponte/ <i>Bridge Finance</i> () Recuperação/ <i>Turnaround</i> () Risco do capital/ <i>Risk Capital</i> () Estratégia de saída/ <i>Exit Strategy</i> () Maturação/ <i>Early</i> () Refinanciamento () Outros:		
Investimentos efetivados anualmente:	2004: R\$.....	2005: R\$.....	2006: R\$.....
	Acumulados: R\$		
Investimento médios por empresa ao ano:	2004: R\$.....	2005: R\$.....	2006: R\$.....
Quantos Planos de Negócios (PN) ou propostas recebem ao ano?		
Quantos PN ou propostas são selecionadas e ocorrem investimento anualmente?		

1) Fase do Veículo de Investimento

Constituição	Captação	Investimento	Fechado	Desinvestimento
--------------	----------	--------------	---------	-----------------

BLOCO B – Perguntas sobre a seleção de empresas – Preferem investir em empresas:

2) Com quanto tempo de atividade:

Recém criadas	Menos de 1 ano	de 1 a 3 anos	de 4 a 10 anos	Indiferente
---------------	----------------	---------------	----------------	-------------

3) Em qual região do país:

Sul	Sudeste	Centro-Oeste	Nordeste	Norte
-----	---------	--------------	----------	-------

4) Em quais cidades ou regiões metropolitanas:

--	--	--	--	--

5) Empresas com faturamento anual:

mínimo:	R\$	máximo:	R\$	Não necessário	Indiferente
---------	-----------	---------	-----------	----------------	-------------

6) Tempo mínimo de faturamento:

dispensado	até de 12 mês	de 1 a 2 anos	3 a 5 anos	5 a 10 anos
------------	---------------	---------------	------------	-------------

7) Adquirir qual percentual de participação acionária:

até 19%	de 20% a 29%	de 30 a 39%	de 40% a 49%	acima de 50%
---------	--------------	-------------	--------------	--------------

8) Qual o valor médio que investem em cada empresa?

até R\$500.000	De R\$500.001 a R\$1.000.000	de R\$1.000.001 a R\$2.500.000	de R\$2.500.001 a R\$5.000.000	R\$
----------------	------------------------------	--------------------------------	--------------------------------	-----------

9) As EBIT⁶⁹ - empresas de base de inovação tecnológica são as preferidas para investimentos?

⁶⁹ Conceitos:

- c) A EBIT detém, em um determinado momento, uma vantagem tecnológica e pode escolher uma estratégia adequada a esta vantagem, ocupando um nicho ou um segmento do mercado, de modo a assegurar decolagem e rentabilidade para se auto financiar e se tornar sólida, até que os concorrentes apareçam. Em virtude do seu compromisso com P&D, têm maior possibilidade de lançar produtos novos no mercado, assegurando o seu crescimento contínuo (SANTOS, 2005).
- d) As EBIT são aqueles empreendimentos industriais com menos de 100 empregados ou empresas de serviço com menos de 50 empregados, que estejam empenhadas com o projeto, desenvolvimento e produção de novos produtos ou processos ou serviços, além de se caracterizam pela aplicação metódica de conhecimento técnico-científico. Tais empresas utilizam tecnologias inovadoras, gastam alta proporção de seus investimentos e despesas com pesquisa e desenvolvimento (P&D) e empregam pessoal técnico-científico, além de servirem a mercados pequenos e específicos (OLIVA; SOBRAL; SANTOS, 2005).

<input type="checkbox"/>	Sim	<input type="checkbox"/>	Não	<input type="checkbox"/>	Indiferente
--------------------------	-----	--------------------------	-----	--------------------------	-------------

10) Se sim, este veículo de investimento tem ou pretende aplicar qual porcentagem nas EBIT?

<input type="text"/>	%
----------------------	---

11) Nas empresas investidas, como são os retornos? (assinalar percentual em cada item até atingir o total de 100%)

<input type="checkbox"/>	Não atingem o resultado	<input type="checkbox"/>	Equalizam o investimento	<input type="checkbox"/>	Atingem o esperado	<input type="checkbox"/>	Superam o projetado	<input type="checkbox"/>	Abortam antes do tempo
--------------------------	-------------------------	--------------------------	--------------------------	--------------------------	--------------------	--------------------------	---------------------	--------------------------	------------------------

12) Qual a taxa ao ano de retorno esperado em US\$?

<input type="checkbox"/>	10% a 19%	<input type="checkbox"/>	20% a 29%	<input type="checkbox"/>	30% a 39%	<input type="checkbox"/>	40% a 49%	<input type="checkbox"/>	Acima de 50%
--------------------------	-----------	--------------------------	-----------	--------------------------	-----------	--------------------------	-----------	--------------------------	--------------

13) Investem em empresas com fluxo de caixa:

<input type="checkbox"/>	Negativo	<input type="checkbox"/>	Nulo	<input type="checkbox"/>	Positivo
--------------------------	----------	--------------------------	------	--------------------------	----------

14) Quais as atividades administrativas preferem realizar nas empresas investidas? (apontar o grau de importância de 1 a 10).

<input type="checkbox"/>	Desempenho das metas	<input type="checkbox"/>	Auxílio na tomada de decisões
<input type="checkbox"/>	Transferência de conhecimentos do negócio	<input type="checkbox"/>	Desenvolvimento de estratégias de negócio
<input type="checkbox"/>	Disponibilidade de financiamento	<input type="checkbox"/>	Recrutamento de executivos
<input type="checkbox"/>	Participação na diretoria	<input type="checkbox"/>	Participação no conselho consultivo
<input type="checkbox"/>	Participação no conselho fiscal	<input type="checkbox"/>	Outra:

15) A seleção ocorre através de etapas:

<input type="checkbox"/>	classificatórios	<input type="checkbox"/>	eliminatórias	<input type="checkbox"/>	ambas
--------------------------	------------------	--------------------------	---------------	--------------------------	-------

16) Quanto tempo demora o processo de seleção, desde o primeiro contato até a aprovação ou desclassificação?

<input type="checkbox"/>	até 30 dias	<input type="checkbox"/>	de 30 a 60 dias	<input type="checkbox"/>	de 60 a 90 dias	<input type="checkbox"/>	de 90 a 180 dias	<input type="checkbox"/>	acima de 180 dias
--------------------------	-------------	--------------------------	-----------------	--------------------------	-----------------	--------------------------	------------------	--------------------------	-------------------

17) Em quanto tempo ocorre o primeiro aporte de investimento financeiro, a contar da aprovação?

<input type="checkbox"/>	até 30 dias	<input type="checkbox"/>	de 30 a 60 dias	<input type="checkbox"/>	de 60 a 90 dias	<input type="checkbox"/>	de 90 a 180 dias	<input type="checkbox"/>	acima de 180 dias
--------------------------	-------------	--------------------------	-----------------	--------------------------	-----------------	--------------------------	------------------	--------------------------	-------------------

18) Quem custeia as despesas do processo seletivo?

<input type="checkbox"/>	A empresa interessada	<input type="checkbox"/>	O veículo de investimento	<input type="checkbox"/>	Ambos
--------------------------	-----------------------	--------------------------	---------------------------	--------------------------	-------

19) Qual o custo médio de todo o processo seleção por empresa, no caso da empresa custear plena ou parte?

R\$	<input type="text"/>
-----	----------------------

20) Quais são as principais áreas de interesse para investimentos? (pode assinalar mais de uma e no máximo 10)

<input type="checkbox"/>	Agricultura	<input type="checkbox"/>	Hardware	<input type="checkbox"/>	Saúde
<input type="checkbox"/>	Biotecnologia	<input type="checkbox"/>	Indústria	<input type="checkbox"/>	Semicondutores
<input type="checkbox"/>	Biotecnologia	<input type="checkbox"/>	Infra-estrutura de Internet	<input type="checkbox"/>	Serviço de Internet
<input type="checkbox"/>	Comércio Eletrônico B2B	<input type="checkbox"/>	Logística	<input type="checkbox"/>	Serviços empresariais
<input type="checkbox"/>	Comércio Eletrônico B2C	<input type="checkbox"/>	Mecânica de Precisão	<input type="checkbox"/>	Software
<input type="checkbox"/>	Comércio tradicional	<input type="checkbox"/>	Mídia	<input type="checkbox"/>	Soluções
<input type="checkbox"/>	Comunicação	<input type="checkbox"/>	Móveis	<input type="checkbox"/>	Tecnologia da informação
<input type="checkbox"/>	Construção/Infra-estrutura	<input type="checkbox"/>	Oléo e Gás	<input type="checkbox"/>	Telecom
<input type="checkbox"/>	Educação	<input type="checkbox"/>	Portais na web	<input type="checkbox"/>	Transporte
<input type="checkbox"/>	Eletrônica	<input type="checkbox"/>	Química	<input type="checkbox"/>	Turismo
<input type="checkbox"/>	Energia	<input type="checkbox"/>	Restauração Mecânica	<input type="checkbox"/>	Varejo
<input type="checkbox"/>	Entretenimento / Lazer	<input type="checkbox"/>	Saneamento	<input type="checkbox"/>	Outros:

BLOCO C – Elementos considerados na seleção de empreendimentos (marcar apenas um “X”, sendo 1 = nenhuma importância, 2 = baixa importância, 3 = média importância, 4 = alta importância, 5 = importância plena)

	Escala de importância				
	1	2	3	4	5
Posição do empreendimento perante o Veículo de Investimento:					
Adequação e natureza do produto e da empresa.					
Capacidade de caixa para ter auto crescimento.					
Tamanho da empresa: () pequeno, () médio, () grande.					
Escala e oportunidade de rodadas futuras de investimentos.					
Estratégia de saída.					
Foco regional.					
Foco setorial.					
Harmonia de pensamento (empresa x veículo de investimento)					
Quantidade e natureza dos co-investidores já envolvidos.					
Localização do empreendimento.					
Temático, de acordo com o fundo.					
Valor de negociação da empresa.					
Quanto à contabilidade, dados e indicadores econômicos financeiros:					

Confiabilidade e transparência nas demonstrações contábeis.					
Fluxo de caixa positivo.					
Índice de liquidez.					
Índice de rentabilidade.					
Oportunidade do negócio.					
Política de investimento do fundo.					
Possibilidade de compartilhar o negócio e atrair outros investidores.					
Sensibilidade aos ciclos econômicos.					
Taxa de crescimento da empresa.					
Tempo para alcançar o ponto de equilíbrio para retorno do investimento.					
Quanto ao Mercado e produtos/serviços:					
Capacidade de aumentar a produção.					
Capacidade de crescimento do produto/serviço no mercado.					
Capacidade de criar barreiras à entrada de concorrentes.					
Capacidades de <i>marketing</i> /vendas.					
Certificações de ISO.					
Facilidade de concorrentes entrar no mesmo mercado.					
Mercado sustentável.					
Nível e natureza de concorrência.					
Originalidade do produto/serviço e tecnologia.					
Poder dos clientes.					
Poder dos distribuidores.					
Poder dos fornecedores.					
Posição da empresa no mercado.					
Qualidade reconhecida pelo mercado dos produtos/serviços.					
Sazonalidade.					
Tamanho do mercado.					
Taxa de crescimento do mercado.					
Vantagem/diferencial competitivo (preço, qualidade, distribuição).					
Questões legais e normativas:					
Auditoria contábil constante.					
Direitos autorais.					
Direitos e obrigações dos investidores como acionistas.					
Patentes registradas.					
Propriedade intelectual.					
Risco regulatório.					
Características principais do empreendedor / CEO:					
Admiração dos concorrentes, clientes e fornecedores.					
Agressividade competitiva.					
Bem sucedido.					
Confiança, ética, integridade, idoneidade, honestidade, transparência.					
Disciplinado.					
Empatia.					
Energia empreendedora, pró-ativo (não desanima, não se perde).					
Experiência acadêmica.					
Experiência no negócio.					
Experiência profissional.					
Harmonia.					
Histórico.					
Liderança.					
Motivação.					
Reputação no mercado.					
Visão estratégica.					
Características principais da equipe diretoras/gestão/administração:					
Administração competente.					
Agressividade competitiva.					
Alinhamento estratégico.					

Capacidades organizacionais e administrativas.					
Confiança, ética, integridade, idoneidade, honestidade, transparência.					
Empatia.					
Experiência acadêmica.					
Experiência no negócio.					
Experiência profissional.					
Harmonia.					
Histórico.					
Liderança.					
Nível de profissionalização dos demais empregados.					
Quantidade de funcionários.					
Outros:					
Contingências fiscais e trabalhistas.					
Governança.					
Inovação (capacidade de criação).					
Negócio provado.					
Objetivos definidos.					
Oportunidade momentânea.					
S.A.: ser atualmente ou tornar-se até o desinvestimento.					
Saída: alternativas / monitoramento.					
Outros:					
Outros:					
Outros:					

21) Deseja receber os resultados desta pesquisa? () sim / () não.

APÊNDICE B

ROTEIRO DE ENTREVISTA



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE MARINGÁ – UEM
UNIVERSIDADE ESTADUAL DE LONDRINA – UEL
Centros de Ciências Sociais Aplicadas
Departamento de Administração



PPA – Programa de Pós-Graduação em Administração – Mestrado

Linha de Pesquisa: **Empreendedorismo**

Londrina (PR), 22 de março de 2006

Prezados Senhores,

Agradecemos a oportunidade da visita para entrevista, conforme roteiro abaixo. Os dados coletados são estritamente à dissertação de mestrado com tema sobre *CAPITAL EMPREENDEDOR*. Vossa participação contribuirá tanto aos investidores e aos empreendedores interessados no assunto.

Em anexo há carta de recomendação do mestrado para comprovação. Não visamos avaliar vossa organização e os dados disponibilizados são sigilosos, exceto se desejar divulgar.

A entrevista tem duração de aproximadamente 40 min. Vossa participação é importante à pesquisa. Assim agradecemos.

Compromisso de sigilo: Todos os dados fornecidos pelo fundo ao pesquisador são sigilosos e os objetivos são estritamente para fins de pesquisa de dissertação. A divulgação parcial ou integral será efetuada apenas com autorização expressa do entrevistado.

Atenciosamente,

Sergio Henrique Miranda de Sousa

e-mail: sergioh@calcweb.com.br - fone: (43) 3026 5555/9994 7007 - R. Santiago, 62 - Cep 86.050.170 - Londrina (PR)

PROTOCOLO DE COLETA DE DADOS - ENTREVISTA

Data: /03/2006	Horário: das : às :
Fundo de Investimento:	
Contato:	
Entrevistado:	
Local:	

Deseja receber os resultados da pesquisa? sim não
 Deseja que divulguemos o nome de seu fundo como fonte dos dados? sim não
 Autoriza a gravação sonora para melhor avaliação e guarda de dados? sim não

Assinatura do Entrevistado:

Compromisso de sigilo: Todos os dados fornecidos pelo fundo ao pesquisador são sigilosos e os objetivos são estritamente para fins de pesquisa de dissertação. A divulgação parcial ou integral será efetuada apenas com autorização expressa do entrevistado.

APÊNDICE C

ENTREVISTA PRELIMINAR

Maria Bernadete Carvalho, da FINEP, palestrante sobre: Projeto Inovar: Geração de políticas públicas voltadas para empresas nascentes e emergentes inovadoras, na Feira de Inovação Tecnológica de Londrina, em 22/11/2005

De: Maria Bernadete [bernadet@finep.gov.br]
Enviado em: quinta-feira, 24 de novembro de 2005 14:33
Para: sergioh@calcweb.com.br
Assunto: Re:

Data: 22/11/05, às 19 hrs. Local: FITI – Feira de Inovação Tecnológica de Londrina
 Palestra: Projeto Inovar - “Geração de políticas públicas voltadas para empresas nascentes e emergentes inovadoras”.
 Entrevista com a palestrante, Sra. Bernadete de Carvalho (economista/analista de projetos da FINEP),– fone: 021 2555 0315.

Comentários durante o diálogo e palestra:

1. *A Finep e os fundos estão preferindo utilizar o termo “Venture Capital” ou ainda “Capital Empreendedor”, do que “Capital de Risco”, pois a palavra “risco” traz impregnada um termo negativo e muito forte, que é o “risco”. Houve uma tradução equivocada pelos primeiros usurários brasileiros.*
2. *As empresas com melhor perfil para receberem investimentos de venture capital são as inovadoras, no conceito mais amplo.*
3. *A questão da Governança tem que estar muito adaptada pelo empreendedor que deseja participar de Venture Capital, tem que haver maturidade empresarial.*
4. *A Finep, através dos Fundos de VC que participa, investe recursos em 17 empresas inovadoras.*
5. *No Paraná há bons exemplos de empresas investidas por Venture Capital: A Bematech é um ótimo exemplo e um bom ícone, assim como o Boticário. Há também a ALL – América Latina Logística, que já começou grande com uma enorme malha ferroviária.*
6. *A Comissão de Valores Mobiliários - CVM regula a indústria de VC através das Instruções Normativas CVM 391 e 209.*
7. *A legislação impõe que as empresas investidas por fundos de VC sejam Sociedades Anônimas, mesmo que no início do investimento a empresa ainda seja limitada.*
8. *O investimento realizado por Fundos de Venture Capital em empresas tem como característica, sobre a relação gestor/empreendedor, a definição dos termos do investimento em contrato firmado entre as partes. Nestes contratos todas as características, prazos, metas, aportes, etc. são previamente negociadas e definidas, e com a definição de prazo de investimento e instrumentos de saída do investimento.*
9. *Um empreendedor que teve seu empreendimento investido disse há poucos dias uma frase importante: “Eu procurei o venture capital não porque minha empresa precisava de recursos financeiros, mas sim pelas demais qualidades de gestão que vêm junto com o dinheiro”. Isto é importante as pessoas entenderem, que além dos recursos financeiros o venture capital aporta nas empresas investidas tecnologia de gestão na área de marketing, financeiro, logística, etc., através de sua participação no Conselho de Administração e através da disponibilização de sua rede de relacionamentos.*
10. *As fases do venture capital são: Seed Money, Venture Capital, Private Equity e Pré-Mercado. Os fundos de Mezanino podem ocorrer na fase de PE e PM.*
11. *A metodologia de avaliação de fundos de investimento em VC, empregada pela Incubadora de Fundos Inovar, estimula as melhores práticas de mercado e de governança de fundos e dos fundos sobre as empresas investidas. Essa metodologia está de acordo com as melhores tendências mundiais de avaliação de fundos. Assim, a Finep espera que o trabalho da Incubadora de Fundos Inovar sirva como parâmetro de qualidade para outros investidores, atuando como um "selo de qualidade". Mas isso não garante que os fundos irão ter performance. Garante, apenas, que o processo de due diligence foi realizado dentro das melhores práticas disponíveis no mercado mundial de venture capital.*
12. *É importante o empreendedor entender que é melhor ele participar de 50% de uma empresa que vale R\$1.000.000,00 do que 100% de uma empresa que vale R\$100.000,00.*
13. *Maiores informações sobre os Fundos de Capital Semente pode ser através de contatos com a Sra. Janaina Prevot na Finep (021 2555 0463 / janaina@finep.gov.br)*
14. *Consultem também os sites: www.jurozero.finep.gov.br, www.finep.gov.br e o portal www.capitalderisco.com.br*
15. *Haverá em breve em Curitiba o Venture Forum, que ocorre semestralmente e tem participação de toda comunidade brasileira de Venture Capital (investidores, fundos, gestores de fundos e empreendedores), acesso o portal www.capitalderisco.com.br e é importante você participar.*
16. *Você como pesquisador, tem perfil para ser um gestor de recursos. Faça o curso de capacitação de gestor de fundo da Finep que haverá no primeiro semestre de 2006. E busque as qualificações necessárias para ser um Administrador de Recursos autorizado pela CVM. (os fundos de VC só podem ser geridos por profissionais com esta autorização).*

Entrevista/Perguntas e Respostas:

- a) Segundo algumas pesquisas mundiais, apontam que apenas 2,5% das empresas interessadas em venture capital conseguem recursos. Aqui no Brasil atualmente é neste percentual também?
 Digo que é ainda pior, provavelmente ainda menor este índice. A maior parte das empresas que necessitam de recursos de VC desconhecem os mecanismos de captação ou não estão preparadas para receber tal tipo

de recursos ou simplesmente não se adequam às características básicas desse tipo de investimento (as melhores empresas inovadoras do melhor setor).

Estatisticamente, o índice de sucesso dos investimentos entre as empresas investidas é de 20% perda total, 60% empatam os investimentos e 20% dão os melhores resultados. Estas que dão os bons resultados são responsáveis pela rentabilização do Fundo.

b) A Finep investi em empresas que já tem Venture Capital iniciado por outros fundos de investimento? Ou há outras alternativas para empresas de Londrina e região serem investidas, antes de passar pelos editais da Finep, pois isto pode demorar alguns meses?

A Finep investe em Fundos de VC, os quais investem em empresas. É muito comum o co-investimento de fundos em empresas ou a negociação da participação em empreendimentos entre diversos Fundos.

Eventualmente, um Fundo focado em empresas menores vende suas participações para Fundos focados em empresas maiores.

As empresas nascentes de Londrina, ou de qualquer cidade, poderão ser investidas por Fundo de Capital Semente.

c) Quais os livros clássicos brasileiros e estrangeiros sobre *venture capital*?

Ainda não há no Brasil autores clássicos sobre isto, pois é assunto novo, há apenas 5 anos está ocorrendo estudos sobre isto no Brasil. A Associação Brasileira de Venture Capital e Private Equity - ABVCAP pode ser útil nesta pesquisa de estudos.

No exterior, pode-se encontrar bibliografias sobre o tema junto à NVCI www.nvci.com (National Venture Capital Institute).

d) A Sra. tem contato com pessoas, fundos de investimentos e empresas investidas e pode apresentar-me a estas e abrir meus contatos?

Sim, é claro. Alias, aqui no sul, uma ótima pessoa é o Sr. Clovis Meurer da CRP em Porto Alegre.

e) Se hoje você fosse escrever uma dissertação, quais os principais problemas de pesquisa abordaria?

Eu, particularmente, considerando que tenho experiência no ramo, falaria sobre: “Instrumentos e alternativas de saída do investimento de Venture Capital”, pois isto ainda está muito imaturo no Brasil. No exterior há hoje teoria e prática fundamentada, pois os mercados são bem maduros. É muito comum uma saída através de IPO na Nasdaq de empresas inovadoras no mercado norte americano, por exemplo. Talvez seja um assunto para uma tese. Bem, mas considerando que o mais importante é divulgar o Venture Capital abordaria os seguintes problemas:

Do empreendedor:

1. O empreendedor sabe o que é Venture Capital? Quais as principais dúvidas e incertezas do empreendedor em relação ao investimento de VC?

2. O que o empreendedor espera de um fundo de investimento? Quais os fantasmas e mitos que envolvem esta relação societária?

3. O que o empreendedor tem para oferecer?

4. O que o empreendedor pode vir a oferecer?

5. O empreendedor está pronto para oferecer?

Do Gestor:

1. O que o gestor do fundo espera do empreendedor?

2. O que o gestor pode oferecer ao empreendedor?

(investidor - o gestor é o representante do fundo e visa o mesmo).

Outro problema interessante: *O empreendedor está pronto para sair da incubadora e tornar-se um empresário para receber recursos de VC?*

Perguntas de outras pessoas durante a palestra:

f) *O programa juros zero foi lançado, mas ainda não está funcionando e apto para receber empresas novas (nascentes) - (Sr. Olávio Schoenau (Sebrae-PR)?*

O Programa Juro Zero não atende às empresas com faturamento inferior a R\$ 333.000,00/ano. A Finep entende esta necessidade, mas esse Programa atende a um grupo de empresas com faturamento superior. Maiores esclarecimentos das regras do Programa Juro Zero estão no site www.jurozero.finep.gov.br. Aqui no Estado do Paraná a FIEP é parceira da Finep neste Programa e as empresas devem buscar informações junto a esta instituição.

g) Para conseguirmos captar recursos de Venture Capital a melhor alternativa seria constituir um Fundo de Venture Capital com meio das entidades locais e convidar à Finep? E quando sairá os Editais? (Tadeu Felismino – Adetec)

Sim, a melhor forma é através da mobilização local para constituição de um fundo e aguardar a abertura de novos editais que no momento não tem data prevista. No entanto, deve-se considerar que há necessidade de atendimento das regras do Edital e das normas da CVM.

Outras informações:

Há 138 artigos no site da Finep/Inovar (avaliarei se são científicos e os fundamentos).

APÊNDICE D

TABELAS DOS DADOS COLETADOS

Dimensões do Capital Empreendedor

Estágios (Dimensões)	f	%
<i>Angels</i>	1	8,33
<i>Venture Capital</i>	7	58,33
<i>Private Equity</i>	4	33,33
Total	12	100,00

Sub-estágios do Capital Empreendedor

Sub-Estágios	f	%
Capital semente	1	2,94
Capital inicial	5	14,71
Expansão	10	29,41
Consolidação e saída	5	14,71
Estágio Avançado	4	11,76
Aquisição	3	8,82
Aquisição externa ou interna	2	5,88
Recuperação	1	2,94
Estratégia de saída	1	2,94
Maturação	1	2,94
Refinanciamento	1	2,94
Total	34	100,00

Média anual de Planos de Negócio ou Propostas recebidas

Quantidade	Total	%
de 1 a 49	1	12,50
de 50 a 99	2	25,00
de 100 a 149	1	12,50
de 150 a 199	3	37,50
de 200 a 299	1	12,50
Total	8	100,00

Fases dos Veículos de Investimentos

Fase	f	%
Investimento	5	50,00
Fechado	2	20,00
Desinvestimento	3	30,00
Total	10	100,00

Tempo de Atividade da Empresa

Tempo	f	%
de 1 a 3 anos	2	22,22
de 4 a 10 anos	4	44,44
Indiferente	3	33,33
Total	9	100,00

Dados Estatísticos

Média	5
Desvio Padrão	4
Coefficiente de Variância	1
Moda	1
Mediana	5

Média	3
Desvio Padrão	3
Coefficiente de Variância	1
Moda	1
Mediana	2

Média	2
Desvio Padrão	1
Coefficiente de Variância	1
Moda	1
Mediana	1

Média	3
Desvio Padrão	2
Coefficiente de Variância	0
Moda	-
Mediana	3

Média	3
Desvio Padrão	1
Coefficiente de Variância	0
Moda	-
Mediana	3

Tempo Mínimo de Faturamento

Tempo	f	%
até de 12 mês	1	10,00
1 a 2 anos	1	10,00
3 a 5 anos	4	40,00
Dispensado	4	40,00
Total	10	100,00

Localização das Empresas Investidas

Localização	f	%
Grande São Paulo	6	30,00
Grande Rio de Janeiro	4	20,00
Grande Belo Horizonte	3	15,00
Grande Porto Alegre	2	10,00
Grande Florianópolis	3	15,00
Grande Curitiba	2	10,00
Total	20	100,00

Participação Acionária disponibilizada aos Investidores VC/PE

Participação Acionária	f	%
até 19%	1	10,00
de 30% a 39%	2	20,00
de 40% a 49%	3	30,00
acima de 50%	4	40,00
Total	10	100,00

Principais áreas de investimentos do Capital Empreendedor

Área	f	%
TI	8	12,28
Telecom	8	12,28
Mídia	1	1,75
Indústria	9	14,04
Educação	2	3,51
Inf.de Internet	2	3,51
Serviço de Internet	1	1,75
Entreterimento	1	1,75
Biocnologia	3	5,26
Saúde	3	5,26
Software	2	3,51
Varejo	3	5,26
Logística	2	3,51
Infraestrutura	1	1,75
Energia	1	1,75
Transporte	1	1,75
Agricultura	1	1,75
Saneamento	1	1,75
Outros	11	17,54
Total	64	100,00

Dados Estatísticos

Média	3
Desvio Padrão	2
Coefficiente de Variância	1
Moda	1
Mediana	3

Média	3
Desvio Padrão	2
Coefficiente de Variância	0
Moda	3
Mediana	3

Média	3
Desvio Padrão	1
Coefficiente de Variância	1
Moda	-
Mediana	3

Média	3
Desvio Padrão	3
Coefficiente de Variância	1
Moda	1
Mediana	2

Posição do empreendimento perante o Veículo de Investimento

Características	Nota e quantidade de pontuações					Soma
	1	2	3	4	5	
Adequação e natureza	0	0	0	5	3	8
Alternativas de saída	0	0	0	3	4	7
Auto crescimento do caixa	0	0	4	2	2	8
Estratégia de saída	0	1	1	3	3	8
Foco regional	2	1	3	1	1	8
Foco setorial	1	1	3	3	0	8
Localização	2	3	2	1	0	8
Negócio provado	0	1	3	3	1	8
Objetivos definidos	0	1	1	4	2	8
Rodadas futuras de invest.	1	3	2	2	0	8
Oportunidade momentânea	0	1	3	2	1	7
Política de investimento	0	0	4	3	1	8
Atração de investidores	1	2	3	1	0	7
Outros investidores	1	2	2	2	1	8
S.A. (ser ou tornar-se)	0	3	1	0	4	8
Tamanho da empresa	0	2	2	3	1	8
Tema do fundo	1	0	2	3	1	7
Valor da empresa	0	0	1	4	3	8

Percentual de Pontuações				
1	2	3	4	5
0,00	0,00	0,00	62,50	37,50
0,00	0,00	0,00	42,86	57,14
0,00	0,00	50,00	25,00	25,00
0,00	12,50	12,50	37,50	37,50
25,00	12,50	37,50	12,50	12,50
12,50	12,50	37,50	37,50	0,00
25,00	37,50	25,00	12,50	0,00
0,00	12,50	37,50	37,50	12,50
0,00	12,50	12,50	50,00	25,00
12,50	37,50	25,00	25,00	0,00
0,00	14,29	42,86	28,57	14,29
0,00	0,00	50,00	37,50	12,50
14,29	28,57	42,86	14,29	0,00
12,50	25,00	25,00	25,00	12,50
0,00	37,50	12,50	0,00	50,00
0,00	25,00	25,00	37,50	12,50
14,29	0,00	28,57	42,86	14,29
0,00	0,00	12,50	50,00	37,50

Quanto ao mercado e produtos/serviços

	Nota e quantidade de pontuações					T
	1	2	3	4	5	
Capacidade de produção	0	0	1	5	2	8
Capacidade de crescimento	0	0	0	3	5	8
Capac. de criar barreiras	0	0	2	3	3	8
Marketing	0	2	0	5	1	8
Certificações de ISO	1	1	4	1	1	8
Mercado fácil de entrar	0	0	2	3	3	8
Mercado sustentável	0	0	0	5	3	8
Nível da concorrência	0	1	0	5	1	7
Originalidade e tecnologia	0	0	4	3	1	8
Poder dos clientes	0	1	2	5	0	8
Poder dos distribuidores	0	1	2	5	0	8
Poder dos fornecedores	0	1	2	4	1	8
Posição no mercado	0	0	1	4	3	8
Qualidade reconhecido	0	0	3	3	2	8
Sazonalidade	0	1	4	2	1	8
Sensibilidade a economia	0	0	0	3	3	6
Tamanho do mercado	0	0	1	3	4	8
Taxa de crescimento	0	0	0	4	4	8
Vantagem competitiva	0	0	0	4	4	8

Percentual de Pontuações				
1	2	3	4	5
0,00	0,00	12,50	62,50	25,00
0,00	0,00	0,00	37,50	62,50
0,00	0,00	25,00	37,50	37,50
0,00	25,00	0,00	62,50	12,50
12,50	12,50	50,00	12,50	12,50
0,00	0,00	25,00	37,50	37,50
0,00	0,00	0,00	62,50	37,50
0,00	14,29	0,00	71,43	14,29
0,00	0,00	50,00	37,50	12,50
0,00	12,50	25,00	62,50	0,00
0,00	12,50	25,00	50,00	12,50
0,00	0,00	12,50	50,00	37,50
0,00	0,00	37,50	37,50	25,00
0,00	12,50	50,00	25,00	12,50
0,00	0,00	0,00	50,00	50,00
0,00	0,00	12,50	37,50	50,00
0,00	0,00	0,00	50,00	50,00
0,00	0,00	0,00	50,00	50,00

Contabilidade, dados e indicadores econômicos financeiros

	Nota e quantidade de pontuações					T
	1	2	3	4	5	
Confiabilidade e transparência nas de	0	0	1	2	5	8
Fluxo de caixa positivo	1	0	2	3	2	8
Índice de liquidez	1	2	2	2	1	8
Índice de rentabilidade	0	0	1	5	2	8
Oportunidade do negócio	0	0	0	3	5	8
Taxa de crescimento	0	0	2	2	4	8
Tempo até o ponto de equilíbrio	0	0	1	3	4	8

Percentual de Pontuações				
1	2	3	4	5
0,00	0,00	12,50	25,00	62,50
12,50	0,00	25,00	37,50	25,00
12,50	25,00	25,00	25,00	12,50
0,00	0,00	12,50	62,50	25,00
0,00	0,00	0,00	37,50	62,50
0,00	0,00	25,00	25,00	50,00
0,00	0,00	12,50	37,50	50,00

T: Total de respostas

Questões legais e normativas

	Nota e quantidade de pontuações					
	1	2	3	4	5	T
Auditoria contábil constante	0	1	1	2	4	8
Contingências fiscais e trabalhistas	0	0	1	3	4	8
Direitos autorais	0	0	3	2	2	7
Direitos e obrigações dos investidores	0	0	2	2	4	8
Governança	1	0	1	0	5	7
Patentes registradas	0	0	5	2	1	8
Propriedade intelectual	0	0	5	2	1	8
Risco regulatório	0	0	2	3	3	8

Percentual de Pontuações					
1	2	3	4	5	
0,00	12,50	12,50	25,00	50,00	
0,00	0,00	12,50	37,50	50,00	
0,00	0,00	42,86	28,57	28,57	
0,00	0,00	25,00	25,00	50,00	
14,29	0,00	14,29	0,00	71,43	
0,00	0,00	62,50	25,00	12,50	
0,00	0,00	62,50	25,00	12,50	
0,00	0,00	25,00	37,50	37,50	

Características principais do empreendedor

	Nota e quantidade de pontuações				
	1	2	3	4	5
Admirado por outros	0	0	2	4	1
Agressividade competit.	0	0	0	4	3
Bem sucedido	0	0	0	6	1
Confiança, ética, idoneidade	0	0	0	0	7
Disciplina	0	0	0	4	3
Empatia	0	0	2	3	2
Energia empreendedora	0	0	0	4	3
Experiência acadêmica	0	1	3	2	0
Experiência no negócio	0	0	0	4	2
Experiência profissional	0	0	0	2	4
Harmonia	0	0	3	3	1
Histórico	0	0	2	5	1
Liderança	0	0	0	4	3
Motivação	0	0	0	4	3
Reputação	0	0	1	3	3
Visão estratégica	0	0	0	3	4

Percentual de Pontuações					
1	2	3	4	5	
0,00	0,00	28,57	57,14	14,29	
0,00	0,00	0,00	57,14	42,86	
0,00	0,00	0,00	85,71	14,29	
0,00	0,00	0,00	0,00	100,00	
0,00	0,00	0,00	57,14	42,86	
0,00	0,00	28,57	42,86	28,57	
0,00	0,00	0,00	57,14	42,86	
0,00	16,67	50,00	33,33	0,00	
0,00	0,00	0,00	66,67	33,33	
0,00	0,00	0,00	33,33	66,67	
0,00	0,00	42,86	42,86	14,29	
0,00	0,00	25,00	62,50	12,50	
0,00	0,00	0,00	57,14	42,86	
0,00	0,00	0,00	57,14	42,86	
0,00	0,00	14,29	42,86	42,86	
0,00	0,00	0,00	42,86	57,14	

Características principais da equipe diretoras/gestão/administração

	Nota e quantidade de pontuações					
	1	2	3	4	5	T
Competência	0	0	0	3	5	
Agressividade competitiva	0	0	0	5	3	
Alinhamento estratégico	0	0	1	2	5	
Organização/administração	0	0	1	4	3	
Confiança, ética, idoneidade	0	0	0	0	8	
Empatia	0	1	2	4	1	
Experiência acadêmica	0	2	4	2	0	
Experiência no negócio	0	0	0	4	4	
Experiência profissional	0	0	1	2	5	
Harmonia	0	0	2	5	1	
Histórico	0	0	3	4	0	
Liderança	0	0	2	5	0	
Profissionalização	0	0	1	6	0	
Quantidade funcionários	0	3	3	1	0	

Percentual de Pontuações					
1	2	3	4	5	
0,00	0,00	0,00	37,50	62,50	
0,00	0,00	0,00	62,50	37,50	
0,00	0,00	12,50	25,00	62,50	
0,00	0,00	12,50	50,00	37,50	
0,00	0,00	0,00	0,00	100,00	
0,00	12,50	25,00	50,00	12,50	
0,00	25,00	50,00	25,00	0,00	
0,00	0,00	0,00	50,00	50,00	
0,00	0,00	12,50	25,00	62,50	
0,00	0,00	25,00	62,50	12,50	
0,00	0,00	42,86	57,14	0,00	
0,00	0,00	28,57	71,43	0,00	
0,00	0,00	14,29	85,71	0,00	
0,00	42,86	42,86	14,29	0,00	

T: Total de respostas

APÊNDICE E

ENTIDADES VINCULADAS AO CAPITAL EMPREENDEDOR

Fontes de pesquisa na internet

Venture Capital

	Entidade	Site
	Ásia Venture	www.asia-venture.org
	European Venture Capital Association	www.evca.com/html/home.asp
	European Venture Capital Journal	www.evcj.com
	Venture Capital Journal	www.venturecapitaljournal.net
	National Venture Capital Association	www.nvca.org
	Emerging Market Private Equity Association (EMPEA)	www.empea.net
	Latin American Venture Capital Association (LAVCA)	www.lavca.org
	ABVCap – Associação Brasileira de Private Equity & VC	www.abvcap.com.br
	Anprotec – Associação Nacional de Entidades Promotoras de Empreendimentos Inovadores	www.anprotec.org.br
	CEPE - Centro de Estudos em Venture Capital	www.cepe.fgvsp.br/biblioteca
	CADE - Conselho Administrativo de Defesa Econômica	www.cade.gov.br
	FINEP - Financiadora de Estudos e Projetos	www.finep.gov.br
	National Venture Capital Association	www.nvca.org
	Portal do Capital de risco da FINEP	www.capitalderisco.gov.br
	THOMSON Financial	www.thomson.com/financial

Inovação

	Entidade	Site
	INOVA – Agência de Inovação	www.inova.unicamp.br
	Kaufman e-venturing - EntreWorld Resources for Entrepreneurs	www.eventuring.org
	Enterprise and Industry – União Européia	ec.europa.eu/enterprise
	FACESP - Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo	www.fapesp.br/
	IASP - International Association of Science Parks	www.iasp.ws
	Blackwell publishing	www.blackwellpublishing.com
	Journal Of Business Venturing	www.elsevier.com
	SAGE Publications - International Small Business Journal	www.sagepub.com
	The International Journal of Entrepreneurship and Innovation	www.ipublishing.com
	VCJ - Venture Capital Journal	www.venturecapitaljournal.net/

APÊNDICE F

CADASTRO DE INVESTIDORES

	Entidade	Site	Cidade	UF
1.	ABN Amro Capital	www.bancoreal.com.br	São Paulo	SP
2.	Advent International Corporation Global Private Equity	www.adventinternational.com	São Paulo	SP
3.	AIG Capital Partners / AIG Capital Investiments do Brasil	www.aigcapital.com.br	São Paulo	SP
4.	Albatroz Participações	www.abvcap.com.br	Rio de Janeiro	RJ
5.	Angra Partners	www.angrapartners.com.br	São Paulo	SP
6.	Ascet Investimentos	www.ascet.com.br	São Paulo	SP
7.	AxialPar	www.axialpar.com.br	São Paulo	SP
8.	Axxon	www.axxongrou.com.br	São Paulo	SP
9.	Banco Brascan	www.bancobrascan.com.br	São Paulo	SP
10.	Banco do Brasil DTVM	www.bb.com.br	São Paulo	SP
11.	Baring Latin America Partners	www.baringcapital.com	São Paulo	SP
12.	Bassini, Playfair & Wright	www.bpwllc.com		
13.	Bertrati			
14.	BNDESPar (Private Equity)	www.bndespar.com.br	Rio de Janeiro	RJ
15.	BNDESPar (Venture Capital)	www.bndespar.com.br	Rio de Janeiro	RJ
16.	BPE Investimentos	www.bpei.com.br	São Paulo	SP
17.	Bradespar	www.bradespar.com	São Paulo	SP
18.	Bueninvest			
19.	Busato Participações	www.busatopar.com.br	Curitiba	PR
20.	Centerless Competence Network	centerless.com.br	Florianópolis	SC
21.	CRP – Companhia de Participações.	www.crp.com.br	Porto Alegre	RS
22.	Darby Overseas	www.darbyoverseas.com	São Paulo	SP
23.	DGF - Decisão Gestão de Fundos	www.dgf.com.br	São Paulo	SP
24.	Eastman	www.br.eastman.com	São Paulo	SP
25.	Eccelera Gestão de Participações Ltda.	www.eccelera.com	São Paulo	SP
26.	Ecoinvest	www.ecoinv.com	São Paulo	SP
27.	Econergy	www.econergy.com	São Paulo	SP
28.	Econotech			
29.	Electra Capital Partners		São Paulo	SP
30.	e-Platform		São Paulo	SP
31.	Fator Recursos	www.e-platform.com.br		
32.	Fir Capital Partners		Belo Horizonte	MG
33.	GP Investimentos	www.gpinvestimentos.com.br	São Paulo	SP
34.	Icatú Equity Partners	www.gp.com.br/		
35.	Idea Capital			
36.	IdeiasNet			
37.	Innovate			
38.	Intel Capital		São Paulo	SP
39.	Investidor Profissional	www.intel.com	Rio de Janeiro	RJ
40.	InvestTech	www.investidorprofissional.com.br	São Paulo	SP
41.	Itamby	www.itamby.com.br	São Paulo	SP
42.	Janos	www.investtech.com.br	São Paulo	SP
43.	Jardim Botânico Partners	www.jbpartners.com.br	Minas Gerais	MG
44.	JP Morgan Partners		São Paulo	SP
45.	K2 Achievements	www.jbpartners.com.br	São Paulo	SP
46.	LAEP	www.jpmorgan.com	São Paulo	SP
47.	Latintech	www.k2ventures.com.br	São Paulo	SP

48.	Mercatto Investimentos	www.laepbrasil.com.br? www.mercato.net	Rio de Janeiro	RJ
49.	Merrill Lynch	www.techsupply.com.br	São Paulo	SP
50.	Mi Factory			
51.	Monte Cristalina	www.ml.com	São Paulo	SP
52.	Multicapital		Rio de Janeiro	RJ
53.	Oliveira Trust			
54.	Opus Electra & Partners		São Paulo	SP
55.	Plataforma Capital	www.multi-k.com/	São Paulo	SP
56.	Rio Bravo Investimentos	www.riobravo.com.br	São Paulo	SP
57.	Rosegarden	www.opuselectra.com	São Paulo	SP
58.	Santander	www.orbeinvestimentos.com	São Paulo	SP
59.	SP Fundos	www.pactual.com.br	São Paulo	SP
60.	SPTec - Fundo Mútuo de Investimentos em Empresas Emergentes de Base Tecnológica	www.bancopatria.com.br	São Paulo	SP
61.	Stratus - Banco de Negócios	www.stratusbr.com	São Paulo	SP
62.	TMG Capital Partners	www.pcapital.com.br	São Paulo	SP
63.	Verticals Capital	www.verticals.com.br	São Paulo	SP
64.	Votorantim Novos Negócios	www.vventures.com.br	São Paulo	SP
65.	Quality building	www.qualitybuilding.com.br	São Paulo	SP
66.	TK Partners	www.tkpartners.com	São Paulo	SP
67.	BZPlan	www.bzplan.bz	Florianópolis	SC
68.	Actis	www.act.is	São Paulo	SP
69.	Fundo de Capital Solidário	www.capitalsolidario.org.br	São Paulo	SP
70.	DUX		Rio de Janeiro	RJ
71.	Neolog		São Paulo	SP
72.	360° Assessoria de Resultados		Rio de Janeiro	RJ
73.	Bionnovation – Biomedical		São Paulo	SP
74.	Invest Tech – Grupo Perrotti	www.investtech.com.br	São Paulo	SP
75.	TCI	www.grupotci.com.br	São Paulo	SP
76.	Valetec Capital	www.inivap.br	São José dos Campos	SP
77.	Ronei Ferrigolo		Porto Alegre	RS

ANEXO A

REPORTAGENS

INVESTIMENTO - Mapeamento de pesquisadores revela que mercado do país é o mais atrativo da América Latina - Capital de risco cresce no Brasil

O Brasil conta com mais de 70 fundos de capital de risco. Eles investem atualmente em mais de 300 empresas. Só no ano passado, destinaram US\$ 452 milhões para compra de participações acionárias em companhias no país. Desde 1999, já investiram US\$ 5,58 bilhões e as projeções são que, no período 2005-2006, acelerem o ritmo com que têm avaliado e comprado negócios no país.

O desempenho de fundos de Venture Capital e de Private Equity no Brasil foi mapeado, pela primeira vez, pelos pesquisadores Antonio Gledson de Carvalho, Leonardo de Lima Ribeiro e Cláudio Vilar Furtado, do GVcepe (Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital da EAESP - Escola e Economia de São Paulo). Eles preparam o primeiro censo do setor.

A pesquisa traz um quadro geral que comprova o que, até agora, era o que os gestores de fundo e operadores do setor diziam ser um "feeling", ou sensação. A de que a atividade de fundos e empresas de capital de risco passa por novo aquecimento no país, tornando-o, inclusive, o mercado mais atrativo na América Latina.

"A indústria brasileira [de capital de risco] se graduou em grande estilo nesses últimos dois anos", comenta Furtado, diretor-executivo do GVcepe. Ele se refere às ofertas públicas de ações feitas por empresas nos últimos dois anos. Das 14 ofertas, seis eram de empresas nas quais fundos de private equity ou venture capital tinham participações. Em 2004, mostra levantamento da revista especializada "Venture Equity Latin America", fundos de private equity levantaram, por meio de lançamento de ações na BOVESPA R\$ 322 milhões Neste ano, já foram R\$ 653 milhões.

Apesar do pessimismo, o mercado de capitais brasileiro, a despeito de todo o pessimismo de que é objeto por parte de alguns analistas, foi o único na América Latina com capacidade de absorver lançamentos de novas empresas. Para se ter uma idéia, em todos os demais países da América Latina, os fundos conseguiram levantar, com ofertas públicas de ações, não mais do que R\$ 50 milhões desde o início de 2004 até agora. "Durante muito tempo, o receio era quanto à possibilidade de saída dos investimentos. Ou seja, saber se o investidor teria para quem ou onde vender sua participação nas empresas", diz Gledson, organizador do Censo do GVcepe.

De fato, as ofertas públicas de empresas como Submarino, ALL, Gol e DASA mostram que o mercado de capitais oferece a opção de saída para alguns fundos Ainda assim, tanto no Brasil quanto no resto do mundo, a maior parte das operações são encerradas por meio do que o setor chama de "trade sale": o fundo vende a empresa à outra empresa. Foi este, por exemplo, o caso do FIR Capital, de Minas Gerais, fundo que administra uma carteira de US\$ 48 milhões e que, neste ano, vendeu a Akwan ao Google.

Os lançamentos de ações em 2004 e 2005 marcam também o fim do primeiro grande ciclo do setor no país. O censo do GVcepe mostra que a maior parte das 71 instituições que atuam hoje no Brasil começou a operar por aqui depois de 1997. O auge da nova economia, com promessa de altos lucros, trouxe mais uma grande leva entre 1999 e 2001. São os investimentos feitos naquela época, como os no site de varejo virtual Submarino, que começam a maturar agora.

É hora, portanto, dos fundos venderem suas participações e começarem a construir novas carteiras, comprando empresas ou parte delas, para, daqui a cinco ou dez anos, voltar a vendê-las. A procura, indicam alguns fundos, é alta. O Advent International acabou de anunciar a captação de US\$ 375 milhões para investir na América Latina, metade destinada ao Brasil Perfil, aliás, seguido por toda a indústria de fundos da região. A Lavca (Associação Latino-americana de Capital de Risco, na sigla em inglês) estima que 47% dos recursos destinados para a região vêm para cá.

"Estamos enxergando uma nova fase a partir de 2005. Com a volta do investidor estrangeiro, do interesse do investidor local e da participação do setor público brasileiro", diz Patrice Etlin, da Advent

International. Quando menciona o setor público, Etlin se refere à programa pelo BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), que anunciou, em agosto, que destinaria R\$ 260 milhões para aplicações em fundos que investem em empresas emergentes e em fundos de private equity.

O novo ciclo de investimento começa depois de um primeiro que foi parcialmente interrompido pela onda de crises pelas quais passaram o mundo e o Brasil: o estouro da bolha da nova economia; os atentados terroristas nos EUA; as crises internas da economia brasileira. Desde 2003, após o fim da turbulência eleitoral, o setor ensaia recuperação. "O boom da internet trouxe várias instituições ao Brasil. Antes éramos poucos investidores, poucos administradores. De 2003 para cá, o setor tem se consolidado. Temos agora fundos e empresas de todos os tamanhos", relata André Burger, do CRP, um dos fundos pioneiros no Brasil, no mercado há 24 anos. Burger já administrou seis carteiras, que incluíram 54 empresas.

O setor cresceu. Mas são relativamente poucas as pessoas que administram os US\$ 5,8 bilhões que o GVcepe estima estarem imobilizados em investimentos por aqui. As 71 instituições contam com 233 gestores. Contando os demais funcionários, são 498 pessoas administrando as carteiras. Há, por exemplo, menos gestores do que as 306 empresas que precisam ser monitoradas.

Os gestores participam dos conselhos de administração, definem estratégia, certificam-se de que metas estejam sendo cumpridas. O que, sugere Gledson, do GVcepe, pode ser uma das explicações para a concentração de gestores e empresas investidas na região Sudeste do país. Cerca de 64% das empresas estão no Sudeste. Mais de 65% dos gestores estão na cidade de São Paulo. Outros 27% ficam na capital do Rio de Janeiro. Detalhe: apenas duas avenidas paulistanas, a Luís Carlos Berrini e a Brigadeiro Faria Lima concentram 29% das instituições do setor.

Fonte: BILLI, Marcelo. Folha de São Paulo, São Paulo, 20 nov 2005, Folha Dinheiro.

Faturamento de fabricante de software cresce 966% em 5 anos - Fundo internacional turbina empresa de informática

A Microsiga faturava R\$ 30 milhões quando a Advent International comprou cerca de um quarto da empresa de seus sócios, em 1999. No ano passado, faturou R\$ 320 milhões.

Empresa que desenvolve e vende softwares de gestão, ela é dos poucos casos de sucesso da indústria de venture capital no Brasil. Fique registrado que isso não significa que os gestores dos fundos são, por aqui, são menos capazes. Em todo o mundo, a taxa de sucesso no setor é de pouco mais de 10%. Afinal, descobrir que empresas vão crescer de forma vertiginosa no futuro não é exatamente uma tarefa fácil.

No caso da Microsiga, a Advent, fundo internacional que acabou de captar US\$ 375 milhões para investir na América Latina, parece ter acertado. "Foi uma associação absolutamente interessante para as duas partes", diz José Rogério Luiz, diretor administrativo financeiro da empresa, hoje com escritórios em todo o Brasil, na Argentina, Chile, Paraguai, Porto Rico e Uruguai.

A empresa tinha um problema sério a resolver: enfrentar a concorrência da gigante alemã SAP, maior companhia do mundo na área em que a Microsiga atua. "A Advent, nesse aspecto, nos abriu portas para vender, ajudando na inserção internacional da empresa", conta Luiz. A Advent já não é mais sócia da empresa. Mas Patrice Etlin, diretor do fundo no Brasil, continua no conselho da Microsiga. "Sinal do relacionamento mais que cordial que tínhamos com a Advent", completa o diretor da Microsiga.

A Advent não revela o quanto ganhou com a venda, aos próprios antigos acionistas, de sua participação da Microsiga. A prática -de divulgar os resultados- ainda não é comum no Brasil, ao contrário dos EUA. André Burger, da CRP, um dos primeiros fundos a atuar no mercado brasileiro, diz que a adoção da prática virá com o amadurecimento do mercado brasileiro. Ele, por enquanto, não revela o quanto ganhou com as 23 empresas ou participações que já vendeu.

O censo do setor elaborado pela GVcepe não estima ainda os retornos médios dos fundos. Em algumas operações, diz Cláudio Vilar Furtado, o retorno de apenas um investimento compensa uma carteira inteira de empresas. Sobre cifras, a GVcepe tem outra informação: os salários dos gestores que atuam no Brasil.

Cerca de 40% deles ganham entre US\$ 35 mil e US\$ 50 mil anuais. Quase 30% embolsam entre US\$ 50 mil e US\$ 100 mil. Um quarto recebe mais do que US\$ 100 mil. Trata-se apenas do salário, claro. A maior parte da remuneração, os bônus pelo desempenho do fundo, os gestores não revelaram ao censo (MARCELO BILLI).

Fonte: BILLI, Marcelo. Folha de São Paulo, São Paulo, 20 nov 2005, Folha Dinheiro.

Fundos de risco preenchem lacuna de financiamento

"Não existe economia desenvolvida sem um setor de venture capital Desenvolvido", prega Joubert Castro Filho, da ABVCAP (Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital). Guardados os exageros de quem faz parte do próprio setor sobre o qual faz a análise, o diretor da ABVCAP não está desprovido de razão. Não são poucos os estudos, por exemplo, que mostram uma correlação entre o dinamismo econômico dos EUA e a existência de um mercado ativo de venture capital e private equity.

Ambos são fundos que buscam empresas que consideram promissoras. Decidem comprá-las, ou adquirir parte delas. Ajudam na administração, financiam operações e tentam vitaminar o crescimento que, sem os recursos necessários, demoraria um pouco mais.

O objetivo, claro, não é apenas ajudar empresários promissores com idéias brilhantes. Mas encontrá-los e, com isso, achar uma oportunidade de investimento melhor do que ações de empresas já consolidadas ou outros papéis disponíveis no mercado financeiro. A empresa cresce, se consolida e, então, os fundos a vendem, ou se desfazem de suas participações. Realizam o lucro e saem em busca de novas empresas nas quais investir.

Todo novo negócio é arriscado. Por conta disso, é difícil para um empresário iniciante consiga convencer, por exemplo, um grande banco tradicional a emprestar-lhe os recursos de que precisa para crescer.

O papel dos fundos de risco é justamente compartilhar deste risco, oferecer os recursos e o aconselhamento profissional que pode destravar o potencial de crescimento das novas empresas. Ou, em alguns casos, de grandes negócios que podem ser boas oportunidades. Eles preenchem uma lacuna que os mecanismos tradicionais de financiamento não resolvem. Empresas como a Microsoft e o Google contaram com o financiamento de capital de risco.

Do ponto de vista macroeconômico, os fundos, fazendo as empresas a crescer, ajudam, por tabela, a vitaminar a atividade econômica: criando novos empregos, e aumentando a produção e a produtividade.

Fonte: BILLI, Marcelo. Folha de São Paulo, São Paulo, 20 nov 2005, Folha Dinheiro.

BNDES lança mais um fundo de apoio à tecnologia

A direção do BNDES aprovou a criação do Fundo Tecnológico (Funtec), com patrimônio de R\$ 153 milhões, para operar como um braço do banco no apoio a projetos em áreas de fronteira tecnológica, com recursos a fundo perdido. O dinheiro virá do lucro da instituição de fomento e irá financiar projetos em áreas estratégicas da fronteira tecnológica, como informou o presidente do banco, Demian Fiocca, em cerimônia que comemorou os 54 anos do BNDES.

O dinheiro do fundo será repassado a instituições de pesquisas tecnológicas que ficariam encarregadas de emprestá-lo a empresas com projetos de inovação em fase ainda não comercializáveis, visando dar solução empresarial ao negócio. O banco já decidiu para que atividades destinar esses recursos.

O Funtec terá como focos as áreas de energia renovável da biomassa, com destaque para o etanol; softwares, semicondutores e soluções biotecnológicas voltadas para desenvolver problemas da agropecuária nacional; medicamentos e insumos para doenças negligenciadas e fármacos obtidos por biotecnologia avançada.

Com o Funtec, o BNDES completa o último vértice do tripé de sua estratégia de apoio à inovação, como disse o diretor de Planejamento, Antonio Barros de Castro. As duas outras frentes de atuação são o financiamento a projetos de inovação, com juro fixo de 6% ao ano e spread zero, e financiamento à produção para inovação, com custo de TJLP mais spread de 1,8% ao ano.

Fonte: BNDES lança mais um fundo (2006)

ANEXO B

FINEP - FINANCIADORA DE ESTUDOS E PROJETOS

CRITÉRIOS DE SELEÇÃO DE EMPREENDIMENTOS PARA O FÓRUM BRASIL CAPITAL DE RISCO

O perfil do empreendimento selecionado para os Fórum Brasil Capital de Risco segue alguns critérios - muito semelhantes aos almejados pelos investidores - que procuram reduzir o risco do investidor e maximizar o retorno financeiro. Desta forma, são verificados os seguintes itens:

- Inovação - A inovação que se encontra inserida no empreendimento é um fator determinante para a seleção de um empreendimento, inclusive enquanto elemento de diferenciação da empresa junto ao seu mercado. Esta inovação pode estar presente no seu processo - onde se incluem as técnicas, métodos e procedimentos utilizados para se obter um determinado produto -, especificamente no seu produto - em componentes tangíveis e facilmente identificáveis, tais como equipamentos, instalações físicas, ferramentas, artefatos, etc. - ou na sua estratégia - no conjunto de políticas que concretizam os objetivos da empresa.

- Produtos/processos de produção - O produto/processo desenvolvido pela empresa deve apresentar, além de um baixo nível de risco técnico, o máximo de características proprietárias, de forma a diferenciá-lo de seus concorrentes. O seu diferencial se basearia no custo, na funcionalidade, na inovação ou na qualidade do produto ou serviço que permitiria a este vantagens competitivas e a conquista de grande participação no mercado. Além disso, deve permitir margens brutas superiores a média, possuir curto ciclo de vendas, apresentar várias oportunidades de vendas e não necessitar de grandes volumes de investimento adicional.

- Análise da situação de mercado e das estratégias - O mercado ao qual se insere o empreendimento deve apresentar altas taxas de crescimento e ainda estar em expansão. Na presença de forte concorrência direta, o mercado deve ser suficientemente grande para sustentar a entrada de uma nova empresa. A estratégia apresentada pelo empreendedor deve refletir a sua condição dentro do mercado, adicionar valor a sua atividade e estar espelhada no seu modelo de receita.

- Retorno financeiro - A rentabilidade do empreendimento, em função de sua perspectiva de investimento e de receitas projetadas, é um elemento determinante para se reconhecer uma boa oportunidade de investimento. Para isso, na ótica do investidor, é muito importante que o investimento inicial seja de pequeno valor e bem dimensionado; o objetivo último seria a liquidez do investimento. Ainda dentro da negociação entre investidor e empreendedor, é importante que sejam avaliadas as oportunidades de desinvestimento.

- O empreendedor e a sua equipe de gestão devem demonstrar que possuem princípios de integridade e ética profissional, além de sólidos conhecimentos de sua área de atuação, elevados níveis de compromisso, conhecimento do mercado - a ponto de, inclusive, estabelecer relações com os canais de distribuição -, postura, motivação e grande capacidade de trabalhar em equipe.

Trata-se de um programa de capacitação de diversos tipos de profissionais envolvidos na indústria de capital de risco. São promovidos cursos de curta duração (40 horas) em parceria com instituições de ensino e com a participação de especialistas em capital de risco.

Este programa é constituído de duas vertentes. A primeira tem como público-alvo os Agentes Inovar e os cursos têm como objetivo prepará-los para atuar na prospecção e na avaliação de empresas nascentes e emergentes de base tecnológica. A segunda se direciona aos gestores de fundos de capital de risco e tem como objetivo facilitar o entendimento desses profissionais sobre os negócios de tecnologia.

Em setembro de 2002, o Curso de Capacitação em Gestão de Empreendimentos de Risco, realizado em Brasília, capacitou 20 pessoas.

O 1º Programa de Capacitação de Gestores de Fundos de Private Equity e Venture Capital aconteceu em março de 2003, no Rio de Janeiro. Foram capacitados 29 participantes de órgãos federais e da

indústria de investimentos. As 2ª e 3ª edições, realizadas respectivamente em agosto de 2003, no Recife e de 24 a 28 de novembro, em São Paulo, capacitaram um total de 38 pessoas.

Margaret Müller, analista da Incubadora de Fundos Inovar e representante da FINEP na coordenação do curso, explica que a iniciativa procura preencher uma lacuna de cursos de capacitação em gestão de fundos de Capital de Risco no mercado brasileiro. Dentre os temas principais abordados durante as 40 horas do curso, estão: Captação, Pré-investimento, *Due Diligence* e A Indústria de PE/VC no Brasil.

Além das aulas regulares, são realizadas palestras com especialistas do mercado, entre eles gestores de fundos de private equity e venture capital, representantes de empresas incubadas e de organismos de fomento ao empreendedorismo. Isso permite que o assunto seja abordado não somente do ponto de vista teórico, mas com uma visão operacional e de mercado. Dessa forma, os participantes apreendem os principais aspectos práticos relevantes do trabalho de um gestor, indo da fase de pré-investimento, estruturação do fundo, monitoramento e gestão do *portfólio*, até a saída do investimento.

Fonte: FINEP, Critérios de seleção ... (2006).

Desenvolvimento de Estrutura Institucional para a criação e o desenvolvimento de Empresas de Base Tecnológica no Brasil

A Financiadora de Estudos e Projetos - FINEP, empresa pública vinculada ao Ministério da Ciência e Tecnologia, tem como objetivo promover o desenvolvimento tecnológico e a inovação no País, privilegiando, em sua atuação, o apoio a empresas e instituições que investem no desenvolvimento de novos produtos e processos, na busca contínua da inovação e da liderança tecnológica.

O PROJETO INOVAR, lançado em Maio de 2000, é uma ação estratégica da Finep, que tem por objetivo promover o desenvolvimento das pequenas e médias empresas de base tecnológica brasileiras através do desenvolvimento de instrumentos para o seu financiamento, especialmente o capital de risco.

O desenvolvimento das pequenas e médias Empresas de Base Tecnológica depende de um ambiente tecnologicamente ativo, com grande disponibilidade de recursos técnicos e humanos e que apresente espaços para a iniciativa empresarial, favoreça o espírito empreendedor e gere sinergias para o estabelecimento de novas empresas. Por outro lado, é também necessário um sistema de financiamento que atue no sentido de estimular o desenvolvimento destas empresas.

O PROJETO INOVAR surgiu da percepção de que as empresas de pequeno e médio porte baseadas no conceito da "inovação tecnológica" e que se constituem "clientes-base-finep", não encontram no sistema de crédito tradicional mecanismos adequados para financiar seu crescimento. O capital de risco constitui-se em um dos instrumentos mais adequados para o financiamento das empresas de base tecnológica.

Apesar do Brasil dispor de pré-condições para o desenvolvimento do capital de risco, esse mercado, emergente no país, se ressentia de uma estrutura institucional abrangente, capaz de unir os diversos agentes interessados, articulando seus esforços em torno de um objetivo comum. Atuando em parceria com entidades como BID/FUMIN, CNPq, SEBRAE, PETROS, ANPROTEC, SOFTEX e IEL, a Finep, através do Projeto Inovar, vêm procurando construir um arcabouço institucional - uma ponte entre as empresas e os investidores - que estimule a cultura de investimentos de capital de risco em empresas nascentes e emergentes de base tecnológica, ajudando a completar o ciclo da inovação tecnológica, desde a pesquisa até o mercado.

Além disso, através do PROJETO INOVAR, a Finep vem criando mecanismos que contribuem para o surgimento e desenvolvimento de empreendimentos de base tecnológica a partir dos resultados gerados na pesquisa científica brasileira. Novas ações vêm sendo desenvolvidas buscando organizar a aplicação de recursos não-reembolsáveis da Finep e de seus parceiros na transformação de projetos de inovação em tecnologias que possam ser levadas ao mercado. O esforço é o de articular parcerias e instrumentos que apoiem de modo integral o processo de inovação: da bancada dos laboratórios à transferência das tecnologias desenvolvidas para empresas que possam traduzir em valor econômico e desenvolvimento social, o enorme esforço da sociedade brasileira para se inserir no cenário científico e tecnológico global.

Assim, o PROJETO INOVAR visa construir um ambiente institucional que favoreça o florescimento da atividade de Capital de Risco no País, de forma a estimular o fortalecimento das empresas nascentes e emergentes de base tecnológica brasileiras, contribuindo, em última instância, para o desenvolvimento tecnológico nacional, bem como para a geração de empregos e renda.

O Projeto INOVAR contempla: Fórum Brasil Capital de Risco; Incubadora de Fundos INOVAR; Fórum Brasil de Inovação; Portal Capital de Risco Brasil; Rede INOVAR de Prospecção e Desenvolvimento de Negócios; Desenvolvimento de programas de capacitação e treinamento de agentes de Capital de Risco.

Fonte: FINEP, Desenvolvimento de Estrutura Institucional ... (2006).

Incentivo para empresas inovadoras

Empresas que investem em inovação, em pesquisa, têm mais possibilidades de crescer do que as demais. A constatação é do ministro de Ciência e Tecnologia, Sérgio Rezende, que esteve ontem em Curitiba participando do lançamento do programa “Inovar Semente”, durante o 13º Fórum Brasil Capital de Risco. O evento, que continua hoje, é uma promoção da Financiadora de Estudos e Projetos (Finep), vinculada ao Ministério da Ciência e Tecnologia, em parceria com a Federação das Indústrias do Estado do Paraná (Fiep).

O ministro lembrou que a concepção de inovação nas empresas é algo recente no Brasil e que as pesquisas sempre estiveram relacionadas a universidades e centros de pesquisa “Chegamos ao final do século XX com essa concepção de vincular pesquisas a universidades e centros de pesquisa”, apontou Rezende fez ainda uma comparação com a Coréia do Sul e o Brasil “Em 25 anos, o PIB da Coréia do Sul cresceu seis vezes, enquanto o do Brasil 50%. A diferença é que a Coréia fez na década de 80 o que estamos fazendo hoje”, afirmou, referindo-se aos estímulo à pesquisa nas indústrias.

Com o “Inovar Semente”, explicou o ministro, o objetivo é incentivar as empresas nascentes. Uma das novidades é a participação de fundos de investimentos como parceiros. Na semana que vem, a Finep deve lançar edital convidando gestores locais para apresentação de um formato de fundo. Enquanto a iniciativa privada entra com uma parte dos recursos, a Finep responde com outra de mesmo valor. A proposta, afirmou o ministro, é que em três anos, o investimento por parte dos fundos seja de aproximadamente R\$ 300 milhões “Boa parte serão investidores privados com fundos de até R\$ 10 milhões”, explicou.

Para conseguir ter acesso aos recursos, porém, a empresa tem que ser antes de mais nada inovadora “A empresa tem que provar que tem uma proposta inovadora”, salientou o ministro. Segundo ele, segmentos como de software, biotecnologia, tecnologia eletromecânica são os mais promissores. Inicialmente, dez a doze regiões serão atendidas pelo programa, dependendo o número de propostas.

Fonte: FINEP, Incentivo para empresas inovadoras (2005).

CRP apresenta novo Fundo de VC apoiado pela FINEP

Foi apresentado no dia 9 de dezembro, no Rio de Janeiro, mais um fundo de capital de risco apoiado com recursos da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP). Com um patrimônio total de R\$ 60 milhões, o CRP Venture VI vai beneficiar, em quatro anos, cerca de 20 empreendimentos de base tecnológica. Além da FINEP, são quotistas do fundo importantes instituições como o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), a Fundação de Assistência e Previdência Social do BNDES (FAPES) e o fundo de pensão dos funcionários da Petrobras (Petros).

A cerimônia de apresentação, que aconteceu no Rio de Janeiro, contou com a presença de Odilon Marcuzzo do Canto, Presidente da FINEP, de Ricardo Malavazi, Diretor da Petros, além de representantes do BNDES e da FAPES.

O CRP VI vai apoiar empresas inovadoras do Sul e do Sudeste que faturem até R\$ 50 milhões por ano. "Mas vamos operar pouco nos limites. A maioria dos empreendimentos beneficiados estarão em uma faixa entre R\$5 e R\$ 20 milhões de faturamento anual", explica Clóvis Meurer, um dos gestores do CRP Venture VI. O fundo será multi-setorial, o que significa investir em empreendimentos promissores de diversos segmentos econômicos. "Assim, teremos a liberdade de aproveitar boas oportunidades nas áreas em que elas surgirem", explica Clóvis.

O Fundo

Cada empresa pode receber até 3 rodadas de investimento. Em uma primeira fase, serão realizados aportes de até R\$ 2 milhões. Na 2ª, os empreendimentos podem receber um novo investimento de até R\$ 3 milhões e, na 3ª, os aportes podem chegar à R\$6 milhões. A aplicação máxima por empresa, somadas todas as rodadas, é de R\$ 9 milhões.

"Nesse momento em que o mercado de capital de risco é acelerado através de incentivos governamentais, a FINEP se destaca como a principal instituição de apoio ao setor. Ser um fundo aprovado pela FINEP já nos coloca em outro patamar, somos revestidos de um prestígio extra diante do mercado. Também é importante salientar que, além de investir diretamente no fundo, a FINEP teve papel decisivo nas negociações de captação de recursos junto a nossos outros parceiros, como o BID, o Sebrae e fundos de pensão", afirma Clóvis.

A FINEP apoia fundos de capital de risco através da Incubadora de Fundos Inovar, estrutura que deve beneficiar, nos próximos três anos, cerca de 100 empresas inovadoras. No total, já foram comprometidos cerca de R\$ 80 milhões em nove fundos de venture capital, dos quais cinco estão em operação: GP Tecnologia, Stratus VC, SPTec, Rio Bravo Investech II, Novarum. O CRP Venture VI começa a operar ainda em dezembro e há outros três fundos em fase de captação: JBVC I, Stratus VC III e Fundotech II.

Fonte: FINEP, CRP apresenta novo Fundo de VC ... (2006).